

ECKART BUEREN

# Short-termism im Aktien- und Kapitalmarktrecht

*Max-Planck-Institut  
für ausländisches und internationales  
Privatrecht*

*Beiträge zum ausländischen  
und internationalen Privatrecht*

136

---

**Mohr Siebeck**

Beiträge zum ausländischen und internationalen Privatrecht

136

Herausgegeben vom  
Max-Planck-Institut für ausländisches  
und internationales Privatrecht

Direktoren:

Holger Fleischer, Ralf Michaels und Reinhard Zimmermann





Eckart Bueren

# Short-termism im Aktien- und Kapitalmarktrecht

Ideengeschichte, Rechtsvergleichung,  
Rechtsökonomie

Mohr Siebeck

*Eckart Bueren*; Studium der Rechtswissenschaft in Münster und Bonn; Studium der Volkswirtschaftslehre in Hagen; 2005 Erstes Staatsexamen; 2007 Zweites Staatsexamen; 2011 Diplom-Volkswirt; 2011 Promotion (Dr. iur. Bonn); Mitarbeiter und Referent für schweizerisches Recht am MPI für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg; 2018 Habilitation; Lehrtätigkeit an der Bucerius Law School, Hamburg sowie an den Universitäten Passau und Göttingen; seit 2019 Professor für Bürgerliches Recht, Kartellrecht, Handels- und Gesellschaftsrecht sowie Rechtsvergleichung an der Georg-August-Universität Göttingen.

ISBN 978-3-16-158225-7 / eISBN 978-3-16-158226-4  
DOI 10.1628/978-3-16-158226-4

ISSN 0340-6709 / eISSN 2568-6577  
(Beiträge zum ausländischen und internationalen Privatrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2022 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohrsiebeck.com](http://www.mohrsiebeck.com)

Dieses Werk ist seit 10/2023 lizenziert unter der Lizenz ‚Creative Commons Namensnennung – Weitergabe unter gleichen Bedingungen 4.0 International‘ (CC BY-SA 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/deed.de>

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

## Vorwort

Dies ist die redaktionell überarbeitete und punktuell aktualisierte Fassung meiner Habilitationsschrift, die im Juli 2018 von der Bucerius Law School in Hamburg angenommen wurde. Die Arbeit verfolgt die Auseinandersetzung mit kurzfristiger Orientierung (Short-termism) im Aktien- und Kapitalmarktrecht ideengeschichtlich, interdisziplinär und rechtsvergleichend über rund zweieinhalb Jahrhunderte bis zur Reform der Aktionärsrechterichtlinie durch die RL (EU) 2017/828 einschließlich deren Aufnahme in der Literatur. Die Stiftung Kapitalmarktforschung für den Finanzstandort Deutschland hat die Schrift mit dem großzügig dotierten Stiftungsförderpreis 2018 ausgezeichnet.

Während eine Grundlagenarbeit irgendwann schließen muss, sind Diskussion und Rechtsentwicklung in Bezug auf das Thema kurzfristige Orientierung nicht stehen geblieben – es ist weiterhin aktueller denn je. Daher freut es mich besonders, dass die Habilitationsschrift bereits vor ihrem Erscheinen in verschiedene Forschungs- und Dissertationsvorhaben namentlich am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, der LMU München, der Bucerius Law School sowie der Wirtschaftsuniversität Wien eingegangen ist, die einzelne Themenstränge der Arbeit aufgreifen und vertiefen und/oder den Ansatz der Arbeit weiterführen, die Entwicklung von Gesellschaftsrecht auch ideen- und wirtschaftsgeschichtlich zu erklären. Über die nachfolgende Rechtsentwicklung im Bereich Sustainable Finance habe ich selbst gesondert publiziert.

Die Erstellung der Arbeit war ein wissenschaftliches Abenteuer und phasenweise auch ein großer Kraftakt. Über ihren Wert entscheiden die Leserinnen und Leser. Das Glück, durch die Vollendung der Arbeit die Laufbahn des Hochschullehrers einschlagen zu können, war jedenfalls den Einsatz wert.

Anlässlich der Veröffentlichung der Arbeit möchte ich Danke sagen. Ein besonderer Dank gilt zunächst meinem akademischen Lehrer und Habilitationsbetreuer *Holger Fleischer*. Er hat mir großen Freiraum für die eigene wissenschaftliche Entfaltung auch mit einem neuartigen Forschungsansatz gewährt, zugleich wo es nötig war Rat und Orientierung gegeben und mich nicht nur als enorm produktiver Wissenschaftler von einzigartiger Breite und Tiefe beeindruckt, sondern auch als Mensch. Ich kann mir keinen besseren Ort als seine Arbeitsgruppe für akademische Lehrjahre in der Forschung zum Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht vorstellen. Hier war auch Unterstützung in schwierigen Momenten abseits der eigentlichen Arbeit.

*Thilo Kuntz* danke ich sehr für die ebenso zügige, fundierte wie freundliche Abfassung des Zweitgutachtens; in gleicher Weise gilt mein Dank *Jan Lieder* für das ebenso erstellte Dritt votum. Bei einer umfangreichen sowie im Zugriff nicht alltäglichen Arbeit war beides nicht selbstverständlich.

Mein Dank gilt sodann dem Hamburger Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht sowie der Zentralbibliothek Wirtschaftswissenschaft, ohne

deren Bestände und Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter die Arbeit in dieser Form nicht denkbar gewesen wäre.

Weiterhin danke ich herzlich meinen ehemaligen Kolleginnen und Kollegen in der Arbeitsgruppe, namentlich *Jennifer Trinks*, *Elke Heinrich-Pendl*, *Matthias Pendl*, *Stefan Korch* und *Frauke Wedemann*. Besonders hervorheben möchte ich als Mitstreiter und Freunde zudem *Lars Harzmeier*, *Yannick Chatard*, *Klaus Ulrich Schmolke*, *Marlen Thaten* und *Peter Agstner*. Die gemeinsame Zeit mit ihnen hat mich geprägt, und ich bin jedem von ihnen für die vielen Gespräche dankbar, die meinen Weg erleichtert haben, ebenso wie die wertvolle menschliche Unterstützung auch abseits der wissenschaftlichen Tätigkeit. Den Direktoren des Hamburger Max-Planck-Instituts, *Holger Fleischer*, *Reinhard Zimmermann* und *Ralf Michaels* danke ich für die Aufnahme der Arbeit in die Beiträge zum ausländischen und internationalen Privatrecht. Danken möchte ich außerdem den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern meines Lehrstuhls an der Universität Göttingen, *Jennifer Crowder*, *Désirée Höwing*, *Timo Reckert*, *Katja Berger*, *Christoph Blanke*, *Fabian Gessat* und *Marcel Zober* für wertvolle Unterstützung bei redaktionellen Korrekturen und der Erstellung von Verzeichnissen. Für die Unterstützung bei der Produktion dieses Buches danke ich *Christian Eckl* und *Anja Rosenthal* aus dem Hamburger Max-Planck-Institut.

Meinen Eltern *Erika* und *Wolfgang Bueren* danke ich für ihre Begleitung und Unterstützung, ohne die ich niemals eine Habilitationsschrift hätte verfassen können.

Göttingen, im Februar 2022

*Eckart Bueren*

# Inhaltsübersicht

Vorwort .....	V
Inhaltsverzeichnis .....	IX
Abkürzungsverzeichnis.....	XXIX
Einführung.....	1

## 1. Teil: Ursprünge und Problemdefinition

§ 1 Schlaglichter aus der Geschichte der Ökonomie.....	17
§ 2 Problemdefinition der modernen Ökonomie.....	64

## 2. Teil: Ideengeschichte – unerwünschte Kurzfrist-Orientierung als Regelungstopos des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts zwischen Recht und Ökonomie

§ 1 Angloamerikanischer Rechtskreis.....	79
§ 2 Deutschland im europäischen Kontext .....	275
§ 3 Fazit: Die <i>Short-termism</i> -Diskussion bis zur Finanzkrise.....	376

## 3. Teil: Moderne ökonomische *Short-termism*-Forschung

§ 1 Einführung .....	383
§ 2 Moderne <i>Short-termism</i> -Theorie .....	388
§ 3 Schlussfolgerungen .....	533
§ 4 Empirische Evidenz.....	567
§ 5 Diskussion der Befunde.....	712

4. Teil:  
Die *Short-termism*-Diskussion und  
rechtliche Bewältigungsstrategien nach der Finanzkrise

§ 1	Private Trendsetter und -verstärker.....	730
§ 2	OECD & G20.....	736
§ 3	Vereinigte Staaten von Amerika.....	741
§ 4	Vereinigtes Königreich.....	780
§ 5	Frankreich.....	810
§ 6	Europäische Union .....	858
§ 7	Deutschland im europäischen Kontext .....	919
§ 8	<i>Short-termism</i> : Von nationalen Debatten zu einem globalen Thema des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts? .....	973

5. Teil:  
Schlussbetrachtung

§ 1	Zusammenfassung und Auswertung: <i>Short-termism</i> als eine der „Great debates in company law“.....	1007
§ 2	Lehren und Regulierungsstrategien zur <i>Short-termism</i> -Debatte.....	1028
	Literatur- und Materialienverzeichnis.....	1035
	Stichwortverzeichnis .....	1153
	Personenregister.....	1181

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Inhaltsübersicht .....	VII
Abkürzungsverzeichnis.....	XXIX
Einführung.....	1
I. Themenstellung.....	1
II. Wirtschaftliche und gesellschaftliche Relevanz .....	4
III. Forschungsprogramm.....	6
1. Ökonomische Ideengeschichte im rechtshistorischen Kontext .....	7
2. Funktional-ökonomische Problemdefinition und -abgrenzung .....	8
3. Ideengeschichte bis zur Finanzkrise: Wirtschaftsgeschichte, Rechtsvergleichung und Dogmatik .....	8
4. Moderne ökonomische <i>Short-termism</i> -Theorie .....	10
5. Empirische Forschung zu <i>Short-termism</i> .....	11
6. Bewältigungsstrategien nach der Finanzkrise: Rechtsvergleichende und dogmatische Analyse.....	13

## 1. Teil:

### Ursprünge und Problemdefinition

§ 1 <i>Schlaglichter aus der Geschichte der Ökonomie</i> .....	17
I. Die klassische Schule der Ökonomie: <i>Short-termism</i> zur Zeit der Urformen moderner Aktiengesellschaften.....	17
1. Die Handelskompanien in Adam Smiths <i>Wealth of Nations</i> .....	17
a) Rechtsgeschichtliche Grundlagen.....	17
b) Wettbewerbswirkung, Agency-Problematik und kurzfristige Governance .....	21
2. Kurzsichtiges Wirtschaften und Anfänge verhaltensorientierter Ökonomie: Adam Smiths <i>Theory of Moral Sentiments</i> .....	25
3. Kurzfristiges Verhalten allgemein vs. in Handelskompanien: ein „Adam-Smith-Problem“? .....	30
II. Neoklassische Mikroökonomie .....	31
1. Kurzsichtiges Verhalten in der neoklassischen Konsumtheorie: William Stanley Jevons und Alfred Marshall .....	31

2.	Kurze vs. lange Frist in der neoklassischen Preistheorie: Alfred Marshall .....	34
3.	Kurzfristiges Verhalten in der neoklassischen Wohlfahrtsökonomie: Arthur Cecile Pigou.....	35
	a) Kurzfristige Orientierung als prinzipielles Problem der Marktwirtschaft .....	35
	b) Potenzielle Korrektur durch den Kapitalmarkt und Gegenmaßnahmen	37
	c) Die Bedeutung unvollständigen Wissens.....	38
	d) Einordnung in den rechtshistorischen Kontext und die <i>Short-termism</i> -Debatte.....	40
4.	Kurzfristiges Verhalten in der Zins- und Kapitaltheorie österreichischer bzw. neoklassischer Ökonomen .....	43
5.	Kritische Zusammenschau und Rezeption in der weiteren <i>Short-termism</i> -Debatte .....	47
III.	<i>Short-termism</i> und Weltwirtschaftskrise: John Maynard Keynes.....	50
	1. <i>Short-termism</i> in Keynes General Theory .....	50
	a) Einführung.....	50
	b) Produktionstheorie: Aktuelle Ergebnisse als Bestimmungsgrund kurzfristiger Erwartungen .....	51
	c) Konsumneigung: Kurzsichtigkeit als nachrangiger Faktor .....	52
	d) Investitionsanreize: Primat des Aktuellen und der kurzen Frist im battle of wits .....	52
	2. Einordnung aus heutiger Sicht .....	57
	a) Zeit- und rechtshistorischer Kontext.....	57
	b) Rezeption in der modernen <i>Short-termism</i> -Debatte .....	61
§ 2	<i>Problemdefinition der modernen Ökonomie</i> .....	64
I.	I know it when I see it .....	64
II.	Definitionsversuche.....	64
	1. Allgemeine Definitionen .....	64
	a) Ansatz und Formulierung .....	64
	b) Praktische versus theoretische Operationalisierung .....	66
	2. Spezifische Definitionen .....	69
III.	Fazit: Drei Merkmale und ihre Schwierigkeiten.....	72
IV.	Abgrenzung .....	74

## 2. Teil:

### Ideengeschichte – unerwünschte Kurzfrist-Orientierung als Regelungstopos des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts zwischen Recht und Ökonomie

§ I	<i>Angloamerikanischer Rechtskreis</i> .....	79
I.	Vereinigte Staaten von Amerika.....	79
	1. Hintergrund: Abnehmender relativer wirtschaftlicher Erfolg der angloamerikanischen Volkswirtschaften und Übernahmewellen .....	79
	2. Diskussionswellen und -themen.....	86

3.	<i>Short-termism</i> -Diskussion der 1980er und frühen 1990er Jahre .....	89
	a) Managementfehler .....	89
	aa) Von „Managing our Way to Economic Decline“ .....	89
	bb) ... über „The Next American Frontier“ .....	92
	cc) ... „Out of crisis“ .....	93
	dd) ... zu „Relevance Lost“ .....	94
	b) Investorenverantworteter Defekt? .....	98
	aa) Die <i>takeover controversy</i> .....	98
	(1) Übernahmen als Disziplinierungsinstrument .....	100
	(2) Übernahmen als Treiber kurzfristigen Denkens .....	102
	bb) Gesetzgeberische Reaktionen im föderalen System .....	109
	(1) Bundesebene .....	109
	(2) Ebene der Bundesstaaten .....	117
	c) Scheitelpunkt .....	119
	aa) Zusammenfassende Aufbereitung und Corporate-Governance- Vergleichung („Capital choices“ u. a.) .....	119
	bb) Mainstream und erstarkende Gegenstimmen .....	124
	cc) Meinungswechsel des Competitiveness Policy Council .....	127
	d) Fazit aus heutiger Sicht .....	130
4.	<i>Short-termism</i> -Diskussion der frühen 2000er Jahre: Bilanzskandale und Dotcom-Blase .....	139
	a) Regulierungsdefizit .....	139
	b) Corporate-Governance-Misstände .....	140
	aa) Administration und Legislative .....	141
	bb) Schrifttum .....	146
	c) Theorieversagen? .....	148
	aa) Effizienzmarkthypothese und Markt für Unternehmens- kontrolle .....	148
	bb) Shareholder-Value .....	152
	d) Fazit aus heutiger Sicht .....	158
II.	Vereinigtes Königreich .....	160
	1. Hintergrund .....	160
	2. Vorläufer der <i>Short-termism</i> -Debatte .....	167
	a) 1930er Jahre: Macmillan Gap .....	167
	b) 1970er Jahre: Wilson Review .....	172
	aa) Überblick .....	172
	bb) Finanzierung und <i>Short-termism</i> .....	176
	cc) Interessengruppengetriebene Polarisierung der <i>Short-</i> <i>termism</i> -Debatte .....	178
	c) Fazit .....	179
3.	<i>Short-termism</i> -Diskussion ab Mitte der 1980er und frühen 1990er Jahre .....	180
	a) Parallelen und Besonderheiten im Vergleich zu den USA .....	180
	aa) <i>Declinism</i> und Corporate Governance .....	181
	bb) Übernahmen und institutionelle Investoren: City vs. Industry ..	183
	cc) Rezeption US-amerikanischer Beiträge .....	186

b)	Etablierung des Themas ab 1987 .....	187
aa)	Interessenverbände .....	188
bb)	Ökonomie .....	196
(1)	Volkswirtschaftliche Dokumentation und Analyse des <i>decline</i> .....	196
(2)	Managementforschung .....	196
(3)	Institutionelle Investoren, Investitionsbewertung und Analystenverhalten .....	198
(4)	Übernahmen .....	202
(5)	Umfragestudien zur Managersicht, Managervergütung ....	208
cc)	Rechtswissenschaft .....	210
(1)	Der Pionier: J. Parkinsons „Corporate Power and Responsibility“ .....	210
(2)	Die nachfolgende Diskussion .....	215
(a)	Übernahmen .....	215
(b)	Nicht geschäftsführende Direktoren .....	215
(c)	Institutionelle Aktionäre .....	217
(d)	Unternehmenszielbestimmung .....	223
(3)	Corporate-Governance-Systemvergleich im Wandel der Zeit .....	224
(a)	„Keeping good Company“ 1994 .....	224
(b)	„Keeping better Company“ 2005 .....	228
dd)	<i>Short-termism</i> als Thema von Exekutive und Legislative 1985–1994 .....	231
c)	Private Reaktion im Schatten drohender Regulierung: Corporate- Governance-Kodizes .....	237
aa)	Rechtspolitische Ausgangslage .....	237
bb)	Cadbury Report 1992 .....	240
cc)	Greenbury Report 1995 .....	243
dd)	Hampel Report 1998 .....	244
ee)	Myners Report 2001 .....	245
ff)	Higgs Report 2003 .....	248
gg)	Zusammenfassung .....	250
4.	<i>Short-termism</i> in der Entstehungsgeschichte des Companies Act 2006..	252
a)	Einführung und Vorgeschichte .....	252
b)	<i>Short-termism</i> als Thema der CLR Steering Group (1999–2001)....	253
c)	<i>Short-termism</i> als Thema der Regierungsantwort und des parla- mentarischen Gesetzgebungsprozesses .....	257
aa)	White Paper 2002 .....	257
bb)	White Paper 2005 .....	259
cc)	Company Law Reform Bill 2005 .....	263
5.	Zusammenfassung und Fazit aus heutiger Sicht .....	268
III.	Schlussbetrachtung: <i>Short-termism</i> -Debatte und Corporate-Governance- Systemvergleich im angloamerikanischen Rechtskreis .....	270

§ 2	<i>Deutschland im europäischen Kontext</i> .....	275
I.	Aktienrechtliche Reformdiskussion in der Weimarer Republik bis zum AktG 1937.....	275
	1. Hintergrund: Wirtschaftliche Achterbahnfahrt, Hyperinflation und Auswirkungen internationaler Finanzströme.....	275
	2. Die aktienrechtliche Reformdiskussion.....	279
	a) Leitmotiv der inneren und äußeren Überfremdung durch spekulatives Kapital.....	279
	b) „Gute“ Verwaltung und langfristige Aktionäre vs. „schlechte“ kurzfristige Aktionäre .....	282
	aa) Walther Rathenaus „Vom Aktienwesen“ .....	282
	bb) Rezeption im Lichte der „Lehre vom Unternehmen an sich“ ...	285
	cc) 33. Deutscher Juristentag 1924 .....	286
	dd) 34. Deutscher Juristentag 1926 .....	287
	ee) DJT-Kommission: Generalbericht .....	291
	ff) Reformvorschläge im Schrifttum .....	292
	gg) Wirtschaftsenquete-Generalbericht .....	297
	hh) Konsultation des Reichsjustizministeriums .....	298
	ii) Der Gesetzentwurf von 1930 .....	300
	c) Die Bekämpfung kurzfristiger Einflüsse zwischen Weimarer Republik und NS-Ideologie.....	302
	d) Das Aktiengesetz 1937 .....	313
	e) Erkenntniswert für die heutige Diskussion.....	316
II.	1990er Jahre: Kapitalismus vs. Kapitalismus (Michel Albert) .....	317
	1. Die These .....	317
	a) Der kurzfristige neoamerikanische Kapitalismus.....	319
	b) Das langfristige <i>modèle rhéna</i> n.....	320
	c) Trend und Empfehlung .....	321
	2. Zeitgeschichtlicher Kontext und spätere Entwicklung .....	322
	3. Heutiger Stellenwert .....	324
III.	<i>Short-termism</i> und Übernahmerecht.....	327
	1. Innerdeutsche Diskussion ab 1985 .....	327
	a) Frühe Rezeption der <i>US takeover controversy</i> mit <i>Short-termism</i> -Kritik ... ..	327
	b) ... und baldiges Reenactment.....	329
	aa) Auslöser.....	329
	bb) Gegner .....	330
	cc) Befürworter .....	331
	dd) Praktische Bedeutung, insbesondere die Kontroverse um Höchststimmrechte .....	333
	c) Die Haltung des WpÜG-Gesetzgebers .....	336
	2. Geschichte der Übernahmerichtlinie: Mittelbare Eruption? .....	337
	a) Konfliktlinien mit Parallelität zur <i>Short-termism</i> -Debatte .....	337
	b) Die Übernahmerichtlinie als Ausdruck von „Capitalisme contre Capitalisme“? .....	341
	3. Zusammenfassung und Fazit .....	345

IV.	KonTraG 1998: Einzug des Shareholder-Value?.....	347
1.	Dreifache Stärkung des Kapitalmarkteinflusses auf AGs.....	348
2.	Hinwendung zum Shareholder-Value-Konzept? .....	350
3.	Vierfache Stärkung kontroverser Treiber kurzfristigen Denkens .....	353
V.	Mitte der 2000er Jahre: Heuschreckendebatte .....	354
1.	Heuschreckenmetapher in der Politik: Ursprung und Erfolgsgeschichte .	354
2.	Rechtspolitischer Hintergrund.....	358
a)	Herausforderungen nach Auflösung der Deutschland AG .....	358
b)	Schädliche kurzfristige Orientierung durch Private Equity und Hedgefonds in Deutschland? .....	361
3.	Juristische Auseinandersetzung.....	363
a)	Rechtspolitische Vorschläge zur Differenzierung „guter“ und „schlechter“ Aktionäre .....	363
b)	Gesetzgeberische Reaktion, insbesondere: Das Risikobegrenzungs- gesetz .....	368
c)	Die weitere Diskussion.....	373
§ 3	<i>Fazit: Die Short-termism-Diskussion bis zur Finanzkrise.....</i>	376
I.	Exemplarischer Charakter der herausgearbeiteten Linien und Themen .....	376
1.	Angloamerikanischer Rechtskreis .....	376
2.	Kontinentales Zentraleuropa .....	376
a)	Parallelen zu Weimar: Schweiz, Österreich .....	376
b)	Jüngere Parallelen: Frankreich, Niederlande .....	380
II.	Prägende Züge der herkömmlichen Diskussionen um kurzfristige Orien- tierung.....	380

### 3. Teil:

#### Moderne ökonomische *Short-termism*-Forschung

§ 1	<i>Einführung .....</i>	383
I.	Verbindungslinien und Erkenntnisinteresse.....	383
II.	Akteure im Zentrum von <i>Short-termism</i> -Debatten.....	384
1.	<i>Short-termism</i> auf Aktionärs-/Investorensseite .....	384
2.	<i>Short-termism</i> aufseiten der Vorstände/Manager .....	386
§ 2	<i>Moderne Short-termism-Theorie .....</i>	388
I.	Herangehensweise .....	388
II.	Systematisierung der Erklärungen.....	389
1.	Systematisierung nach Märkten .....	389
2.	Systematisierung nach Personen .....	390
3.	Systematisierung nach modelltheoretischer Einordnung .....	391
4.	Systematisierung nach Ursachen .....	392
III.	Grundmechanismus und bestimmende Faktoren.....	394

IV.	Allokationsineffiziente Aktien- bzw. Kapitalmärkte .....	398
1.	Informationsasymmetrien bzgl. der Rentabilität von Unternehmen .....	398
a)	Takeover-Threats-Hypothese .....	398
aa)	Grundmodell von Stein (1988).....	398
bb)	Erklärungskraft.....	399
b)	Signal-Jamming-Hypothese .....	402
aa)	Grundmodell von Stein (1989).....	402
bb)	Erklärungskraft und verwandte Modelle .....	403
c)	Zwischenbefund und Wohlfahrtsimplikationen .....	406
d)	Einschränkungen und Kritik.....	407
aa)	Sensitivität für Annahmen .....	407
bb)	Stabilität der Effekte.....	408
cc)	Interpretation der Ursachen von <i>myopia</i> .....	409
2.	Informationsasymmetrie auch bzgl. der Arbitrageure .....	412
a)	Costly trade theory von Shleifer/Vishny (1990) .....	412
b)	Erklärungskraft und verwandte Modelle .....	414
c)	Fazit und Schlussfolgerungen .....	417
3.	Externe Effekte .....	418
a)	Mikroebene: Breach-of-Trust-Hypothese .....	418
aa)	Grundmodell von Shleifer/Summers (1988).....	418
bb)	Kritik und Einschränkungen .....	421
cc)	Rechtspolitische Schlussfolgerungen .....	422
b)	Makroebene: Positive externe Effekte langfristiger Investments ....	427
aa)	Grundproblem.....	427
bb)	Ideengeschichtliche Bedeutung.....	428
cc)	Einordnung und Bewertung.....	428
V.	Ineffizienz des Managerarbeitsmarktes .....	430
1.	Career-Concerns-Hypothese .....	430
a)	Managerinduzierter <i>Short-termism</i> .....	431
aa)	Grundmodell von Narayanan (1985).....	431
bb)	Aufnahme und Kritik.....	433
cc)	Verallgemeinerung .....	434
dd)	Grenzen der Aussagekraft .....	435
b)	Aktionärsinduzierter <i>Short-termism</i> .....	436
aa)	Grundmodell von Thakor (2016) .....	436
bb)	Reichweite und Grenzen der Aussagekraft.....	437
c)	<i>Short-termism</i> durch Managerfluktuation ( <i>horizon problem</i> ) .....	439
aa)	Modell von Palley (1997).....	439
bb)	Verallgemeinerung und Verbindungslinien.....	440
d)	Rechtstatsächlicher Hintergrund.....	442
2.	Hold-up-Losses-Theorie .....	445
a)	Grundmodell von Noe/Rebello.....	445
b)	Folgerungen im Kontrast zu anderen Modellen .....	447
c)	Erklärungskraft.....	448

3.	Fazit .....	449
a)	Treiber von <i>Short-termism</i> und ihre Erklärungskraft für die Debatte	449
b)	Gegenmaßnahmen.....	451
VI.	Fluid capital .....	452
1.	Brennpunkte der These früher und heute .....	452
2.	Beteiligungsstruktur und <i>Short-termism</i> .....	453
3.	Projektqualität und -finanzierung über den Investitionshorizont .....	454
a)	Exogene Informationsasymmetrien .....	454
aa)	Grundmodell von v. Thadden .....	454
bb)	Erweiterung: Auswirkung von Überwachung (Monitoring) ....	455
b)	Endogene Informationsasymmetrien, adverse Selektion .....	456
aa)	Modell von Milbradt/Oehmke.....	456
bb)	Fazit, theoretische Einordnung und Schlussfolgerungen .....	458
4.	Erklärungskraft und Bedeutung für die <i>Short-termism</i> -Debatte .....	459
VII.	Unzulänglichkeiten des Managements .....	460
1.	Investition: Mindestrenditen und Amortisationsdauer.....	460
a)	Hintergrund und Argumentation .....	460
b)	Empirische Basis .....	462
aa)	Renditehürden über den Kapitalkosten.....	462
bb)	Unklarer Einfluss von DCF auf das Investitionsvolumen.....	463
cc)	Kritische Interpretation.....	463
c)	Theoretische Kritik.....	464
aa)	Optimale Investitionsplanung im Zeitverlauf .....	464
bb)	Folgen von Hürden für Amortisationsdauer und Rendite .....	465
d)	Zusammenfassung und Fazit .....	468
2.	Organisation: Steuerung divisionaler Strukturen.....	469
a)	Wirtschaftsgeschichtlicher Hintergrund.....	470
b)	U-form vs. M-form: Pro und Contra .....	473
c)	Fazit und heutige Bewertung .....	475
3.	Kultur.....	478
a)	Einordnung in die <i>Short-termism</i> -Debatte .....	478
b)	<i>Short-termism</i> und gesellschaftliche Kultur.....	480
c)	<i>Short-termism</i> und Unternehmenskultur .....	482
aa)	Schwierigkeiten des Forschungsfelds .....	482
bb)	Entwicklung und Stand der Forschung.....	485
cc)	Bewertung und Fazit .....	488
VIII.	Verhaltensökonomische Faktoren .....	491
1.	Einführung.....	491
2.	Verlustaversion: Das Aktienprämien-Rätsel .....	493
a)	Verhaltensökonomische Grundlagen.....	493
b)	Einfluss auf <i>Short-termism</i> ? .....	495
c)	Offene Fragen und Kritik.....	497
aa)	Reichweite der zugrunde liegenden Konzepte.....	497
bb)	Gemischte empirische Belege .....	498
cc)	Verhaltenstheoretische versus rationaltheoretische Ursachen?..	499
dd)	Ausgleichende verhaltensökonomische Effekte .....	500

3.	Hyperbolisches Diskontieren, Präferenzumkehr .....	500
	a) Verhaltensökonomische Grundlagen.....	500
	b) Einfluss auf <i>Short-termism</i> ? .....	502
	aa) ... der Manager und Investoren.....	502
	bb) ... über das Sparverhalten .....	504
4.	Verfügbarkeitsheuristik: <i>Short-termism</i> als Fata Morgana? .....	504
	a) Verhaltensökonomische Grundlagen.....	504
	b) Einfluss auf <i>Short-termism</i> ? .....	506
	aa) ... der Unternehmensmanager .....	506
	bb) ... der Investoren .....	508
	cc) ... in der öffentlichen Wahrnehmung.....	509
	dd) Wirkung .....	510
	c) Kritische Bewertung .....	510
	aa) Vorzüge der Erklärungskraft.....	510
	bb) Fehlende Überprüfbarkeit und Eigenständigkeit der Hypothese	511
5.	<i>Overconfidence</i> .....	512
	a) Verhaltensökonomische Grundlagen.....	512
	b) Einfluss auf <i>Short-termism</i> ? .....	515
	aa) Als Auslöser.....	515
	bb) Als Argument gegen und für <i>Short-termism</i> -Bekämpfung.....	517
	c) Reichweite und Probleme der Erklärungskraft .....	518
	aa) Internationale und soziale Verallgemeinerungsfähigkeit?.....	519
	bb) <i>Overconfidence</i> als Kurzfristigkeits- oder Langfristigkeits-	519
	treiber?.....	519
	cc) Diametrale normative Implikationen.....	520
6.	Einschätzung und offene Fragen.....	521
	a) Rückblick und Ausblick: Probleme von Verhaltensökonomie und	521
	<i>Short-termism</i> .....	521
	b) Wirkung individueller Heuristiken und Bias im organisationalen	522
	Kontext .....	522
	c) Zusammenspiel mehrere Bias, insbesondere: Gegengiftthese .....	525
	d) Fazit .....	528
IX.	Interaktionen und Ambivalenzen.....	529
	1. Verstärkung mehrerer <i>Short-termism</i> -Treiber.....	529
	2. Ambivalente Wirkungen einzelner <i>Short-termism</i> -Treiber .....	529
	3. Feedback-Schleifen .....	530
§ 3	<i>Schlussfolgerungen</i> .....	533
I.	Das <i>Short-termism</i> -Theorie-Multiversum .....	533
II.	Theoretisch anfällige Bereiche für <i>Short-termism</i> .....	534
	1. Sichtbare vs. unsichtbare Investitionen.....	534
	2. Reife vs. junge Unternehmen.....	536
	3. Große börsennotierte vs. geschlossene Gesellschaften, insbesondere	538
	Familiengesellschaften.....	538

III.	Angloamerikanischer vs. kontinentaleuropäischer Rechtskreis? .....	544
1.	<i>Short-termism</i> als Nachteil angloamerikanischer Corporate Governance? .....	545
a)	Die herkömmliche Sicht .....	545
b)	Die herkömmliche Charakterisierung der Corporate-Governance-Systeme .....	546
c)	Die herkömmliche Bewertung des deutschen Systems .....	549
2.	<i>Short-termism</i> als allgemeines Corporate-Governance-Problem .....	550
a)	Struktur des Aktionariats .....	550
b)	Übliche Amtszeit der Unternehmensleitung .....	553
c)	Vergütungspraktiken .....	555
3.	Stellungnahme .....	561
IV.	Potenzielle Nachteile von <i>Short-termism</i> .....	564
§ 4	<i>Empirische Evidenz</i> .....	567
I.	Probleme der empirischen Messung .....	568
1.	Datenzugang .....	568
a)	Langfristiges Investieren und langfristige Investoren .....	568
b)	<i>Short-termism</i> als „unsichtbare“ Unterinvestition .....	568
c)	Stellvertretervariablen (Proxys) für langfristige Investitionen .....	570
aa)	Ausgaben für Forschung & Entwicklung .....	571
(1)	Begründung .....	571
(2)	Problematik .....	573
bb)	Patente als Indikator für langfristig ausgerichtete Innovation .....	577
2.	Methodik .....	580
a)	Schätzung langfristiger abnormaler risikoadjustierter Renditen .....	580
b)	Endogenität: Herausforderungen durch Wechselwirkungen in der Corporate Governance .....	581
c)	Interdisziplinarität: Mangelndes Rechtsverständnis bei Datenkodierung und Modellspezifikation .....	585
aa)	Beispiel 1: Gestaltungen zur Abwehr von Übernahmen .....	585
bb)	Beispiel 2: Corporate-Governance-Indizes .....	588
cc)	Fazit .....	590
3.	Aggregation und Interpretation .....	590
a)	Mittelwerte: Vereinfachung versus Irreführung .....	591
aa)	Grundlagen .....	591
bb)	Beispiel 1: Auswirkungen von Hedgefonds-Aktivismus .....	592
cc)	Beispiel 2: Länderdurchschnitte statt Firmendaten .....	594
b)	Atypische Fälle: Bedeutung in Ökonomie und Recht .....	595
c)	Tobin's Q als Kennzahl .....	596
aa)	Bedeutung und Einsatz .....	596
bb)	Berechnungsschwierigkeiten und Messfehler .....	598
cc)	Verkennung kurzfristiger Unterinvestitionen .....	599
d)	Definition von „lang“ und „kurz“ .....	601
II.	Populäre allgemeine Evidenz? .....	602
1.	Haltedauern, Handelsvolumina .....	602
a)	Die Argumentation .....	602

b)	Kritische Würdigung .....	604
aa)	Haltedauern im Ländervergleich im Spiegel der <i>Short-termism</i> -Debatte .....	604
bb)	Interpretation von Haltedauern und Handelsaktivität .....	605
(1)	Berechnungsweise, Ursachen und Aussagekraft der Umschlagsrate .....	605
(2)	Verzerrender Einfluss des Hochfrequenzhandels .....	607
cc)	Folgen sinkender durchschnittlicher Haltedauern .....	608
(1)	Kein zuverlässiger Indikator für kurzfristigen Druck auf Unternehmen .....	608
(2)	Ambivalenter Einfluss auf fundamentale Genauigkeit der Preisbildung .....	611
(3)	Erste empirische Forschung zum Zusammenhang von Liquidität und <i>Short-termism</i> .....	612
2.	Hochfrequenzhandel .....	614
a)	Definition .....	614
b)	Meinungsstand in der <i>Short-termism</i> -Debatte .....	616
c)	Kritische Würdigung möglicher <i>Short-termism</i> -Quellen .....	617
aa)	Abschreckung fundamentaler Händler? .....	617
bb)	Verdrängung von Investitionen in fundamentale Analyse? .....	619
cc)	Erhöhung der Volatilität? .....	620
dd)	Beeinträchtigung der Finanzierungsfunktion des Aktienmarktes für KMU? .....	620
d)	Fazit .....	621
3.	Aktienrückkäufe .....	623
a)	Zeichen von <i>Short-termism</i> ? .....	623
b)	Gegenposition .....	624
c)	Fazit .....	625
4.	Zwischenbefund .....	625
III.	„Mikrostudien“: <i>Short-termism</i> in bestimmten Konstellationen (Modellen) .....	625
1.	Umfragestudien .....	626
a)	Inter-Unternehmensstudien .....	627
aa)	1990er Jahre .....	627
(1)	Angloamerikanischer Rechtskreis .....	627
(2)	Vergleich mit anderen Ländern .....	630
bb)	2000er Jahre .....	630
(1)	Angloamerikanischer Rechtskreis .....	630
(2)	Deutschland .....	632
(3)	Skandinavien .....	635
cc)	Nach der Finanzkrise 2007 .....	636
(1)	Angloamerikanischer Rechtskreis .....	636
(2)	Deutschland .....	637
(3)	Skandinavien .....	638
b)	Intra-Unternehmensstudien .....	639
c)	Bewertung und Kritik .....	640
2.	Verhaltensexperimente .....	642

3.	F&E-Studien .....	643
	a) Marktbewertung von F&E-Ausgaben .....	645
	b) Marktbewertung von F&E-Einsparungen .....	645
	c) Kurzfristige Vergütungsanreize vs. längerfristige Ausgaben, insbesondere für F&E.....	648
	d) Übernahmehindernisse und F&E-Investitionen bzw. Innovation....	650
	aa) Theoretischer Hintergrund.....	650
	bb) Entwicklung des Meinungsstands in den USA .....	650
	cc) Zusammenfassung und Fazit.....	655
	e) Übernahmen und Investitionen .....	657
	f) Investitionen bei börsennotierten und geschlossenen Gesellschaften	659
	aa) Theoretischer Hintergrund.....	659
	bb) Pionierstudie zum Vereinigten Königreich .....	660
	cc) Aktuelle Forschung, insbesondere zu den USA .....	661
	dd) Gegenläufige Befunde für Europa .....	663
	ee) Berücksichtigung des externen Kapitalbedarfs .....	666
	ff) Verfeinerungen des Befundes .....	666
	g) Folgen steigender Aktienliquidität .....	667
	h) Folgen sinkender Kosten für langfristige Spekulation.....	670
	i) Folgen stärkerer Analystenbeobachtung .....	672
	j) Folgen aktionärszentrierter Corporate Governance.....	674
4.	Studien zu Aktionärsaktivismus, vor allem von Hedgefonds.....	676
5.	Studien zu kurzen oder verkürzten CEO-Entscheidungshorizonten ....	679
	a) Folgen steigenden Alters von CEOs .....	679
	b) Folgen längerer im Vergleich zu kürzerer Amtsdauer von CEOs ....	682
	c) Cliffs bei variabler Vergütung, Vergütungskürzung .....	684
6.	Folgen eines kurzfristigen Aktionariats.....	684
	a) Grundüberlegungen zur Investorenklassifikation (insbesondere Müller-Erzbach, Porter) .....	684
	b) Empirische Operationalisierung .....	686
	aa) Der US-Pionier: Brian Bushee.....	687
	(1) Umsetzung der Porterschen Klassifikation.....	687
	(2) Empirische Befunde .....	688
	(3) Schwächen und Einschränkungen .....	690
	(a) Betrachtungsebene und Verlässlichkeit der Daten ....	690
	(b) Interpretation der Befunde.....	693
	bb) Alternative: Portfolioumschlagsrate und Investorenumschlag ..	694
	cc) Alternative: Gewichtete Umschlagsrate einer Aktie ( <i>stock duration</i> ) .....	698
	dd) Alternative: Kommerzielle Datenbanken .....	700
	c) Gegenteilige Studien .....	702
IV.	„Makrostudien“: <i>Short-termism</i> auf dem gesamten Aktienmarkt.....	704
	1. Einführung.....	704
	2. Die 1990er Jahre bis zur Jahrtausendwende .....	705
	a) Großbritannien und USA .....	705
	b) Vergleichung verschiedener Volkswirtschaften.....	706

3. Aktuelle Arbeiten .....	707
a) Großbritannien und USA .....	707
b) Westeuropa.....	709
§ 5 <i>Diskussion der Befunde</i> .....	712
I. Zusammenfassung zur empirischen Evidenz .....	712
II. Einordnung und Interpretation .....	713
1. <i>Short-termism</i> und anekdotischer <i>Long-termism</i> ?.....	714
a) Der Einwand: Gelegentliche Überbewertung, Internetwirtschaft ....	714
b) Kritische Würdigung .....	715
2. <i>Short-termism</i> und systematischer <i>Long-termism</i> ? .....	716
a) Der Einwand: Bewertungsblasen .....	716
b) Kritische Würdigung .....	716
3. <i>Short-termism</i> trotz Finanzierung von Wachstumsunternehmen am Aktienmarkt? .....	718
4. <i>Short-termism</i> am Aktienmarkt versus am Managerarbeitsmarkt.....	720
III. Einschränkungen .....	721
1. Korrekturmechanismen .....	722
a) Argumentation .....	722
b) Kritische Würdigung .....	722
2. <i>Short-termism</i> oder technologisch bedingte Verkürzung wirtschaft- licher Zyklen.....	725
a) Argumentation .....	725
b) Kritische Würdigung .....	726

#### 4. Teil:

### Die *Short-termism*-Diskussion und rechtliche Bewältigungsstrategien nach der Finanzkrise

§ 1 <i>Private Trendsetter und -verstärker</i> .....	730
§ 2 <i>OECD &amp; G20</i> .....	736
I. Bis zur Finanzkrise: Skepsis .....	736
II. Kehrtwende.....	736
III. Förderung langfristigen Investierens .....	737
§ 3 <i>Vereinigte Staaten von Amerika</i> .....	741
I. Behörden, Corporate-Governance-Gesetzgebung und Politik.....	741
1. <i>Short-termism</i> vor dem Kongress und in der Politik .....	741
a) Dodd-Frank Act und parallele Hearings .....	741
b) Shareholder Bill of Rights Act 2009.....	744
c) Vorwahlkampf der Democratic Party: Kampagne der Siegerin Hillary Clinton .....	746
d) Weitere Entwicklung: Back to the 80s? .....	747

2.	<i>Short-termism</i> vor der SEC und anderen Behörden .....	747
a)	<i>Proxy access</i> .....	747
aa)	Restriktiver Ansatz bis 2008.....	747
bb)	Security Holder Director Nominations: <i>proxy access</i> für langfristige Aktionäre .....	749
cc)	Aufhebung und Wiederbelebung.....	752
dd)	Empirische Aufarbeitung .....	757
b)	Rulemaking-Petition zur Verschärfung der Beteiligungstransparenz .....	758
c)	US-Einlagensicherung FDIC .....	759
II.	Richterschaft, Anwaltschaft und Rechtswissenschaft.....	760
1.	Unmittelbar vor der Finanzkrise: <i>Short-termism</i> als Argument im Streit um Aktionärs Einfluss und <i>proxy access</i> .....	760
2.	Seit der Finanzkrise: <i>Short-termism</i> als eigenständiges Hauptthema ....	762
a)	Stimmen aus der Richterschaft Delawares .....	763
b)	Breite und spezifische Ansätze zu <i>Short-termism</i> im Schrifttum.....	766
c)	Aktionärsfreundliche Stimmen und Initiativen.....	770
III.	Populärwissenschaftliche Sachbücher.....	775
§ 4	<i>Vereinigtes Königreich</i> .....	780
I.	Corporate Governance Reviews.....	780
1.	Interessengruppen als Antreiber .....	780
2.	Walker Review und Stewardship Code .....	781
a)	Engagement als Maßnahme gegen kurzfristige Orientierung.....	781
b)	Inhalt, Umsetzung und Kritik des Stewardship Code.....	784
c)	Internationale Wirkung.....	787
3.	Kay Report .....	788
a)	Vorgeschichte, Kernaussagen und Empfehlungen.....	788
b)	Aufnahme und Umsetzung .....	791
c)	Kritik in Großbritannien.....	794
d)	Internationale Wirkung.....	797
II.	<i>Short-termism</i> -Initiative und -Forschung der Bank of England .....	798
III.	Wirtschaftssachbücher .....	801
IV.	Weitere Reformen im Lichte des Brexit .....	803
1.	Fortgesetzter Reformdruck nach dem Kay Report .....	803
2.	Reformprogramm von Regierung und Parlament .....	804
3.	Reform des UK Corporate Governance Code.....	807
4.	Vorläufige Einschätzung .....	808
§ 5	<i>Frankreich</i> .....	810
I.	Bestrebungen zur Belebung des Wirtschaftswachstums und Reform der Corporate Governance .....	810
II.	Loi Florange .....	816
III.	Aufnahme in der Wissenschaft.....	821
1.	Doppelstimmrecht als Standardregel .....	821
a)	Historische Einordnung .....	821
b)	Rechtsprobleme der Neuregelung .....	824
c)	Bewertung der Wirksamkeit.....	828

d) Rechtspolitische und -ökonomische Bewertung im französischen Schrifttum.....	832
e) Aufnahme in der Praxis und im Ausland.....	835
2. Absenkung der Pflichtangebotsschwelle.....	838
3. Mindestannahmeschwelle für die Wirksamkeit eines Übernahme- angebots .....	840
4. Abschaffung der Neutralitätspflicht.....	843
a) Eckpunkte der Reform .....	843
b) Rechtsfragen im Zuge der Neuregelung .....	846
c) Rechtspolitische und -ökonomische Bewertung im Schrifttum.....	849
5. Schwelle für Gratisaktien an die Gesamtbelegschaft.....	851
6. Einbindung des Betriebsrates bei Übernahmen .....	853
a) Eckpunkte der Reform .....	853
b) Rechtspolitische und -ökonomische Bewertung im Schrifttum.....	855
IV. Zusammenfassung .....	856
§ 6 <i>Europäische Union</i> .....	858
I. Startschuss: De-Larosière-Bericht.....	858
1. Bezüge zu Corporate Governance und kurzfristiger Orientierung.....	858
2. Vorsichtiger Regulierungsauftrag und entschiedene Annahme durch die Kommission.....	859
II. Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik	859
III. Reflection Group on the Future of European Company Law.....	861
1. Ursachen kurzfristiger Orientierung.....	861
2. Rechtspolitische Strategie und Vorschläge.....	862
IV. Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen .....	863
V. Evaluation der Übernahmerichtlinie.....	865
1. <i>Short-termism</i> in der Evaluationsstudie vs. im Kommissionsbericht ....	865
2. Kritik .....	866
VI. Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance ..	867
VII. Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft.....	868
1. Ausrichtung.....	868
2. <i>Short-termism</i> -relevante Einzelziele.....	868
a) Kanalisierung langfristiger Finanzierung, ELTIF-VO.....	869
b) Querschnittsfaktoren: Transparenz-RL, CSR-RL, Acting in Concert	869
3. Weitere Umsetzung .....	870
a) Acting in Concert und CSR-RL.....	870
b) Transparenzrichtlinie .....	871
VIII. Reform der Transparenzrichtlinie und <i>Short-termism</i> .....	872
1. Kommissionsposition und Meinungsstreit 2003/2004 .....	872
2. Richtlinienevaluation 2009–2010 .....	873
3. Kommissionsposition bei der Richtlinienreform 2011 .....	874
4. <i>Short-termism</i> in der Evaluation von Übernahme- und Transparenz- richtlinie .....	876
5. <i>Short-termism</i> durch Quartalsberichterstattung im EU-Mehrebenen- system im Wandel der Zeit .....	877

IX.	Mitteilung langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft .....	879
1.	Ausbau von Kanälen langfristiger Finanzierung (Solvabilität II, EbAV, Arbeitnehmerbeteiligung) .....	879
2.	Allgemeiner Rahmen für nachhaltige Finanzierung (Aktionärsrechte-richtlinie, ESG-Berichterstattung, Zeitwertbilanzierung) .....	880
X.	Reform der Aktionärsrechterichtlinie .....	880
1.	Großzügiges Verständnis des <i>Short-termism</i> -Problems .....	880
2.	Zentrale Regelungen .....	881
3.	Veränderungen im Rechtsetzungsverfahren .....	883
4.	Kompromiss .....	884
XI.	Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion .....	888
1.	<i>Short-termism</i> im Grünbuch .....	888
2.	<i>Short-termism</i> im Arbeitspapier .....	889
3.	Einordnung .....	889
XII.	Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion .....	890
1.	<i>Short-termism</i> in der Mitteilung .....	890
2.	<i>Short-termism</i> im Arbeitsdokument .....	891
3.	Einordnung .....	891
XIII.	Reflektion des <i>Short-termism</i> -Aspekts im Schrifttum .....	891
1.	Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungs-politik .....	892
2.	Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen .....	893
3.	Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance .....	897
4.	Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft: Reform der Transparenzrichtlinie .....	899
5.	Kommissionsentwurf der Aktionärsrechterichtlinie .....	901
a)	Regelungsziel .....	901
b)	Maßnahmen .....	902
aa)	Aktivierung der Aktionäre .....	902
bb)	Erleichterung der Stimmrechtsausübung .....	906
cc)	Grenzüberschreitende Aktionärsidentifikation .....	907
dd)	Say on Pay .....	908
XIV.	Zusammenfassende Schlussfolgerungen: Der Kurzfristigkeitsstopos in der „Reform in Permanenz“ des europäischen Gesellschaftsrechts .....	909
1.	<i>Short-termism</i> -Regulierung in Finanz- und Realwirtschaft .....	909
2.	<i>Short-termism</i> als Treibstoff für Regulierungsmomentum .....	910
3.	<i>Short-termism</i> und Aktionärsleitbild .....	911
4.	Langfristige Orientierung gegen <i>Short-termism</i> als auslegungsrelevan-tes Leitbild des europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts ...	913
§ 7	<i>Deutschland im europäischen Kontext</i> .....	919
I.	Überblick .....	919
II.	Quartalsberichterstattung .....	920
1.	1950er bis 1980er Jahre: Regulierungs- statt Kurzfristigkeitskritik .....	920
2.	Späte 1990er Jahre bis 2002: Privatrechtlicher Siegeszug der Quartals-berichterstattung .....	924

3.	Ab 2003: öffentlich-rechtlich vermittelter Siegeszug .....	928
4.	Aufkommende <i>Short-termism</i> -Kritik .....	931
5.	Gesetzgeberische Übernahme der jeweiligen Unionslinie.....	935
	a) Umsetzung der Transparenzrichtlinie 2006 .....	935
	b) Umsetzung der Änderung der Transparenzrichtlinie 2015.....	937
6.	Selbstregulierung der Börsen und Unternehmenspraxis im Kielwasser der Legislative .....	938
	a) 2003 bis 2015: Scheinbar gefestigte Verhältnisse im Einklang mit der Kommissionslinie .....	938
	b) 2015: Unerwarteter Umschwung parallel zur neuen Linie von EU und deutschem Gesetzgeber .....	941
	c) Annahme in der Praxis .....	944
7.	Fazit .....	946
III.	Managervergütung.....	948
	1. Das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz .....	948
	2. Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung .....	952
	a) Entstehungsprozess.....	952
	b) Das Nachhaltigkeitsgebot in Wissenschaft und Praxis .....	956
	c) § 87 I 2 AktG nach dem VorstAG als Norm des Funktionenschutzes	962
	3. Der Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Kontrolle der Vorstandsvergütung (VorstKoG).....	965
IV.	Wirtschaftssachbücher .....	968
V.	Zusammenfassung .....	971
§ 8	<i>Short-termism: Von nationalen Debatten zu einem globalen Thema des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts?</i> .....	973
I.	Unterschiede: Pfadabhängigkeiten und Triebkräfte der Debatten .....	973
II.	Gemeinsamkeiten: Linien und Themen .....	975
	1. Überblick .....	975
	2. Parallelitäten im kontinentalen Zentraleuropa: Niederlande, Italien, Österreich.....	976
	3. Die Globalisierung des Stewardship-Konzepts .....	979
	a) Europa .....	979
	aa) Niederlande, Schweden, Italien.....	979
	bb) Schweiz .....	980
	cc) Frankreich.....	981
	dd) Aktionärsrechterichtlinie .....	982
	ee) Dänemark .....	983
	ff) Deutschland .....	984
	b) Südafrika.....	986
	c) Asien.....	987
	aa) Japan.....	987
	bb) Malaysia .....	992
	cc) Hongkong.....	993
	dd) Taiwan .....	993
	ee) Thailand.....	994

ff) Singapur, Südkorea, Indien .....	996
gg) Australien .....	997
d) Nord- und Südamerika .....	999
aa) Kanada .....	999
bb) USA .....	999
cc) Brasilien .....	1002
e) Fazit .....	1003
aa) Motive und Grenzen der Rezeption von Stewardship .....	1003
bb) Die ambivalente Rolle privater Multiplikatoren .....	1004

## 5. Teil: Schlussbetrachtung

§ 1 Zusammenfassung und Auswertung: <i>Short-termism als eine der „Great debates in company law“</i> .....	1007
I. Ökonomische Ideengeschichte .....	1008
II. Problemdefinition der modernen Ökonomie .....	1009
III. <i>Short-termism</i> -Debatten vor der Finanzkrise .....	1009
1. USA .....	1009
2. Großbritannien .....	1011
3. <i>Short-termism</i> im angloamerikanischen Rechtskreis .....	1013
4. Deutschland .....	1013
a) Weimarer Republik .....	1013
b) Bundesrepublik Deutschland im europäischen Kontext .....	1014
5. Gemeinsame Züge in den Rechtskreisen .....	1015
IV. Moderne ökonomische <i>Short-termism</i> -Forschung .....	1016
1. <i>Short-termism</i> -Theorie .....	1016
a) Allokationsineffiziente Aktien- und Kapitalmärkte .....	1016
b) Ineffizienzen des Managerarbeitsmarktes .....	1017
c) <i>Fluid capital</i> .....	1018
d) Unzulänglichkeiten des Managements .....	1018
e) Verhaltensökonomische Faktoren .....	1018
f) Wechselwirkungen .....	1019
g) Schlussfolgerungen .....	1019
2. Empirische Evidenz .....	1019
a) Schwierigkeiten der Messung von <i>Short-termism</i> .....	1020
b) Populäre allgemeine Evidenz .....	1021
c) Mikrostudien .....	1021
d) Makrostudien .....	1022
e) Diskussion der Befunde .....	1022
V. Die <i>Short-termism</i> -Debatte nach der Finanzkrise .....	1023
1. Trendsetter und allgemeine Beobachtungen .....	1023
2. USA .....	1024
3. Großbritannien .....	1025
4. Frankreich .....	1025
5. Europäische Union .....	1026

6. Deutschland.....	1026
7. Globalisierungstendenzen.....	1027
§ 2 <i>Lehren und Regulierungsstrategien zur Short-termism-Debatte</i> .....	1028
I. Grundlage und Umgang mit der Debatte .....	1028
II. Regulierungsstrategien und weiterer Forschungsbedarf im Spiegel von Rechtsvergleichung, Ideengeschichte und Ökonomie.....	1029
1. Regelungsebenen und Rechtsmaterien.....	1029
2. Regulierungsstrategien.....	1030
a) AktionärsEbene.....	1031
b) Vorstandsebene.....	1032
c) Unternehmensberichterstattung.....	1033
Literatur- und Materialienverzeichnis.....	1035
I. Literaturverzeichnis.....	1037
II. Materialienverzeichnis.....	1123
Stichwortverzeichnis .....	1153
Personenregister.....	1181



# Abkürzungsverzeichnis

a. A./A.A.	anderer Auffassung
a. a. O.	am angegebenen Ort
ABl.	Amtsblatt
ABl. EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
Abl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
Abzocker-Initiative	Eidgenössische Volksinitiative ‚gegen die Abzockerei‘
Acad. Manage. Rev.	The Academy of Management Review
Acc. Auditing Accountability J.	Accounting, Auditing & Accountability Journal
Acc. & Bus. Res.	Accounting and Business Research
Acc. Rev.	The Accounting Review
ACG	Annals of Corporate Governance
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
ACSI	Australian Council of Superannuation Investors
ADP	Aéroports de Paris
Advisory Committee on Tender Offers	Securities and Exchange Commission Advisory Committee on Tender Offers
a. E.	am Ende
AEA Papers and Proceedings	American Economic Review Papers and Proceedings
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AfA	Allgemeiner Freier Angestelltenbund
AFG	Association Française de la Gestion Financière
AFL-CIO	American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations
AFSCME	American Federation of State, County and Municipal Employees
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AGBG	Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen
AIFM	Alternative Investment Fund Managers
AIG	American International Group
AJP/PJA	Aktuelle Juristische Praxis (AJP)/Pratique Juridique Actuelle (PJA)
AkDR	Akademie für deutsches Recht
AktG	Aktiengesetz
AktionärsReÄRL-E	Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung

Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance	Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance
Alabama L. Rev.	Alabama Law Review
allg.	allgemein/allgemeine
Alt.	Alternative
Amec	Associação de Investidores no Mercado de Capitais
Am. Ec. Rev.	The American Economic Review
AMEX	American Stock Exchange
AMF	Autorité des marchés financiers
Am. J. Comp. L.	American Journal of Comparative Law
Am. U. Int. L. Rev.	American University International Law Review
Am. U. L. Rev.	American University Law Review
ANI	Accord national interprofessionnel
AnlV	Anlageverordnung
Annals Fin.	Annals of Finance
Annu. Rev. Law. Soc. Sci.	Annual Review of Law and Social Science
A.N.S.A.	Association Nationale des Sociétés par Actions
anti-OPA	anti offre publique d'achat (Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen)
APuZ	Aus Politik und Zeitgeschichte
Arg.	Argument
Ariz. St. L.J.	Arizona State Law Journal
Art.	Artikel
ASCI	Australian Council of Superannuation Investors
Asia Pac. J. Fin. Stud.	Asia-Pacific Journal of Financial Studies
Asia Pacific Bus. Rev.	Asia Pacific Business Review
ASIC	Australian Securities & Investments Commission
ASX	Australian Securities Exchange
Aufl.	Auflage
Australian Acc. Rev.	Australian Accounting Review
Australian L.J.	Australian Law Journal
Australian SE	Australian Stock Exchange
Az.	Aktenzeichen
BAE Systems	British Aerospace Electronic Systems
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAnz	Bundesanzeiger
BATS Exchange	BATS Exchange, abgeleitet von: Better Alternative Trading System
BB	Betriebs-Berater
BBl.	Bundesblatt (Schweiz)
B.C.L. Rev.	Boston College Law Review
Bd.	Band
BEIS Committee	House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee
Beitr.	Beiträge
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof

BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS	Department for Business, Innovation and Skills
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium für Finanzen
BMJ	Bundesministerium der Justiz
BMWA	Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit
BNP Paribas	Banque Nationale de Paris Paribas
BOARD	BOARD - Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland
Börsenrat FWB	Börsenrat der Frankfurter Wertpapierbörse
BörsO FWB	Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse
BörsZulV	Börsenzulassungs-Verordnung
BRD	Bundesrepublik Deutschland
BRDA	Bulletin Rapide Droit des Affaires
BR-Drucks.	Deutscher Bundesrat Drucksache/Bunderatsdrucksache
Brigham Young U.L. Rev.	Brigham Young University Law Review
BRIKT	Brazil, Russia, India, Korea, Turkey
Brit. Acc. Rev.	The British Accounting Review
Br. J. Ind. Relations	British Journal of Industrial Relations
Br. J. Management	British Journal of Management
Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law
Brook. L. Rev.	Brooklyn Law Review
Brookings Rev.	The Brookings Review
BT	British Telecommunications
BT-Drucks.	Deutscher Bundestag Drucksache/Bundestagsdrucksache
Bus. Hist. Rev.	Business History Review
Bus. Law.	The Business Lawyer
Business L. Rev.	Business Law Review
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
ebzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAC 40	Cotation Assistée en Continu 40
Cadbury Committee	Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance
Cal. L. Rev.	California Law Review
Cal. Management Rev.	California Management Review
CalSTRS	California State Teachers' Retirement System
Cambridge J. Ec.	Cambridge Journal of Economics
CAPEX	Capital Expenditure (Ausgaben für Sachinvestitionen)
Capital Markets L. J.	Capital Markets Law Journal
CAPM	Capital Asset Pricing Model
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Case Western Reserve L. Rev.	Case Western Reserve Law Review
CBI	Confederation of British Industry
CBOE	Chicago Board Options Exchange
cc	columns

CCGG	Canadian Coalition for Good Governance
CCIP	Chambre de commerce et d'industrie de région Paris – Île-de-France
C. com.	Code de commerce
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDAX	Composite-DAX
CDC	Caisse des dépôts et consignation
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CEO	Chief Executive Officer
CEPS	Centre for European Policy Studies
CESR	The Committee of European Securities Regulators
CF	Corporate finance: Finanzierung, Kapitalmarkt, Bewertung, Mergers & Acquisitions
CFA(-Institute)	Chartered Financial Analyst (Institute)
CFDT	Confédération française démocratique du travail
CFO	Chief Financial Officer
CFR	Critical Finance Review
	Code of Federal Regulations
CGT	Confédération générale du travail
Chap.	Chapter
CIRCA	Council for Investor Rights and Corporate Accountability
C. L. J.	The Cambridge Law Journal
CLR	Company Law Review
CMA Magazine	Certified Management Accountants [of Canada] Magazine
CMEF	Code monétaire et financier
CMU	Capital Markets Union
CNI	Conférence Nationale de l'Industrie
Co.	Compagnie
CO <sub>2</sub>	Kohlenstoffdioxid
COB	Commission de opérations de bourse
cod. civ.	code civil
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. Bus. L. Rev. Online	Columbia Business Law Review Online
Colum. J. Eur. L.	Columbia Journal of European Law
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Commission Attali	Commission pour la libération de la croissance française
Comp. Eur. Polit.	Comparative European Politics
Connecticut L. Rev.	Connecticut Law Review
CORE	Corporate Responsibility Coalition
Cornell Int'l. L. J.	Cornell International Law Journal
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
Corporation L. Rev.	The Corporation Law Review
CPA	Certified Public Accountant
CPC	Competitiveness Policy Council
CPIB	Canada Pension Plan Investment Board
CPP	Canada Pension Plan Investment Board
CPV	corporate policy variable
CRISA	Code for Responsible Investing in South Africa
CSF	Comités Stratégiques de Filière

CSR	Corporate Social Responsibility
d.	der, des
DAI	Deutsches Aktieninstitut
dass.	dasselbe
DAV	Deutscher Anwaltverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DB Beilage	Der Betrieb (Beilage)
DBW	Die Betriebswirtschaft
D.C. Circuit	United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
ders., dems.	derselbe, demselben
d.h.	das heißt
dies.	dieselbe(n)
Dig.	Digesten
DGCL	Delaware General Corporation Law
DIHT	Deutscher Industrie- und Handelstag
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband
DJT	Deutscher Juristentag
DJZ	Deutsche Juristenzeitung
Dr.	Doktor (akademischer Grad)
DRÄS 3	Deutschen Rechnungslegungs Änderungsstandard Nr. 3
DrittelbG	Gesetz über die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat
DRS	Deutscher Rechnungslegungs Standard
DRS 6 – Zwischenberichterstattung	Deutscher Rechnungslegungs Standard Nr. 6 – Zwischenberichterstattung
DRS 16 – Zwischenberichterstattung	Deutscher Rechnungslegungs Standard Nr. 16 – Zwischenberichterstattung
DSGV	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
DStR	Deutsches Steuerrecht
dt.	Deutsch
DTI	Department of Trade and Industry
Duke L.J.	Duke Law Journal
d. Verf.	der Verfasser, des Verfassers
-E	Entwurf
EAI	Enhanced Analytics Initiative
EbAV	Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung
ebd.	ebenda
EBITDA	earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (betriebswirtschaftliche Kennzahl zur Darstellung der reinen Firmenaktivitäten)
EBLR	European Business Law Review
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECGI	European Corporate Governance Institute

Ec. Hist. Rev.	The Economic History Review
Ec. J.	The Economic Journal
ECL	European Company Law
ECLE	European Company Law Experts
ECLI	European Case Law Identifier
Ed.	edition
EDF	Électricité de France
EDGAR	Electronic Database Gathering and Retrieval system
EDV	elektronische Datenverarbeitung
EEC	European Economic Community
EFAMA	European Fund And Asset Management Association
EFD	external finance dependent
e. g.	exempli gratia (for example)
EG	Europäische Gemeinschaften
EHRI	European Holocaust Research Infrastructure
e-index	entrenchment index
Einl.	Einleitung
ELTIF	European Long Term Investment Fund
Emory L. J.	Emory Law Journal
engl.	English
Enquete-Ausschuss	Ausschuss zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft
Ent. Theory & Pract.	Entrepreneurship Theory and Practice
EPO	European Patent Office
EPS	earnings per share
ERISA	Employee Retirement Income Security Act of 1974
ESG	Environmental Social Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESV	Enlightened Shareholder Value
et. al.	et alii (und andere)
etc.	et cetera
ETF	Exchange Traded Fund
EU	Europäische Union
EU-28	Europäische Union, Zeitraum mit 28 Mitgliedsstaaten vor dem Austritt Großbritanniens
EU Corp Gov-Framework	Europäische Union Corporate Governance Framework
EuG	Gericht (Europäisches Gericht erster Instanz)
EuGH	Gerichtshof (Europäischer Gerichtshof)
EuR	Europarecht
Eur. Acc. Rev.	European Accounting Review
Eur. Bus. J.	European Business Journal
Eur. Financial Management	European Financial Management
Eur. J. Fin.	The European Journal of Finance
Eur. Law J.	European Law Journal
Euro. Econ. Rev.	European Economic Review
Eurostat	Statistische Amt der Europäischen Union
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft

EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWS	Europäisches Währungssystem
	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
EY	Ernst & Young
EZB	Europäische Zentralbank
f., ff.	folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority
FD	Fair Disclosure
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FDP	Freie Demokratische Partei
F&E	Forschung und Entwicklung
F&E -Ausgaben	Ausgaben für Forschung und Entwicklung
Fed	Federal Reserve System
Fed. Reg.	Federal Register
Financ. Hist. Rev.	Financial History Review
Financial Analysts J.	Financial Analysts Journal
Finnish J. of Bus. Ec.	Finnish Journal of Business Economics
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
Fin. Rev.	The Financial Review
FIW	Forschungsinstitut für Wirtschaftsverfassung und Wettbewerb e. V.
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
FNT in Finance	Foundations and Trends® in Finance
Fordham L. Rev.	Fordham Law Review
form 13F	Form 13F, Information required of institutional investment managers pursuant to section 13(f) of the securities exchange act of 1934 and the rules thereunder
form N-CSR	Form N-CSR, certified shareholder report of registered management investment companies
form N-Q	Form N-Q, quarterly schedule of portfolio holdings of registered management investment company
Frankfurt a.M.	Frankfurt am Main
FRC	Financial Reporting Council
FS	Festschrift
F. Supp.	Federal Supplement
FSA	Financial Services Agency
FSC	Financial Services Council
FT	Financial Times
FTSE	Financial Times Stock Exchange Index
FUS	Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
G20	Gruppe der Zwanzig (informeller Zusammenschluss der zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer)
GAO	United States Government Accountability Office
GE	Geldeinheiten

gem.	gemäß
Geo. Mason L. Rev.	George Mason Law Review
Georgetown L. J.	The Georgetown Law Journal
Geo. Wash. L. Rev.	George Washington Law Review
German Ec. Rev.	German Economic Review
German L. J.	German Law Journal
GesKR	Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen
g-index	governance index
GK AktG	Großkommentar Aktiengesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Gesellschaft m. b. H.	
GmbHR	GmbH-Rundschau
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Haifa L. Rev.	Haifa Law Review
Hampel Committee	Committee on Corporate Governance
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. Bus. Rev.	Harvard Business Review
HBR	
Harv. J. on Legis.	Harvard Journal on Legislation
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hastings Bus. L. J.	Hastings Business Law Journal
HCPP	House of Commons Parliamentary Papers
Hess. VGH	Hessischer Verwaltungsgerichtshof
HFT	High Frequency Trading
HGB	Handelsgesetzbuch
HL	House of Lords
HM Treasury	Her Majesty's Treasury
Houston L. Rev.	Houston Law Review
H.R.	House of Representatives
Hrsg.	Herausgeber
hrsg. v.	herausgegeben von
HSBC	Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited
HSRP	Harvard Shareholder Rights Project
IAB	Innovation Advisory Board
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IBM	International Business Machines Corporation
I.C.C.L.R.	International Company and Commercial Law Review
ICFC	Industrial and Commercial Finance Corporation Limited
ICGN	International Corporate Governance Network
IEX	Investors Exchange
IFD	internal finance dependent
IFRS	International Financial Reporting Standards
IFSA	Investment and Financial Services Association
IHK	Industrie- und Handelskammer

i.H.v.	in Höhe von
IIC	Institutional Investors Committee
IMA	Investment Management Association
IMF	International Monetary Fund
Indiana L. J.	Indiana Law Journal
Ind. Law J.	Industrial Law Journal
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere
Int. & Comp. Corp. L. J.	International and Comparative Corporate Law Journal
Int. Economic Rev.	International Economic Review
Int. J. Bus.	International Journal of Business
Int. J. Discl. & Gov.	International Journal of Disclosure and Governance
Int. J. Ind. Org.	International Journal of Industrial Organization
Int. J. Production Economics	International Journal of Production Economics
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IOSCO Board	Board of The International Organization of Securities Commissions
IPO	Initial Public Offering
IRFA	International Review of Financial Analysis
IRRC Institute	Investor Responsibility Research Center Institute
IRS	Internal Revenue Service
IRZ	Zeitschrift für internationale Rechnungslegung
ISC	Institutional Shareholders' Committee
i. S. d.	im Sinne der/des
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ISG	Investor Stewardship Group
ISS	Institutional Shareholder Services
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
IWF	International Monetary Fund/Internationaler Währungsfonds
J. Acc., Auditing & Fin.	Journal of Accounting, Auditing & Finance
J. Acc. Lit.	Journal of Accounting Literature
J. Accounting & Ec.	Journal of Accounting and Economics
J. Accounting & Public Policy	Journal of Accounting and Public Policy
J. Acc. Res.	Journal of Accounting Research
J. Appl. Corporate Finance	Journal of Applied Corporate Finance
J. Appl. Psych.	Journal of Applied Psychology
J. Banking & Fin.	Journal of Banking & Finance
J. Bis. Ec. & Manage.	Journal of Business Economics and Management
J. Bus. & Tech. L.	Journal of Business & Technology Law
J. Bus. Ethics	Journal of Business Ethics
J. Bus. Fin. & Acc.	Journal of Business Finance & Accounting
J. Bus. L.	Journal of Business Law
J. Bus. Res.	Journal of Business Research
J. Bus. Venturing	Journal of Business Venturing
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Ec. Beh. & Org.	Journal of Economic Behavior & Organization

J. Eco. History	The Journal of Economic History
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
J. Econometrics	Journal of Econometrics
J. Ec. Studies	Journal of Economic Studies
J. Ec. Surveys	Journal of Economic Surveys
J. Ec. Theory	Journal of Economic Theory
J. Empirical Fin.	Journal of Empirical Finance
J. Europ. Econ. Ass.	Journal of the European Economic Association
J. Exp. Psychol. Gen.	Journal of experimental psychology: General
J. Fin.	The Journal of Finance
J. Financ. Quant. Anal.	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. Fin. Ec.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Intermed.	Journal of Financial Intermediation
J. Fin. Serv. Res.	The Journal of Financial Services Research
J. Fin. Stability	Journal of Financial Stability
J. Ind. Ec.	The Journal of Industrial Economics
J. Int. Bus. Stud.	Journal of International Business Studies
J. L. & Soc.	Journal of Law and Society
J. Law & Ec.	The Journal of Law and Economics
J. L. Econ. & Org.	Journal of Law, Economics, & Organization
J. Legal Stud.	The Journal of Legal Studies
J. Manage. Acc. Res.	Journal of Management Accounting Research
J. Management	Journal of Management
J. Manag. Gov.	Journal of Management & Governance
J. Marketing	Journal of Marketing
J. Marketing Res.	Journal of Marketing Research
J. Monetary Ec.	Journal of Monetary Economics
J. of Bus.	The Journal of Business
J. of Fin. Res.	Journal of Financial Research
J. of Public Ec.	Journal of Public Economics
J. of Telecomm. & High Tech L.	Journal of Telecommunications and High Technology Law
J. Pol. Econ.	The Journal of Political Economy
J. R. Statist. Soc. A	Journal of the Royal Statistical Society, Series A (General)
J. Risk & Uncertainty	Journal of Risk and Uncertainty
JCLS	Journal of Corporate Law Studies
JCMS	Journal of Common Market Studies
JfB	Journal für Betriebswirtschaft
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics
Jr.	Junior
Jur. Diss.	Juristische Dissertation
JZ	Juristenzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kentucky L. J.	Kentucky law journal
KG	Kommanditgesellschaft
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KID	Key Information Document
KIID	Key Investor Information Document

KK AktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
KK-WpHG	Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz
KLL	Kindlers Literatur-Lexikon
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
Konzern	Der Konzern
KoR	Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
Kreditwesen	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
KSt	Körperschaftsteuergesetz
KSzW	Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht
KVStG	Kapitalverkehrsteuergesetz
KWG	Gesetz über das Kreditwesen – Kreditwesengesetz
Law and Financial Markets Rev.	Law and Financial Markets Review
LBOs	Leveraged Buyouts (Fremdkapitalfinanzierte Übernahmen)
LEAPS	Long term equity appreciation securities
Legal Stud.	Legal Studies
LG	Landgericht
lit.	littera/Buchstabe
LITPs	Long-term incentive plans
LLC	Limited Liability Company
LLP	Limited Liability Partnership
Loi Florange	Gesetz n°2014-384 visant à reconquérir l' économie réelle
London SE, LSE	London Stock Exchange
Loy. L.A. Int'l & Comp. L. Rev.	Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Review
LTO	Long-term versus short-term Orientation
LTIO	Long-term investor ownership, Aktienanteil langfristiger Investoren
M & A	Mergers & Acquisitions
Macmillan Committee	Committee on Finance and Industry
Manage. Acc. Res.	Management Accounting Research
Manage. Decis. Econ.	Managerial and Decision Economics
Management Res. Rev.	Management Research Review
MAS	Monetary Authority of Singapore
Mass.	Massachusetts
MBA	Master of Business Administration
MBO	Management Buyout
MEP	Member of European Parliament
MDAX	Mid-Cap-DAX, Deutscher Mid-Cap-Aktienindex
M-form	multidivisional form
MibestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer> (Mitbestimmungsgesetz)
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
Midland Corp. Fin. J.	Midland Corporate Finance Journal

MIFID	Markets in Financial Instruments Directive, dt. Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates
MiFiD II	Markets in Financial Instruments Directive II, dt. Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU
Minnesota L. Rev.	Minnesota Law Review
Mio.	Million(en)
Mod. L. Rev.	The Modern Law Review
MORI	Market and Opinion Research International
MP	Member of parliament
Mrd.	Milliarde(n)
MSWG	Minority Shareholder Watchdog Group
MüKo AktG	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz
MüKo HGB	Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch
Münch HdB GesellschaftsR	Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
n°	Nummer
NACE	Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne
Nachdr.	Nachdruck
NAPF	National Association of Pensions Funds
NASDAQ	National Association of Securities Dealers for Automated Quotation
NASDAQ OMX	NASDAQ nach Übernahme der schwedischen Börse OMX AB
NASDAQ OMX BX	Boston Stock Exchange (BX) nach Übernahme durch NASDAQ OMX
NASDAQ OMX PHLX	Philadelphia Stock Exchange (PHLX) nach Übernahme durch NASDAQ OMX
National Institute Ec. Rev.	National Institute Economic Review
NED	non-executive director
NEMAX 50	Neuer-Markt-Aktienindex
New Eng. J. on Crim. & Civ. Confinement	New England Journal on Criminal and Civil Confinement
New England L. Rev.	New England Law Review
New York U. J. of Law & Bus.	New York University Journal of Law & Business
NJ	New Jersey
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Nummer
Northwestern U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
Nr.	Nummer
NRE	Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques
NS	Nationalsozialismus, nationalsozialistisch

NSDAP	Nationalsozialistische Deutsche Arbeiterpartei
NY	New York
NYSE	New York Stock Exchange
NYSE Arca	New York Stock Exchange Archipelago Exchange
NYSE Euronext	Name der New York Stock Exchange nach dem Zusammenschluss mit der Mehrländerbörse Euronext
NYSE MKT	Name der American Stock Exchange (AMEX) von 2012 bis 2017 nach Übernahme durch die NYSE
N.Y.U.L. Rev.	New York University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZZ	Neue Züricher Zeitung
o. A.	ohne Autor, ohne Angabe
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OEIC	open-ended investment company
OFR	Operating and Financial Review
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
Ohio State Bus. L. J.	Ohio State Business Law Journal
OLG	Oberlandesgericht
OMX Nordic Exchange	OMX Nordic Exchange (OMX Akronym abgeleitet von Optionsmäklarna und Exchange)
OPA	offre publique d'achat
OPCVM	Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières
OPE	offre publique d'échange
OR	Obligationenrecht
Org. Beh. & Human Dec. Proc.	Organizational Behavior and Human Decision Processes
Org. Science	Organization Science
Osgoode Hall L. J.	Osgoode Hall Law Journal
Oxf. Rev. Econ. Policy	Oxford Review of Economic Policy
PDS	Partei des Demokratischen Sozialismus
Pepperdine L. Rev.	Pepperdine Law Review
Pers. Soc. Psychol. Bull.	Personality and Social Psychology Bulletin
PhD	Doctor of Philosophy/philosophiae doctor
Political Quarterly	The Political Quarterly
Portfolio Management	The Journal of Portfolio Management
prefs	preference shares
Proc. Natl. Acad. Sci. USA	Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America
PRO-NED	Promotion of Non-Executive Directors
PS	Parti socialiste
Psycholog. Rev.	Psychological Review
PTR	Portfolio Turnover Rates
PwC	Pricewaterhouse Coopers
Q&A	Questions and Answers
QJE	The Quarterly Journal of Economics
Q. Rev. Econ. Bus.	The quarterly review of economics and business
Q-Wert	Siehe: Tobin'sche Q, Tobin's Q

R2	Bestimmtheitsmaß, auch Determinationskoeffizient
R & D	Research & Development
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RAND J.	The RAND Journal of Economics
reg.	regulation
Regulation NMS	Regulation National Market System
Res. Pol.	Research Policy
Rev. Corp. Fin. Stud.	The Review of Corporate Finance Studies
Rev. Ec. Stud.	The Review of Economic Studies
Rev. Financ. Stud.	Review of Financial Studies
Rev. of Finance	Review of Finance
RGBI	Reichsgesetzblatt
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft, Beilage
RJTUM	Revue juridique Thémis de l'Université de Montreal
RL	Richtlinie
RM	Reichsmark
RMM	Rationality, Markets and Morals
Rn.	Randnummer
ROA	Return on Assets
ROI	Return on Investment
Rotman Int'l J. of Pension Manage.	Rotman International Journal of Pension Management
Rs.	Rechtssache
RSE	responsabilité sociétale des entreprises
RTDCom.	Revue trimestrielle de droit commercial
RTDF	Revue Trimestrielle de Droit Financier - Corporate Finance and Capital Markets Law Review
Rutgers L. J.	Rutgers Law Journal
S.	Satz, Seite
s.	siehe
SA	société anonyme
Sachverständigenrat	Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung
SAFT	Société de Accumulateurs Fixes et de Traction
San Diego L. Rev.	San Diego Law Review
SAS	société par actions simplifiée
SBF 120	Société des Bourses Françaises 120 Index
SBF 250	Société des Bourses Françaises 250 Index
Schmalenbach Bus. Rev.	Schmalenbach Business Review
SCM	strategic cost management
SC Malaysia	Securities Commission Malaysia
SDAX	Small-Cap-DAX, Deutscher Small-Cap Aktienindex
Seattle U. L. Rev.	Seattle University Law Review
SEBI	Securities and Exchange Board of India
SEBI	Securities and Exchange Board of India
sec.	section
SEC	Securities and Exchange Commission

SEC Thailand	Securities and Exchange Commission Thailand
Securities Regulation L. J.	Securities Regulation Law Journal
SFC	Securities and Futures Commission
S. Hrg.	Senate Hearing
SI	Statutory Instrument
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
Slg.	Sammlung
Sloan Manage. Rev.	Sloan Management Review
SMAX	Small Cap Exchange
s.o.	siehe oben
Socio-Ec. Rev.	Socio-Economic Review
sog.	sogenannte(r,s)
Solvabilität II	Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II)
Southern Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
Southern Ec. J.	Southern Economic Journal
SOX	Sarbanes-Oxley Act
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
S&P	Standard & Poor's
S&P 100	Standard & Poor's 100 Index
S&P 500	Standard & Poor's 500 Index
S&P 1500	Standard & Poor's 1500 Index
SSAP	Statement of Standard Accounting Practice
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Strat. Mgmt. J.	Strategic Management Journal
SVP	SVP Deutschland AG (Dienstleister im Bereich Market Intelligence Service; Name abgeleitet vom französischen Ursprung, dessen SVP-Kürzel für „s'il vous plaît“ stand)
svw.	so viel wie
SZbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
SZG	Zeitschrift der Savigny-Stiftung für Rechtsgeschichte/Germanistische Abteilung
SZW/RSDA	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
TCI	The Children's Investment Fund
TecDAX	Technologiewerte-DAX, Deutscher Technologie Aktienindex
Times 1000	Financial Times Stock Exchange Index 1000
Tobin'sche Q, Tobin's Q	Verhältnis zwischen dem Marktwert des Unternehmens (Marktwert der Aktien und Verbindlichkeiten) und den Wiederbeschaffungskosten aller Aktiva
TOBO	Thomson One Banker Ownership
Tokyo SE	Tokyo Stock Exchange
TPV	time-phased voting
TransparenzRL-ÄndRL	Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie
TRL	Transparenzrichtlinie
TUC	Trade Union Congress
TUG	Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz

Tul. L. Rev.	Tulane Law Review
TU München	Technische Universität München
u.	und
u. a.	unter anderem, und andere
UA	Unterabsatz
UBC Law Rev.	University of British Columbia Law Review
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
U. Chicago L. Rev.	The University of Chicago Law Review
U. Cincinnati L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
UCL	University College London
UCLA L. Rev.	University of California, Los Angeles, Law Review
U-form	unitary form
UK	United Kingdom
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
U. Miami L. Rev.	University of Miami Law Review
UMP	Union pour un mouvement populaire
UN Global Compact	United Nations Global Compact
UN Principles for Responsible Investment	United Nations Principles for Responsible Investment
UNSW L. J.	University of New South Wales Law Journal
U. Penn. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law
U. Penn. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt. v.	Urteil vom
U. S., USA, US	United States of America
U.S.C.	United State Code
US-Dollar	United States Dollar
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
USPE	United States Proxy Exchange
USPTO	U. S. Patent and Trademark Office
usw.	und so weiter
Utah L. Rev.	Utah Law Review
Va.	Virginia
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Var.	Variante
Verf.	Verfasser, Verfassers
Vgl.	Vergleiche
VGR	Gesellschaftsrechtliche Vereinigung
Vill. L. Rev.	Villanova Law Review
VO	Verordnung
VOC	Vereenigide Osstindische Compagnie
vol/Vol.	Volume
VoIP	Voice-Over-IP
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung

VorstKoG	Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Kontrolle der Vorstandsvergütung
VorstOG	Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen
vs., v.	versus
WACC	Weighted Average Cost of Capital
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Wash. & Lee L. Rev.	Washington & Lee Law Review
William Mitchell L. Rev.	William Mitchell Law Review
Wilson Committee	Committee to Review the Functioning of Financial Institutions
WISU	Das Wirtschaftsstudium: Zeitschrift für Ausbildung, Prüfung, Berufseinstieg und Fortbildung
WiWo	WirtschaftsWoche
WiWo online	Wirtschaftswoche online
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
Wm. & Mary Bus. L. Rev.	William & Mary Business Law Review
Wm. & Mary Env'tl. L. & Pol'y Rev.	William & Mary Environmental Law and Policy Review
wörtl.	wörtlich
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz-Angebotsverordnung
WuB	Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht
WVS	World Value Survey
Yale J. Reg.	The Yale Journal on Regulation
Yale L. J.	The Yale Law Journal
ZAkDR	Zeitschrift der Akademie für Deutsches Recht
z. B.	zum Beispiel
ZBB/JBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZBW	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZBW	Deutsche Zentralbibliothek für Wirtschaftswissenschaften – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
ZCG	Zeitschrift für Corporate Governance
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHB	Zentralblatt für Handelsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZPO	Zivilprozessordnung
ZVerglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft



# Einführung

## I. Themenstellung

Die klassische Funktion der Aktiengesellschaft wird als ein Pumpwerk umschrieben, das Kapitalien aus aller Welt und allen Säckeln zu sammeln weiß<sup>1</sup> – sie verbindet die Mittel vieler für ein Vorhaben, das ein Einzelner nicht finanzieren könnte.<sup>2</sup> Zu diesem Zweck verwandelt die Aktiengesellschaft die Ersparnisse privater Haushalte in dauerhaft<sup>3</sup> gebundenes Kapital, um privatwirtschaftliche Großprojekte zu befördern.<sup>4</sup> Damit das Unterfangen gelingt, müssen die langfristigen Planungs- und Kapitalbedürfnisse der Unternehmung mit den kurzfristigen Anlagebedürfnissen der Kapitalgeber harmonisiert werden, die ihrerseits zwar eine Erfolgsbeteiligung erhalten, aber finanziell flexibel bleiben wollen.<sup>5</sup> Diese Quadratur des Kreises soll dadurch bewerkstelligt werden, dass die Aktionäre ihre Anteile auf einem liquiden Sekundärmarkt ohne Haftungsrisiko veräußern können

---

<sup>1</sup> So die bekannte Formulierung von *Schmalenbach*, Die Aktiengesellschaft<sup>7</sup>, 1950, S. 12. In der Sache schon *ders.*, Finanzierungen, 1. Teil<sup>5</sup>, 1932, S. 102 („[...] der Aktiengesellschaft mit gehandelten Aktien das Kapital viel williger zuströmt als jeder anderen Gesellschaftsform.“). Bereits zu den Handelskompanien plastisch *Smith*, in: *ders.*, An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 741 Rn. 18: „This [der Aktionäre einer joint stock company] total exemption from trouble and from risk, beyond a limited sum, encourages many people to become adventurers in joint-stock companies, who would, upon no account, hazard their fortunes in any private copartnery. Such companies, therefore, commonly draw to themselves much greater stocks, than any private copartnery can boast of.“

<sup>2</sup> Vgl. MüKo AktG Bd. 1<sup>3</sup> Bd. 1/*Habersack*, Einl. Rn. 5; *Windbichler*, Gesellschaftsrecht<sup>24</sup>, 2017, § 25 Rn. 14; in der Sache auch *Hommelhoff*, in: Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 53, 58; *Bayer*, Gutachten 67. DJT, 2008, E1–E129, E11.

<sup>3</sup> Historisch wurden börsennotierte Gesellschaften zunächst für eine bestimmte, in der Satzung festgelegte Zeit gegründet, siehe zur niederländisch ost- und westindischen Kompanie GK AktG<sup>4</sup>/*Assmann*, Einl. Rn. 16. Heute wird aber in der unbeschränkten Dauer ein Schlüsselmerkmal der börsennotierten Kapitalgesellschaft (Aktiengesellschaft, *corporation*) gesehen, *Bainbridge*, Corporation law and economics, 2002, S. 4 i. V. m. S. 11. Zwar gestattet das deutsche Aktienrecht nach wie vor, eine Gesellschaft auf bestimmte Zeit zu gründen, § 262 I Nr. 1 AktG. Das hat aber kaum praktische Bedeutung, siehe *Windbichler*, Gesellschaftsrecht<sup>24</sup>, 2017, § 26 Rn. 33; Hüffer<sup>12</sup>/*Koch*, § 262 AktG Rn. 8; GK AktG<sup>4</sup> 7/2/*Schmidt*, § 262 Rn. 16.

<sup>4</sup> GK AktG<sup>4</sup>/*Assmann*, Einl. Rn. 292; aus dem US-amerikanischen Schrifttum *Lowenstein*, 83 Colum. L. Rev. 249, 259–260 (1983) sowie mit Blick auf die historische Entwicklung des US-amerikanischen Corporate Law *Blair*, 51 UCLA L. Rev. 387 (2003).

<sup>5</sup> *Kübler/Assmann*, Gesellschaftsrecht<sup>6</sup>, 2006, S. 8 (aus historischer Perspektive), S. 164 f. (allg. Funktion). Die Aufteilung von Management- und Finanzierungsfunktion ist einerseits eine Stärke, weil die Aktiengesellschaft damit ein attraktives Feld für Personen mit guten Unternehmerfähigkeiten ohne Kapitalzugang bietet (dazu bereits *Marshall*, Principles of Economics<sup>8</sup>, 1920, S. 298, 302) und eine Leitung durch geeignete Personen begünstigt (siehe *Schmalenbach/Bauer*, Die Beteiligungsfinanzierung<sup>9</sup>, 1966, S. 142–143). Andererseits verursacht sie das Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle, grundlegend *Berle/Means*, The modern corporation, 1932, S. 121, 277–287, 341–342.

(Mobilisierung).<sup>6</sup> Das Mittel der Wahl hierzu ist eine Börsennotierung.<sup>7</sup> Sie ermöglicht es, mit nahezu beliebig kurzem Zeithorizont in eine auf Dauer angelegte, unternehmenstragende Gesellschaft zu investieren.<sup>8</sup> Diese soll währenddessen – so das Konzept – langfristig agieren, denn die Übertragung von Aktien beeinflusst als solche weder die Kapitalausstattung<sup>9</sup> noch die Kreditwürdigkeit der Gesellschaft,<sup>10</sup> soweit die Einlage geleistet ist.<sup>11</sup> Zudem kann die Gesellschaft bei hohem Investitionsbedarf auf Ausschüttungen an die Aktionäre verzichten, die dafür einen Wertzuwachs am Markt vereinnahmen können (*home made dividend*).<sup>12</sup> Gesellschaftsrechtlich spiegelt sich die angestrebte Entkopplung der Zeithorizonte heute<sup>13</sup> auch darin wider, dass die Verwaltung von Gesetzes

<sup>6</sup> *Schmalenbach*, Die Aktiengesellschaft<sup>7</sup>, 1950, S. 13 („Der große wirtschaftliche Erfolg der Mobilisierung der Besitztitel ist gewesen, daß sie kurzfristiges Kapital in langfristiges verwandelte. Anders ausgedrückt, daß sie einem Kapitalisten ermöglichte, ein Kapital, das er nicht auf lange Frist hergeben konnte oder wollte, dennoch für langfristige Zwecke zur Verfügung zu stellen.“); prägnant *Schmalenbach/Bauer*, Die Beteiligungsfinanzierung<sup>9</sup>, 1966, S. 143 („[...] Überbrückung der langfristigen Kapitalbedürfnisse der Unternehmung und der kurzfristigen Anlagebedürfnisse der Kapitalisten.“); aus heutiger Sicht *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 9; *Kübler/Assmann*, Gesellschaftsrecht<sup>6</sup>, 2006, S. 165; *Hommelhoff*, in: Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 53, 58; *Lowenstein*, 83 Colum. L. Rev. 249, 259–260 (1983); zu der dadurch steigenden Attraktivität der Anlage *Davies/Worthington*, Gower’s principles of modern company law<sup>10</sup>, 2016, Rn. 1–22 und schon prägnant *Schmalenbach*, Finanzierungen, 1. Teil<sup>5</sup>, 1932, S. 102–103 („Was sich leicht löst, bindet sich leicht.“).

<sup>7</sup> Zu denkbaren Abstufungen *Armour/Hansmann/Kraakman u. a.*, in: Kraakman (Hrsg.), The anatomy of corporate law<sup>3</sup>, 2017, S. 1, 10–11.

<sup>8</sup> Prägnant *Berle/Means*, The modern corporation, 1932, S. 299: „Third, these markets afford the only substantial means by which an investor can withdraw his capital either for other capital employment, or for personal expenditures. [...] In brief, the market performs the function of providing liquidity for securities.“). Aus heutiger Sicht knapp *Windbichler*, Gesellschaftsrecht<sup>24</sup>, 2017, § 25 Rn. 14; etwas ausführlicher *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 9; allg. *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt<sup>6</sup>, 2009, S. 58; ferner *Armour/Hansmann/Kraakman u. a.*, in: Kraakman (Hrsg.), The anatomy of corporate law<sup>3</sup>, 2017, S. 1, 10, die ergänzen, dass eine freie Übertragbarkeit neben der Liquidität der Aktienbeteiligung eine diversifizierte Anlage erleichtert.

<sup>9</sup> *Bainbridge*, Corporation law and economics, 2002, S. 11; *Windbichler*, Gesellschaftsrecht<sup>24</sup>, 2017, § 25 Rn. 14; *Hommelhoff*, in: Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 53, 58; *Schmalenbach*, Finanzierungen<sup>4</sup>, 1928, S. 102 („Die Beweglichkeit des Anteils ersetzt die Abfindung.“).

<sup>10</sup> *Armour/Hansmann/Kraakman u. a.*, in: Kraakman (Hrsg.), The anatomy of corporate law<sup>3</sup>, 2017, S. 1, 11.

<sup>11</sup> Dies wird meist der Fall sein, selbst wenn Ausnahmen denkbar sind. Außerdem sorgt § 65 I, II AktG (Zahlungspflicht der Vormänner) in der Regel dafür, dass eine Aktienübertragung die Einbringlichkeit der Einlage nicht verschlechtert. Zur historischen Erfahrung hinter dieser Regelung *Rothweiler/Greyer*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 23, 56.

<sup>12</sup> Vgl. *Davies/Worthington*, Gower’s principles of modern company law<sup>10</sup>, 2016, S. 783 f.; *Roth*, ZIP 2003, 369, 371–372, auch zu den erforderlichen Voraussetzungen, damit Ausschüttung oder Kurssteigerung aus Aktionärssicht gleichwertig sind.

<sup>13</sup> Historisch hat sich die heute bestehende Deutlichkeit erst schrittweise herausgebildet, zunächst Anfang des 20. Jahrhunderts in den Ländern des Commonwealth, später in Deutschland und Japan, nachdem man erkannt hatte, dass die ursprünglich vorgesehene Einbindung der Hauptversammlung, etwa durch die Möglichkeit von Einzelweisungen, keine effizienten Entscheidungsabläufe gewährleistete, näher *Siems*, Die Konvergenz der Rechtssysteme im Recht der Aktionäre, 2005, S. 199 f. Zur Entwicklung in Deutschland knapp GK AktG<sup>3</sup> 4 Teilband 1/*Kort*, Vor § 76 Rn. 5 f.; zu vereinzelt anzutreffenden Weisungsrechten der Generalversammlung in einer Handelskompanie im 17./18. Jahrhundert *Cordes/Jantz*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 1, 21; diese bedeuten aber nicht, dass sich deren Teilhaber stets aktiv eingebracht hätten, siehe bereits *Smith*, in: ders., An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 741 Rn. 18.

wegen befugt ist, die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten.<sup>14</sup> Die Art und Weise der Unternehmensführung scheint damit auf den ersten Blick von dem Zeithorizont der Aktionäre und Investoren unabhängig zu sein<sup>15</sup> und die AG in der Lage, langfristig zu investieren und zu planen. Vielversprechende Projekte, etwa im Bereich Forschung & Entwicklung, müsste sie unabhängig vom Zeithorizont einzelner Anteilseigner betreiben können.<sup>16</sup>

Diese Leistung, welche die Mobilisierung durch Überbrückung der Fristigkeiten vollbracht hat, gilt als noch wichtiger als jene des Pumpwerkzeugs.<sup>17</sup> Aber gerade die Überbrückungsfunktion weist Schwachstellen auf. Ein hoch angesehener Richter aus Delaware hat dies dahingehend auf den Punkt gebracht, es sei naiv, von der Geschäftsleitung langfristiges Management zu erwarten, wenn die Aktionäre, welche die Geschäftsleitung – je nach Rechtsordnung mittelbar oder unmittelbar – ersetzen können,<sup>18</sup> aufgrund kurzfristiger Kursbewegungen handeln.<sup>19</sup> Gleiches gilt, wenn andere Faktoren, etwa die Unternehmensberichterstattung, aktuelle Entwicklungen in den Vordergrund rücken. Ein

---

<sup>14</sup> Aus rechtsvergleichender Perspektive variiert die Bedeutung der (Mit-)Entscheidungsrechte der Aktionäre zwar erheblich in Abhängigkeit davon, ob das jeweilige Aktienrecht wie in den USA eher verwaltungsfreundlich (*board-centered*) oder wie im Vereinigten Königreich eher auf Anleger(schutz) ausgerichtet ist (*shareholder-centered*), *Hopt*, in: *Hopt/Fleckner* (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 3, 68; *Hopt*, ZHR 175 (2011), 444, 498; *Cools*, 30 Del. J. Corp. L. 697, 738–750 (2005). Der Einfluss der Aktionäre erstreckt sich aber in aller Regel nicht auf die laufende Geschäftstätigkeit. In den meisten Ländern ist die Verwaltung der Gesellschaft der zentrale Akteur (*Hopt*, ZHR 175 (2011), 444, 465; *Hopt*, in: *Hopt/Fleckner* (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 3, 28; *Armour/Hansmann/Kraakman u. a.*, in: *Kraakman* (Hrsg.), *The anatomy of corporate law*<sup>3</sup>, 2017, S. 1, 12; *Lowenstein*, 83 Colum. L. Rev. 249, 260 (1983)). Dementsprechend obliegt die Geschäftsführung im Ausgangspunkt der Unternehmensleitung (*Siems*, *Die Konvergenz der Rechtssysteme im Recht der Aktionäre*, 2005, S. 200). Abgesichert wird die eigenständige Leitungsverantwortung durch die Business Judgment Rule oder vergleichbare Instrumente, die der Unternehmensleitung einen haftungsfreien Spielraum für unternehmerische Entscheidungen gewähren, dazu mit breitem Rechtsvergleich *Gerner-Beuerle/Schuster*, EBOR 15 (2014), 191, 203–206; knapp *Armour/Enriques/Hansmann u. a.*, in: *Kraakman* (Hrsg.), *The anatomy of corporate law*<sup>3</sup>, 2017, S. 49, 69 f.; siehe aber auch *Klauberger*, in: *Siems/Cabrelli* (Hrsg.), *Comparative company law*, 2013, S. 27, 58–60 zu den nach wie vor beachtlichen Unterschieden in diesem Bereich.

<sup>15</sup> Im deutschen Aktienrecht fällt diese Entkopplung zur Förderung einer langfristig nachhaltigen Unternehmensführung besonders prononciert aus, indem nicht die Aktionäre (Investoren), sondern der Aufsichtsrat über Bestellung und Abberufung des Vorstands entscheidet, siehe *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 728, die zugleich betonen, dass dies zu Problemen führen könne, wenn der Aufsichtsrat wenig oder keinen direkten Kontakt zu Investoren hat.

<sup>16</sup> *Frentrop*, Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 11 (geprüft am 11.06.2020); *Isaksson/Çelik*, *Corporate Governance in Equity Markets*, 2013, S. 9; aus historischer Perspektive *Cordes/Jantz*, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 1, 13.

<sup>17</sup> Ausdrücklich *Schmalenbach*, *Die Aktiengesellschaft*<sup>7</sup>, 1950, S. 13.

<sup>18</sup> Im monistischen System können die Aktionäre die Geschäftsleitung (geschäftsführende Direktoren) unmittelbar wählen und abwählen, im dualistischen System können sie die Besetzung des Vorstands zumindest mittelbar beeinflussen; siehe zum Einfluss der Aktionäre auf die Vorstandsbestellung im dualistischen System *Windbichler*, *Gesellschaftsrecht*<sup>24</sup>, 2017, § 29 Rn. 1; zum Mehrheitsaktionär *Heuser*, *Shareholder activism*, 2012, S. 18; allg. zu diesen Systemen sowie der Bedeutung von Nominierungs- und Abberufungsrechten *Armour/Enriques/Hansmann u. a.*, in: *Kraakman* (Hrsg.), *The anatomy of corporate law*<sup>3</sup>, 2017, S. 49, 50–57.

<sup>19</sup> *Strine, Jr.*, 66 Bus. Law. 1, 17 (2010): „It is jejune to demand that CEOs and boards manage for the long term when the stockholders who can replace them buy and sell based on short-term stock price movements, rather than the long-term prospects of firms.“

kurzer Horizont droht dann doch auf die Geschäftsleitung durchzuschlagen und langfristiges Wirtschaften zu torpedieren.<sup>20</sup>

Vor diesem Hintergrund lässt Rechtswissenschaftler, Ökonomen, Politiker und Manager seit dem Aufkommen der modernen kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft die Sorge nicht los, dass diese unter ein Diktat kurzfristiger Einflüsse gerät, zum Schaden von Wirtschaft und Gesellschaft.

Die vorliegende Arbeit will für die Auseinandersetzung mit diesem Phänomen im Recht der börsennotierten Kapitalgesellschaften, das man im angloamerikanischen Sprachraum bündig als *Short-termism* oder *myopia* bezeichnet, nicht schon abschließende Lösungen anbieten. Ihr Ansatz soll gerade der verbreiteten Neigung entgegenwirken, den zweiten Schritt vor dem ersten zu tun. Tatsächlich fehlen bislang national wie international Untersuchungen, die die wechselhafte juristische und ökonomische Auseinandersetzung mit *Short-termism* systematisch analysieren. Bevor eine fundierte Antwort auf die Auseinandersetzung gegeben werden kann, muss diese aber überhaupt erst in ihrer Entwicklung und ihren Bestimmungsfaktoren verstanden sein. Die vorliegende Arbeit schließt diese Lücke in der Grundlagenforschung, indem sie die Kontroverse um kurzfristige Orientierung und damit um den Schutz der Funktionsfähigkeit der Aktiengesellschaft als eine der „great debates in company law“ erstmals gesamthaft rechts- und ideengeschichtlich, rechtsvergleichend und rechtsökonomisch ausleuchtet. Sie erzählt damit zugleich die Rezeptionsgeschichte eines international wirkmächtigen Regelungstypus im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht und zeigt auf, wie er im Zusammenspiel mit der Ökonomie entwickelt und für welche Rechtsfragen, Regelungsanliegen und Interessen er zu verschiedenen Zeiten dienstbar gemacht worden und heute bedeutsam ist.

## II. Wirtschaftliche und gesellschaftliche Relevanz

Dass die *Short-termism*-Problematik des Aktienmarktes seit Langem so viel Beachtung erhält, verwundert nicht. Über die Aktiengesellschaft ist gesagt worden, man könne „die gesellschaftliche und wirtschaftliche Bedeutung dieser das Industriezeitalter charakterisierenden Unternehmensform gar nicht hoch genug einschätzen“.<sup>21</sup> Historisch gilt die Sammlung kurz- wie langfristigen Kapitals durch die Aktiengesellschaft als unverzichtbare Grundlage für den wirtschaftlichen und technischen Fortschritt im 19. Jahrhundert und seine Weiterentwicklung im 20. Jahrhundert.<sup>22</sup> Auch heutzutage hat der Aktienmarkt international und in der EU eine beachtliche Bedeutung bei der Unternehmensfinanzierung,<sup>23</sup> selbst wenn diese in Deutschland geringer ist als in anderen Staaten.<sup>24</sup> Vor allem

<sup>20</sup> Siehe vorerst nur modelltheoretisch *Bolton/Scheinkman/Xiong*, Rev. Ec. Stud. 73 (2006), 577 ff.

<sup>21</sup> *Wurm*, Wirtschaft & Gesellschaft in Deutschland, 1969, S. 75.

<sup>22</sup> So MüKo AktG Bd. 1<sup>3</sup> Bd. 1/*Habersack*, Einl. Rn. 5; *Schmalenbach*, Die Aktiengesellschaft<sup>7</sup>, 1950, S. 13; ähnlich *Kübler/Assmann*, Gesellschaftsrecht<sup>6</sup>, 2006, S. 7–8; ebenso *Schmidt*, Gesellschaftsrecht<sup>4</sup>, 2002, § 26 II 1a) S. 759; anschauliche Schilderung bei *Wurm*, Wirtschaft & Gesellschaft in Deutschland, 1969, S. 75–79; aus französischer Sicht *Vuillermet*, Droit des sociétés commerciales<sup>3</sup>, 1969, S. 4; aus US-amerikanischer Sicht knapp *Bainbridge*, Corporation law and economics, 2002, S. 10.

<sup>23</sup> Das Emissionsvolumen der weltweiten Börsengänge lag zwischen 2001 und 2014 bei im Schnitt 158,85 Mrd. US-Dollar pro Jahr, dabei in 2006, 2007, 2010 und 2014 jeweils über 250 Mrd. [*statista*, Emissionsvolumen Börsengänge weltweit bis 2014, 2015].

<sup>24</sup> Insbesondere die Anzahl der Börsengänge, aber auch das Volumen der Aktienemissionen seit 1990 sind in Deutschland in Relation zur Wirtschaftskraft vergleichsweise gering, allerdings mit erheblichen Schwankungen im Zeitablauf [siehe *Kirchhoff Consult*, Anzahl der Börsengänge in Deutschland von 1990 bis 2014, 2014 <<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/152876/umfrage/boersengaenge-in>

aber spielt die AG in marktwirtschaftlich orientierten Wirtschaftssystemen, wenn nicht der Zahl nach, so doch im Hinblick auf das bei ihr konzentrierte Kapital die führende Rolle.<sup>25</sup> Dem Aktienmarkt kommt dadurch die zentrale Aufgabe zu, die Kapitalallokation in und durch Aktiengesellschaften zu steuern.<sup>26</sup>

Noch greifbarer wird die gesamtgesellschaftliche Bedeutung des Aktienmarktes, wenn man sich vergegenwärtigt, wie viele Menschen bei den dort notierten oder zumindest auf diesen Markt ausgerichteten Gesellschaften in Lohn und Brot stehen: Aktiengesellschaften beschäftigten 2012 in der EU (EU-28) allein im Bereich „Gewerbliche Wirtschaft (ohne Beteiligungsgesellschaften)“ geschätzt 90 Mio. Menschen,<sup>27</sup> in Relation zu 225,582 Mio. Beschäftigten in der EU insgesamt.<sup>28</sup> Zudem, und besonders wichtig mit Blick auf die *Short-termism*-Problematik, stehen große börsengehandelte Gesellschaften für den überwiegenden Teil privatwirtschaftlicher Ausgaben für Forschung & Entwicklung (F&E, engl. R&D).<sup>29</sup> Trotz ihrer vergleichsweise geringen Zahl haben börsennotierte (Publikums-)Gesellschaften damit als Organisationsform für wirtschaftliche Aktivität<sup>30</sup> eine überragende volkswirtschaftliche Bedeutung.<sup>31</sup>

All dies verdeutlicht ein hohes Allgemeininteresse daran, dass die Corporate Governance von börsennotierten Aktiengesellschaften funktionsfähig ist und bleibt<sup>32</sup> und weder zeitgeistgetriebenen Debatten noch eigennützigen Interessengruppen anheimfällt.

---

deutschland-seit-2000> (geprüft am 12.01.2015), <[http://www.kirchhoff.de/fileadmin/20\\_Download/Studien/20150106\\_IPO-STUDIE\\_final.pdf](http://www.kirchhoff.de/fileadmin/20_Download/Studien/20150106_IPO-STUDIE_final.pdf)>, S. 15) (geprüft am 12.01.2015); vielfältige Übersichten bietet *DAI*, *DAI-Factbook*, Kap. 03; monatliche Werte für den Zeitraum ab 2011 finden sich in *Deutsche Bundesbank*, Kapitalmarktstatistik Dezember 2014, 45–47].

<sup>25</sup> *Windbichler*, Gesellschaftsrecht<sup>24</sup>, 2017, § 25 Rn. 15; *Schneider/Burgard*, FS Beusch, 1993, S. 783, 784; in der Sache ebenso für das englische Recht *Davies/Worthington*, *Gower's principles of modern company law*<sup>10</sup>, 2016, S. 11 Rn. 1–15 unter Ziffer 3 der Aufzählung.

<sup>26</sup> *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 28 Rn. 2.32, der zugleich in Rn. 2.33 die fortbestehende zentrale Bedeutung der Finanzierungsfunktion betont.

<sup>27</sup> Quelle: *Eurostat*, Unternehmensdemographie nach Rechtsform (ab 2004, NACE Rev. 2) [bd\_9ac\_1\_form\_r2].

<sup>28</sup> Bezogen auf alle NACE-Wirtschaftszweige. Quelle: *Eurostat* (abgerufen am 28.01.2015). Zur Einordnung im zeitlichen Querschnitt *Eurostat*, Key figures on Europe 2014, 2014, S. 72–73. Auch von deutschen Aktiengesellschaften geht ein erheblicher Beschäftigungseffekt aus: 2011 hatten die DAX-30-Gesellschaften rund 3,684 Mio. Mitarbeiter (*statista*, Umsatz, Forschungsausgaben und Mitarbeiteranzahl der DAX-Unternehmen 2011, März 2012). Im Bereich „Industrie, Baugewerbe und Dienstleistungen (ohne Beteiligungsgesellschaften)“ beschäftigten alle deutschen Aktiengesellschaften 2011 rund 15,851 Mio. Menschen (*Eurostat*, Unternehmensdemographie nach Rechtsform (ab 2004, NACE Rev. 2) [bd\_9ac\_1\_form\_r2]).

<sup>29</sup> *Honoré/Munari/van Pottelsberghe de La Potterie*, Res. Pol. 44 (2015), 533 („a dominant share of business R&D is performed by large publicly traded firms“); vgl. dazu die Erhebung von *Hernández/Tübke/Hervás u. a.*, EU R&D Scoreboard, 2014, S. 5, 15–17, 39, 41, insbesondere die auf S. 42–43 aufgelisteten 100 größten F&E-Investoren im Scoreboard, die für 15–16 % aller von 2010 bis 2012 am EPO bzw. der USPTO eingereichten Patente stehen und ganz überwiegend börsengehandelte Aktiengesellschaften sind. Gleiches gilt für die zehn forschungsstärksten Unternehmen in den untersuchten acht Sektoren (a. a. O., S. 67–69).

<sup>30</sup> Zur Akzentverschiebung bei der AG von der Finanzierung zur Organisation großer Unternehmen bereits *Wiethölter*, Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, 1961, S. 1 f., der aber zugleich betont, dass die Mobilisierung der Aktie als Mittel, um kurzfristiges in langfristiges Kapital zu verwandeln, geblieben ist.

<sup>31</sup> Aus schweizerischer Sicht *Kunz*, in: Jung/Kunz/Bärtschi (Hrsg.), Gesellschaftsrecht, 2016, S. 691, 696, § 14 Rn. 5.

<sup>32</sup> Insoweit nach wie vor zutreffend und aktuell *Schneider/Burgard*, FS Beusch, 1993, S. 783, 784.

Die Auseinandersetzung um *Short-termism* bildet daher wirtschaftlich und gesellschaftlich eine zentrale Herausforderung.<sup>33</sup>

### III. Forschungsprogramm

Die Diskussion um *Short-termism* ist nahezu so alt wie die moderne Aktiengesellschaft selbst. Dabei berühren sich Rechts- und Wirtschaftswissenschaft in der Auseinandersetzung mit kurzfristiger Orientierung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht vielfältig und nahezu durchgängig. Ein interdisziplinärer Forschungsansatz ist deshalb unverzichtbar. Die ökonomische Perspektive bildet dementsprechend einen integralen Bestandteil dieser Arbeit. In der Sache verspricht sie ein deutlich besseres Verständnis. Sie hilft bereits entscheidend bei der Problemdefinition, die aus juristischer Sicht typischerweise unterbleibt (*1. Teil*).

*Short-termism*-Debatten bieten Einfallstore für heftige Machtkämpfe kollidierender Interessen um das geltende Recht, weil etwaige Kautelen gegen kurzfristige Einflüsse im Kapitalgesellschaftsrecht zugleich auf Belange wichtiger Anspruchsgruppen einwirken. Die Rechtswissenschaft, der Gesetzgeber, aber auch die Rechtsprechung müssen sich dies bewusst machen, wenn sie Versuchen einer Vereinnahmung widerstehen wollen. Wirtschaftsgeschichtliche Ursachen, treibende Kräfte und die Rollen kollidierender Interessen herauszuarbeiten, ist daher essenziell, um das Verständnis des Problems zu schärfen, das manchem als „notably undefined“ und vom Auge des Betrachters abhängig erscheint.<sup>34</sup> Zugleich verspricht es neue Erkenntnisse und Anregungen, die bisher diskutierten, eruierten und probierten Instrumente zur Abschirmung gegen kurzfristigen Druck sowie das damit verbundene Argumentationsmaterial und Erfahrungswissen rechtsvergleichend zu analysieren. Dies bildet die Grundlage, um aktuelle Entwicklungen und Regulierungsstrategien fundiert bewerten zu können. Ideengeschichte und Rechtsvergleichung liegen bei alledem auf der Hand. Sie halten eine Vielzahl oftmals zeitloser Rechtsideen und Reformvorschläge bereit und erleichtern es, deren Vorzüge und Nachteile ebenso wie dahinterstehende Interessen in einem bestimmten Umfeld zu erkennen (*2. Teil*).

Weiteren Erkenntnisgewinn verspricht die moderne ökonomische *Short-termism*-Theorie, die sich parallel zu und in engem Zusammenspiel mit der juristischen Debatte bis zur Finanzkrise entwickelt hat. Sie führt in ein faszinierendes Theorie-Multiversum, das die möglichen Einbruchstellen für kurzfristige Orientierung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht mit stringenter, mathematisch gestützter Gedankenführung offenlegt. Zugleich unterliegen ihre Ansätze jeweils wichtigen Einschränkungen. Aufbauend auf der Theorie unternimmt es eine reichhaltige empirische Forschung, meist anhand von US-Daten, mit verschiedenen, teils ingenieösen Identifikationsstrategien auf Bestehen und Umfang von *Short-termism* zu testen. Dies birgt allerdings erhebliche Schwierigkeiten, die oft unzureichend beachtet werden (*3. Teil*).

Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2007 haben sich umfangreiche weitere Entwicklungen ergeben, wobei der zunehmend globale Charakter der Debatte es erfordert,

<sup>33</sup> McCahery/Vermeulen/Hisatake, ECFR 10 (2013), 117, 126: „The short-term orientation of investors and corporate boards is currently one of the key challenges in the corporate governance debate.“

<sup>34</sup> Coffee, Jr./Palia, The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications, September 2014, S. 38; ganz ähnlich dies., ACG 1 (2016), 1, 40; Ball, National Westminster Bank Quarterly Review 8 (1991), 20.

eine größere Zahl von Rechtsordnungen in den Blick zu nehmen. Hier sind erneut die ergriffenen Maßnahmen, ihre Hintergründe, dahinterstehende Interessen sowie die gewonnenen Erfahrungen rechtsvergleichend zu untersuchen und dogmatisch einzuordnen, als Grundlage für weitere Forschungen ebenso wie als Arbeitshilfe für die Rechtspolitik (4. Teil). Eine kurze Übersicht mag die Orientierung erleichtern.

### 1. Ökonomische Ideengeschichte im rechtshistorischen Kontext

Die Sorge um kurzfristige Einflüsse im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht hat lange Traditionslinien. Die Ökonomie setzt sich – heute weitgehend in Vergessenheit geraten – seit Langem mit übermäßig kurzfristiger Orientierung im Bereich des Kapitalgesellschaftsrechts auseinander. Die wirtschaftswissenschaftliche Ideengeschichte verspricht in Zusammenschau mit der rechtlichen wichtige Einsichten über grundsätzliche Treiber der Debatte. Frühe ökonomische Beiträge sind dabei erforderlichenfalls in ihren wirtschafts- und rechtsgeschichtlichen Kontext einzuordnen. Damit wird zugleich ein immer wieder anzutreffendes *argumentum ad verecundiam* geprüft. Außerdem bewahrt eine ideengeschichtliche Einordnung den Juristen davor, sich vorschnell dem wechselhaften Zeitgeist der Nachbarwissenschaft zu unterwerfen,<sup>35</sup> denn auch die Wirtschaftswissenschaft ist erfahrungsgemäß nicht frei von Moden.

Bereits für die Urform der modernen Aktiengesellschaft, die Handelskompanien des 17. und 18. Jahrhunderts, berichtete *Adam Smith* in seinem wegweisenden Werk der klassischen Ökonomie von Governance-Reformen, damit Anteilseigner und Direktoren mit mehr Würde und Beständigkeit handeln als gewöhnlich zuvor.<sup>36</sup> Allerdings hielt er die gewählten Maßnahmen zur Förderung langfristigen Agierens, die in ganz ähnlicher Weise heute wieder im Fokus stehen, nicht für aussichtsreich.<sup>37</sup> Darüber hinaus erörterte *Smith* kurzsichtiges Verhalten allgemein als Hindernis für (wirtschaftliches) Fortkommen,<sup>38</sup> worauf sich heute der verhaltensökonomische Zweig der modernen ökonomischen *Short-termism*-Theorie beruft.

Die Leitfiguren der neoklassischen Mikroökonomie, *William Stanley Jevons*<sup>39</sup> und *Alfred Marshall*<sup>40</sup>, gingen ebenso wie die neoklassische Zins- und Kapitaltheorie<sup>41</sup> von einer problematischen menschlichen Neigung zu kurzfristigem Verhalten aus, während der Protagonist der neoklassischen Wohlfahrtsökonomik, *Arthur Cecil Pigou*, nach der Wende zum 20. Jahrhundert erstmals vertiefte, ob der börsenmäßige Handel (*stock exchange devices*) die „fehlerhafte teleskopische Fähigkeit“ des Menschen überwinden könne.<sup>42</sup> Seine Ausführungen sind vor dem Hintergrund des damaligen englischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts zu sehen, in ihrer Stoßrichtung aber bemerkenswert zeitlos.

<sup>35</sup> Zum Unterwerfungsfehler siehe nur *Fleischer*, *RabelsZ* 75 (2011), 700, 725 m. w. N.

<sup>36</sup> *Smith*, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 752 Rn. 26.

<sup>37</sup> *Ders.*, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 752 f. Rn. 26, 28.

<sup>38</sup> *Ders.*, in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 215.

<sup>39</sup> *Jevons*, *The Theory of Political Economy*<sup>3</sup>, 1888, S. 33–35.

<sup>40</sup> *Marshall*, *Principles of Economics*<sup>8</sup>, 1920, S. 120.

<sup>41</sup> *von Böhm-Bawerk*, *Kapital und Kapitalzins* (II-1)<sup>4</sup>, 1921, S. 332 ff.; *Fisher*, *The Theory of Interest*, 1930, S. 62 ff.

<sup>42</sup> *Pigou*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 27.

*John Maynard Keynes* bemerkte wenig später unter dem Eindruck der Weltwirtschaftskrise, langfristiges Investieren werde am Kapitalmarkt Opfer eines kurzfristigen „Wettkampf[s] der Gerissenheit“ (*battle of wits*),<sup>43</sup> und zwar umso mehr, je besser die Investmentmärkte organisiert sind.<sup>44</sup> Während *Pigou* heute zu wenig beachtet wird, lassen sich weite Teile der modernen *Short-termism*-Debatte als Formalisierung bzw. Weiterführung der *Keynes'schen* Überlegungen interpretieren.

## 2. Funktional-ökonomische Problemdefinition und -abgrenzung

Wann genau eine kurzfristige Orientierung „übermäßig“ wird, liegt nicht auf der Hand. Juristische und rechtspolitische Beiträge zur *Short-termism*-Debatte halten es herkömmlich meist mit dem geflügelten Wort „I know it when I see it“ und definieren nicht, was genau sie unter exzessiv kurzfristiger Orientierung verstehen. Dementsprechend herrscht viel Unklarheit über die Begriffsbestimmung von *Short-termism* in einem komplexen Finanzsystem, in dem kurzfristiges Handeln oft individuell rational ist. Gerade aus rechtsvergleichender Sicht kann hier eine ökonomische Problemdefinition weiterhelfen. Sie muss für die rechtliche Debatte nicht in jeder Hinsicht abschließend oder verbindlich sein, trägt aber wesentlich zum funktionalen Verständnis des Problems bei, das eine rechtsvergleichend-ideengeschichtliche Arbeit leiten muss.

Während die führenden klassischen und neoklassischen Ökonomen kurzfristige Orientierung psychologisch bestimmten, greift man heute im ökonomischen wie im rechtlichen Diskurs im Anschluss an die angloamerikanische Debatte der 1980er und 1990er Jahre meist auf ein Teilgebiet der Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre zurück, das sich mit Investition und Finanzierung beschäftigt. Die moderne Wirtschaftswissenschaft bietet damit eine theoretisch klare, aber in der praktischen Anwendung intrikate Definition: Sie kann *Short-termism* als normatives Problem mit den Mitteln der dynamischen Investitionsrechnung abstrakt-theoretisch präzise definieren. In der praktischen Anwendung wirft die Definition allerdings große Schwierigkeiten auf, weil sich zentrale Parameter bestenfalls unscharf bestimmen lassen. Verbreitete Versuche, *Short-termism* bezogen auf bestimmte Treiber, Akteure oder Anwendungsfelder zu definieren, schaffen insoweit keine Abhilfe, können aber den Zugang zur Modellwelt der modernen *Short-termism*-Theorie erleichtern. Dessen ungeachtet lassen sich Merkmale herausarbeiten, die, zusammen mit dem ideengeschichtlichen Befund, die *Short-termism*-Debatte von anderen Fragenkreisen abgrenzen, insbesondere von den Themen Corporate Social Responsibility und Nachhaltigkeit (zum Ganzen: 1. Teil, 3. Teil).

## 3. Ideengeschichte bis zur Finanzkrise: Wirtschaftsgeschichte, Rechtsvergleichung und Dogmatik

Reformdiskussionen mit Blick darauf, dass Entwicklungen der Corporate Governance unternehmerisches Handeln in Kapitalgesellschaften unter ein Diktat kurzfristiger Einflüsse stellen, treten bereits seit vielen Jahrzehnten wellenartig in Industriestaaten auf. Von rechtswissenschaftlicher Seite hegte man bereits in der Weimarer Republik heftige Aversionen gegen kurzfristig-spekulative „Nomadenaktionäre“, während langfristige Anteilseigner hoch im Kurs standen. Diese Vorstellung prägte *Walther Rathenau*s Schrift

<sup>43</sup> *Keynes*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 132–133.

<sup>44</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 135.

„Vom Aktienwesen“<sup>45</sup>, beschäftigte nachfolgend zwei Juristentage<sup>46</sup> und veranlasste das Schrifttum zu eingehenden, noch heute lesenswerten Überlegungen, wie langfristige Aktionäre gestärkt werden könnten.<sup>47</sup> Der Nationalsozialismus hat das Anliegen später vereinnahmt, damit verbundene Forderungen aber letztlich nicht durchsetzen können.

Nach dem Zweiten Weltkrieg prägte *Michel Albert* die bis heute einflussreiche Vorstellung eines auf dem Aktien- und Übernahmemarkt widerstreitenden kurzfristigen neo-amerikanischen und langfristigen rheinischen Kapitalismus,<sup>48</sup> den er zunächst auf der Verliererseite und später in einem Konvergenzprozess sah. Das Schrifttum debattierte kurzfristige Orientierung derweil besonders heftig im Übernahmerecht<sup>49</sup> sowie im Zuge der Heuschreckendebatte,<sup>50</sup> bei der rechtspolitisch „alle möglichen Gegenmaßnahmen [...] Konjunktur [hatten] und in politischen und Unternehmerkreisen erörtert“ wurden.<sup>51</sup>

Entsprechende, meist sehr heftig umkämpfte Auseinandersetzungen führte die US-amerikanische Rechtswissenschaft in mehreren Wellen. Die erste der 1980er und frühen 1990er Jahre erörterte insbesondere Managementfehler,<sup>52</sup> begann eine bis heute andauernde *takeover controversy*,<sup>53</sup> bei der bundes- und gliedstaatliche Kräfte für konträre rechtspolitische Anliegen und Interessen stritten, und beschäftigte sich eingehend mit Corporate-Governance-Systemvergleichen.<sup>54</sup> Die nächste Welle nach der Jahrtausendwende rückte Regulierungsdefizite bei der Unternehmensberichterstattung,<sup>55</sup> Corporate-Governance-Missstände<sup>56</sup> sowie Bedenken gegen Effizienzmarkthypothese und Shareholder-Value in den Mittelpunkt.<sup>57</sup>

Die Auseinandersetzung in Großbritannien weist gewisse Gemeinsamkeiten mit derjenigen in den USA auf, aber auch wichtige Eigenheiten: Sie begann früher, wobei sie ab 1930 in Reviews von teils enzyklopädischem Umfang einging, verlief insgesamt kontinuierlicher und stand im Zeichen spezifischer Abstiegsorgen (*declinism*) sowie eines

<sup>45</sup> *Rathenau*, Vom Aktienwesen, 1917.

<sup>46</sup> Siehe zunächst *Flechtheim*, Verhandlungen 33. DJT, 1925, S. 386, 386–388, 394 und *Hachenburg*, Verhandlungen 33. DJT, 1925, S. 407, 408 sowie dann vor allem *Solmssen*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 678, 718, *ders.*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 54, 64, 115–120 versus *Pinner*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 615, 658 f., vermittelnd *Lehmann*, Verhandlungen 34. DJT – Gutachten, 1926, S. 258, 260 ff. und *Heymann*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 742 ff.

<sup>47</sup> Vorerst nur *Müller-Erzbach*, Umgestaltung der AG, 1929.

<sup>48</sup> *Albert*, Capitalisme contre capitalisme, 1991, deutsch *ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992.

<sup>49</sup> Vorerst nur *Werner*, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, 1989 versus *Adams*, AG 1990, 243 ff.

<sup>50</sup> *Schäfer*, Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006; *Seifert/Voth*, Invasion der Heuschrecken, 2007; auch zur Fortwirkung des Topos *Bayaz*, ‚Heuschrecken‘ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung, 2014.

<sup>51</sup> *Seibert*, FS Westermann, 2008, 1505.

<sup>52</sup> Zu verschiedenen Aspekten jeweils bahnbrechend *Hayes/Abernathy*, Harv. Bus. Rev. 58 (1980), 67 ff.; *Deming*, Out of the crisis, 2000 (erstmalig erschienen 1982); *Johnson/Kaplan*, Relevance lost, 1987.

<sup>53</sup> Grundlegend und bis heute agendapragend *Lipton*, 35 Bus. Law. 101 (1979).

<sup>54</sup> *Porter*, Capital choices, 1992.

<sup>55</sup> Zu den Rechtstatsachen *GAO*, Financial Statement Restatements, October 2002, S. 4 f.; *dass.*, Financial Restatements, July 2006, S. 4.

<sup>56</sup> Zur kontroversen Debatte möglicher Gegenmaßnahmen etwa *Bebchuk*, 59 Bus. Law. 43 (2003) versus *Lipton/Rosenblum*, 59 Bus. Law. 67 (2003).

<sup>57</sup> Dazu prominent *Bratton*, 76 Tul. L. Rev. 1275 (2002), radikal *Mitchell*, Corporate irresponsibility, 2001.

Konfliktes zwischen Londoner City und peripherer Industry. Gegen Ende der 1980er Jahre brachte dieser Widerstreit einflussreiche, bis heute nachwirkende Studien hervor.<sup>58</sup> Zudem regte er zahlreiche Arbeiten in der Wirtschafts- und darauf aufbauend in der Rechtswissenschaft an,<sup>59</sup> einschließlich intensiver Corporate-Governance-Systemvergleiche.<sup>60</sup> Nach diversen Regulierungsbemühungen mündete all dies in eine privat-autonome Reaktion. *Short-termism* spielte in den Beratungen zum grundlegenden *Cadbury Report* 1992 ebenso eine Rolle<sup>61</sup> wie in zahlreichen nachfolgenden Berichten und Kodexanpassungen. Später schlugen sich Inhalte der *Short-termism*-Debatte im Zuge des Company Law Review im Gesetz nieder, indem sie mitentscheidend zum Unternehmensziel des *enlightened shareholder value* beitrugen. Eine komplementäre Gestaltung der Unternehmensberichterstattung wurde hingegen mit einer überraschenden Volte rasch wieder beseitigt (zum Ganzen: 2. Teil).

#### 4. Moderne ökonomische Short-termism-Theorie

Die eingangs herausgearbeitete ökonomische Problembestimmung ermöglicht es, für die Akteure im Zentrum der Debatte Theorien herauszuarbeiten, warum und wann systematisch ineffizient kurzfristiges Verhalten auftreten könnte. Eine Rechenschaft der Geschäftsleitung auch für kurzfristige Reaktionen des Aktienkurses der Gesellschaft ist an sich durchaus erwünscht, bescheinigt man doch den Kapitalmärkten, Informationen über Unternehmen in einem Ausmaß und einer Komplexität zu verarbeiten, die keine andere Institution, geschweige denn eine Einzelperson, erreicht,<sup>62</sup> und dadurch zu einer effizienten Allokation von Produktivkapital beitragen zu können.<sup>63</sup> Zugleich und damit verbunden soll externe Corporate Governance über die Kapitalmärkte etwaigen Mängeln der Unternehmensführung vorbeugen und sie bei Bedarf korrigieren können.<sup>64</sup> Andererseits

<sup>58</sup> Siehe *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990; *CBI City/Industry Task Force*, Investing for Britain's future, 1987; für die Gegenseite etwa *Cosh/Hughes/Singh u. a.*, Takeovers and short-termism in the UK, 1990; ausgewogen *NAPF* (Hrsg.), Creative tension?, 1990.

<sup>59</sup> Grundlegend *Parkinson*, Corporate power and responsibility, 1994; nachfolgend etwa *Prentice* (Hrsg.), Contemporary issues in corporate governance, 1993; *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), Capital markets and corporate governance, 1994; *Stapledon*, Institutional Shareholder and Corporate Governance, 1996.

<sup>60</sup> *Charkham*, Keeping good company, 1994; deutliche Verschiebungen später in *Charkham/Ploix*, Keeping better company?, 2005.

<sup>61</sup> Siehe vorerst nur *Holden*, Short-termism?, 16 December 1991 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-01133.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-01133.pdf)> (geprüft am 11.06.2020); *Sykes*, Comments on Draft Report to Adrian Cadbury, 14 July 1992 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-02141.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-02141.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>62</sup> *Windbichler*, Gesellschaftsrecht<sup>24</sup>, 2017, § 25 Rn. 16; *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, 2000, S. 371.

<sup>63</sup> *Windbichler*, Gesellschaftsrecht<sup>24</sup>, 2017, § 25 Rn. 16. Dies gilt unabhängig von der umstrittenen Frage, inwieweit die Kapitalmärkte im Einzelnen informations- und allokatationseffizient sind, inwieweit sie also zu einer optimalen Allokation beitragen (dazu *Fama*, J. Fin. Ec. 49 (1998), 283 ff.; *Rau*, in: *Baker/Nofsinger* (Hrsg.), Behavioral finance, 2010, S. 333 ff.; *Spremann*, Finance<sup>4</sup>, 2010, S. 184 ff., 417 ff.), solange kein alternativer Mechanismus zur Verfügung steht, der insoweit bessere Ergebnisse erzielt (im Ergebnis ebenso *Hopt*, Europäisches Übernahmerecht, 2012, S. 86).

<sup>64</sup> Hierzu, einschließlich der Rolle von Informationsintermediären sowie den gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Implikationen, eingehend von *Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 639 ff.; speziell mit Blick auf den disziplinierenden Effekt von Übernahmen *Hopt*, Europäisches Übernahmerecht, 2012, S. 84–88; grundlegend *Manne*, J. Pol. Econ. 73 (1965), 110 ff., der sich hier noch auf die Implikationen für die kartellrechtliche Beurteilung von Fusionen konzentriert (siehe a. a. O., S. 112, 119 f.), allerdings bereits feststellt, dass die wichtigsten Fol-

steht aber zu befürchten, dass kurzfristige Einflüsse auf die Unternehmensführung mit Nebenwirkungen verbunden sind, die hohe private und gesellschaftliche Kosten verursachen. Die vielfältige moderne *Short-termism*-Theorie bietet hierfür ganz unterschiedliche Erklärungen an. Sie reichen von Informationsasymmetrien bzgl. der Rentabilität von Unternehmen, die *takeover threats* und *signal jamming* erzeugen,<sup>65</sup> Grenzen der Arbitrage infolge von Informationsasymmetrien auch bezüglich der Fähigkeiten von Investoren (Arbitrageuren),<sup>66</sup> über externe Effekte auf Mikroebene (*breach of trust* gegenüber Stakeholdern)<sup>67</sup> und Makroebene<sup>68</sup> sowie Ineffizienzen des Managerarbeitsmarktes (*career concerns*, Managerfluktuation, *hold-up losses*)<sup>69</sup> bis hin zu mehreren Facetten unzulänglichen Managements in den Bereichen Investition, Unternehmensorganisation und -kultur<sup>70</sup> sowie verhaltensökonomischen Faktoren, darunter Verlustaversion,<sup>71</sup> hyperbolisches Diskontieren, die Verfügbarkeitsheuristik und *overconfidence*. Zu fast jedem Ansatz gesellen sich überdies Folgearbeiten, die eruieren, wie die Ergebnisse zu interpretieren bzw. wie robust sie gegenüber geänderten Annahmen sind. Dieses Theorie-Multiversum zeigt mathematisch und empirisch abgestützt, dass und wie vielgestaltig *Short-termism* entstehen kann. Dabei sind noch viele Fragen offen, insbesondere zum Zusammenspiel mehrerer *Short-termism*-Treiber und mit Blick auf ambivalente Wirkungen, die vielen von ihnen zukommen. Dessen ungeachtet lassen sich anfällige und weniger anfällige Bereiche abgrenzen, die der ideengeschichtliche Befund im Wesentlichen bestätigt. Zugleich wird deutlich, dass es das eine aktien- oder kapitalmarktrechtliche Allheilmittel gegen *Short-termism* nicht geben kann (zum Ganzen: 3. Teil, § 1 bis § 3).

### 5. Empirische Forschung zu *Short-termism*

Neben theoretischen Begründungen muss die Rechtswissenschaft nach empirischer Evidenz fragen. Allerdings ist es alles andere als einfach, etwaigen *Short-termism* verlässlich durch systematische Beobachtung zu messen, worin sich teilweise allgemeine Schwierigkeiten der empirischen Corporate-Governance-Forschung spiegeln. Die Probleme beginnen bereits damit, dass sich bestimmte Variablen, welche die *Short-termism*-Theorie als zentral erkannt hat, aufgrund von unzulänglich vorhandenen bzw. zugänglichen Daten nicht direkt beobachten lassen, weshalb sie nur durch imperfekte Stellvertreter (Proxys)

---

gerungen eher die Corporate Governance mit Blick auf die Trennung von Eigentum und Kontrolle betreffen; instruktiv zum Einfluss von Mannes Thesen in der nachfolgenden theoretischen Debatte im Unterschied zur rechtspraktischen Entwicklung in den USA *Davidoff*, in: Hill/McDonnell (Hrsg.), *Research handbook on the economics of corporate law*, 2012, S. 216 ff.

<sup>65</sup> *Stein*, J. Pol. Econ. 96 (1988), 61 ff. (Übernahmemarkt); *Stein*, QJE 104 (1989) 655 (Bewertung am Kapitalmarkt, *signal jamming*); unter anderen Gesichtspunkten *Thadden*, Rev. Ec. Stud. 62 (1995), 557 ff.; *Milbradt/Oehmke*, J. Fin. Ec. 118 (2015), 553 ff. (jeweils Fremdkapitalfinanzierung).

<sup>66</sup> *Shleifer/Vishny*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148 ff.; *Shleifer/Vishny*, J. Fin. 52 (1997), 35 ff.

<sup>67</sup> *Shleifer/Summers*, in: Auerbach (Hrsg.), *Corporate takeovers*, 1988, S. 33 ff.; *Schnitzer*, J. Ind. Ec. 43 (1995), 229 ff.

<sup>68</sup> *Porter*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 4, 5.

<sup>69</sup> *Narayanan*, J. Fin. 40 (1985), 1469 ff.; *Tehrani/Waegel*, J. Accounting & Ec. 7 (1985), 131 ff.; *Schnitzer*, in: Picot/Schlicht (Hrsg.), *Firms, Markets, and Contracts*, 1996, S. 36 ff.; *Palley*, J. Ec. Beh. & Org. 32 (1997), 547 ff.

<sup>70</sup> *Hayes/Abernathy*, Harv. Bus. Rev. 58 (1980), 67 ff.; *Hayes/Garvin*, Harv. Bus. Rev. 60 (1982), 70, 76; *Demirag*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 195, 201; *Dobbs*, Manage. Acc. Res. 20 (2009), 117 ff.

<sup>71</sup> *Benartzi/Thaler*, QJE 110 (1995) 73; *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 668 f., 682 f.

gemessen werden können. Hinzu kommen im Bereich der Ökonometrie Grenzen bei der genauen Schätzung langfristiger abnormaler risikoadjustierter Renditen und methodische Herausforderungen bei dem Umgang mit ubiquitären Wechselwirkungen zwischen verschiedenen Elementen der Corporate Governance (Endogenität). Weiterhin kann die interdisziplinäre Analyse komplexer Corporate-Governance-Zusammenhänge an mangelndem Rechtsverständnis leiden, etwa bei der Datenkodierung, der Modellspezifikation sowie bei der Konstruktion von Corporate-Governance-Indizes. Hinzu kommen schließlich Fallstricke und Irreführungsgefahren bei Aggregation und Interpretation der Befunde, die sich wiederum aus ökonometrischen Aspekten (Beispiel: Länderdurchschnitte statt Firmendaten), der strittigen Eignung bestimmter Kennzahlen (vor allem: Tobin's Q; Mittelwerte) sowie abweichenden Bewertungsrastern in Ökonomie und Recht ergeben, insbesondere bei dem Umgang mit atypischen Fällen und der Definition von „lang“ und „kurz“ (zum Ganzen: 3. Teil, § 4 I.).

Nach dieser methodischen Grundlegung sind einige Phänomene zu beleuchten, die oft als populäre allgemeine Evidenz für *Short-termism* angeführt werden und auf den ersten Blick einen Zusammenhang mit kurzfristiger Orientierung nahelegen scheinen. Bei genauerem Hinsehen sind sie aber schwierig zu interpretieren und als Prüfsteine für *Short-termism*-Wirkungsketten wenig geeignet. Dies betrifft sinkende durchschnittliche Haltedauern, den Hochfrequenzhandel und verbreitete Aktienrückkäufe (3. Teil, § 4 II.).

Vielversprechender erscheinen die zahlreichen Ansätze, die die empirische ökonomische Forschung in einer mittlerweile schier unüberschaubaren Flut von Studien entwickelt hat und fortlaufend verfeinert, um etwaiges suboptimal kurzfristiges Handeln zu messen. Dieses Forschungsfeld entwickelt sich nach wie vor sehr dynamisch. Nimmt man die reichhaltige Studienlage im Wissen um die Schwierigkeiten der empirischen Messung zusammenfassend in den Blick, zeigt sich ein buntes, nur teilweise ausgefülltes Mosaik, das vermutlich niemals vollständig fertig sein und stets irgendwo Reparaturbedarf aufweisen wird. Die einschlägigen Untersuchungen fallen grob in zwei Gruppen, die sich untechnisch als Mikro- und Makrostudien bezeichnen lassen: Mikrostudien gehen dem Bestehen von *Short-termism* in bestimmten typischen Konstellationen nach. Sie bilden die große Mehrheit der einschlägigen Arbeiten und verstehen sich zumeist als empirische Tests einzelner Modelle der *Short-termism*-Theorie oder sind von diesen inspiriert. Hierzu gehören Umfragen bei Unternehmensmanagern, die für verschiedene Rechtsordnungen und Zeiträume vorliegen, Studien, die untersuchen, wie bestimmte Aspekte der Corporate Governance mit Ausgaben für Forschung & Entwicklung sowie anderen Ausgabenarten zusammenhängen, von denen angenommen wird, dass sie tendenziell kurzfristig Kosten und erst langfristig (unsicheren) Nutzen einbringen, Studien zu Aktionärsaktivismus, Studien zu typischen Situationen, in denen sich der Entscheidungshorizont der Geschäftsleitung verkürzt, sowie Studien, die untersuchen, wie es sich auswirkt, wenn eine Gesellschaft im Schwerpunkt langfristig-engagierte, passive oder kurzfristig-aktivistische institutionelle Investoren als Aktionäre hat.

Makrostudien nehmen hingegen eine stärker übergreifende Perspektive ein. Sie versuchen, das Ausmaß von etwaigem *Short-termism* auf dem Aktienmarkt einer Volkswirtschaft gesamthaft zu quantifizieren und gegebenenfalls mit anderen Volkswirtschaften zu vergleichen (zum Ganzen: 3. Teil, § 4 III.).

Darauf aufbauend sind die Argumente derer kritisch zu würdigen, die ein regulierungsbedürftiges *Short-termism*-Problem trotz der empirischen Befunde verneinen. Be-

achtenswert sind zudem mögliche Selbstheilungskräfte des Marktes sowie allgemeine Trends, die von *Short-termism* zu unterscheiden sind (zum Ganzen: 3. Teil, § 5).

### 6. Bewältigungsstrategien nach der Finanzkrise: Rechtsvergleichende und dogmatische Analyse

Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise von 2007 gehört *Short-termism* weltweit zu den am häufigsten und heftigsten diskutierten Gegenwartsproblemen. Im „Regulierungstsunami“<sup>72</sup> nach der Finanzkrise bildet die Eindämmung exzessiv kurzfristiger Orientierung (*Short-termism*) erstmals weitgehend zeitgleich in verschiedenen Rechtskreisen einen, wenn nicht den, zentralen rechtspolitischen Topos im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Dabei verbinden sich global ausgerichtete private Trendsetter,<sup>73</sup> Aktivitäten der OECD<sup>74</sup> sowie der G20<sup>75</sup> mit fortwirkenden Eigenheiten nationaler Debatten.

Exzessiven Kurzfristigkeitsdruck auf Aktiengesellschaften erörtern neben den erwähnten OECD und G20 einflussreiche Berufsverbände,<sup>76</sup> Investoren-Ikonen und Wirtschaftslenker,<sup>77</sup> das International Corporate Governance Network (ICGN),<sup>78</sup> das Weltwirtschaftsforum,<sup>79</sup> Initiativen von Beratungsgesellschaften<sup>80</sup> und die weltgrößte Fondsgesellschaft BlackRock.<sup>81</sup> Zugleich hat die Debatte allerorten Rechtswissenschaft, Rechtspolitik und Gesetzgebung erreicht:

<sup>72</sup> Mülbart, ZHR 176 (2012), 369 ff.

<sup>73</sup> Krehmeyer/Orsagh/Schacht, *Breaking the Short-Term Cycle*, 2006; *Aspen Institute*, *Long-Term Value Creation*, June 2007; *Aspen Institute*, *Overcoming Short-termism*, 09.09.2009; *International Corporate Governance Network (ICGN)*, *Statement on the Global Financial Crisis*, 10.11.2008 <[www.iasplus.com/de/binary/resource/0811icgn.pdf](http://www.iasplus.com/de/binary/resource/0811icgn.pdf)>, S. 1 (geprüft am 11.06.2020); *World Economic Forum*, *Future of Long-term Investing*, 2011; *Barton*, *Harv. Bus. Rev.* 89 (2011), 85 ff.

<sup>74</sup> Beginnend mit *OECD Steering Group on Corporate Governance*, *Corporate Governance and the Financial Crisis*, June 2009, S. 10, 12, 17, 20, 53; *Kirkpatrick/Lehuedé/Hoki*, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 2011, S. 10 f., 15, 44 f., 47; Heft 1/2011 des „OECD Journal: Financial Market Trends“; später etwa *OECD Directorate for Financial and Enterprise Affairs*, *Institutional Investors and Long-term Investment*, May 2014.

<sup>75</sup> *OECD*, *G20/OECD High Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors*, September 2013 <<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf>> (geprüft am 11.06.2020); *G20/OECD Task Force on Institutional Investors and Long-Term Financing*, *Report on Effective Approaches to Support Implementation of the G20/OECD High-level Principles on Long-term Investment Financing by Institutional Investors*, September 2014 <<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20-OECD-Report-Effective-Approaches-LTI-Financing-Sept-2014.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>76</sup> Siehe aus den USA vorerst nur die Initiative des CFA (Chartered Financial Analysts) Institute zusammen mit dem Business Roundtable, der Vereinigung US-amerikanischer Vorstände, *Krehmeyer/Orsagh/Schacht*, *Breaking the Short-Term Cycle*, 2006.

<sup>77</sup> Siehe den Aufruf des *Aspen Institute*, *Overcoming Short-termism*, 09.09.2009, unterzeichnet unter anderem von dem weltbekannten, hoch angesehenen Value-Investor Warren Buffett, dem Vanguard-Gründer John C. Bogle, dem CEO von CalSTRS als einem der weltgrößten Pensionsfonds, zwei Professoren der Harvard Business School, einem ehemaligen Weltbankpräsident sowie ehemaligen hochrangigen Führungskräften aus der Wirtschaft (IBM, Xerox, Lucent, Goldman Sachs).

<sup>78</sup> *International Corporate Governance Network (ICGN)*, *Statement on the Global Financial Crisis*, 10.11.2008 <[www.iasplus.com/de/binary/resource/0811icgn.pdf](http://www.iasplus.com/de/binary/resource/0811icgn.pdf)>, S. 1 f. (geprüft am 11.06.2020).

<sup>79</sup> *World Economic Forum*, *Future of Long-term Investing*, 2011, besonders deutlich S. 43.

<sup>80</sup> *Barton*, *Harv. Bus. Rev.* 89 (2011), 85 ff.; *Barton/Wiseman*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 44 ff.; *Barton/Wiseman/Kuntz*, *Perspectives on the Long Term*, 2015.

<sup>81</sup> *Fink*, *Text of letter sent by Larry Fink, BlackRock's Chairman and CEO, encouraging a focus on long-term growth strategies*, March 21, 2014 <[online.wsj.com/public/resources/documents/LDF\\_letter\\_to\\_corporates\\_2014\\_public.pdf](http://online.wsj.com/public/resources/documents/LDF_letter_to_corporates_2014_public.pdf)> (geprüft am 11.06.2020); *Fink*, *Corporate Governance Letter 2015*, 31.03.2015 <<http://www.wlrk.com/docs/S31Duplica15040911540.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

In den USA hat *Short-termism* den Kongress,<sup>82</sup> hoch angesehene Richter aus Delaware,<sup>83</sup> Managementforschung<sup>84</sup> und Wirtschafts-<sup>85</sup> wie Rechtswissenschaft beschäftigt.<sup>86</sup> Bei prägenden Entwicklungen der US-amerikanischen Corporate Governance (*proxy access, destaggering*) spielt die Thematik eine zentrale Rolle. Dabei führt man zwar in weiten Teilen eine altbekannte Kontroverse um den Einfluss von Aktionären (*shareholder primacy*) und Unternehmensleitung (*director primacy*) fort, erprobt aber auf breiter Front Instrumente, die sich zuvor nicht durchsetzen konnten.

Großbritannien hat dem *Short-termism* nach der Finanzkrise zwei viel beachtete Corporate Governance Reviews gewidmet,<sup>87</sup> aus denen unter anderem ein UK Stewardship Code für institutionelle Investoren hervorging.<sup>88</sup> Damit hat man im Vereinigten Königreich bekannte Rezepte fortgeschrieben, allerdings neu akzentuiert und verdichtet. Das Ergebnis hat rasch einen Siegeszug auf mehreren Kontinenten angetreten und vor allem in Asien und der EU, zunehmend aber auch in den USA enormen Anklang gefunden, teils mit innovativen Modifikationen.<sup>89</sup> Außerdem ist die Problematik Gegenstand prominenter Initiativen mit Beteiligung der Bank of England<sup>90</sup> und rechtspolitischer Überlegungen.<sup>91</sup>

Frankreich hat *court-termisme* im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht nicht minder intensiv debattiert.<sup>92</sup> Die Auseinandersetzung führte, getrieben von der Tagespolitik, zu wichtigen Änderungen im Gesellschafts- und Übernahmerecht: Die hoch kontroverse Loi Florange hat das aktienrechtliche Doppelstimmrecht sowie das Übernahmerecht tiefgreifend reformiert, um langfristigen Kräften die Oberhand über kurzfristige zu sichern.<sup>93</sup>

---

<sup>82</sup> O. A., Short-termism in Financial Markets, Hearing before the Subcommittee on Economic Policy of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, Second Session, April 29, 2010, 2010.

<sup>83</sup> *Strine, Jr.*, 66 Bus. Law. 1 (2010); *Jacobs*, 68 Wash. & Lee L. Rev. 1645 (2011).

<sup>84</sup> Vorerst nur *Rappaport*, Saving capitalism from short-termism, 2011; *George/Lorsch*, Harv. Bus. Rev. 92 (2014), 88 ff.

<sup>85</sup> Siehe vorerst nur zu Hedgefonds-Aktivismus *Brav/Partnoy/Thomas*, J. Fin. 63 (2008), 1729 ff. versus *Coffee, Jr./Palia*, ACG 1 (2016), 1 ff., zur Managervergütung statt vieler *Edmans/Fang/Lewellen*, Rev. Financ. Stud. 30 (2017), 2229–2271, und zu den Folgen einer Börsennotierung theoretisch *Edmans*, J. Fin. 64 (2009), 2481 ff. versus empirisch *Derrien/Kecsksés/Thesmar*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 1755 ff.

<sup>86</sup> Siehe vorerst nur *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265 (2012), *Duruigbo*, 33 Cardozo L. Rev. 1733 (2012) und *Stout*, The Shareholder Value Myth, 2012 versus *Roe*, 68 Bus. Law. 977 (2013), *Bebchuk*, 113 Colum. L. Rev. 1637 (2013) und *Fried*, 124 Yale L. J. 1554 (2015).

<sup>87</sup> *Walker*, Walker Review, Final Recommendations, 26.11.2009; *Kay*, Kay Review Final Report, July 2012.

<sup>88</sup> *FRC*, The UK Stewardship Code, July 2010.

<sup>89</sup> *Hirt*, Conquering the world – The success of stewardship codes, 03.03.2016 <<https://www.hermes-investment.com/nl/blog/eos/conquering-the-world-the-success-of-stewardship-codes/>> (geprüft am 11.06.2020); *Chiu*, ZVerglRWiss 114 (2015), 121 ff.

<sup>90</sup> *Haldane/Davies*, The Short Long, 2011; *Haldane*, Patience and Finance, 02.09.2010; *The Purposeful Company Task Force & Steering Group*, Interim Report, May 2016; *Chapman/Edmans/Gosling u. a.*, The Purposeful Company, Policy Report, February 2017.

<sup>91</sup> *House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee*, Corporate governance, 30.03.2017, S. 3, 11–14, 27, 39–41.

<sup>92</sup> *Institut de l'entreprise*, Favoriser une meilleure prise en compte du long terme, Janvier 2010; *Schweitzer/Ferrand*, Investir dans l'avenir, Juli 2012; *Gallois*, Pacte pour la compétitivité de l'industrie française, 5 novembre 2012; *Clément/Houillon*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013.

<sup>93</sup> Dazu aus der Entstehungsgeschichte vorerst nur *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013; aus der reichhaltigen Literatur etwa *Pérès*, RTDF 2014, 139 ff.; *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014,

Die praktischen Auswirkungen scheinen zwar im Inland geringer, als ein erster juristischer Blick nahelegen mag. Unter den europäischen Nachbarn haben bestimmte Reformmaßnahmen aber bereits Nachahmer gefunden, namentlich in den Niederlanden und in Italien.

Die Europäische Kommission hat es derweil mit einem regelrechten Stakkato von Grünbüchern,<sup>94</sup> Aktionsplänen,<sup>95</sup> Richtlinien-Evaluationen,<sup>96</sup> Mitteilungen<sup>97</sup> und darauf aufbauenden Legislativmaßnahmen unternommen, langfristige Investitionen zu fördern und Treiber kurzfristiger Orientierung in der Corporate Governance einzudämmen. Niedergeschlagen hat sich das insbesondere bei den Reformen der Transparenzrichtlinie (2013)<sup>98</sup> und der Aktionärsrechterichtlinie (2017).<sup>99</sup> Dabei hat die Europäische Kommission den *Short-termism*-Topos jedenfalls auch als *purposeful opportunist* strategisch genutzt, um ein breites Harmonisierungsprogramm mit hinreichendem Regulierungsmomentum in Gang zu setzen, das sich anschließend teilweise von seinem Ausgangszweck entfernte. Dessen ungeachtet wird sich zeigen, dass langfristige Orientierung zwecks Bekämpfung von *Short-termism* zu einem auslegungsrelevanten Leitbild des europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts aufgestiegen ist.

Den deutschen Gesetzgeber hat die Kurzfristigkeitsproblematik nach der Finanzkrise veranlasst, die Vorstandsvergütung (VorstAG<sup>100</sup>) neu zu regeln und die Quartalsberichterstattung abzuschaffen.<sup>101</sup> Ersteres hat eine Fülle von Einzelfragen aufgeworfen und Letzteres unerwartete Folgen in den Börsenregeln der Frankfurter Wertpapierbörse zeitigt.<sup>102</sup> Allgemein befeuerten in Deutschland nach der Finanzkrise vor allem Entwicklungen auf Unionsebene die Auseinandersetzung mit kurzfristiger Orientierung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.

279 ff.; Noury, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 20-2014, 36 ff.; Mouial-Bassilana/Parachkévova, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314 ff.; Goyet/Rontchevsky/Storck, RTDCom. 2014, 363 ff.

<sup>94</sup> Europäische Kommission, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, 02.06.2010, S. 2, 8 f.; dies., Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 3–4, 13; Europäische Kommission, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013; Europäische Kommission, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.02.2015.

<sup>95</sup> Europäische Kommission, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012; dies., Aktionsplan Kapitalmarktunion, 30.09.2015.

<sup>96</sup> Mazars/Marccus Partners, Transparency Directive Assessment Report, 2009, dazu Europäische Kommission, Anwendung der TransparenzRL, 27.05.2010; Marccus Partners/CEPS, Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012, dazu Europäische Kommission, Anwendung der RL 2004/25/EG, 28.06.2012.

<sup>97</sup> Europäische Kommission, Mitteilung CSR-Strategie (2011-14), 25.10.2011; Europäische Kommission, Mitteilung langfristige Finanzierung, 27.03.2014.

<sup>98</sup> Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem Regelmärkte zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl. EU Nr. L 294 vom 06.11.2013, S. 13–27.

<sup>99</sup> Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. EU Nr. L 132 vom 20.05.2017, S. 1–25.

<sup>100</sup> BGBl I 2009, 50 vom 04.08.2009, S. 2509–2511.

<sup>101</sup> Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20. November 2015, BGBl I 2015, 46 vom 25.11.2015, S. 2029–2052.

<sup>102</sup> Börsenrat FWB, 13. Änderungssatzung BörsO FWB, 12.11.2015.

Diese zahlreichen und vielgestaltigen Versuche, die interne und externe Governance der Aktiengesellschaft mit dem sich wandelnden wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmen abzustimmen, werfen ihrerseits neue Probleme auf. Trotz einiger interessanter Strategien scheint der Königsweg noch nicht gefunden (zu alledem: 4. Teil).

Auch wenn Zweifel berechtigt sind, dass ein nebenwirkungsfreies Allheilmittel existiert, will die vorliegende Arbeit nachfolgender Forschung und Rechtspolitik den Weg zu einem fundierteren Umgang mit *Short-termism* als einem Ewigkeitsthema der börsennotierten Aktiengesellschaft und damit auf besser gesicherte Pfade bahnen. Sie legt die Grundlagen, um in der weiteren Forschung einzelne Bausteine weiter auszudifferenzieren, deren Regelungsebenen aufgezeigt werden, und leistet zugleich erste Vorarbeiten für eine Theorie der Steuerung von Zeithorizonten im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.

## 1. Teil:

# Ursprünge und Problemdefinition

## § 1 Schlaglichter aus der Geschichte der Ökonomie

Die Ökonomie setzt sich – heute weitgehend in Vergessenheit geraten – seit Langem und frühzeitiger als die Rechtswissenschaft mit übermäßig kurzfristiger Orientierung auf dem Gebiet des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts auseinander. Dies zu beleuchten, erscheint aus drei Gründen angezeigt: Erstens führt die wirtschaftswissenschaftliche Ideengeschichte zu den Ursprüngen der modernen Aktiengesellschaft und verspricht so in Zusammenschau mit der rechtlichen Einsichten über die maßgeblichen Treiber der Debatte. Frühere ökonomische Beiträge werden hierzu in den zeitgenössischen wirtschafts- und rechtsgeschichtlichen Rahmen eingeordnet. Zweitens schmücken sich auch in der aktuellen Debatte zahlreiche Stimmen sehr knapp mit einem *argumentum ad verecundiam*, dessen methodische Berechtigung indes bislang nicht ergründet worden ist. Drittens unterliegt auch die Wirtschaftswissenschaft Moden. Eine ideengeschichtliche Einordnung bewahrt den Juristen davor, sich vorschnell dem wechselhaften Zeitgeist der Nachbarwissenschaft zu unterwerfen – eine Lehre, die nach verbreiteter Wahrnehmung nicht immer hinreichend beachtet wurde, etwa bei Deregulierungsmaßnahmen ab den 1980er Jahren. Die Governance der börsennotierten Kapitalgesellschaft ist angesichts der hohen wirtschaftlichen Bedeutung dieser Institution zu wichtig, um einen entsprechenden Fehler zu riskieren.

### *I. Die klassische Schule der Ökonomie: Short-termism zur Zeit der Urformen moderner Aktiengesellschaften*

#### *1. Die Handelskompanien in Adam Smiths Wealth of Nations*

##### *a) Rechtsgeschichtliche Grundlagen*

Einbruchstellen für eine kurzsichtige Orientierung in die Governance der modernen Aktiengesellschaft haben die Wissenschaft frühzeitig beschäftigt. Die Grundproblematik ist dabei im Kern unverändert, auch wenn die Zahl möglicher Einflussfaktoren und damit die Komplexität durch die Weiterentwicklung der Aktiengesellschaft und die Globalisierung des Kapitalmarktes zugenommen hat. Ein illustratives Beispiel bieten die ab 1600 aufkommenden Handelskompanien. Sie werden heute einhellig als wichtigste Frühform der modernen Aktiengesellschaft genannt, auch wenn man sich zugleich einig ist, dass die moderne Aktiengesellschaft als Publikumsgesellschaft mit gestreutem Anteilsbesitz erst im 18. Jahrhundert entstand.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Schmidt, Gesellschaftsrecht<sup>4</sup>, 2002, § 26 II 1a) S. 759; Windbichler, Gesellschaftsrecht<sup>24</sup>, 2017, § 25 Rn. 26; Wurm, Wirtschaft & Gesellschaft in Deutschland, 1969, S. 75–76; Cordes/Jantz, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 1, 2, 6 f., 14 (S. 2: Handelscompagnien des 17./18. Jahrhunderts als die „wichtigsten Vorfahren der Aktiengesellschaft“, Code des Commerce von 1807 als

Der Freibrief der ersten englischen Handelskompanie, der East India Company, datiert vom 31.12.1599.<sup>2</sup> Es folgten 1602 in den Niederlanden die Vereenigde Osstindische Compagnie (VOC),<sup>3</sup> deren Anteile nach 1611 an der Amsterdamer Börse gehandelt wurden, und 1604 die erste französische Kompanie in Gestalt der Compagnie des Indes Orientales.<sup>4</sup> Ihre Hochzeit erlebten die Kompanien im 17. Jahrhundert mit 78 registrierten Neugründungen zwischen 1626 und 1715. Sie fristeten zumeist – mit beachtlichen Ausnahmen<sup>5</sup> – ein relativ kümmerliches und kurzlebigen Dasein mit bescheidenem wirtschaftlichem Erfolg,<sup>6</sup> leisteten aber einen wichtigen Beitrag zur Erschließung neuer Weltgegenden ebenso wie zur Aufrechterhaltung und Förderung des Welthandels,<sup>7</sup> der zuvor von großen Familienunternehmen getragen worden war.<sup>8</sup>

---

„Anfang der Kodifikationsgeschichte“ der AG; *Kübler/Assmann*, Gesellschaftsrecht<sup>6</sup>, 2006, S. 5 f., 7 f.; *Wiethölter*, Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, 1961, S. 53, 55–56, 76; mit Fokus auf das französische Recht; *Rothweiler/Greyer*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 23, 28 (Grandes Compagnies de commerce als Ausgangspunkt der modernen Aktiengesellschaft); zu den Handelskompanien als Vorläufer der Aktiengesellschaft bereits auch *Berle/Means*, The modern corporation, 1932, S. 10. Eingehend und ablehnend zu der früher häufiger, aber bereits seit Längerem soweit ersichtlich nicht mehr aktiv vertretenen These, dass sich Kapitalvereinigungen, die in Struktur und Funktion modernen Aktiengesellschaften vergleichbar seien, bis ins Altertum zurückverfolgen ließen, siehe die sorgfältige und quellennahe Arbeit von *Fleckner*, Antike Kapitalvereinigungen, 2010.

<sup>2</sup> Eingehend zur Ausgestaltung dieser Kompanie *Lehmann*, Entwicklung des Aktienrechts, 1968, S. 37–45. Die englische East India Company war dabei (auch) von dem Erfolg befristeter Gesellschaften inspiriert, die ab 1593 in Holland aufgekommen waren (dazu sogleich Fn. 3).

<sup>3</sup> In den Niederlanden entstanden ab 1593 mehrere befristete Gesellschaften, die als Compagnie bezeichnet wurden. Auf Betreiben der Generalstaaten der Niederlande und der Compagnien schlossen sie sich in der Niederländischen Vereinigten Ostindischen Kompanie (VOC) zusammen, *Cordes/Jantz*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 1, 14; eingehend *Lehmann*, Entwicklung des Aktienrechts, 1968, S. 29–32.

<sup>4</sup> *Mieck*, in: ders. (Hrsg.), Europäische Wirtschafts- und Sozialgeschichte von der Mitte des 17. Jahrhunderts bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts, 1993, S. 1, 162.

<sup>5</sup> Dass es durchaus beachtliche wirtschaftliche Erfolge einzelner Kompanien gab, illustrieren die von *Wiethölter*, Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, 1961, S. 57 zur Niederländisch-Ostindischen Kompanie berichteten Zahlen; siehe zudem *Zingales*, J. Econ. Persp. 31 (2017), 113, 115 f. zur erfolgreichen politischen Einflussnahme der East India Company, die auf diese Weise befristete Monopolrechte statt der ursprünglich vorgesehenen 15 Jahre über 233 Jahre halten konnte.

<sup>6</sup> Allgemein *Davies/Prentice/Gower*, Gower's principles of modern company law<sup>6</sup>, 1997, S. 22 („By the middle of the seventeenth century powerful monopolistic companies were already coming to be regarded as anachronisms; [...] Most of them atrophied.“); illustrative Schilderung verschiedener negativer wie einzelner positiver Beispiele bei *Smith*, in: ders., An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 741–751 Rn. 19–26.

<sup>7</sup> So *Mieck*, in: ders. (Hrsg.), Europäische Wirtschafts- und Sozialgeschichte von der Mitte des 17. Jahrhunderts bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts, 1993, S. 1, 163; der Bevölkerung der erschlossenen Weltgegenden gereichte dies freilich oftmals nicht zum Vorteil, siehe *Zingales*, J. Econ. Persp. 31 (2017), 113, 115 f.

<sup>8</sup> Dazu auch sogleich Fn. 9.

Die Handelskompanien der frühen Neuzeit waren geprägt durch eine Verknüpfung von Fernhandel, militärischer Macht und Politik.<sup>9</sup> Sie wurden nicht kodifiziert<sup>10</sup> und wiesen daher noch eine relativ große Variation in Organisationsstruktur und Funktionen auf.<sup>11</sup> Die wichtigsten Quellen über die Handelskompanien sind Octrois und sonstige Privilegien.<sup>12</sup> Weiteren Aufschluss geben, soweit überliefert, interne Papiere, Kontobücher und gegebenenfalls Gerichtsakten.<sup>13</sup> Der einzelfallgebundene hoheitliche Octroi durch den Landesherrscher war (jedenfalls faktisch<sup>14</sup>) Voraussetzung dafür, eine privilegierte Handelskompanie zu errichten.<sup>15</sup> Der Octroi regelte unter anderem das Verhältnis der Kompanie zum Staat, namentlich über Monopole, Steuer- und Zollbefreiungen, sowie Bestimmungen zur inneren Organisation der Gesellschaft.<sup>16</sup> Die Handelskompanien bzw. ihre Privilegien wurden zeitlich befristet – dies erklärt sich aus der Übertragung eines Monopols – mit einer Dauer zwischen fünf und 50 Jahren sowie gegebenenfalls Aussicht auf Verlängerung.<sup>17</sup> Allerdings führte der Ablauf des Octrois nicht stets zu einer

---

<sup>9</sup> Die Kolonialgesellschaften nahmen in den letzten zugewiesenen überseeischen Gebieten staatliche Aufgaben bis zu Rechtspflege und Kriegsführung wahr, *Kübler/Assmann*, *Gesellschaftsrecht*<sup>6</sup>, 2006, S. 6; anschaulich zu der französischen Compagnie des Indes Occidentales von 1664 sowie der Compagnie d'Occident von 1717 *Rothweiler/Greyer*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 23, 29 f.; zur niederländischen Ostindischen Kompanie als entscheidendem Bestimmungsfaktor für Erwerb und Verlust der Spitzenstellung des niederländischen Handelsimperiums *Mieck*, in: ders. (Hrsg.), *Europäische Wirtschafts- und Sozialgeschichte von der Mitte des 17. Jahrhunderts bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts*, 1993, S. 1, 165. Die (insbesondere) in der Funktion der Kompanien zum Ausdruck kommende Verbindung staatlich-merkantilistischer und privatwirtschaftlich ökonomischer Interessen bewirkte zwischen 1600 und 1750 eine Konsolidierung des europäischen Welthandels, der im späten 15. und 16. Jahrhundert, getragen von großen Familienunternehmen, eine Blütezeit erlebt hatte, näher *ders.*, in: ders. (Hrsg.), *Europäische Wirtschafts- und Sozialgeschichte von der Mitte des 17. Jahrhunderts bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts*, 1993, S. 1, 158–163.

<sup>10</sup> Die weltweit erste Kodifikation des Rechts der Aktiengesellschaft erfolgte im Code de commerce von 1807 in Form der *société anonyme*; instruktiver Überblick über Entstehungsgeschichte, Inhalt und europaweite Bedeutung dieser Bestimmungen bei *Deutsch*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 46 ff.; mit Fokus auf die Entstehungsgeschichte *Rothweiler/Greyer*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 23, 38–44.

<sup>11</sup> *Cordes/Jantz*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 1, 6, 15 f.; mit Blick auf die hinter den Kompanien stehenden Kräfte *Mieck*, in: ders. (Hrsg.), *Europäische Wirtschafts- und Sozialgeschichte von der Mitte des 17. Jahrhunderts bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts*, 1993, S. 1, 162 f.

<sup>12</sup> *Cordes/Jantz*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 1, 9 f., 15.

<sup>13</sup> *Dies.*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 1, 9 f., 15.

<sup>14</sup> Ob dies rechtlich zwingend oder eher Ausdruck einer tatsächlichen Übung war, ist nicht abschließend klar; eindeutig zwingend war in Frankreich allerdings eine Registrierung beim zuständigen Parlament, *Rothweiler/Greyer*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 23, 32.

<sup>15</sup> *Cordes/Jantz*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 1, 15.

<sup>16</sup> *Cordes/Jantz*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 1, 15 f.; daneben kann der Octroi Aufschluss über das Motiv für die Gründung der Kompanie geben, siehe *Lehmann*, *Entwicklung des Aktienrechts*, 1968, S. 29–30 mit Wiedergabe eines Auszugs aus dem Octroi der Niederländisch-Ostindischen Compagnie in deutscher Übersetzung sowie ferner im Anhang einem Abdruck des Octroi der Dänisch-Ostindischen Compagnie vom 17. März 1616.

<sup>17</sup> *Cordes/Jantz*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 1, 16; zu der Niederländisch-Ost- bzw. Westindischen Kompanie GK AktG<sup>4</sup>/*Assmann*, Einl. Rn. 16; *Lehmann*, *Entwicklung des Aktienrechts*, 1968, S. 35, 37 (Niederländisch-Ostindische Compagnie auf 21 Jahre oktroyiert, Ausscheiden nach 10 Jahren möglich; Niederländisch-Westindische Compagnie auf 24 Jahre befristet, Abrechnungsfrist von 6 Jahren; Dänisch-Ostindische Compagnie auf 12 Jahre oktroyiert), ferner S. 44 zu den englischen Kompanien; allg. *Frentrop*, *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 32 (geprüft am 11.06.2020).

Auflösung. Vielmehr waren die Gesellschaften teils ohne das Privileg weiter am Markt tätig.<sup>18</sup>

Die Handelskompanien unterschieden sich von modernen Aktiengesellschaften ersichtlich durch ihre Einbindung in Staatsfunktionen, aber, trotz unübersehbarer Ähnlichkeiten, auch in ihrer Organisation und Leitung: Namentlich war die Trennung von Eigentum und Kontrolle weniger ausgeprägt, und der Monarch hatte nicht selten Einfluss auf die Leitung bzw. deren Besetzung.<sup>19</sup> Zudem fungierten die Handelskompanien anfangs eher als „Gesamtname für die zu einzelnen Unternehmungen sich bildenden Mehrheitsverbände“<sup>20</sup>, während der Charakter einer einheitlichen Kapitalgesellschaft erst später hervortrat.<sup>21</sup> Mit diesen Vorbehalten lassen sich aber beachtliche funktionale und organisatorische Gemeinsamkeiten ausmachen: Die Handelskompanien dienten sehr erfolgreich als Kapitalsammelbecken,<sup>22</sup> verfügten über ein von den Anteilseignern unabhängiges Vermögen, recht früh über Regelungen zum Kapitalschutz. Die Anteile der Teilhaber waren jedenfalls im 18. Jahrhundert, wohl auch schon im 17. Jahrhundert, frei übertragbar<sup>23</sup> und mit einem Anspruch auf Dividende und gegebenenfalls Einflussrechten verknüpft.<sup>24</sup> Überdies waren die privilegierten Handelskompanien in Mitteleuropa im Prinzip jedermann zugänglich, die Zeichnung von Anteilen war also nicht von Stand, Religion oder Herkunft des Zeichners abhängig.<sup>25</sup> Die großen Kompanien wie die niederländische VOC oder die englische East India Company sammelten ihr enormes Kapital

<sup>18</sup> Cordes/Jantz, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 1, 16 f.; einschränkend aber zu Frankreich Rothweiler/Greyer, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 23, 28 f., 34 f., denen zufolge Companies particulières als nicht mit weitgehenden Privilegien ausgestattetes Pendant zur Compagnie privilégiée in Frankreich erst gegen Ende des 18. Jahrhunderts auftraten.

<sup>19</sup> Näher Cordes/Jantz, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 1, 20–22; eingehend Lehmann, Entwicklung des Aktienrechts, 1968, S. 57 ff., 66 ff.

<sup>20</sup> Lehmann, Entwicklung des Aktienrechts, 1968, S. 37; damit ist gemeint, dass die ersten Handelskompanien in ihrer Anfangszeit vorrangig ein Forum boten, in dessen Rahmen sich Kaufleute in wechselnden Gruppen zu jeweils voneinander unabhängigen und getrennt abgerechneten Unternehmungen zusammenfanden.

<sup>21</sup> Eingehend ders., Entwicklung des Aktienrechts, 1968, S. 29 ff., 37 ff. zu den niederländischen und englischen Kompanien.

<sup>22</sup> Eindrucksvoll Smith, in: ders., An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 741 Rn. 18: „This total exemption from trouble and from risk [der Aktionäre einer joint stock company], beyond a limited sum, encourages many people to become adventurers in joint-stock companies, who would, upon no account, hazard their fortunes in any private copartnership. Such companies, therefore, commonly draw to themselves much greater stocks, than any private copartnership can boast of. The trading stock of the South Sea company, at one time, amounted to upwards of thirty-three millions eight hundred thousand pounds. The divided capital of the Bank of England amounts, at present, to ten millions seven hundred and eighty thousand pounds.“

<sup>23</sup> Siehe zur Englisch-Ostindischen Compagnie Lehmann, Entwicklung des Aktienrechts, 1968, S. 43 sowie allgemein a. a. O., S. 78–81.

<sup>24</sup> Cordes/Jantz, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 1, 18 f.

<sup>25</sup> Lehmann, Entwicklung des Aktienrechts, 1968, S. 75.

dementsprechend auf dem gesamten europäischen Kapitalmarkt<sup>26</sup> und ihre Anteile waren mitunter an mehreren Börsenplätzen handelbar.<sup>27</sup>

b) *Wettbewerbswirkung, Agency-Problematik und kurzfristige Governance*

*Adam Smith* (1723–1790), der Begründer der klassischen Schule der Ökonomie, hat sich intensiv mit den Handelskompanien befasst. In seinem Hauptwerk, „An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations“, einem der einflussreichsten und meistzitierten Schriften der Ökonomie,<sup>28</sup> das mitunter als „Bibel“ der Nationalökonomien bezeichnet wird,<sup>29</sup> widmete er den Handelskompanien ab der dritten, 1784 veröffentlichten Auflage<sup>30</sup> längere Ausführungen im Rahmen des ersten Kapitels<sup>31</sup> des neu aufgenommenen fünften Buches,<sup>32</sup> unter der Überschrift „Of the Publick Works and Institutions which are necessary for facilitating particular Branches of Commerce“. *Smith* stellt in diesem Abschnitt zwei Vereinigungstypen gegenüber: erstens *regulated companies*, die nicht in Aktien gehandelt wurden, aber jede qualifizierte Person gegen Gebühr und Anerkennung bestimmter Regularien<sup>33</sup> aufnehmen mussten, wobei jedes Mitglied dann seinen eigenen Geschäften auf eigenes Risiko nachging;<sup>34</sup> und zweitens *joint stock companies*, eine fortgeschrittene Form der Handelskompanie, geschaffen durch königlichen Freibrief (*Charter*) oder Parlamentsgesetz, mit frei auf einem Sekundärmarkt übertrag-

<sup>26</sup> *Cordes/Jantz*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 1, 17, dort auch zu Ausnahmen (Fn. 45, ferner Fn. 43); Aktien ausgewählter Handelskompanien konnten dementsprechend auch auf Börsenplätzen außerhalb ihres Heimatstaates gehandelt werden, siehe zur Amsterdamer Börse, an der ab Ende des 17. Jahrhunderts Aktien einzelner britischer und französischer Kompanien aufgenommen wurden, *van Houtte*, in: Mieck (Hrsg.), *Europäische Wirtschafts- und Sozialgeschichte von der Mitte des 17. Jahrhunderts bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts*, 1993, S. 311, 361.

<sup>27</sup> Aktien ausgewählter Handelskompanien konnten auch auf Börsenplätzen außerhalb ihres Heimatstaates gehandelt werden, siehe zur Amsterdamer Börse, an der ab Ende des 17. Jahrhunderts Aktien einzelner britischer und französischer Kompanien aufgenommen wurden, *van Houtte*, in: Mieck (Hrsg.), *Europäische Wirtschafts- und Sozialgeschichte von der Mitte des 17. Jahrhunderts bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts*, 1993, S. 311, 361.

<sup>28</sup> *Söllner*, *Die Geschichte des ökonomischen Denkens*<sup>3</sup>, 2012, S. 24; allgemein zur Popularität ebenso wie der wissenschaftlichen und politischen Aktualität von Smiths Werk *Recktenwald*, in: Starbatty (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, 2008, S. 134, 135, 137, 153–155.

<sup>29</sup> *Alisch/Arentzen/Winter* (Hrsg.), *Gabler Wirtschaftslexikon*, 2005, 2765 f. (Stichwort „Smith, Adam“).

<sup>30</sup> Die erste Auflage des Buches erschien am 9. März 1776 und war bereits nach sechs Monaten ausverkauft. Die zweite Auflage, mit kleinen, allerdings zahlreichen Veränderungen, erschien Anfang 1778. Die dritte Auflage folgte 1784. Sie enthielt derart wesentliche Erweiterungen, dass diese auch separat veröffentlicht wurden für diejenigen, die bereits eine Voraufgabe besaßen. Die wichtigsten Änderungen bestanden in der Einführung von Buch IV, Kapitel viii, Buch V, Passagen über drawbacks (IV.iv.3–xi), corn bounty (IV.v.8–9), herring bounty (IV.v.28–37), Kapitel V. i. e., (Of the Public Works and Institutions which are necessary for facilitating particular Branches of Commerce), das Appendix sowie den ersten Index, zum Ganzen *Campbell/Skinner*, in: Smith, *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 1981, S. 1, 42.

<sup>31</sup> „Of the Expences of the Sovereign or Commonwealth“.

<sup>32</sup> „Of the Revenue of the Sovereign or Commonwealth“.

<sup>33</sup> Smith nennt Pflichten in Bezug auf die Mitgliedschaft und hinsichtlich der Ausübung der (gewerblichen) Tätigkeiten, welche die betreffende Vereinigung regulierte.

<sup>34</sup> Dazu auch *Farrar/Hannigan*, *Farrar’s company law*<sup>4</sup>, 1998, S. 17: „The merchant ventures gave rise to ‘regulated companies’ which extended the guild system into overseas trade. The pattern was for each member to trade on his own stock but as a member of the ‘company’.“; dazu, dass und wie sich joint stock companies aus der älteren Form der regulated company entwickelten, *Holdsworth*, *A History of English law*<sup>2</sup>, 1937/1966, S. 206–208.

baren Aktien, Kapitalbindung<sup>35</sup> und geleitet von Direktoren, die wiederum unter der Aufsicht der Generalversammlung der Anteilseigner (*proprietors*) standen. Beide Vereinigungsformen genossen oft, aber nicht zwingend, exklusive Privilegien.<sup>36</sup> *Smith* bewertete sie mit Blick auf ihre wettbewerbsbeschränkende Wirkung und die daraus folgenden Nachteile im Vergleich zu freiem Wettbewerb sehr kritisch.<sup>37</sup> Sonderrechten billigte er einen Sinn nur als vorübergehende Belohnung zur Erschließung entfernter Handelsmöglichkeiten zu.<sup>38</sup> Hier erscheint *Smith* als Anhänger des Liberalismus, der als „natürliche und beste Ordnung“ den freiheitlichen Wettbewerb sieht,<sup>39</sup> in dem eine „un-

<sup>35</sup> Die Mitglieder konnten keine Auszahlung ihres Kapitalanteils verlangen.

<sup>36</sup> *Smith*, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 733 Rn. 6: „Such companies, whether regulated or joint-stock, sometimes have, and sometimes have not, exclusive privileges.“ Die von *Smith* im Folgenden näher beschriebenen Gesellschaften hatten zumindest bei ihrem Entstehen wohl regelmäßig umfangreiche Sonderrechte, die sie allerdings im Laufe der Zeit (teilweise) einbüßten, bei joint stock companies auch zugunsten der Krone oder neuer Kompanien.

<sup>37</sup> Gemünzt auf alle Gesellschaften von Kaufleuten *ders.*, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 733 Rn. 5: „These companies, though they may, perhaps, have been useful for the first introduction of some branches of commerce, by making, at their own expense, an experiment which the state might not think it prudent to make, have in the long-run proved, universally, either burdensome or useless, and have either mismanaged or confined the trade.“

Speziell zu *regulated companies* siehe *ders.*, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 734 Rn. 7: „The usual corporation spirit, wherever the law does not restrain it, prevails in all regulated companies. When they have been allowed to act according to their natural genius, they have always, in order to confine the competition to as small a number of persons as possible, endeavoured to subject the trade to many burdensome regulations. When the law has restrained them from doing this, they have become altogether useless and insignificant.“; *ders.*, a. a. O., S. 735 Rn. 9: „To be merely useless, indeed, is perhaps, the highest eulogy which can ever justly be bestowed upon a regulated company.“

Zu *joint stock companies* vgl. *ders.*, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 741 Rn. 18: „[...] joint-stock companies for foreign trade have seldom been able to maintain the competition against private adventurers. They have, accordingly, very seldom succeeded without an exclusive privilege; and frequently have not succeeded with one. Without an exclusive privilege, they have commonly mismanaged the trade. With an exclusive privilege, they have both mismanaged and confined it.“

Siehe allerdings auch *ders.*, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 756–758 Rn. 32–39, wo *Smith* *joint stock companies* ohne Exklusivrechte als geeignet für (nur) vier Branchen mit großem Kapitalbedarf darstellt (Bankwesen, Versicherung, Kanalbau und -unterhaltung, städtische Wasserversorgung).

Zu dieser kritischen Sicht Adam Smiths mit Blick auf die wettbewerbsbeschränkende Wirkung von Handelskompanien sowie dazu, dass diese Bedenken vor allem im damaligen England, weniger aber in Schottland, weithin geteilt wurden, siehe auch *Gamble/Kelly*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 21, 30.

<sup>38</sup> Siehe das erste Zitat in Fn. 37 und noch deutlicher *Smith*, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 754–755 Rn. 30: „When a company of merchants undertake, at their own risk and expense, to establish a new trade with some remote and barbarous nation, it may not be unreasonable to incorporate them into a joint-stock company, and to grant them, in case of their success, a monopoly of the trade for a certain number of years. It is the easiest and most natural way in which the state can recompense them for hazarding a dangerous and expensive experiment, of which the public is afterwards to reap the benefit. [...]. But upon the expiration of the term, the monopoly ought certainly to determine; [...]. By a perpetual monopoly, all the other subjects of the state are taxed very absurdly in two different ways: first, by the high price of goods, which, in the case of a free trade, they could buy much cheaper; and, secondly, by their total exclusion from a branch of business which it might be both convenient and profitable for many of them to carry on.“

<sup>39</sup> So *Söllner*, *Die Geschichte des ökonomischen Denkens*<sup>3</sup>, 2012, S. 27–28. *Söllner*, a. a. O., S. 28 m. w. N. betont: „Mit einer freiheitlichen Wettbewerbsordnung sind Handelsbeschränkungen unverein-

sichtbare Hand“ das Gesamtinteresse fördert und damit ein harmonisches System herstellt.<sup>40</sup>

Smith erkannte überdies, dass die Governance-Struktur der Handelskompanien mit der Trennung von Eigentum und Kontrolle und dem daraus folgenden Prinzipal-Agenten-Konflikt ein zentrales Problem aufwarf, auf das er ihr schlechtes Abschneiden bei Wettbewerb maßgeblich zurückführte. Mit Blick auf *joint stock companies* bringt Smith dies in einem viel zitierten Ausspruch auf den Punkt.<sup>41</sup> Smith schilderte in diesem Zusammen-

---

bar“. Er argumentiert unter Verweis auf verschiedene Kapitel von „The Wealth of Nations“, dass Smith deshalb ein entschiedener Anhänger des Freihandels war: Im Inland sollten Monopole und andere Wettbewerbsbeschränkungen laut Smith in der Regel vermieden werden und der Staat sollte, abgesehen von bestimmten grundlegenden Aufgabenfeldern wie Rechtssicherheit, Wettbewerbsschutz, äußerer Sicherheit und der Bereitstellung bestimmter öffentlicher Güter, nicht in das Wirtschaftsleben eingreifen.

<sup>40</sup> Das Zitat, das zu dem berühmten Bild der „unsichtbaren Hand“ gehört und auch bei Söllner, *Die Geschichte des ökonomischen Denkens*<sup>3</sup>, 2012, S. 27 wiedergegeben ist, scheint Smiths Ansichten über die Rolle von Staat und freiem Wettbewerb (dazu soeben Fn. 39) auf den Punkt zu bringen: „As every individual, therefore, endeavours as much as he can both to employ his capital in the support of domestick industry, and so to direct that industry that its produce may be of the greatest value; [...]. He generally, indeed, neither intends to promote the publick interest, nor knows how much he is promoting it. By preferring the support of domestick to that of foreign industry he intends only his own security; and by directing that industry in such a manner as its produce may be of the greatest value, he intends only his own gain, and he is in this, as in many other cases, led by an invisible hand to promote an end which was no part of his intention.“ (Smith, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 1981, S. 1, 456 Rn. 9).

Allerdings ist vor einer einseitigen (Über-)Interpretation der Passage zu warnen. Die Metapher der unsichtbaren Hand kommt bereits in „The Theory of Moral Sentiments“ vor (ders., in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 184–185 Rn. 10). Sie ist bei Smith nicht (allein oder in erster Linie) weltlich liberal oder gar im Sinne eines radikalen Laissez-faire zu verstehen, sondern (auch) im Lichte des englischen Deismus (dazu eingehend Büscher, in: Meyer-Faje/Ulrich (Hrsg.), *Der andere Adam Smith*, 1991, S. 123 ff.) bzw. der stoizistischen Idee eines harmonischen Systems, das sich im Funktionieren der Gesellschaft zeigt (Raphael/MacFie, in: Smith, *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 7–8). Die letztgenannte Vorstellung kommt bei Smith mehrfach und mit unterschiedlichen Wendungen zum Ausdruck. Hierdurch relativiert sich das insgesamt seltene Auftreten der Metapher der unsichtbaren Hand in Smiths Werk (*dies.*, in: Smith, *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 7 m. w. N.; abgesehen von in „The Theory of Moral Sentiments“ und „The Wealth of Nations“ hat Smith die Metapher mindestens noch ein weiteres Mal in „The History of Astronomy“ verwendet, dazu Anmerkung 7 in Smith, in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 184–185).

<sup>41</sup> Smith, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 741 Rn. 18: „The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.“ Zu Smiths Kritik an der Governance der *joint stock company* mit Blick auf die unzureichende Motivation und Kontrolle der Manager siehe etwa noch Gamble/Kelly, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 21, 30.

Gewichtige Governance-Probleme sah Smith auch bei *regulated companies*, dort allerdings mit anderem Schwerpunkt, da die Direktoren selbst im einschlägigen Geschäftsfeld tätig waren. Siehe etwa Smith, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 733–734 Rn. 7: „[...] according as the directors of the company have more or less authority, or have it more or less in their power to manage in such a manner as to confine the greater part of the trade to themselves and their particular friends.“; illustrativ zur *Turkey company* a. a. O., S. 735 Rn. 10: „As the time for the loading and sailing of those general ships depended altogether upon the directors, they could easily fill them with their own goods, and those of their particular friends, to the exclusion of others, who, they might pretend, had made their proposals too late.“ In heutiger Diktion lag das Pro-

hang ausführlich die Entwicklung verschiedener englischer Handelskompanien, vor allem der United Company of Merchants trading to the East Indies.<sup>42</sup> Besonders interessant mit Blick auf die hiesige Thematik ist, dass *Smiths* Ausführungen auf wahrgenommene Missstände infolge kurzsichtigen Handelns schließen lassen. *Smith* berichtete, dass 1773 die Verfassung der United Company of Merchants trading to the East Indies im Zuge einer parlamentarischen Untersuchung in mehreren wichtigen Punkten geändert wurde.<sup>43</sup> Dies betraf unter anderem die Amtszeit des Leitungsgremiums von 24 Direktoren, die bis dato jährlich gewählt worden waren. Für die Zukunft sollte dies alle vier Jahre erfolgen mit jährlich sechs Direktoren, welche ohne Möglichkeit der direkten Wiederwahl aus dem Amt rotierten. Infolge dieser Änderungen erwartete man, so *Smith*, dass die Anteilseigner und Direktoren wahrscheinlich mit mehr Würde und Beständigkeit (*dignity and steadiness*) handelten als gewöhnlich zuvor.<sup>44</sup>

Tatsächlich liegt es nahe, dass eine jährliche Neuwahl mit der Möglichkeit unmittelbarer Wiederwahl Direktoren unter das Diktat der kurzen Frist stellt, weil bei vorübergehend abfallenden Ausschüttungen und/oder Anteilswerten sofort der Stellenverlust droht. Investitionen, die sich erst langfristig auszahlen, und selbst Ausgaben zur dauerhaften Erhaltung der gegenwärtigen Ertragskraft stehen und fallen dann damit, dass die Anteilseigner in hinreichendem Maße mehr als den aktuellen Gewinnstrom beachten und selbst eine entsprechend langfristige Perspektive haben. Dieselbe Konstellation mit entsprechenden Sorgen vor *Short-termism* beschäftigt heutzutage noch bzw. wieder das US-amerikanische Gesellschaftsrecht<sup>45</sup> ebenso wie das schweizerische Aktienrecht im Zuge der erfolgreichen Volksinitiative „gegen die Abzockerei“ aus dem Jahr 2013<sup>46</sup> bzw.

---

blem bei *regulated companies* also eher in der eigenmächtigen Aneignung wirtschaftlicher Potenziale der (übrigen) Gesellschaft(er) durch die Direktoren, also in *related party transactions* bzw. im sog. *tunneling*, und nicht vorrangig, wie bei *joint stock companies*, im mangelnden Interesse der Direktoren an einem dauerhaften Prosperieren der Gesellschaft.

<sup>42</sup> Siehe zu dieser insbesondere *Smith*, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 749–751 Rn. 26.

<sup>43</sup> *Ders.*, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 751 Rn. 26.

<sup>44</sup> *Ders.*, in: ders., *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 752 Rn. 26.

<sup>45</sup> Siehe aus jüngerer Zeit etwa *Roe*, 68 *Bus. Law.* 977, 983 (2013); *Jacobs*, 68 *Wash. & Lee L. Rev.* 1645, 1658–1663 (2011); *Dallas*, 37 *J. Corp. L.* 265, 356–357 (2012); *Pozen*, *Curbing Short-Termism in Corporate America: Focus on Executive Compensation*, May 2014, S. 14 f., 17; der aktuellen Debatte gehen ähnlich gelagerte Diskussionswellen ab den 1980er und 1990er Jahren voraus, exemplarisch hier nur *Lipton/Rosenblum*, 58 *U. Chicago L. Rev.* 187 (1991), eingehend 2. Teil, § 1 I.3.b)aa)(2), S. 225 ff. inkl. Fn. 238, und 4. Teil, § 3 II.2.a), S. 763 ff., Text bei Fn. 156.

<sup>46</sup> Diese Initiative hat qua Verfassungsänderung unter anderem die Amtszeit von Verwaltungsratsmitgliedern börsennotierter Aktiengesellschaften zwingend auf ein Jahr begrenzt, der indirekte Gegenvorschlag des Parlaments sah dies als dispositive Regelung vor (*Forstmoser*, SJZ 108 (2012), 337, 345). Hieran knüpft sich unter anderem der Vorwurf, die kurze Amtszeit sei einem kurzfristigen Denken der Verwaltungsratsmitglieder förderlich, so zum indirekten Gegenvorschlag etwa *Vogt/Schiwow/Wiedmer*, AJP/PJA 2009, 1359, 1373; wohl vorrangig gemünzt auf die zwingende Regelung der Minder-Initiative *Bühler*, GesKR Online-Beitrag 2012, 1, 9; ebenfalls zum zwingenden Initiativvorschlag *Watter*, in: ders. (Hrsg.), *Die „grosse“ Schweizer Aktienrechtsrevision*, 2010, S. 285, 288; im Grundsatz auch *Forstmoser*, BOARD 2013, 51, 54: neu eingeführte einjährige Amtszeit der Verwaltungsratsmitglieder börsennotierter Gesellschaften als „Einladung zu kurzfristigem Denken“, die sich allerdings bei einer routinemäßigen Wiederwahl nur gering auswirken werde; ebenso *Forstmoser*, *myops* 2013, 5, 10, 15; mit Blick auf diesen praktischen Vorbehalt letztlich keine Gefahr kurzfristiger Tendenzen sehen *von der Crone*, *Hans Caspar/Steininger*, *Der Schweizer Treuhänder* 2010, 86, 87 (zum indirekten Gegenentwurf); *Häusermann*, *Jusletter* 19. März 2012, 1, 12 (zur Abzocker-Initiative); *Häusermann*, SJZ 109 (2013), 153, 158

des im Vorfeld erarbeiteten indirekten Gegenvorschlags des Parlaments.<sup>47</sup> Die Gegenmaßnahmen, welche in den USA dazu diskutiert werden, gehen in die gleiche Richtung wie die vor gut 240 Jahren gewählten.<sup>48</sup> *Smith* erwartete von ihnen indes für die Handelskompanien keine wesentliche Besserung.<sup>49</sup> Auch hätten sie die Unordnung der Führung der Kompanie in Indien nicht beseitigt.<sup>50</sup>

## 2. Kurzichtiges Wirtschaften und Anfänge verhaltensorientierter Ökonomie: *Adam Smiths Theory of Moral Sentiments*

Bereits ein Vierteljahrhundert vor dem Erscheinen der dritten Auflage des Wohlstands der Nationen hat sich *Smith* in seiner 1759 erschienenen moralphilosophischen Schrift „The Theory of Moral Sentiments“ allgemein mit einer menschlichen Neigung zu kurzichtigem Verhalten bei intertemporalen Wahlentscheidungen beschäftigt.<sup>51</sup> In der sechsten Auflage von 1790 behandelte *Smith* diesen Aspekt zusätzlich im ergänzten Teil VI „Of the Character of Virtue“<sup>52</sup>. In dieser abschließenden Fassung gliedert sich „The Theory of Moral Sentiments“ in sieben Teile, in denen, wie *Wegmarshaus* treffend zusammen-

---

(zur Verfassungsbestimmung nach Annahme der Abzocker-Initiative); entschieden zurückweisend *Minder/Kuster*, NZZ vom 24.01.2013, 15. Zu weiteren Befürchtungen, die Minder-Initiative werde dem Standort Schweiz schaden, siehe neben den vorstehenden Quellen etwa pointiert *Watter*, NZZ vom 08.06.2009, 13.

<sup>47</sup> Dieser war eine – formell indirekte – Reaktion der Gesetzgebungsorgane, um Thomas Minders Volksinitiative „gegen die Abzockerei“ den Wind aus den Segeln zu nehmen, und entstand in mehreren wechselvollen Schritten als „Auskopplung“ aus dem bereits seit Längerem betriebenen Vorhaben einer großen Aktienrechtsreform, siehe eingehend zur Entstehungsgeschichte des „indirekten Gegenvorschlags“ sowie seinem Inhalt im Vergleich zur Minder-Initiative *Forstmoser*, SJZ 108 (2012), 337 ff.; *Bühler*, GesKR Online-Beitrag 2012, 1 ff.

<sup>48</sup> Siehe vorerst nur den Vorschlag des langjährigen Richters am Supreme Court of Delaware und zuvor unter anderem langjährigen Trial Judge am Delaware Court of Chancery *Jacobs*, 68 Wash. & Lee L. Rev. 1645, 1658–1663 (2011), der sich dafür ausspricht, die Amtszeit von Direktoren börsennotierter Gesellschaften in den USA zu verlängern, verbunden mit einer Einschränkung ihrer Abberufbarkeit; zuvor bereits etwa ausführlich *Lipton/Rosenblum*, 58 U. Chicago L. Rev. 187, insb. S. 224 ff. (1991); erwägend aus rechtsökonomischer Sicht *Bolton/Scheinkman/Xiong*, 30 J. Corp. L. 721, 743 (2005); knapp und eher skeptisch *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 356–357 (2012); dezidiert ablehnend *Pozen*, Curbing Short-Termism in Corporate America: Focus on Executive Compensation, May 2014, S. 14 f., 17; in ähnlicher Weise hat der Chancellor am Delaware Court of Chancery mehrjährige Intervalle von Say-on-Pay-Abstimmungen gefordert, entsprechend dem „rationalen Zeitrahmen“ für Anstellungsvereinbarungen, *Strine, Jr.*, 114 Colum. L. Rev. 449, 485–488 (2014); siehe aber auch a. a. O., S. 492, wo *Strine* von einer Beibehaltung jährlicher Direktorenwahlen ausgeht.

<sup>49</sup> *Smith*, in: ders., An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 752 Rn. 26: „In consequence of these alterations, the courts, both of the proprietors and directors, it was expected, would be likely to act with more dignity and steadiness than they had usually done before. But it seems impossible, by any alterations, to render those courts, in any respect, fit to govern, or even to share in the government of a great empire; because the greater part of their members must always have too little interest in the prosperity of that empire, to give any serious attention to what may promote it.“

<sup>50</sup> *Ders.*, in: ders., An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, hrsg. v. Campbell/Skinner, 2004, S. 545, 753 Rn. 28: „The regulations of 1773, accordingly, did not put an end to the disorder of the company’s government in India.“

<sup>51</sup> Hierzu ebenso wie zu weiteren Bezügen zur modernen verhaltenswissenschaftlichen Richtung der Ökonomie *Ashraf/Camerer/Loewenstein*, J. Econ. Persp. 19 (2005), 131, 133–134.

<sup>52</sup> *Evensky*, J. Econ. Persp. 19 (2005), 109, 126 bezeichnet diesen Teil VI als die wichtigste Änderung im Rahmen dieser Auflage. Insgesamt nahm *Smith* wesentliche Veränderungen von der ersten (1759) zur zweiten Auflage (1761) vor, während die dritte (1767), vierte (1774) und fünfte (1781) kaum von der zweiten abwichen. Die sechste Auflage brachte dann wieder erhebliche Änderungen, zum Ganzen eingehend *Raphael/MacFie*, in: *Smith, The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 1, 15, 36–45.

fasst, „der gesamte Kanon der klassischen Moralphilosophie und Tugendlehre systematisch durchlaufen wird.“<sup>53</sup> *Smith* geht von der Prämisse aus, dass alle Menschen von Natur aus das Bedürfnis haben, an den Geschicken der Mitmenschen Anteil zu nehmen.<sup>54</sup> Das grundlegende ethische Prinzip, mit dem *Smith* menschliche Sozialität begründet und erklärt, ist die „Sympathie“ (*sympathy*),<sup>55</sup> verstanden in weitem Sinne als billigendes (wohlwollendes),<sup>56</sup> anteilnehmendes Einfühlen in nachvollziehbare<sup>57</sup> Handlungen und Emotionen anderer.<sup>58</sup> Die Einzelnen handeln stets unter gegenseitiger Beobachtung und sind bestrebt, die Sympathie ihrer zuschauenden Mitmenschen (*spectators*) zu erhalten.<sup>59</sup> Die daraus entstehende Eigen- und Fremdwahrnehmung konstituieren mitmenschliche Gemeinsamkeit.<sup>60</sup> Eine zentrale Rolle in *Smiths* Konzept spielt – neben den Mitmenschen als realen *spectators* – ein idealisierter unparteiischer Zuschauer (*impartial*

<sup>53</sup> *Wegmarshaus*, in: Arnold (Hrsg.), Kindlers Literatur-Lexikon (KLL)<sup>3</sup>, 2009, allerdings ohne Unterscheidung der verschiedenen Auflagen.

<sup>54</sup> *Smith*, in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 9 ff. Rn. 1 ff.; dazu sowie zum Verhältnis zu „*The Wealth of Nations*“ *Overhoff*, *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* 46 (2005), 181, 182–183.

<sup>55</sup> So *Wegmarshaus*, in: Arnold (Hrsg.), Kindlers Literatur-Lexikon (KLL)<sup>3</sup>, 2009; sachlich übereinstimmend *Ronge*, *Das Adam-Smith-Projekt*, 2015, S. 178; allgemein zur grundlegenden Bedeutung der „sympathy“ für *Smiths* ethische Theorie *Raphael/MacFie*, in: *Smith, The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 4, zudem S. 7 dazu, dass „sympathy“ bei *Smith* ein neues, eigenständiges Element seiner Theorie darstellt und ungeachtet der starken Prägung *Smiths* durch stoizistische Ideen nicht mit dem stoizistischen Verständnis von „sympatheia“ gleichgesetzt werden kann.

<sup>56</sup> Dazu *Evensky*, *J. Econ. Persp.* 19 (2005), 109, 114: „That sense of harmony of sentiments is what *Smith* (1790 [1976b], p. 9) refers to as ‘sympathy’. To sympathize with another is to feel approval of his sentiments.“

To the degree that we are in sympathy with the sentiments of another, that person enjoys our approbation. Where sympathy is lacking there is a ‘dissonance’ (p. 16), which gives rise to ‘disapprobation’.“; *Raphael/MacFie*, in: *Smith, The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 17; etwas unklar *Ronge*, *Das Adam-Smith-Projekt*, 2015, S. 183 (*Sympathy* im Anschluss an *Haakansson* als „value neutral medium of social intercourse that has nothing to do with positive attitudes such as benevolence“), letztlich aber im Zusammenhang unklar, wie hier insb. wieder S. 186 (dort ausdrücklich die Billigung des Gefühls als Voraussetzung für *sympathy* nennend) und später etwa S. 196–198.

<sup>57</sup> Dies kann, so *Smith*, eine Kenntnis der Umstände erfordern, die eine bestimmte Emotion bei einem anderen Menschen ausgelöst haben. Andernfalls erscheint die Emotion dem Betrachter unverständlich und es entwickelt sich keine Sympathie, siehe *Smith*, in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 11–12 Rn. 8–10.

<sup>58</sup> Dazu siehe auch *Campbell/Skinner*, in: *Smith, An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 1981, S. 1, 5. *Smith* führt das Konzept der *sympathy* unmittelbar zu Beginn ein, in Part I, Section I Chap. I von „*The Theory of Moral Sentiments*“. Er verwendet diesen Schlüsselbegriff allerdings nicht eindeutig. Er kann bei *Smith* neben der natürlichen Kraft im Menschen, die das Mitfühlen von Gefühlen ermöglicht, auch den Zustand der Gefühlsharmonie zwischen Menschen bezeichnen, näher dazu *Ronge*, *Das Adam-Smith-Projekt*, 2015, S. 178 Fn. 279, S. 183.

<sup>59</sup> Siehe *Smith*, in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 13 ff.; zu dieser expliziten Annahme *Smiths* auch *Campbell/Skinner*, in: *Smith, An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 1981, S. 1, 7–8.

<sup>60</sup> Vgl. *Wegmarshaus*, in: Arnold (Hrsg.), Kindlers Literatur-Lexikon (KLL)<sup>3</sup>, 2009; *Evensky*, *J. Econ. Persp.* 19 (2005), 109, 113; siehe auch *Barbalet*, in: *Senge/Schützeichel* (Hrsg.), *Hauptwerke der Emotionssoziologie*, 2013, S. 333, 335–336 („Spiegelbild-Metapher“).

*spectator*<sup>61</sup>):<sup>62</sup> Dieser fungiert als wertender Richter menschlichen Verhaltens, „liefert die intersubjektiv gewonnene, aber generalisierte Werteskala“ und garantiert damit einen verbindlichen Maßstab individuellen Verhaltens.<sup>63</sup> Gleichzeitig ermöglicht er moralisch autonomes Handeln.<sup>64</sup> *Smith* entwickelt mit der Theorie des „unparteiischen Zuschauers“, also aus jener der Sympathie eigenen Einbildungskraft, eine Theorie der Internalisierung sozialer Erwartungen oder Normen, die zugleich eine Theorie der sozialen Kontrolle und des individuellen Gewissens ist.<sup>65</sup>

Das Streben nach Anerkennung durch die realen bzw. den inneren Zuschauer ist *Smith* zufolge (unter anderem) entscheidend, wenn es darum geht, kurzfristigen Verhaltensweisen zu widerstehen, also Mühen in naher Zukunft auf sich zu nehmen, um einen Mehrwert in fernerer Zukunft zu erreichen. Die entsprechenden Ausführungen lohnen eine genaue Wiedergabe. *Smith* führt in Part IV (Of the Effect of Utility upon the Sentiment of Approbation), Chap. II<sup>66</sup> aus:

„The qualities most useful to ourselves are, first of all, superior reason and understanding, by which we are capable of discerning the remote consequences of all our actions [...]: and secondly, self-command, by which we are enabled to abstain from present pleasure or to endure present pain, in order to obtain a greater pleasure or to avoid a greater pain in some future time. In the union of those two qualities consists the virtue of prudence, of all the virtues that which is most useful to the individual. [...]“<sup>67</sup>

„That self-command [...] is approved of, as much under the aspect of propriety, as under that of utility. When we act in this manner, the sentiments which influence our conduct seem exactly to coincide with those of the spectator. The spectator does not feel the solicitations of our present appetites. To him the pleasure which we are to enjoy a week hence, or a year hence, is just as interesting as that which we are to enjoy this moment.“<sup>68</sup>

<sup>61</sup> Erstmals eingeführt wird er in Part I, Section I, Chap V. „Of the amiable and respectable virtues“. *Smith* bezeichnet ihn unter anderem auch als „the man within“ (etwa *Smith*, in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 131 Rn. 32, S. 138 Rn. 5), „demigod within the breast“ (etwa a. a. O., S. 131 Rn. 32, S. 245 Rn. 18), „man within the breast“ (etwa *ders.*, in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 130 Rn. 32), „great inmate of the breast“ (etwa a. a. O., S. 134 Rn. 1), „great inmate“ (etwa a. a. O., S. 147 Rn. 25) und „indifferent spectator“ (etwa a. a. O., S. 157 Rn. 4). Vollständig entwickelt hat *Smith* das Konzept des „impartial spectator“ erst im Laufe der Zeit. Die wichtigsten Änderungen von der ersten zur zweiten und von der fünften zur sechsten Auflage der „*Theory of moral sentiments*“ dienten vor allem dazu, das Konzept weiterzuentwickeln, näher dazu *Raphael/MacFie*, in: *Smith, The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 15–16.

<sup>62</sup> *Evensky*, *J. Econ. Persp.* 19 (2005), 109, 116.

<sup>63</sup> *Wegmarshaus*, in: *Arnold (Hrsg.), Kindlers Literatur-Lexikon (KLL)*<sup>3</sup>, 2009, „Der *impartial spectator* kann allerdings (nur) vorübergehend von starken selbstsüchtigen Emotionen fehlgeleitet werden, mit der Folge einer temporären Selbsttäuschung (*self-deceit*), dazu *Smith*, in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 156–159 Rn. 1–7; *Ronge*, *Das Adam-Smith-Projekt*, 2015, S. 212–215.

<sup>64</sup> *Ronge*, *Das Adam-Smith-Projekt*, 2015, S. 212.

<sup>65</sup> So bündig und treffend *Barbalet*, in: *Senge/Schützeichel (Hrsg.), Hauptwerke der Emotionssoziologie*, 2013, S. 333, 337; im Ergebnis ganz ähnlich *Campbell/Skinner*, in: *Smith, An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. Campbell/Skinner, 1981, S. 1, 9–10; *Raphael/MacFie*, in: *Smith, The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 15–16, die unter anderem darlegen, dass *Smith* das Konzept des *impartial spectator* anfangs eher an tatsächlicher sozialer Anerkennung orientierte, in späteren Auflagen aber an einem ethischen Ideal („desire for praiseworthiness“ statt „actual praise“).

<sup>66</sup> Die etwas sperrige Überschrift lautet: „Of the beauty which the appearance of Utility bestows upon the characters and actions of men; and how far the perception of this beauty may be regarded as one of the original principles of approbation“.

<sup>67</sup> *Smith*, in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 189 Rn. 6.

<sup>68</sup> *Ders.*, in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 189 Rn. 8.

„[...] when we act as if the remote object interested us as much as that which immediately presses upon the senses, as our affections exactly correspond with his own, he cannot fail to approve of our behaviour: and as he knows from experience, how few are capable of this self-command, he looks upon our conduct with a considerable degree of wonder and admiration. Hence arises that eminent esteem with which all men naturally regard a steady perseverance in the practice of frugality, industry, and application, though directed to no other purpose than the acquisition of fortune. [...]“<sup>69</sup>

„[...] We not only approve, therefore, but in some measure admire his conduct, and think it worthy of a considerable degree of applause. It is the consciousness of this merited approbation and esteem which is alone capable of supporting the agent in this tenour of conduct. The pleasure which we are to enjoy ten years hence interests us so little in comparison with that which we may enjoy today, [...] that the one could never be any balance to the other, unless it was supported by the sense of propriety, by the consciousness that we merited the esteem and approbation of every body, by acting in the one way, and that we became the proper objects of their contempt and derision by behaving in the other.“<sup>70</sup>

Langfristiges Verhalten verdient *Smith* zufolge Billigung unter dem Gesichtspunkt von Anstand (*propriety*) ebenso wie Nützlichkeit (*utility*). *Smith* veranschaulicht hier insbesondere Letzteres, und zwar in wirtschaftlicher Hinsicht mit Blick auf den Erwerb von Vermögen (*fortune*) durch Genügsamkeit (*frugality*), Fleiß (*industry*) und Eifer (*application*). *Smith* beschreibt, dass Menschen zukünftige Erträge übermäßig gering schätzen (in heutiger ökonomischer Ausdrucksweise: diskontieren) und daher kurzfristigem Verhalten zu erliegen drohen, obgleich eine langfristige Perspektive wirtschaftlich erfolgreicher ist. Diese Versuchung kann nach *Smith* nur durch den Anreiz überwunden werden, für langfristiges Verhalten hohe soziale Anerkennung (*admiration, applause*<sup>71</sup>) zu erwerben.

Im später hinzugefügten Teil VI „Of the Character of Virtue“ stellt *Smith* diese Zusammenhänge ganz ähnlich erneut dar, und zwar in Section I „Of the Character of the Individual, so far as it affects his own Happiness; or of Prudence“.<sup>72</sup> *Smith* definiert *prudence* als

<sup>69</sup> *Ders.*, in: *ders.*, *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 189–190 Rn. 8.

<sup>70</sup> *Ders.*, in: *ders.*, *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 190 Rn. 8.

<sup>71</sup> *Smith* definiert beide Begriffe in Part I, Section I, Chap. IV.: „For approbation heightened by wonder and surprise, constitutes the sentiment that is properly called admiration, and of which applause is the natural expression“ (*ders.*, in: *ders.*, *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 20 Rn. 3).

<sup>72</sup> Teil VI gliedert sich in drei Sections, die vergleichsweise kurze Section I „Of the Character of the Individual, so far as it affects his own Happiness; or of Prudence“ und die deutlich längeren Sections II und III, „Of the Character of the Individual, so far as it can affect the Happiness of other People“, sowie „Of Self-command“. *Evensky*, *J. Econ. Persp.* 19 (2005), 109, 126–127 führt den ergänzten Teil VI auf einen partiellen Einstellungswandel *Smiths* zurück. *Smith* glaubte, geprägt von deistischen Vorstellungen, dass die Menschheit Fortschritt erzielen könnte und würde – dies zeigt die Metapher der unsichtbaren Hand, die *Smith* sowohl in „*The Theory of Moral Sentiments*“ als auch in „*The Wealth of Nations*“ verwendet (dazu näher oben Fn. 40 auf S. 23). Aber im Laufe der Jahre, und geprägt von seiner Tätigkeit als Commissioner of the Customs, sei *Smith*, so *Evensky*, zu der Einsicht gekommen, dass Gott der Menschheit zwar die Aussicht auf Glück anbietet, der Weg zur Realisierung dieser Aussicht aber weitgehend von den Menschen abhängt. Tatsächlich hebt *Smith* in Teil VI von „*The Theory of Moral Sentiments*“ hervor, dass Gott die Sorge um das Universum und das universelle Glück aller Geschöpfe obliegt, während der Mensch, entsprechend seiner beschränkten Kräfte, die Aufgabe hat, für das Glück seiner selbst, seiner Freunde und seines Landes zu sorgen (*Smith*, in: *ders.*, *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 237 Rn. 6). Der Teil VI beschreibt die Eigenschaften, die *Smith* für erforderlich hielt, um dieser Aufgabe gerecht zu werden und damit auch den wirtschaftlichen Fortschritt zu erreichen, der in „*The Wealth of Nations*“ aufgezeigt wird, *Evensky*, *J. Econ. Persp.* 19 (2005), 109, 128. Ungeachtet leichter Verschiebungen der Sichtweise ist *Smiths* Lehre in den Teilen IV

„The care of the health, of the fortune, of the rank and reputation of the individual, the objects upon which his comfort and happiness in this life are supposed principally to depend, [...]“.<sup>73</sup>

*Prudence* (Vernunft) im Sinne *Smiths* erlaubt es, allgemeine Verhaltensregeln zu bilden, ein allgemeines Wissen über richtige und falsche Verhaltensweisen, mit dem sich fremde und eigene Handlungen ohne Interaktion mit dem *impartial spectator* beurteilen und somit steuern lassen.<sup>74</sup> *Smith* beschreibt sodann ausführlich Eigenschaften und Verhaltensweisen, welche den lobenswerten *prudent man* ausmachen. Dazu gehört, wie *Smith* vergleichsweise ausführlich schildert, langfristig orientiertes statt kurzichtiges Handeln, d. h. der beständige Verzicht auf gegenwärtige Bequemlichkeit und Annehmlichkeit zugunsten der wahrscheinlichen Erwartung größerer Bequemlichkeit und Annehmlichkeit in einer zukünftigen, länger andauernden Zeitspanne. Hierin wird der *prudent man* durch die vollkommene Billigung des *impartial spectator* unterstützt und belohnt, der einem solchen Verhalten applaudiert, weil er weiß, dass es den Menschen nicht leicht fällt.<sup>75</sup> Dadurch, dass man sich als emotionalen Interaktionspartner eine fremde Person vorstellt, erlangt man die höchste Form der Selbstbeherrschung.<sup>76</sup>

*Smiths* soeben skizzierte Darstellung der Werte *prudence* und insbesondere *self-command* sind stark von der Philosophie der Stoa geprägt.<sup>77</sup> Dessen ungeachtet wird *Smiths* Sichtweise heute selbstbewusst von Verhaltensökonomern zitiert: Sie verweisen auf Parallelen zu Entscheidungsmodellen von Psychologen, Neurowissenschaftlern sowie der Verhaltensökonomie,<sup>78</sup> nutzen „The Theory of Moral Sentiments“ damit ähnlich als Aushängeschild wie die neoklassische Wirtschaftswissenschaft „The Wealth of Nations“<sup>79</sup>, und wollen *Smith* mitunter sogar als „Behavioral Economist“ eingemeinden.<sup>80</sup> *Smiths* Beschreibung eines Widerstreits zwischen kurzichtigen Emotionen (*passions*) und dem

---

und VI aber im Kern unverändert (zutreffend *Raphael/MacFie*, in: *Smith, The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. *Raphael/MacFie*, 1976, S. 1, 9, 18).

<sup>73</sup> *Smith*, in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. *Raphael/MacFie*, 1976, S. 1, 213 Rn. 5. Zu Konzept und Funktion von Vernunft (*prudence*) bei *Smith* siehe auch *Ronge*, *Das Adam-Smith-Projekt*, 2015, S. 215–218.

<sup>74</sup> *Ronge*, *Das Adam-Smith-Projekt*, 2015, S. 215.

<sup>75</sup> *Smith*, in: ders., *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. *Raphael/MacFie*, 1976, S. 1, 215 Rn. 11.

<sup>76</sup> *Ronge*, *Das Adam-Smith-Projekt*, 2015, S. 220.

<sup>77</sup> *Raphael/MacFie*, in: *Smith, The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. *Raphael/MacFie*, 1976, S. 1, 6 ordnen *self-command* als eindeutig stoizistischen Wert ein; *prudence* sei vielen ethischen Systemen gemeinsam, werde von *Smith* aber im Sinne der Stoa interpretiert; weiterführend zur Prägung der Begriffe durch die stoizistische Philosophie auch ebd., S. 6–7, 9, 18.

<sup>78</sup> *Ashraf/Camerer/Loewenstein*, *J. Econ. Persp.* 19 (2005), 131, 132; *Camerer/Loewenstein*, in: *Camerer/Loewenstein/Rabin* (Hrsg.), *Advances in behavioral economics*, 2004, S. 3, 5; knapp *Camerer*, *Proc. Natl. Acad. Sci. USA* 96 (1999), 10575; deutlich reservierter *Martins*, *Cambridge J. Ec.* 35 (2011), 251, 262–264.

<sup>79</sup> *Barbalet*, in: *Senge/Schützeichel* (Hrsg.), *Hauptwerke der Emotionssoziologie*, 2013, S. 333, 334.

<sup>80</sup> Dahingehend der plakative Titel des Beitrags von *Ashraf/Camerer/Loewenstein*, *J. Econ. Persp.* 19 (2005), 131 ff.: „Adam Smith, Behavioral Economist“. Hierin kann man durchaus vorrangig einen Konter gegen die Berufung der neoklassischen Wirtschaftswissenschaft auf „The Wealth of Nations“ sehen bzw., damit verbunden, das Bestreben, Ansehen und Stellenwert des eigenen Forschungsansatzes ebenfalls mit einem renommierten Stammbaum aufzuwerten. Die Verhaltensökonomern haben auf diese Weise aber jedenfalls dafür gesorgt, dass „The Theory of Moral Sentiments“ in der Wirtschaftswissenschaft über den Kreis der Wirtschaftshistoriker hinaus die verdiente Beachtung gefunden hat (vgl. dazu *Barbalet*, in: *Senge/Schützeichel* (Hrsg.), *Hauptwerke der Emotionssoziologie*, 2013, S. 333, 334; zu der vorherigen Vernachlässigung *Recktenwald*, in: *Starbatty* (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, 2008, S. 134, 151–152). In der Folge werden die ideengeschichtlichen Grundlagen der Ökonomie ebenso wie das Werk von Adam Smith heute ganzheitlicher wahrgenommen.

weitsichtigen *impartial spectator* spiegelt in der Tat die in der Verhaltensökonomie viel beachteten Selbstkontrollprobleme<sup>81</sup> wider. Stellenweise sind sie sogar ähnlich wie bei *Smith* personifiziert dargestellt worden, etwa als Dual-process-Ansatz mit einem kurz-sichtigen *doer* und einem weitsichtigen *planner*.<sup>82</sup> Eine überproportionale Geringschätzung von Ergebnissen, umso weiter sie in der Zukunft liegen, kennt man heute unter dem Stichwort „(quasi-)hyperbolisches Diskontieren“<sup>83</sup>.

In der aktuellen *Short-termism*-Debatte um eine kurzfristige Orientierung im Gesellschaftsrecht und auf dem Kapitalmarkt werden diese Effekte neben anderen als Ursachen genannt,<sup>84</sup> und auch die Verbindung zu *Adam Smiths* „The Theory of Moral Sentiments“ wird betont.<sup>85</sup>

### 3. Kurzfristiges Verhalten allgemein vs. in Handelskompanien: ein „Adam-Smith-Problem“?

*Smith* schildert in „The Theory of Moral Sentiments“ seine Überlegungen zur menschlichen Neigung, sich kurzsichtig zu verhalten, insbesondere mit Blick auf wirtschaftliche Zusammenhänge. Er ging offensichtlich davon aus, dass Akteure im Wirtschaftsleben nur mit einer langfristigen Ausrichtung besonders erfolgreich sein können und dass kurzsichtiges Verhalten ein wichtiges psychologisches Hindernis hierfür ist. Vor diesem Hintergrund verwundert es, dass *Smith* die Thematik in „The Wealth of Nations“ nicht anspricht, obgleich er dort wie gezeigt institutionelle Bestimmungsfaktoren kurzsichtigen Verhaltens erwähnt und beide Bücher wiederholt überarbeitet und ergänzt hat.<sup>86</sup>

<sup>81</sup> Für eine knappe Einführung in derartige Probleme im Kontext des ökonomischen Verhaltensmodells *Frey/Benz*, in: Birbaumer/Rosenstiel (Hrsg.), *Marktpsychologie*, 2007, S. 1, 13.

<sup>82</sup> Siehe *Shefrin/Thaler*, *J. Pol. Econ.* 89 (1981), 392 ff.; *Bénabou/Pyciak*, *Economic Letters* 77 (2002), 419 ff.; *Irving*, 19 *Australian Acc. Rev.* 278, 285 (2009); *Thaler*, *Am. Ec. Rev.* 106 (2016), 1577, 1592 f. Diese Modellvariante steht in der Verhaltensökonomie freilich neben bzw. in Konkurrenz zu verschiedenen anderen Dual-self- oder Dual-process-Ansätzen. Dabei dominieren derzeit Konzepte, die impulsive und deliberative Zustände unterscheiden, siehe für knappe Überblicke *Camerer/Loewenstein/Prelec*, 43 *J. Econ. Lit.* 9, 15–16 (2005) und *Camerer*, *Neuroeconomics: Using neuroscience to make economic predictions*, 2006 <[http://www.darkcoding.net/research/Camerer\\_051606.pdf](http://www.darkcoding.net/research/Camerer_051606.pdf)>, S. 3 (geprüft am 11.06.2020). Ob derartige Dual-system-Ansätze neurowissenschaftlich berechtigt sind, ist allerdings offen und umstritten, dazu *Irving*, 19 *Australian Acc. Rev.* 278, 283–284 (2009).

<sup>83</sup> Zu diesem Konzept, auch als mögliche *Short-termism*-Ursache, 3. Teil, § 2 VIII.3., S. 500 ff.

<sup>84</sup> *Laverty*, *Acad. Manage. Rev.* 21 (1996), 825, 842–844, 852; knapp erwähnend *Laverty*, *Management Decision* 42 (2004), 949, 950; *Dallas*, 37 *J. Corp. L.* 265, 270 (2012); knapp *Jackson/Petraki*, in: Vitols/Kluge (Hrsg.), *The sustainable company*, 2011, S. 199, 200 f., 203; etwas ausführlicher *Jackson/Petraki*, *Understanding Short-termism: the Role of Corporate Governance*, 2011 <[http://www.sofi-goettingen.de/fileadmin/Textarchiv/WIP2/Praesentationen/jackson-petraki\\_short-termism.pdf](http://www.sofi-goettingen.de/fileadmin/Textarchiv/WIP2/Praesentationen/jackson-petraki_short-termism.pdf)>, S. 14–16 (geprüft am 11.06.2020); eingehend unter Berücksichtigung evolutionärer, neuro- und wirtschaftswissenschaftlicher Zusammenhänge und Erkenntnisse *Irving*, 19 *Australian Acc. Rev.* 278, 279–286 (2009).

<sup>85</sup> So in einer Rede vor dem Institute of Corporate Directors von *Barton/Wiseman*, *Focusing Capital on the Long Term*, 2013 <[https://cdn2.cppinvestments.com/wp-content/uploads/migrated/documents/794/Address\\_to\\_the\\_ICD\\_Focusing\\_Capital\\_on\\_the\\_Long\\_Term\\_May\\_22\\_2013\\_k6eF0tc.pdf](https://cdn2.cppinvestments.com/wp-content/uploads/migrated/documents/794/Address_to_the_ICD_Focusing_Capital_on_the_Long_Term_May_22_2013_k6eF0tc.pdf)>, S. 2 (geprüft am 11.06.2020); in einer Rede vor dem Oxford China Business Forum *Haldane*, *Patience and Finance*, 02.09.2010, S. 3, 5; in einer Rede am Gresham College *ders.*, *Get Shorty*, 14.11.2011 <<http://www.gresham.ac.uk/lecture/transcript/download/the-sir-thomas-gresham-docklands-lecture-get-shorty/>>, S. 2 (geprüft am 31.07.2020).

<sup>86</sup> Hinzu kommt noch, dass der später eingefügte sechste Teil von „The Theory of Moral Sentiments“ im gleichen, auf Publikation gerichteten Stil verfasst ist wie „The Wealth of Nations“, während frühere Passagen stärker in einem Vorlesungsduktus gehalten sind, *Raphael/MacFie*, in: *Smith, The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. Raphael/MacFie, 1976, S. 1, 4–5.

Dieser Befund ist allerdings typisch für das Verhältnis beider Werke, die, zumindest auf den ersten Blick, scheinbar verbindungslos, mitunter sogar gegensätzlich nebeneinander zu stehen scheinen. Dieses sog. *Adam-Smith-Problem* beschäftigt die Literatur seit deutlich mehr als 100 Jahren,<sup>87</sup> ohne dass eine allseits akzeptierte Lösung gefunden worden wäre.<sup>88</sup> Zwar gibt es grundlegende Elemente, die beiden Werken gemeinsam sind, ebenso wie Parallelen im Stil und mitunter in der Bildsprache.<sup>89</sup> Aber *Smith* greift in „*The Wealth of Nations*“ kaum explizit Aussagen oder Resultate der „*Theory of Moral Sentiments*“ auf, um sie in ökonomische Analysen einzubauen.<sup>90</sup> Für das hier vorrangig interessierende Gesellschaftsrecht lag dies allerdings zu *Smiths* Zeit noch wenig nahe. Insbesondere waren die Handelskompanien meist befristet, sodass sich etwaiger „allgemeiner“ *Short-termism* nur begrenzt auswirken konnte. Außerdem stellte der Börsenhandel ihrer Anteile eine neue, noch begrenzte Erscheinung dar. Generell gibt es mehrere Ansatzpunkte, um beide Werke einheitlicher zu betrachten, als sie auf den ersten Blick erscheinen. Heutzutage dominieren deshalb integrierende Sichtweisen.<sup>91</sup>

## II. Neoklassische Mikroökonomie

### 1. Kurzichtiges Verhalten in der neoklassischen Konsumtheorie: William Stanley Jevons und Alfred Marshall

Die Beobachtung *Adam Smiths*, dass Menschen zu kurzichtigem Verhalten neigen, findet sich ganz ähnlich in grundlegenden Werken der neoklassischen Konsumtheorie.<sup>92</sup> Während die klassische Schule eine kosten- bzw. angebotsorientierte Wertlehre vertreten

<sup>87</sup> *Overhoff*, Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 46 (2005), 181, 183 führt die prägnante Bezeichnung auf *Oncken*, Zeitschrift für Socialwissenschaft 1 (1898), 25 zurück. In der Sache wurde es aber jedenfalls schon ab 1848 diskutiert, siehe *Raphael/MacFie*, in: *Smith, The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. *Raphael/MacFie*, 1976, S. 1, 20 m.w.N.

<sup>88</sup> Eingehend *Patzen*, in: *Meyer-Faje/Ulrich* (Hrsg.), *Der andere Adam Smith*, 1991, S. 21 ff., mit eingängiger Systematisierung und Diskussion bisheriger Lösungsvorschläge auf S. 25–27, gefolgt von ausführlichen Überlegungen zu einer integrierenden Sichtweise, die derzeit in verschiedenen Varianten herrschend ist; knappere, ebenfalls sehr instruktive Beschreibung des Problems, der vertretenen Lösungsansätze und mit einem eigenen, neuen Vorschlag *Overhoff*, Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 46 (2005), 181 ff.; sehr entschieden gegen das Bestehen eines Adam-Smith-Problems *Raphael/MacFie*, in: *Smith, The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. v. *Raphael/MacFie*, 1976, S. 1, 20 („[...] pseudo-problem based on ignorance and misunderstanding.“) und näher S. 20–25; mit knapper, aber instruktiver Argumentation *Mathis*, *Effizienz statt Gerechtigkeit?*<sup>3</sup>, 2009, S. 117 f.; ebenso entschieden gegen die Problemthese jüngst *Ronge*, *Das Adam-Smith-Projekt*, 2015, S. 9–16, 181–183; siehe auch sehr knapp *Ashraf/Camerer/Loewenstein*, *J. Econ. Persp.* 19 (2005), 131, 131 Fn. 1; *Kühnemund*, *tabularasa* November 2011.

<sup>89</sup> So taucht die Metapher der „invisible hand“ in beiden Werken auf, dazu oben Fn. 40 auf S. 23.

<sup>90</sup> *Patzen*, in: *Meyer-Faje/Ulrich* (Hrsg.), *Der andere Adam Smith*, 1991, S. 21, 51.

<sup>91</sup> Dazu Fn. 88.

<sup>92</sup> Die Entstehung der Neoklassik wird meist mit dem Begriff der „marginalistischen Revolution“, auch „marginalanalytischen Revolution“ verbunden. Dieser spielt auf ein zentrales Element der neoklassischen Theorie an, der Optimierung einer Zielfunktion unter Nebenbedingungen. Eine solche erfordert eine Grenzwertbetrachtung (marginale Analyse), d. h. eine Untersuchung, wie sich die Zielgröße verändert, wenn der zur Verfügung stehende Aktionsparameter infinitesimal variiert wird. Die Neoklassik beschreibt den Menschen als Optimierer unter Nebenbedingungen und setzt ein entsprechendes Verhalten mit Rationalität gleich. Das Hauptaugenmerk liegt auf dem Gleichgewicht, sei es auf Ebene eines Individuums, eines Marktes oder der Gesamtheit aller verbundenen Märkte. Die Neoklassik folgt dabei – insoweit wie die Klassik – dem Prinzip des methodologischen Individualismus, das besagt, dass alle ökonomischen Phänomene durch individuelle Handlungen erklärt werden müssen. Zum Ganzen näher *Söllner*, *Die Geschichte des ökonomischen Denkens*<sup>3</sup>, 2012, S. 41–45.

hatte,<sup>93</sup> geht die neoklassische Konsumtheorie von einer subjektiven Wertlehre aus. Ihr zufolge hängt der Wert eines Gutes von seinem subjektiv empfundenen Nutzen ab.<sup>94</sup> Dies erfordert Überlegungen, wonach sich der subjektive Nutzen eines Gutes bestimmt. Entsprechend ging *William Stanley Jevons* vor, der in „The Theory of Political Economy“ eine eingängige, dem heutigen Verständnis entsprechende und daher besonders bekannte Fassung der modernen Konsumtheorie formuliert hat.<sup>95</sup> Bevor er in Kapitel 3 „The Theory of Utility“ das subjektive Nutzenkonzept und zentrale Elemente der Grenznutzentheorie darlegt, erörtert er in Kapitel 2 „The Theory of Pleasure and Pain“ die Grundlagen, nach denen sich der Nutzen von Gütern für den Menschen richtet.<sup>96</sup> *Jevons* nennt neben Dauer sowie Intensität positiver bzw. negativer Emotionen ihr zeitliches Eintreten in Gegenwart oder Zukunft<sup>97</sup> und beschreibt in diesem Zusammenhang das Konzept des Diskontierens zukünftiger Entwicklungen.<sup>98</sup> Die zunehmende Fähigkeit von Voraussicht

<sup>93</sup> Siehe exemplarisch *Smith, An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. *Campbell/Skinner*, 1981, S. 65–71 Book I, Chapter VI (Of the component Parts of the Price of Commodities); dazu *Campbell/Skinner*, in: *Smith, An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, hrsg. v. *Campbell/Skinner*, 1981, S. 1, 20, 24–25; im Grundsatz auch *Ricardo, The Principles of Political Economy and Taxation*<sup>3</sup>, 1821, S. 1 ff. (Kap. 1); zu beiden *Söllner, Die Geschichte des ökonomischen Denkens*<sup>3</sup>, 2012, S. 24–25, 32–33; allgemein *van Suntum, Die unsichtbare Hand*<sup>5</sup>, 2013, S. 33–35; missverständliche und mitunter irreführende Darstellung des Smithschen Verständnisses von Preisen hingegen bei *Recktenwald*, in: *Starbatty* (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, 2008, S. 134, 148–149, zutreffend und klarer dann aber seine kritische Einordnung (a. a. O., S. 152).

<sup>94</sup> Erstmals formuliert wurde dies von Hermann Heinrich Gossen in seinem grundlegenden, zu Lebzeiten des Autors leider weitgehend verkannten Werk *Gossen, Entwicklung der Gesetze des menschlichen Verkehrs und der daraus fließenden Regeln für menschliches Handeln*, 1854, S. 24: „Die Außenwelt hat für uns Werth, und es folgt daraus, daß der Werth der Außenwelt für uns genau in demselben Maße steigt und sinkt, wie die Hülfe, die sie uns gewährt zur Erreichung unseres Lebenszwecks, daß die Größe ihres Werthes demnach genau gemessen wird durch die Größe des Lebensgenusses, den sie uns verschafft.“ Während Gossen an dieser Stelle grammatikalisch alle Menschen als scheinbar einheitliche Gruppe anspricht, wird aus dem Zusammenhang ebenso wie in der Folge klar, dass der verschaffte Genuss personenabhängig ist (deutlich S. 25: „Bei den oben entwickelten Lehrsätzen über das Genießen haben wir aber gesehen, daß bei jedem einzelnen Genuß ein Größtes des Genießens erreicht wird, wenn derselbe, je nach dem Standpunkt der Bildung bei jedem Menschen verschieden, mit einer bestimmten Regelmäßigkeit im Verhältnis zum Zeitverlauf wiederholt wird.“; siehe auch S. 26 dazu, dass der Wert bei bestimmten Gütern davon abhängt, inwieweit der potenzielle Nutzer über Komplementärgüter verfügt, die zur Genussbereitung erforderlich sind, etwa Pfeife und Tabak, oder Musikinstrumente und kundige Musiker); in der Sache ebenso später *Jevons, The Theory of Political Economy*<sup>3</sup>, 1888, S. 43 ff.

<sup>95</sup> Die erste Auflage erschien 1871 und baute auf vorherigen, allerdings schwerer zugänglichen Aufsätzen von *Jevons* auf. Tatsächlich hatte bereits Hermann Heinrich Gossen 1854 in seinem lange Zeit zu Unrecht kaum beachteten Grundlagenwerk (*Gossen, Entwicklung der Gesetze des menschlichen Verkehrs und der daraus fließenden Regeln für menschliches Handeln*, 1854) wesentliche Prinzipien der Neoklassik dargelegt und mathematisch formuliert, die nachfolgend auch *Jevons* erörtert. Aber es war erst *Jevons* Werk, das stärker beachtet wurde und dem Marginalismus zum Durchbruch verhalf, wobei die Aufnahme in England zunächst zurückhaltender war als auf dem Kontinent (siehe *Black*, in: *Starbatty* (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, 2008, S. 76, 91–92, aber auch a. a. O., S. 93 zu *Jevons* hoher Autorität bei Parlamentariern und Journalisten). *Jevons*, dem *Gossens* Werk offenbar erst später bekannt wurde, spricht diesem im Vorwort zur zweiten Auflage von „The Theory of Political Economy“ auch ausführlich die zeitliche Führungsrolle und eine wissenschaftliche Pionierleistung zu, wenngleich mit gewissen Einschränkungen bei der Allgemeinheit der mathematischen Formulierung (*Jevons, The Theory of Political Economy*<sup>3</sup>, 1888; dazu knapp *Black*, in: *Starbatty* (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, 2008, S. 76, 91; *van Suntum, Die unsichtbare Hand*<sup>5</sup>, 2013, S. 46).

<sup>96</sup> Dazu näher, auch zu *Jevons* Bezugnahme auf Bentham *Black*, in: *Starbatty* (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, 2008, S. 76, 83 i. V. m. 81.

<sup>97</sup> *Jevons, The Theory of Political Economy*<sup>3</sup>, 1888, S. 33–35.

<sup>98</sup> *Jevons* war nicht der erste Ökonom seit Adam Smith und Bentham, der sich mit dem Verhältnis gegenwärtiger und zukünftiger nutzenspendender Aktivitäten auseinandergesetzt hat, aber vorherige Bei-

würdigt *Jevons* dabei äußerst positiv. Kurzsichtiges, auf die Gegenwart fixiertes Verhalten identifiziert er hingegen mit mangelnder gesellschaftlicher Entwicklung bzw. fehlender sozialer Reife:

„That class or race of men who have the most foresight will work most for the future. The untutored savage, like the child, is wholly occupied with the pleasures and the troubles of the moment; the morrow is dimly felt; the limit of his horizon is but a few days off. The wants of a future year, or of a lifetime, are wholly unforeseen. But, in a state of civilisation, a vague though powerful feeling of the future is the main incentive to industry and saving. The cares of the moment are but ripples on the tide of achievement and hope.“

Ähnliche Überlegungen finden sich bei *Alfred Marshall*, einem zweiten Protagonisten der Neoklassik, der zu den meistzitierten Wirtschaftswissenschaftlern aller Zeiten zählt.<sup>99</sup> 1890 legte *Marshall* mit „Principles of Economics“ ein Lehrbuch vor, in dem er mehrere wichtige Beiträge zur Weiterentwicklung der neoklassischen Theorie beisteuerte<sup>100</sup> und das aufgrund seiner stringenten, klaren Darstellung und der Einbindung verschiedener Schulen<sup>101</sup> rasch sehr einflussreich wurde. In Book III, Chapter V, „Choice between different uses of the same thing. Immediate and deferred uses“<sup>102</sup>, legt *Marshall* in § 3 zunächst dar, dass eine *prudent person* anstreben werde, ihre Mittel so auf alle gegenwärtigen und zukünftigen Verwendungen aufzuteilen, dass ihr jede den gleichen Grenznutzen spendet. Dabei müssen, um den gegenwärtigen Grenznutzen zukünftiger Genussquellen zu schätzen, zwei Abzüge vorgenommen werden: objektiv für die mit der Zukunft verbundene Unsicherheit und subjektiv je nach Charakter und Lebensumständen für den Wertunterschied, der aus einer Verschiebung in die Zukunft resultiert. Auch *Marshall* geht in diesem Zusammenhang davon aus, dass Menschen mitunter ungeduldig sind, und setzt dies ab einer gewissen Stärke mit Unreife gleich:

„[...] human nature is so constituted that in estimating the ‘present value’ of a future benefit most people generally make a second deduction from its future value, in the form of what we may call a ‘discount’, that increases with the period for which the benefit is deferred. One will reckon a distant benefit at nearly the same value which it would have for him if it were present; while another who has less power of realizing the future, less patience and self-control, will care comparatively little for any benefit that is not near at hand. And the same person will vary in his mood, being at one time impatient, and greedy for present enjoyment; while at another [...] he is willing to postpone all enjoyments that can conveniently be made to wait. Sometimes [...] he is like the children who pick the plums out of their pudding to eat them at once, sometimes like those who put them aside to be eaten last. [...]“<sup>103</sup>

träge blieben weitgehend ohne Beachtung und Einfluss, siehe von *Böhm-Bawerk*, Kapital und Kapitalzins (II-1)<sup>4</sup>, 1921, S. 318–319 (Fn. 1) mit weiteren Nachweisen zu Literaturbeiträgen vor *Jevons*; ganz ähnlich und offenbar in Anlehnung an die Darstellung *Böhm-Bawerks Pribram*, A history of economic reasoning, 1983, S. 320 f.

<sup>99</sup> So *Rieter*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 135.

<sup>100</sup> Für einen Überblick über *Marshall*s Beiträge im Kontext der Entwicklung der neoklassischen Ökonomie *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 49–50, 63–66, 77, 100–101.

<sup>101</sup> Dazu *Rieter*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 135, 137–139; siehe aber auch *ders.*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 135, 147–157 zum *Marshall* wohlgesonnen, aber auch eigene Akzente setzenden „neoklassischen *Marshallismus*“ einerseits sowie dem sehr kritischen *Marshall*-Bild im historischen, institutionalistischen und sozialistischen Lager, aber auch der oft vernachlässigten Wirtschaftsanthropologie *Marshall*s andererseits.

<sup>102</sup> An dieser Stelle und im Folgenden wird die gut zugängliche 8. Auflage des Werkes verwendet. *Marshall* hat die „Principles of Economics“ nach der ersten Auflage unermüdlich erweitert und überarbeitet, wodurch der Umfang spürbar zunahm. Inwieweit sie dabei auch in der Substanz verändert wurden, ist umstritten, siehe *Rieter*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 135, 145 mit weiteren Nachweisen in Fn. 7.

<sup>103</sup> *Marshall*, Principles of Economics<sup>8</sup>, 1920, S. 120.

*Marshall* und *Jevons* gingen hier wie auch sonst von einem kardinalen Nutzenbegriff aus, der es erlaubt, Nutzenwerte quantitativ zu messen und interpersonell zu vergleichen. Es zeigte sich allerdings relativ bald, dass dieses Konzept zu anspruchsvoll war.<sup>104</sup> Der Ausweg, der sich in der Wirtschaftswissenschaft durchsetzte, bestand in einer Konsumtheorie auf Grundlage eines ordinalen Nutzenbegriffs, welcher nur qualitative, intrapersonelle Vergleiche zulässt. Dieses Konzept findet sich bereits in der Dissertation *Irving Fishers* aus dem Jahre 1892<sup>105</sup> sowie bei *Vilfredo Pareto*<sup>106</sup>. Es wird aber erst *John R. Hicks* zugeschrieben, mit seinem erstmals 1939 erschienenen Hauptwerk „Value and Capital“<sup>107</sup> die Umstellung der Konsumtheorie auf einen ordinalen Nutzenbegriff durchgesetzt zu haben.<sup>108</sup> In diesem Zuge ist auch die psychologische Grundierung, wie sie sich bei *Jevons* und *Marshall* findet, aufgegeben worden:

*Fisher* wendet sich in seiner Dissertation, in der er ein grundlegendes Modell dazu entwickelte, wie rationale, zukunftsorientierte Konsumenten intertemporale Wahlentscheidungen zwischen Sparen und Konsum treffen,<sup>109</sup> explizit dagegen, den ökonomischen Nutzenbegriff wie *Jevons* psychologisch zu definieren und zu untermauern. Stattdessen solle man sich auf ein einfaches ökonomisches Postulat beschränken: „Each individual acts as he desires.“<sup>110</sup>

*Hicks* folgte später dem gleichen Ansatz. Er stellt die Vorteile des ordinalen gegenüber dem kardinalen Konzept dar, geht aber nicht einmal mehr auf die zuvor verbreitete psychologische Fundierung ein, ebenso wenig wie auf die vormals verbreitete Annahme kurzfristigen Verhaltens.<sup>111</sup> Deren Berücksichtigung ist also gleichsam ein (vorübergehendes) Opfer des Übergangs vom kardinalen zum ordinalen Nutzenbegriff geworden: Das Modell des Konsumenten als rationaler Nutzenmaximierer stellte die Basis für praktisch alle Arbeiten der Konsumtheorie bis Anfang der 1990er Jahre dar und ist erst in jüngerer Zeit wieder um psychologische Erwägungen ergänzt worden.<sup>112</sup>

## 2. Kurze vs. lange Frist in der neoklassischen Preistheorie: Alfred Marshall

*Marshall* behandelte nicht nur kurzfristige Neigungen im Konsumverhalten, sondern erkannte auch, dass der Zeithorizont eine hohe Bedeutung für das Wettbewerbsverhalten von Unternehmen hat. Er untersuchte diesen Aspekt erstmals systematisch aus dem Blickwinkel der Preistheorie.<sup>113</sup> *Marshall's* zentrale Annahme ist, dass Unternehmen in

<sup>104</sup> *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 52.

<sup>105</sup> *Fisher*, Mathematical investigations in the theory of value and price[s] (1892) Appreciation and interest (1896), 1961, siehe namentlich S. 11 ff., S. 86 ff., dort auf S. 11, 86 jeweils ausdrücklich gegen *Jevons*.

<sup>106</sup> *Pareto* verwendet dafür den Begriff „ophélimité“, zu seinem Konzept siehe insbesondere *Pareto*, Manuel d'Économie Politicque, 1909, Kap. III Rn. 32–36, mit ausdrücklichem Verweis auf *Irving Fisher*, Rn. 52–56, ferner etwa Kap. IV Rn. 2–7, Rn. 32 ff.

<sup>107</sup> Zweite, überarbeitete Auflage *Hicks*, Value and capital<sup>2</sup>, 1946.

<sup>108</sup> *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 52, 104.

<sup>109</sup> Eine instruktive und gut verständliche Darstellung dieses Modells findet sich bei *Mankiw*, Makroökonomik<sup>6</sup>, 2011, S. 629–640.

<sup>110</sup> *Fisher*, Mathematical investigations in the theory of value and price[s] (1892) Appreciation and interest (1896), 1961, S. 11.

<sup>111</sup> Siehe *Hicks*, Value and capital<sup>2</sup>, 1946, S. 17–24.

<sup>112</sup> *Mankiw*, Makroökonomik<sup>6</sup>, 2011, S. 653–654 i. V. m. S. 650–651 zu Robert Halls Random-Walk-Hypothese.

<sup>113</sup> *Marshall*, Principles of Economics<sup>8</sup>, 1920, S. 369–380; instruktive und auch für Juristen gut verständliche Aufbereitung bei *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 63–66.

ihrer Produktion typischerweise kurzfristig weitgehend festgelegt, aber langfristig weitgehend flexibel sind, mit entscheidenden Folgen für ihre Preispolitik:<sup>114</sup> In der (sehr) kurzen Frist sind die Faktoreinsatzmengen, die Ausbringungsmenge und die Kosten jedes Anbieters fix. Dadurch ist das Gesamtangebot starr, d. h., Schwankungen der Nachfrage können nicht über eine Anpassung der Angebotsmenge aufgefangen werden, sondern beeinflussen nur den Preis. Mittelfristig kann zumindest ein Teil der Produktionsfaktoren verändert werden, die Kosten des Unternehmens lassen sich dementsprechend in variable und fixe einteilen. Für mittelfristige Produktionsentscheidungen sind nur erstere bedeutsam: Da die Fixkosten ohnehin anfallen, lohnt die Produktion, wenn zumindest die variablen Kosten gedeckt werden.<sup>115</sup> Ein sog. Grenzanbieter, dessen Erlöse gerade die variablen Kosten decken, wird also mittelfristig noch produzieren, langfristig aber den Markt verlassen, da er dort Verluste in Höhe der fixen Kosten zu tragen hat. Langfristig können schließlich alle Produktionsfaktoren variiert werden. Die individuellen Produktionsmengen bestimmen sich dann nach Maßgabe der Grenzkosten, soweit sie über den totalen Durchschnittskosten liegen, und im Markt bleiben nur solche Unternehmen, die nach diesem Maßstab wettbewerbsfähig sind.

*Marshall's* Analyse machte damit erstmals deutlich, dass und warum es für Unternehmen wichtig ist, (auch) in langfristigen Zeithorizonten zu denken, und warum unternehmerischer Erfolg letztlich von der Sicherung langfristiger Wettbewerbsfähigkeit abhängt. *Marshall* erkannte auch Agency-Probleme der Corporate Governance,<sup>116</sup> verband beide Aspekte aber nicht.

### 3. Kurzfristiges Verhalten in der neoklassischen Wohlfahrtsökonomie:

*Arthur Cecile Pigou*

#### a) Kurzsichtige Orientierung als prinzipielles Problem der Marktwirtschaft

*Pigou* war ein leidenschaftlicher Bewunderer und „Starschüler“<sup>117</sup> *Alfred Marshall's*, dessen Tradition er als Nachfolger auf *Marshall's* Lehrstuhl in Cambridge fortführte.<sup>118</sup> *Pigou* ging, wie sein Lehrer, im Ergebnis von der Annahme kardinalen und interpersonell vergleichbaren Nutzens aus,<sup>119</sup> die wenige Jahre später auf das wissenschaftliche Abstellgleis geriet.<sup>120</sup> Er erweiterte die Partialanalyse seines Lehrers *Marshall*, der sich mit

<sup>114</sup> Zum Folgenden siehe näher *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 64–65.

<sup>115</sup> Formal entspricht die individuelle Angebotskurve demnach der Grenzkostenfunktion, insoweit als diese über der Funktion der variablen Durchschnittskosten liegt, *ders.*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 64.

<sup>116</sup> *Marshall*, Principles of Economics<sup>8</sup>, 1920, S. 304–305; dazu *Gamble/Kelly*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), The political economy of the company, 2000, S. 21, 35.

<sup>117</sup> So *Rieter*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 135, 145.

<sup>118</sup> *Cansier*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 231; *Rieter*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 135, 145.

<sup>119</sup> Näher *Cansier*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 231, 237, der darlegt, dass *Pigou* zwar anerkannte, dass individueller Nutzen nicht messbar, direkt vergleichbar sowie addierbar ist, zwischen Personen derselben Umwelt aber eine Vergleichbarkeit durch Analogieschluss, Beobachtung und Meinungsaustausch für möglich hielt. Menschen haben nach *Pigou* im Großen und Ganzen die gleichen Bedürfnisse, sodass die Theorie vereinfachend von einer einheitlichen Einkommens-Nutzen-Funktion ausgehen könne.

<sup>120</sup> Als Begründer der sog. „neuen“ Wohlfahrtstheorie, die einen ordinalen Nutzenbegriff verwendet, gilt gemeinhin Vilfredo Pareto (*Pareto*, Manuel d'Économie Politicque, 1909, dazu siehe *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 104; untechnischer Überblick über die Argumente für

der Wohlfahrt (nur) beschränkt auf einzelne Märkte befasst hatte, zu einer Totalanalyse<sup>121</sup> und kann insofern mit seinem erstmals 1920 erschienenen Buch „The Economics of Welfare“<sup>122</sup> als eigentlicher Begründer der (alten<sup>123</sup>) Wohlfahrtsökonomie angesehen werden.<sup>124</sup> Zudem hat er die Bedeutung externer Effekte für die Wohlfahrtsökonomie zuerst voll erkannt und systematisch untersucht.<sup>125</sup>

Wie *Smith*, *Jevons* und *Marshall* ging auch *Pigou* davon aus, dass Menschen von Natur aus kurzfristig mit Blick auf die Zukunft sind, und wird mit dieser Ansicht in der modernen *Short-termism*-Diskussion in einer Linie mit den Vorgenannten aufgeführt.<sup>126</sup> *Pigou* sah in der kurzfristigen Orientierung allerdings viel mehr als seine Vorgänger ein prinzipielles Problem der Marktwirtschaft,<sup>127</sup> dem er breite Ausführungen fast unmittelbar zu Beginn von „The Economics of Welfare“ widmete.<sup>128</sup> *Pigou* beschränkte seine Betrachtung auf die wirtschaftliche Wohlfahrt, d. h. den Teil, der sich direkt oder indirekt in Geld messen lässt.<sup>129</sup> Als Maßstab verwendete er anknüpfend an *Marshall* die marginale Zahlungsbereitschaft.<sup>130</sup> Verzerrungen dadurch, dass Menschen den Nutzen eines Gutes vorab falsch einschätzen, hielt *Pigou* im Regelfall für vernachlässigbar,

---

diesen theoretischen Wandel bei *van Suntu*m, Die unsichtbare Hand<sup>5</sup>, 2013, S. 48–50; siehe auch sogleich Fn. 123).

<sup>121</sup> Siehe *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 100–101.

<sup>122</sup> Im Folgenden wird die abschließende und gut zugängliche vierte Auflage des Werkes von 1932 herangezogen, *Pigou*, The Economics of Welfare<sup>4</sup>, 1932; Änderungen zu den Voraufgaben sind in den vollständig abgedruckten Vorwörtern erläutert.

<sup>123</sup> Die „alte Wohlfahrtstheorie“ stützt sich auf den Nutzenbegriff des klassischen Utilitarismus, der einen kardinal messbaren und interpersonell vergleichbaren Nutzen unterstellt. Die „neue Wohlfahrtstheorie“ kritisiert diese Annahmen als unwissenschaftlich und hat sie weitgehend, wenn auch mit beachtlichen Ausnahmen, durch das Konzept des nur ordinal messbaren, interpersonell nicht vergleichbaren Nutzens ersetzt, siehe *Cansier*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 231, 237–239. Als ihr Begründer gilt heute der italienische Soziologe und Ökonom Vilfredo Pareto, zum Ganzen siehe oben Fn. 120 sowie *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 100–101, 103–104; ferner *Eisermann*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 158, 163–164, 169.

<sup>124</sup> *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 101; im Ergebnis ganz ähnlich *Cansier*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 231, 235–239.

<sup>125</sup> Siehe aus der vierten Auflage eingehend *Pigou*, The Economics of Welfare<sup>4</sup>, 1932, S. 172 ff., Chapter IX; dazu *Cansier*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 231, 241 mit instruktivem Überblick über *Pigou*s Theorie externer Effekte einschließlich wichtiger Kritikpunkte auf S. 241–245; ebenso instruktiv *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 101–103.

<sup>126</sup> Siehe knapp *Haldane/Davies*, The Short Long, 2011, S. 2; *Kraft/Vashishtha/Venkatachalam*, Acc. Rev. 93 (2018), 249, 254.

<sup>127</sup> Siehe *Cansier*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 231, 244.

<sup>128</sup> *Pigou*, The Economics of Welfare<sup>4</sup>, 1932, S. 23–30 (Chapter II).

<sup>129</sup> *Ders.*, The Economics of Welfare<sup>4</sup>, 1932, S. 11. *Pigou* betont, dass die beiden Komponenten der Wohlfahrt, die wirtschaftliche und die nicht wirtschaftliche, gleich wichtig und nur grob abgrenzbar sind (a. a. O., S. 11), namentlich weil Menschen sowohl „ends in themselves“ sind, deren Wohlergehen an sich ein wichtiges Element des ethischen Wertes der Welt bildet, als auch „instruments of production“, die Güter erzeugen, deren Gebrauch Wohlfahrt stiftet (a. a. O., S. 12 f.). Die nicht wirtschaftliche Wohlfahrt erachtet *Pigou* nicht als Gegenstand der Wirtschaftswissenschaft (a. a. O., S. 11). Allerdings vertritt er eine widerlegbare Vermutung, dass durch eine Steigerung der wirtschaftlichen Wohlfahrt ebenfalls die Gesamtwohlfahrt zunimmt, wenn auch nicht notwendig in gleichem Ausmaß: „In short, there is a presumption [...] that qualitative conclusions about the effect of an economic cause upon economic welfare will hold good also of the effect on total welfare.“ (a. a. O., S. 20).

<sup>130</sup> Als Indikator und Maß für den Nutzen einer bestimmten Person aus einer (zusätzlichen) Einheit eines Gutes dient *Pigou* also der Preis, den diese Person für eine (weitere) Einheit des betrachteten Gutes zu zahlen bereit ist, *ders.*, The Economics of Welfare<sup>4</sup>, 1932, S. 23–24.

indes mit einer „sehr wichtigen Ausnahme“:<sup>131</sup> Menschen haben, so *Pigou*, eine „fehlerhafte teleskopische Fähigkeit“ und sehen daher zukünftigen Nutzen – ebenso wie vergangenen – in verkleinertem Maßstab, und zwar umso mehr, je weiter der Nutzeneintritt in der Zukunft liegt, und selbst dann, wenn er sicher stattfinden wird.<sup>132</sup> Diese „weitreichende ökonomische Disharmonie“ bewirke, dass Menschen ihre Ressourcen zwischen Gegenwart, naher und ferner Zukunft auf Grundlage einer „vollkommen irrationalen Präferenz“ aufteilen. Generell werden menschliche Bemühungen umso stärker verkümmern, je weiter sie auf die Zukunft gerichtet sind,<sup>133</sup> mit der Folge, dass die letztliche Summe ökonomischer Bedürfniserfüllung weit geringer ist als sie es wäre, wenn gleichwertige (sichere) Bedürfniserfüllungen unabhängig von ihrem zeitlichen Eintreten gleich stark erstrebt würden.<sup>134</sup>

### b) Potenzielle Korrektur durch den Kapitalmarkt und Gegenmaßnahmen

Von besonderem Interesse ist *Pigous* Erkenntnis, dass ein Teil dieses Hindernisses für entfernte Renditen „zweifellos“ durch einen börsenmäßigen Handel (*stock exchange devices*) überwunden werden könne, weil sich dadurch Investitionen mit zukünftigem Ertrag vorzeitig durch Verkäufe nach Kursanstiegen realisieren ließen. Dann mache es keinen Unterschied, dass jedermann für eine langfristige Bindung seines Kapitals eine höhere Rendite verlangen würde als für eine kurzfristige. *Pigou* sah indes für eine solche kapitalmarktvermittelte Korrektur der unzulänglichen teleskopischen Fähigkeit nur einen sehr schmalen Anwendungsbereich: Bei rein privat umsetzbaren Investitionen scheidet dieses Instrument aus. Und selbst wenn eine (börsengehandelte) Gesellschaft die Investition vornehme, könnten Investoren nicht ernsthaft erwarten, beständig einen reibungslosen Markt für Titel ohne (feste) Auszahlung vorzufinden.<sup>135</sup>

Die verbleibende Diskrepanz zwischen tatsächlichem und gesehendem zukünftigen Nutzen beeinträchtigt die Wohlfahrt, indem sie die Neubildung von Kapital hemme und Menschen ermutige, vorhandenes Kapital so stark aufzubrauchen, dass größere zukünftige Vorteile kleineren gegenwärtigen geopfert werden. Als nachteilig betroffen führt *Pigou* beispielhaft Investitionen in Infrastruktur, Wasserversorgung und die (nachhaltige bzw. übermäßige) Nutzung natürlicher Ressourcen auf.<sup>136</sup> Als potenzielles Gegenmittel nannte er eine Abkehr von staatlichen Maßnahmen, namentlich Steuern, welche die Ersparnisbildung diskriminieren, zugunsten indirekter Steuern auf wichtige Ausgaben.

<sup>131</sup> *Ders.*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 24.

<sup>132</sup> *Ders.*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 24–25.

<sup>133</sup> *Ders.*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 25.

<sup>134</sup> *Ders.*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 25–26. Hinzu kommt nach *Pigou* (a. a. O.) ein Abzug für solche Bedürfniserfüllungen, die erst nachfolgende Generationen genießen könn(t)en.

<sup>135</sup> *Ders.*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 27. *Pigou* erkannte durchaus, dass der Aktienmarkt deutlich liquider ist als andere Märkte. So beurteilte er an anderer Stelle die Eignung von Aktien als Kreditsicherheit positiv, (unter anderem) mit dem Argument, dass der „kontinuierliche Markt“ [Anführungszeichen im Original], den die Börsen der Welt für Aktien stellten, die Halter gegen die Gefahr von Wertenbrüchen versicherten, die so plötzlich und groß sind wie jene, denen Personen ausgesetzt seien, die Eigentum an Grundstücken oder Immobilien als Sicherheit halten (*ders.*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 164). *Pigou* erkannte den Aktienmarkt also durchaus als relativ liquide, erachtete ihn offenbar aber nicht für liquide genug, um als effektives Heilmittel gegen die menschliche Kurzsichtigkeit zu fungieren.

So ist *Pigous* Argumentation zur sehr beschränkten Ausgleichsfunktion des Kapitalmarktes im Kontext des Gesamtwerkes nicht in jeder Hinsicht konsistent.

<sup>136</sup> *Pigou*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 27–28.

Zudem befürwortete *Pigou* steuerliche Anreize zur Ersparnisbildung, gegebenenfalls flankiert durch eine staatliche Förderung langfristiger Investitionen. All dies stellte er aber unter den Vorbehalt von Machbarkeits- und Fairnesserwägungen sowie Verdrängungseffekten.<sup>137</sup>

### c) Die Bedeutung unvollständigen Wissens

*Pigou's* Argumentation erscheint im Gesamtkontext seines Buches zumindest auf den ersten Blick nicht völlig geschlossen. So schildert er an anderer Stelle, dass junge Aktien im Rahmen der modernen Unternehmensfinanzierung sukzessive von verschiedenen Investorengruppen gehalten werden: zunächst vom Emissionskonsortium, dann von spekulativen Investoren mit hoher Unsicherheits-Tragfähigkeit, aber kurzem Investitionshorizont, und zuletzt, nach weiteren Zwischenstationen und nachdem das vormals neue Unternehmen besser einschätzbar geworden ist, von der „investierenden Öffentlichkeit“. Auf diese Weise könnten sowohl diejenigen mit Unsicherheits-Tragfähigkeit als auch diejenigen mit Wartebereitschaft die zu ihnen passende Rolle spielen.<sup>138</sup> Vor einem solchen Hintergrund erscheint aber fraglich, warum Abstriche von einem kontinuierlich reibungslosen Handel zu erwarten bzw. aus Investorensicht eine erhebliche Einschränkung bedeuten sollen.

Diese Flanke schließt sich teilweise in Zusammenschau mit der – im Buch vorher platzierten – Untersuchung des Volkseinkommens. In deren Rahmen erörtert *Pigou* die wohlfahrtsmindernde Wirkung unvollständigen Wissens, das die Lenkung von Ressourcen in ihre ertragreichste Verwendung behindert.<sup>139</sup> Als eine Ursache nennt *Pigou* die mangelnde Transparenz der Bücher von Unternehmungen, insbesondere von privaten, die keinen Jahresabschluss offenlegen, aber auch von Aktiengesellschaften (*joint stock companies*), bei denen zwar eine gewisse Publizität vorgeschrieben sei, aber die Rendite auf das investierte Kapital oft gezielt für Außenstehende verdunkelt werde.<sup>140</sup> Dieser Weg, die aktuelle Rendite und zukünftige Aussichten zu erfahren, stehe daher ausschließlich Spezialisten offen. Überdies bezögen sich die zu prognostizierenden Ertragsaussichten auf eine erhebliche Zeitspanne, für die selbst eine korrekte Kenntnis der unmittelbaren Vergangenheit nur unvollständigen Anhalt biete. Dessen ungeachtet sah *Pigou* keinen Anlass zu übermäßigem Pessimismus: Zwar könnten einzelne Firmen ihre Position verschleiern, aber kaum ganze Industrien, sodass der Markt doch eine Kapitallenkung bewirke. Dessen ungeachtet bestehe Raum für eine Verbesserung der Geschäfts-

<sup>137</sup> *Ders.*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 28–30.

<sup>138</sup> *Ders.*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 165–166.

<sup>139</sup> *Ders.*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 149.

<sup>140</sup> Als Beispiel für eine Maßnahme, mit der dies erreicht wird, nennt *ders.*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 150 das sog. *stock-watering*, also die künstliche Aufblähung von Aktienwerten (insbesondere) dem Nennbetrag nach. Eine entsprechende – nicht selten betrügerische – Praxis war namentlich in den Aktienboomjahren in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts anzutreffen. Sie bestand vielfach darin, junge Aktien zu einem höheren Nennbetrag auszugeben, als es dem Wert der eingebrachten Sacheinlage entspach. Des Weiteren kann *stock-watering* etwa durch exzessive Aktiendividenden bewirkt werden, siehe aus US-amerikanischer Sicht *Dodd*, *Stock-Watering*, 1930, S. 3–6 (Methoden), S. 6–24 (Motive); beachtenswerterweise erörtert *Dodd* später (a. a. O., S. 277–289 bzw. S. 289–297) ausführlich auch die damalige Rechtslage in England und Deutschland und nimmt sie zum Ausgangspunkt für Reformvorschläge für das amerikanische Recht, die allerdings wenig freundlich aufgenommen wurden, etwa von *McCormack*, 40 *Yale L. J.* 1344, 1345 (1931); ferner aus US-amerikanischer Sicht zur damaligen Problematik und Beurteilung des *stock-watering* *Bonbright*, 25 *Colum. L. Rev.* 408 (1925).

publizität, von der sich *Pigou* versprach, dass sie eine Gleichheit der Grenzprodukte fördern und dadurch das Volkseinkommen steigern werde.<sup>141</sup>

Ähnliche Überlegungen zur Bedeutung unvollständigen Wissens hat *Pigou* parallel zur zweiten und dritten Auflage von „The Economic of Welfare“ in seinem Buch „Industrial Fluctuations“<sup>142</sup> angestellt, mit dem er ein Kapitel auskoppelte, das noch in der ersten Auflage von „The Economics of Welfare“ enthalten war. *Pigou* behandelt in „Industrial Fluctuations“ Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität und damit des Beschäftigungsniveaus in modernen Industriegesellschaften<sup>143</sup> mit Blick auf Erscheinungsformen, Ursachen und Gegenmaßnahmen. Als psychologische Ursache<sup>144</sup> nennt er eine nicht faktenbasierte, optimistische oder pessimistische Einstellung und damit einhergehende Vorhersagefehler von Wirtschaftsakteuren wie etwa Unternehmensdirektoren, vor allem aber unkundigen (Klein-)Anlegern.<sup>145</sup> Als Treiber solcher Vorhersagefehler hebt *Pigou* – parallel zu „The Economics of Welfare“ – neben der Sach(un)kundigkeit der Handelnden<sup>146</sup> die Verfügbarkeit relevanter Informationen hervor.<sup>147</sup> Dies führt ihn zu den gleichen Schlüssen wie schon in „The Economics of Welfare“.<sup>148</sup>

<sup>141</sup> *Pigou*, *The Economics of Welfare*<sup>4</sup>, 1932, S. 151.

<sup>142</sup> *Pigou*, *Industrial Fluctuations*<sup>2</sup>, 1999.

<sup>143</sup> Siehe *ders.*, *Industrial Fluctuations*<sup>2</sup>, 1999, S. 18.

<sup>144</sup> Insgesamt führt *ders.*, *Industrial Fluctuations*<sup>2</sup>, 1999 eine Änderung der Arbeitsnachfrage auf (1) Änderungen in der Ertragserwartung und/oder auf (2) eine geänderte Diskontrate für die Abzinsung künftiger Gewinne zurück, wobei Letzteres durch (i) eine veränderte Einstellung zur Zukunft oder (ii) eine geänderte zeitliche Einkommensverteilung bedingt sein könne (S. 26). Aus kurzfristiger Sicht könnten veränderte Einstellungen zur Zukunft vernachlässigt werden (S. 26) – *Pigou* abstrahiert also von dem psychologischen Kurzsichtigkeitstreiber, dem er in „The Economics of Welfare“ nachgeht. Änderungen der Ertragserwartung [Faktor (1) oben] führt *Pigou* auf drei Umstände zurück, die alternativ oder kumulativ oder in Wechselwirkung auftreten können: (i) reale Faktoren, also industrielle Rahmenbedingungen wie etwa geänderte Rohstoffpreise sowie technischer Fortschritt, sowie deren zutreffende Erwartung (S. 35 f., 40 ff.); (ii) psychologische Faktoren im Sinne einer nicht faktenbasierten optimistischen oder pessimistischen Einstellung (S. 45 f., 72 ff.); (iii) autonome monetäre Faktoren (S. 35 f., 99 ff.).

<sup>145</sup> *Ders.*, *Industrial Fluctuations*<sup>2</sup>, 1999, S. 45 f., 72 ff. Für eine Untersuchung des Erklärungswertes dieser These aus heutiger Sicht siehe *Beaudry/Portier*, *J. Monetary Ec.* 51 (2004), 1183 ff.

<sup>146</sup> Die psychologischen Faktoren hängen nach *Pigou*, *Industrial Fluctuations*<sup>2</sup>, 1999 wesentlich von den Fähigkeiten der Personen ab, die Vorhersagen mit Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit treffen. Hierzu zählt *Pigou* namentlich Manager und Direktoren von Joint Stock Companies, Promoter und Finanzagenten, die neue Aktien in Umlauf bringen, aber auch die „allgemeine Öffentlichkeit“ (*general public*), die in Aktien investiert (S. 74 f.). Letztere hält *Pigou* – parallel zu „The Economics of Welfare“ – für besonders anfällig, Vorhersagefehlern oder einer Irreführung durch Finanzagenten zu erliegen, und befürwortet daher Regelungen, die Laien weitgehend aus Vorgängen der Unternehmensfinanzierung zugunsten von Experten herausdrängen, obgleich dies nur eingeschränkt möglich sei (S. 75 f.).

<sup>147</sup> *Ders.*, *Industrial Fluctuations*<sup>2</sup>, 1999, S. 76 ff.

<sup>148</sup> Siehe *ders.*, *Industrial Fluctuations*<sup>2</sup>, 1999, S. 76, 250: Er befürwortet wiederum unter anderem die Regulierung von Prospekten bei Neuemissionen mit dem Ziel umfassender Offenlegung und die Zugänglichmachung wirtschaftlicher Daten durch Statistiken (S. 76), wobei freilich die Kosten gegen den Nutzen an verminderter Fluktuation abzuwägen sind (S. 250). Des Weiteren äußert er wie in „The Economics of Welfare“ Sympathie für hohe Aktiennennbeträge, die Kleinanleger vom Markt fernhalten (S. 75 f.).

Diese Vorschläge stehen im Buch allerdings eher am Rande. *Pigou*, der im Grundsatz der Ansicht war, dass eine Glättung wirtschaftlicher Schwankungen die aggregierte Wohlfahrt erhöht (S. 247), widmet der Diskussion entsprechender Maßnahmen einen umfangreichen dritten Teil des Buches, der sich auf diverse, oft heute noch aktuelle Maßnahmen zur Abfederung von Krisen konzentriert, wie eine Stabilisierung der Kreditversorgung, staatliche Aufträge, Arbeitslosenversicherung und Kurzarbeit. Auf Maßnahmen gegen fehlerhafte Erwartungen geht er hingegen nicht über das bereits erörterte Maß hinaus ein.

## d) Einordnung in den rechtshistorischen Kontext und die Short-termism-Debatte

Pigous Empfehlung einer verbesserten Transparenz relevanter Umstände auch für un-kundige(re) Marktteilnehmer muss man vor dem Hintergrund der aktien- und kapitalmarktrechtlichen Transparenzvorgaben sehen, die zur Zeit von „The Economics of Welfare“ bestanden. Das Buch erschien 1920 in erster und 1932 abschließend in vierter Auflage. Das erste englische Gesellschaftsgesetz, der Joint Stock Companies Act 1844, hatte nicht nur – damals als kühne Innovation – die Inkorporation durch Registrierung ermöglicht,<sup>149</sup> sondern auch Vorlage und Registrierung einer geprüften Bilanz verlangt.<sup>150</sup> 1855 hatte der Limited Liability Act nach kontroverser politischer und gesellschaftlicher Debatte<sup>151</sup> für die Mitglieder einer registrierten Gesellschaft eine gesetzliche Haftungsbeschränkung unter strengen Bedingungen eingeführt,<sup>152</sup> welche jedoch der Joint Stock Companies Act 1856 zusammen mit den bestehenden Buchführungs- und Prüfungspflichten im Namen des Laissez-faire beiseiteschob.<sup>153</sup> Namentlich war keine behördliche Billigung der Buchprüfer mehr gefordert und selbst ihre Ernennung nur noch freiwillig.<sup>154</sup> Gleiches galt sogar dafür, Geschäftsbücher zu führen und den Aktionären eine

<sup>149</sup> Zuvor galt das Konzessionssystem, welches für die Gründung einer Joint Stock Company ein Parlamentsgesetz oder eine königliche Charter voraussetzte. Allerdings vermittelte die Inkorporation durch Registrierung zunächst keine umfassende Haftungsbeschränkung. Ein weiterer wichtiger Fortschritt bestand darin, dass der Joint Stock Companies Act die Grundstruktur des modernen englischen Gesellschaftsrechts vorzeichnete, zum Ganzen eingehend *Cooke, Corporation, trust and company*, 1950, S. 36–39; *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer’s company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.104–1.104.1; *Davies/Prentice/Gower, Gower’s principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 38–39; knapp *Farrar/Hannigan, Farrar’s company law*<sup>4</sup>, 1998, S. 19. Allerdings etablierte erst der nachfolgende Joint Stock Companies Act 1856 die moderne englische Unternehmensverfassung, indem er die *deeds of settlement* durch das moderne *memorandum* und die *articles of association* ersetzte und die Auflösung gesondert regelte, *Davies/Prentice/Gower, Gower’s principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 45; *Farrar/Hannigan, Farrar’s company law*<sup>4</sup>, 1998, S. 20; plastisch *Cooke, Corporation, trust and company*, 1950, S. 158: „[...] clothed the joint stock company in modern dress.“

<sup>150</sup> *Maltby, Accounting History* 3 (1998), 9, 11.

<sup>151</sup> Dazu eingehend *Davies/Prentice/Gower, Gower’s principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 40–44.

<sup>152</sup> *Davies/Prentice/Gower, Gower’s principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 44; *Cooke, Corporation, trust and company*, 1950, S. 153: Die Gesellschaft musste (1) sich vollständig registrieren, (2) mindestens 25 Mitglieder haben, (3) gewisse Mindestkapitalanforderungen erfüllen, (4) den Zusatz „limited“ im Namen führen und (5) das Board of Trade die Buchprüfer (auditors) billigen. Zudem musste die Gesellschaft nach Verlust von drei Vierteln des Kapitals aufgelöst werden. Bestehende Gesellschaften konnten auf Gesellschafterbeschluss und nach einer Prüfung die Haftungsbeschränkung erwerben, *Cooke* (a. a. O.).

<sup>153</sup> Dazu ebenso wie zu den in ihrer Interpretation und Gewichtung strittigen Hintergründen instruktiv *Maltby, Accounting History* 3 (1998), 9, 11–30, insb. S. 23–27. Er erklärt den temporären Rückbau der Bilanzierungspflichten namentlich mit zwei Faktoren: erstens damit, dass in der fraglichen Zeit Großanleger dominierten, die sich unmittelbar beim Management bzw. über Netzwerke informieren konnten und daher keine Bilanz benötigten, diese im Gegenteil als unerwünschten Einbruch von Öffentlichkeit in ihren Geschäftsgang empfanden. Zweitens argumentiert *Maltby*, dass damals ein großer Teil der handelbaren Aktien aus Neuemissionen hervorging (ebenso *Rutterford*, in: *Poitrans* (Hrsg.), *Handbook of research on stock market globalization*, 2012, S. 116, 118: „Nineteenth-century shares were mostly bought on issue [...]“), für die gefestigte, aussagekräftige Bilanzwerte ohnehin fehlten, sodass bei der Investitionsentscheidung die Identität des Sponsors, der Mitaktionäre sowie das *memorandum* und die *articles of association* entscheidend waren, deren Transparenz für die Aktionäre dementsprechend verbessert wurde (siehe dazu Fn. 155).

<sup>154</sup> *Farrar/Hannigan, Farrar’s company law*<sup>4</sup>, 1998, S. 20–21; näher *Davies/Prentice/Gower, Gower’s principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 45 inkl. Fn. 58: Die Vorschriften über Bilanzprüfer wurden vom operativen Teil des Gesetzes in den optionalen Table B verschoben. *Davies/Prentice/Gower* führen zwar auch aus, dass die entsprechenden Vorschriften von den meisten Gesellschaften ausdrück-

Bilanz vorzulegen.<sup>155</sup> Erst einige Jahrzehnte später besann sich der Gesetzgeber angesichts gesunkener Nominalwerte von Aktien und der damit einhergehenden Öffnung für Kleinaktionäre sowie für eine breitere Portfoliodiversifikation<sup>156</sup> wieder schrittweise auf größere Kontrollen und erhöhte Publizität: Der Companies Act 1900 regelte in sec. 21, dass jede Gesellschaft einen Rechnungsprüfer haben musste, notfalls bestellt durch das Board of Trade. Sec. 23<sup>157</sup> sicherte den Prüfern umfassende Einsicht in Geschäftsbücher und Konten und gab indirekt die Vorlage einer geprüften Bilanz auf der Generalversammlung vor.<sup>158</sup> Sec. 21 des Companies Act 1907<sup>159</sup> führte mit der Pflicht zur Registrierung einer geprüften Bilanz wieder eine Veröffentlichung finanzieller Informationen ein.<sup>160</sup> Die Vorschriften wiesen allerdings Lücken und Umgehungsmöglichkeiten auf.<sup>161</sup> Zudem regelte und gestattete der Companies Act 1929 nur minimalistische Rechnungslegungs-

---

lich oder implizit angenommen wurden, sodass eine professionelle Prüfung weiterhin üblich blieb. Allerdings liegt es nahe, dass eine freiwillige, in Ausmaß und Umfang vom Willen der Gesellschaft abhängige Prüfung für externe und interne Anspruchsgruppen einen geringeren Erkenntniswert bietet und vor allem erheblich weniger verlässlich ist.

<sup>155</sup> *Farrar/Hannigan*, *Farrar's company law*<sup>4</sup>, 1998, S. 465. In einem Punkt wurde die Transparenz allerdings auch erhöht: Während der Joint Stock Companies Act 1844 nur den Aktionären erlaubt hatte, das Register der Aktionäre einzusehen, gewährte der Joint Stock Companies Act 1856 dieses Recht der gesamten Öffentlichkeit. Zudem regelte der Joint Stock Companies Act 1856, dass das *memorandum* und die *articles of association* den Aktionären zu übersenden waren, während der Joint Stock Companies Act 1844 nur vorgeschrieben hatte, das *deed of settlement* in den Geschäftsräumen der Gesellschaft zur Einsichtnahme bereitzuhalten, zu beidem *Maltby*, *Accounting History* 3 (1998), 9, 22–23.

<sup>156</sup> Dazu *Maltby*, *Accounting History* 3 (1998), 9, 27–29; *Rutterford*, in: *Poitras* (Hrsg.), *Handbook of research on stock market globalization*, 2012, S. 116, 117.

<sup>157</sup> Die Vorschrift lautete: „Every auditor of a company shall have a right of access at Rights and all times to the books and accounts and vouchers of the company, and shall be entitled to require from the directors and officers of the company such information and explanation as may be necessary for the performance of the duties of the auditors, and the auditors shall sign a certificate at the foot of the balance sheet stating whether or not all their requirements as auditors have been complied with, and shall make a report to the shareholders on the accounts examined by them, and on every balance sheet laid before the company in general meeting during their tenure of office; and in every such report shall state whether, in their opinion, the balance sheet referred to in the report is properly drawn up so as to exhibit a true and correct view of the state of the company's affairs as shown by the books of the company; and such report shall be read before the company in general meeting.“, zitiert nach dem Abdruck in *Palmer*, *Companies Act, 1900*<sup>2</sup>, 1901, S. 53.

<sup>158</sup> Näher *Barlow*, *Ec. J.* 11 (1901), 180, 189–190, der darauf hinweist, dass das Gesetz nicht ausdrücklich regelte, dass eine Bilanz zu erstellen war, sondern lediglich deren Unterzeichnung durch die Prüfer. *Barlow* folgert daraus, dass die Vorgaben ohne Weiteres nur galten, sofern es eine Bilanz gab, während es sehr zweifelhaft sei, ob die Gerichte daraus die Verpflichtung zu einer Bilanzerstellung in jedem Einzelfall ableiten würden; knapp *Farrar/Hannigan*, *Farrar's company law*<sup>4</sup>, 1998, S. 465.

<sup>159</sup> Die Vorschrift lautete: „Every company required to forward to the registrar a summary under section twenty-six of the Companies Act, 1862 [i. e. every company having a capital divided into shares and not being a private company], shall include in that summary a statement, made up to such date as may be specified in the statement, in the form of a balance sheet, audited by the company's auditors, and containing a summary of its capital, its liabilities, and its assets, giving such particulars as will disclose the general nature of such liabilities and assets, and how the values of the fixed assets have been arrived at, but the balance sheet need not include a statement of profit and loss: Provided that this section shall not apply to any private company.“, zitiert nach dem Abdruck in *Palmer*, *Companies Act, 1907*, and *Limited Partnerships Act, 1907*<sup>2</sup>, 1908, S. 31–32.

<sup>160</sup> *Farrar/Hannigan*, *Farrar's company law*<sup>4</sup>, 1998, S. 465. Der Vorschlag, dass eine Bilanz jährlich eingereicht werden sollte, war bereits im Rahmen der Ausarbeitung des Companies Act 1900 unterbreitet worden, konnte sich aber zu diesem Zeitpunkt noch nicht durchsetzen, dazu *Barlow*, *Ec. J.* 11 (1901), 180, 185.

<sup>161</sup> Zum Companies Act 1900 *Barlow*, *Ec. J.* 11 (1901), 180, 191–192.

verfahren. Sie wurden erst mit dem Companies Act 1948 substanziell gestärkt, der insbesondere einen konsolidierten Abschluss verpflichtend machte.<sup>162</sup>

Dieser historische Befund erklärt, warum *Pigou* nicht nur stärkere Transparenzvorgaben empfahl, sondern auch wesentliche Vorteile in einer Anlage durch professionelle Intermediäre und Finanziere erblickte: Diese hätten Spezialisierungs- und Informationsvorteile beim Aufspüren guter Investitionsmöglichkeiten, und die Marktauslese Sorge dafür, dass nur die Fähigsten dauerhaft agierten.<sup>163</sup> Die Vorteile seien allerdings gegen Nachteile daraus abzuwägen, dass Spezialisten Manipulationsmöglichkeiten zum eigenen Vorteil und zulasten ihrer ungebildeten Kollegen ausnutzten.<sup>164</sup> Die Aussicht auf überwiegende Vorteile steige, wenn, wie in Deutschland vor dem Ersten Weltkrieg, der Umlauf von Aktien mit extrem geringem Nominalwert verboten werde, weil dann eine gewisse Zahl der ärmeren, wahrscheinlich unwissenderen und mithin leicht zu übervorteilenden Personen aus dem Markt gedrängt werde.<sup>165</sup> Jede rechtliche Maßnahme, die eine betrügerische Ausnutzung inkompetenter Investoren beschränke, verringere tendenziell die Fehlerspanne. *Pigou* befürwortete daher eine öffentliche Regulierung von Prospekten neuer Gesellschaften, Gesetze gegen betrügerische Bewerbung von Wertpapieren, strengere Anforderungen der Börsen an zugelassene Aktien und effizientere Agenten, die den Investoren Informationen bereitstellen (in heutiger Terminologie: Informationsintermediäre).<sup>166</sup> Insofern haben die Überlegungen *Pigous* durchaus zeitlosen Charakter.

*Pigous* Ausführungen entsprechen aber auch sonst in beachtlichem Maße den heutzutage wieder unter dem Eindruck einer Wirtschaftskrise (einer „industrial fluctuation“) aufgeflammteten Sorgen um Folgen kurzsichtigen Verhaltens in der Wirtschaft. Namentlich sehen die Europäische Kommission ebenso wie der vom britischen Wirtschafts-, Forschungs- und Bildungsministerium in Auftrag gegebene *Kay Report* einen Hauptschaden kurzfristigen Denkens der Unternehmen und Kapitalmarktakteure in unzurei-

---

<sup>162</sup> *Bircher*, Acc. & Bus. Res. 18 (1988), 107, mit nachfolgender eingehender Aufarbeitung der Entstehungsgeschichte der Reform der Rechnungslegungsvorschriften. Er zeigt, dass entsprechende Initiativen praktisch unmittelbar nach dem Erlass des Companies Act 1929 begannen, sich aber erst nach längerer Zeit durchsetzen konnten. Weiterführend und teils differenzierter *Rutterford*, in: Poitras (Hrsg.), Handbook of research on stock market globalization, 2012, 116 : „[...] profit and loss statements in the UK left a lot to be desired until the second half of the twentieth century.“; S. 119: „[...] in Britain the profit and loss account, when provided, gave only limited financial information [...]. The balance sheet, on the other hand, gave some estimate value in terms of fixed assets and stock in trade, although Stacey (1923, p. 23) [Stacey’s Guide to Stock Exchange Investment, 1923] warned that most assets in the balance sheet were at directors’ valuation.“; S. 121: „The general lack of consolidation of company accounts meant that, prior to the 1948 Companies Act, British balance sheets failed to provide group, as opposed to company book values.“; S. 125: „[...] the failure to make consolidated accounts compulsory until 1948 meant that the true book value of all subsidiaries’ assets could often not be estimated.“

<sup>163</sup> *Pigou*, The Economics of Welfare<sup>4</sup>, 1932, S. 152.

<sup>164</sup> *Ders.*, The Economics of Welfare<sup>4</sup>, 1932, S. 153. Hierdurch werde der Nettoeffekt der Verteilung gesellschaftlicher Investitionen etwas zweifelhaft.

<sup>165</sup> *Ders.*, The Economics of Welfare<sup>4</sup>, 1932, S. 153.

<sup>166</sup> *Ders.*, The Economics of Welfare<sup>4</sup>, 1932, S. 154. *Pigou* sieht hier wieder einen Vorteil des deutschen Modells: In Deutschland sei die Aktienpromotion auf Banken ausgelagert, deren Ruf am permanenten Platzierungserfolg hänge. Andererseits erfordere dies eine hohe Konzentration und eine hohe Kapitalbindung bei den Banken. Im Kontext der Kreditfinanzierung gehe es diesen zudem normalerweise nur um Kapitalrückzahlung und nicht um effiziente Kapitalverwendung an sich, es sei denn, das Darlehen wird an eine Person gegeben, die keine vollständigen Sicherheiten stellen kann, *ders.*, The Economics of Welfare<sup>4</sup>, 1932, S. 156.

chenden Investitionen.<sup>167</sup> Beide diskutieren ganz ähnliche Abhilfemaßnahmen wie seinerzeit *Pigou*, auch wenn das Steuerrecht heute eher am Rande denn im Zentrum der Anstrengungen steht.<sup>168</sup> Überdies nutzt die heutige ökonomische Forschung Maße für Investitionen als zentrale Identifizierungsstrategie für kurzsichtiges Verhalten von Unternehmen und Kapitalmärkten.<sup>169</sup> *Pigou* wird denn auch in der gegenwärtigen *Short-termism*-Debatte mitunter, wenngleich sehr knapp, als Vordenker in Erinnerung gerufen.<sup>170</sup>

Ermutigend erscheint dies freilich weniger: Bedenkt man den erheblichen Zuwachs an Corporate-Governance-Bemühungen, Transparenz- und Anlegerschutzmaßnahmen sowie staatlicher Handelsaufsicht heutzutage im Vergleich zu *Pigou*s Zeiten, so scheint es, als habe all dies nur die juristische Komplexität erhöht, die Problematik kurzsichtigen Handelns aber im Grunde nicht gelöst oder gar verstärkt.

#### 4. Kurzsichtiges Verhalten in der Zins- und Kapitaltheorie österreichischer bzw. neoklassischer Ökonomen

Kurzsichtiges Verhalten spielt schließlich auch eine prominente Rolle in der Zins- und Kapitaltheorie.<sup>171</sup> Dies gilt namentlich für *Eugen von Böhm-Bawerks* sehr einflussrei-

<sup>167</sup> Siehe an dieser Stelle nur *Europäische Kommission*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 2–4, 8 f., 10–19; abgeschwächter *Europäische Kommission*, Mitteilung langfristige Finanzierung, 27.03.2014, S. 16–17; wieder deutlicher *Europäische Kommission*, AktionärsReÄRL-E, 09.04.2014, S. 5, S. 14, Erwägungsgrund 9; speziell mit Blick auf Infrastrukturinvestitionen *Europäische Kommission*, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.02.2015, S. 15; *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische langfristige Investmentfonds, 26.06.2013, S. 54. Für das Vereinigte Königreich an dieser Stelle nur *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 14–16; *BIS*, *A Long-Term Focus for Corporate Britain*, October 2010.

<sup>168</sup> Offen gegenüber steuerrechtlichen Gegenmaßnahmen vor allem mit Blick auf die derzeitige steuerliche Diskriminierung von Eigenkapital gegenüber Fremdkapital und hinsichtlich steuerlicher Anreize zu langfristigen Anlagen *Europäische Kommission*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 16–17; *Europäische Kommission*, Mitteilung langfristige Finanzierung, 27.03.2014, S. 18; jetzt vorrangig unter dem Aspekt der Wettbewerbsverzerrung, allerdings zugleich mit knappem Verweis auf eine denkbare steuerliche Förderung von F&E-Ausgaben *Europäische Kommission*, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.02.2015, S. 28; deutlich reserviert gegenüber mehrfachen einschlägigen Forderungen *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 25 Rn. 2.15, S. 62 Rn. 8.32, S. 84 Rn. 2.13 f.

<sup>169</sup> Siehe beispielhaft *Asker/Farre-Mensa/Ljungqvist*, *Rev. Financ. Stud.* 28 (2015), 342 ff.; *Mortal/Reisel*, *J. Financ. Quant. Anal.* 48 (2013), 77 ff.; im Überblick *Belloc*, *J. Ec. Surveys* 26 (2012), 835, 836, 839 f., 850 m. w. N.; näher unten 3. Teil, § 4 I. 1. c) aa), S. 571 ff., § 4 III. 3., S. 643 ff.

<sup>170</sup> Siehe etwa *Haldane*, *Patience and Finance*, 02.09.2010, S. 6; *ders.*, *Get Shorty*, 14.11.2011 <<http://www.gresham.ac.uk/lecture/transcript/download/the-sir-thomas-gresham-docklands-lecture-get-shorty/>>, S. 2, 9 (geprüft am 31.07.2020); *Kraft/Vashishtha/Venkatachalam*, *Acc. Rev.* 93 (2018), 249, 254.

<sup>171</sup> Kapital im Sinne der Kapitaltheorie ist nicht, wie im allgemeinen Sprachverständnis, schlicht mit Geld gleichzusetzen. Vielmehr hat Kapital im volkswirtschaftlichen Sinne eine doppelte Bedeutung: Erstens bezeichnet der Begriff alle produzierten (nicht in der Natur ohne Weiteres zur Verfügung stehenden) Produktionsmittel, die bei der Gütererzeugung eingesetzt werden, bzw., anders ausgedrückt, den Bestand an Anlagen, die für die Produktion genutzt werden, *Mankiw*, *Makroökonomik*<sup>6</sup>, 2011, S. 60, 735. Zweitens bezeichnet Kapital die Mittel, mit denen die Akkumulation der Anlagen finanziert wird, *ders.*, *Makroökonomik*<sup>6</sup>, 2011, S. 735. Dies deutet zugleich an, dass auch der Begriff des (Kapital-)Zinses unterschiedlich aufgefasst werden kann: als reale Größe, d. h. als Ergebnis von Kapitalangebot und -nachfrage – so die Quantitätstheorien des Geldes –, oder als monetäre Größe, d. h. als Ergebnis von Geldnachfrage und -angebot bzw. als „Preis“ für Liquiditätsverzicht – so die keynesianische Geldtheorie, genauer die keynesianische Liquiditätspräferenztheorie (siehe *Söllner*, *Die Geschichte des ökonomi-*

ches<sup>172</sup> zweibändiges Hauptwerk „Kapital- und Zinseszins“, in dem er insbesondere die Funktion von Zins auf Kapital als Bestimmungsfaktor wirtschaftlichen Verhaltens untersuchte. *Böhm-Bawerk* legte unter der Überschrift „Gegenwart und Zukunft in der Wirtschaft“ ausführlich drei Gründe dafür dar, warum Menschen für die Bereitstellung von Gütern<sup>173</sup> Zinsen verlangen:<sup>174</sup> erstens, weil für die meisten Menschen das Einkommen im Verlauf ihres Erwerbslebens steigt;<sup>175</sup> zweitens aufgrund einer menschlichen Gegenwartspräferenz infolge systematischer Unterschätzung künftiger Bedürfnisse;<sup>176</sup> und drittens wegen einer größeren Produktivität bei längerem Produktionsumweg, d. h. bei einem längeren Zeitraum zwischen Beginn der Produktion und Verfügbarkeit der produzierten Güter, etwa weil zunächst Maschinen zur Fertigung erstellt werden.<sup>177</sup> *Böhm-Bawerks* innovativer Beitrag lag vorwiegend in seinem dritten Grund,<sup>178</sup> der sich freilich zu Recht nicht durchgesetzt hat.<sup>179</sup> Hier interessiert jedoch der zweite:

*Böhm-Bawerk* meinte insoweit zwar, eine systematische Unterschätzung finde sich „bei den einzelnen Nationen, Lebensaltern, Individuen in graduell äußerst verschiedenem Maße“.<sup>180</sup> „In geringerem Grade und in verfeinerter Form“ sei „aber dieselbe Erscheinung, [...] Keinem [sic] fremd, auch dem vorsorglichsten, charakterfestesten und überlegtesten Manne nicht.“<sup>181</sup> *Böhm-Bawerk* macht dafür drei Ursachen verantwortlich: erstens einen Wissens-<sup>182</sup> bzw. Schätzfehler,<sup>183</sup> nämlich die „Lückenhaftigkeit der Vorstellungen [...], die wir uns von Unserem künftigen Bedürfnisstande bilden“;<sup>184</sup> zweitens einen Willensfehler, dergestalt, „daß jemand, vor die Wahl zwischen einem gegenwärtigen und einem künftigen Genuß oder Leid gestellt, sich für die geringere gegenwärtige Freude entscheidet, obwohl er genau weiß und im Moment der Wahl sogar ausdrücklich

---

schen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 143, daneben auch S. 163 dazu, dass die Unterschiede zwischen diesen Theorien nicht verabsolutiert werden sollten).

<sup>172</sup> Dazu einschließlich der kritischen Auseinandersetzung näher *Pribram*, *A history of economic reasoning*, 1983, S. 321–322, 327–330.

<sup>173</sup> Also Kapital im volkswirtschaftlichen Sinne, siehe oben Fn. 171.

<sup>174</sup> Für einen näheren Überblick über Böhm-Bawerks österreichische Kapitaltheorie einschließlich deren Verdienste und Schwächen siehe *van Suntum*, *Die unsichtbare Hand*<sup>5</sup>, 2013, S. 80–85; knapper, formaler und in der Bewertung deutlich kritischer *Söllner*, *Die Geschichte des ökonomischen Denkens*<sup>3</sup>, 2012, S. 229–231.

<sup>175</sup> *Von Böhm-Bawerk*, *Kapital und Kapitalzins (II-1)*<sup>4</sup>, 1921, S. 328–331.

<sup>176</sup> *Ders.*, *Kapital und Kapitalzins (II-1)*<sup>4</sup>, 1921, S. 332–338.

<sup>177</sup> *Ders.*, *Kapital und Kapitalzins (II-1)*<sup>4</sup>, 1921, S. 338–362.

<sup>178</sup> Siehe *van Suntum*, *Die unsichtbare Hand*<sup>5</sup>, 2013, S. 81; damit soll den anderen Teilen Böhm-Bawerks Untersuchung keinesfalls ihr hoher wissenschaftlicher Wert abgesprochen werden. Namentlich hat auch Böhm-Bawerks ausführliche Diskussion bisheriger Zins- und Kapitaltheorien im ersten Band seines Werkes (*von Böhm-Bawerk*, *Kapital und Kapitalzins (I)*<sup>4</sup>, 1921 – Erste Abteilung: Geschichte und Kritik der Kapitalzinstheorien) hohes Lob erhalten, siehe etwa *Pribram*, *A history of economic reasoning*, 1983, S. 319 („His careful critical survey of the theories of interest was a model of comparative analysis of economic doctrines. [...] With remarkable perspicacity, Böhm-Bawerk endeavored to elucidate the logical aspects of some characteristic definitions of interest on capital by pointing to the influence of the substantive concept [...]“).

<sup>179</sup> Sowohl Marshall als auch später Keynes lehnten ihn ab, siehe die berechtigte Kritik bei *Marshall*, *Principles of Economics*<sup>8</sup>, 1920, S. 583 f. Fn. 1; dem folgend *Keynes*, *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*<sup>11</sup>, 2009, S. 180.

<sup>180</sup> *von Böhm-Bawerk*, *Kapital und Kapitalzins (II-1)*<sup>4</sup>, 1921, S. 332.

<sup>181</sup> *Ders.*, *Kapital und Kapitalzins (II-1)*<sup>4</sup>, 1921, S. 332 [Großschreibung von „Keinem“ innerhalb des Satzes nach einem Einschub in Kommata im Original].

<sup>182</sup> So die Bezeichnung in *ders.*, *Kapital und Kapitalzins (II-1)*<sup>4</sup>, 1921, S. 334.

<sup>183</sup> So die Bezeichnung in *ders.*, *Kapital und Kapitalzins (II-1)*<sup>4</sup>, 1921, S. 333.

<sup>184</sup> *Ders.*, *Kapital und Kapitalzins (II-1)*<sup>4</sup>, 1921, S. 333.

daran denkt, daß die Einbuße für die Zukunft die größere, und daher seine Wahl für seine Wohlfahrt im Ganzen unvorteilhaft ist“<sup>185</sup>; und drittens „die Rücksicht auf die Kürze und Unsicherheit unseres Lebens“.<sup>186</sup> Diese drei Teilgründe sind nach *Böhm-Bawerk* bei verschiedenen Individuen ebenso wie bei demselben Individuum zu verschiedenen Zeiten und Stimmungen unterschiedlich ausgeprägt.<sup>187</sup> Sie führen aber alle dazu, dass Menschen den Grenznutzen künftiger Güter „gleichsam in perspektivischer Verkleinerung sehen“. Durch „die Vermittlung des Tauschverkehrs“ kommt es letztlich zu einem Gleichmaß der Unterschätzung innerhalb eines Marktes, indem das Austauschverhältnis („die Tauschwertresultante“) zwischen gegenwärtigen und künftigen Gütern zu Ungunsten Letzterer verschoben wird.<sup>188</sup>

*Böhm-Bawerks* Ausführungen weisen deutliche Parallelen zu den Überlegungen von *Jevons* und *Pigou* auf, auch wenn sich *Böhm-Bawerk* von Ersterem scharf abgrenzte.<sup>189</sup> Im Übrigen lässt sich *Böhm-Bawerks* Kapital- und Zinstheorie ideengeschichtlich nicht ohne Weiteres einordnen. Teils wird er zu den Mitbegründern der Neoklassik gezählt,<sup>190</sup> teils zu den Vertretern der österreichischen Schule,<sup>191</sup> der alternativen Schule zur Neoklassik mit dem größten und dauerhaftesten Einfluss.<sup>192</sup> Für Letzteres lässt sich anführen, dass *Böhm-Bawerk* bei seiner Untersuchung der Rolle des Zeitfaktors auf Überlegungen *Carl Mengers* aufbaute, dem Begründer der österreichischen Schule.<sup>193</sup> Deren Vertreter legen generell großen Wert auf die Rolle der Zeit, indem sie Wirtschaft(en) als dynamischen, mit Unsicherheit verbundenen Wandlungsprozess verstehen<sup>194</sup> und die Bedeutung innovativer Umwälzungen betonen. Am bekanntesten gefasst ist dies in *Schumpeters* These der schöpferischen Zerstörung.<sup>195</sup>

<sup>185</sup> *Ders.*, Kapital und Kapitalzins (II-1)<sup>4</sup>, 1921, S. 333.

<sup>186</sup> *Ders.*, Kapital und Kapitalzins (II-1)<sup>4</sup>, 1921, S. 334.

<sup>187</sup> *Ders.*, Kapital und Kapitalzins (II-1)<sup>4</sup>, 1921, S. 336.

<sup>188</sup> *Ders.*, Kapital und Kapitalzins (II-1)<sup>4</sup>, 1921, S. 337–338.

<sup>189</sup> *Böhm-Bawerk* selbst lehnte *Jevons* Begründung, warum zukünftiger Nutzen für Menschen eine verminderte Motivationskraft hat und Menschen deshalb zukünftigen Nutzen diskontieren, in ihrer psychologischen Konstruktion ab. Namentlich warf er *Jevons* und seinen Anhängern vor, Vorstellungen und Schätzungsurteile, die sich Menschen über künftige Gefühle bilden, mit wirklichen gegenwärtigen Gefühlen zu verwechseln, siehe die eingehende Auseinandersetzung in *ders.*, Kapital und Kapitalzins (II-2)<sup>4</sup>, 1921, S. 226–237 (Exkurs XI).

<sup>190</sup> So *van Suntum*, Die unsichtbare Hand<sup>5</sup>, 2013, S. 80–81, der *Böhm-Bawerk* allerdings zugleich auch als „Begründer der österreichischen Kapitaltheorie“ einordnet.

<sup>191</sup> So *van Suntum*, Die unsichtbare Hand<sup>5</sup>, 2013, S. 229; wohl auch *Pribram*, A history of economic reasoning, 1983, S. 349, der hier *Böhm-Bawerk* an dieser Stelle zu den Anhängern *Mengers* zählt, auch wenn *Böhm-Bawerk* insoweit in anderen Passagen nicht aufgeführt wird.

<sup>192</sup> *van Suntum*, Die unsichtbare Hand<sup>5</sup>, 2013, S. 228.

<sup>193</sup> Dazu *Pribram*, A history of economic reasoning, 1983, S. 320.

<sup>194</sup> So bereits *Carl Menger*, der Begründer der österreichischen Schule, in seinem erstmals 1871 erschienenen Hauptwerk, *Menger*, Grundsätze der Volkswirtschaftslehre, 1871, S. 21–26 (§ 4 Zeit – Irrthum). *Menger* beschreibt dort Wirtschaften als Wandlungsprozess, wobei die Menschen „[...] den Causalnexus der einzelnen Erscheinungen in diesem Prozesse und diesen selbst nie vollständig zu erfassen vermögen, wofern wir denselben nicht in der Zeit betrachten und das Mass derselben an ihn legen“ (a. a. O., S. 21). Die daraus folgende Unsicherheit hielt er für zentral: „Je mehr Elemente bei dem Causal-Processe der Güterentstehung mitwirken, die wir nicht kennen, oder über die wir, [...], nicht zu verfügen vermögen, [...], um so grösser ist auch die menschliche Unsicherheit über die Qualität und Quantität des Productes des ganzen Causal-Processe, nämlich der entsprechenden Güter niederer Ordnung. Diese Unsicherheit ist nun eines der wesentlichsten Momente der ökonomischen Unsicherheit der Menschen und wie wir in der Folge sehen werden, von der grössten practischen Bedeutung für die menschliche Wirtschaft.“

<sup>195</sup> Für einen Abriss von Begründung und Rezeption dieser These siehe *Conway*, 50 Schlüsselideen Wirtschaftswissenschaft, 2011, S. 146–149.

Deutlich für eine neoklassische Verortung spricht erstens, dass *Böhm-Bawerks* Zins-theorie große Anziehungskraft auf viele Marginalisten in Europa ausübte.<sup>196</sup> Zweitens spricht dafür der Umstand, dass *Irving Fisher*, unstreitig ein Hauptvertreter der Neoklassik,<sup>197</sup> seine 1930 veröffentlichte „Theorie of Interest“<sup>198</sup>, die als „definitive neoklassische Kapitaltheorie“ bezeichnet wird,<sup>199</sup> dem Gedenken an *John Rae* und *Böhm-Bawerk* widmete, welche die Grundlagen für sein Werk gelegt hätten.<sup>200</sup>

*Fisher* übernahm insbesondere im Grundsatz *Böhm-Bawerks* Annahme einer menschlichen Präferenz, Gegenwartskonsum dem Zukunftskonsum vorzuziehen,<sup>201</sup> sowie die ersten beiden von *Böhm-Bawerk* hierfür angeführten Gründe. *Fisher* arbeitete sie allerdings deutlich differenzierter aus: Die menschliche Ungeduld hängt *Fisher* zufolge erstens von der Relation des gegenwärtigen zu dem erwarteten zukünftigen Einkommen ab, genauer von der jeweiligen Höhe, zeitlichen Verteilung und Wahrscheinlichkeit. Menschen ziehen gegenwärtiges Einkommen und damit Konsum dem zukünftigen vor, wenn sie erwarten, dass ihr Einkommen in Zukunft steigt.<sup>202</sup> Zweitens hängt menschliche Ungeduld laut *Fisher* von persönlichen Charaktereigenschaften ab.<sup>203</sup> Dasselbe Individuum kann sich dabei von extremer Ungeduld zum Gegenteil entwickeln, durch Änderung

<sup>196</sup> So *Pribram*, *A history of economic reasoning*, 1983, S. 327.

<sup>197</sup> Siehe *van Suntum*, *Die unsichtbare Hand*<sup>5</sup>, 2013, S. 139; *Söllner*, *Die Geschichte des ökonomischen Denkens*<sup>3</sup>, 2012, S. 50–51 (Fishers Beiträge zur neoklassischen Konsumtheorie), S. 79–81 (Fishers Beiträge zur neoklassischen Kapitaltheorie); ebenso wohl *Pribram*, *A history of economic reasoning*, 1983, S. 350, der *Fisher* als „Marginalisten“ bezeichnet.

<sup>198</sup> *Fisher*, *The Theory of Interest*, 1930.

<sup>199</sup> So *Söllner*, *Die Geschichte des ökonomischen Denkens*<sup>3</sup>, 2012, S. 79.

<sup>200</sup> Die unmittelbar am Anfang, vor dem Vorwort platzierte Widmung von *Fisher*, *The Theory of Interest*, 1930 lautet: „To the memory of John Rae and of Eugen von Böhm-Bawerk, who laid the foundations upon which I have endeavored to build.“

<sup>201</sup> Siehe die ausdrückliche Zitierung bei *ders.*, *The Theory of Interest*, 1930, S. 62. *Fisher* legt seine Theorie zunächst ausführlich und gut verständlich verbal sowie grafisch dar, bevor er eine mathematische Darstellung anschließt. In dieser kommt die Zeitpräferenz in Nutzenindifferenzkurven (in Fishers Terminologie: willingness lines) zum Ausdruck: Ihre Steigung in einem bestimmten Punkt entspricht dem Verhältnis, in dem eine marginale Abnahme zukünftigen Konsums und eine marginale Zunahme gegenwärtigen Konsums an diesem Punkt stehen müssen, damit der Nutzen des Konsumenten unverändert bleibt (sog. Grenzrate der intertemporalen Substitution). Gegenwartspräferenz liegt vor, wenn und soweit die Steigung der Indifferenzkurven in einem bestimmten Punkt kleiner als minus eins ist. Das Wirtschaftssubjekt ist dann bereit, für eine zusätzliche Einheit gegenwärtigen Konsums mehr als eine Einheit zukünftigen Konsums aufzugeben (siehe *ders.*, *The Theory of Interest*, 1930, S. 238–230, 244–249; ebenso instruktiv wie konzis aufbereitet bei *Söllner*, *Die Geschichte des ökonomischen Denkens*<sup>3</sup>, 2012, S. 79–81).

<sup>202</sup> *Fisher*, *The Theory of Interest*, 1930, S. 65–80, 89.

<sup>203</sup> *Fisher* nennt „mindestens“ Kurz- oder Weitsichtigkeit, Willensschwäche oder -stärke, Ausgabefreudigkeit oder Sparsamkeit, Lebenserwartung, Selbstsüchtigkeit oder Besorgnis um das Wohlergehen anderer sowie Unabhängigkeit oder sklavische Befolgung von Launen und Moden, *ders.*, *The Theory of Interest*, 1930, S. 80–89. Es soll nicht verschwiegen werden, dass *Fisher* in Part IV. „Further Discussion“, Chapter XVIII „Some illustrative facts“ auch bestimmte menschliche Nationen bzw. Gemeinschaften pauschal und offensichtlich von gängigen Vorurteilen geprägt mit höherer bzw. fehlender Voraussicht, Selbstkontrolle und Besorgnis um die Nachkommenschaft in Verbindung bringt: Ausgewählte europäische Nationen sowie Juden ordnet er als tendenziell langfristig orientiert ein, während er Gemeinschaften in Indien, Java, Nord- und Südafrika, Ureinwohner Nord- und Südamerikas sowie russische Kleinbauern als von einer Vernachlässigung der Zukunft geprägt ansieht, immerhin mit dem Zugeständnis, dass dies zweifellos auch von der Armut dieser Gruppen verursacht sei, *ders.*, *The Theory of Interest*, 1930, S. 374–377. In den folgenden Abschnitten zu „illustrative facts“ argumentiert *Fisher* bei der Erörterung verschiedener Umwelteinflüsse wie Armut, Risiko, Katastrophen wieder differenzierter. Namentlich räumt er nun ein, dass sich auch Angehörige von zuvor als kurzfristig eingeordneten Gemeinschaften unter anderen Lebensumständen durchaus langfristig verhalten (siehe, freilich weiterhin

der persönlichen Natur oder seines Einkommens in Höhe, zeitlicher Verteilung oder Unsicherheit,<sup>204</sup> wobei *Fisher* den zweiten Faktor als essenziell hervorhebt.<sup>205</sup> Der Darlehensmarkt führe dazu, dass tendenziell die Personen mit geringer Gegenwartspräferenz verleihen und jene mit einer hohen leihen. In der Folge sinken hohe Raten der Zeitpräferenz, während geringe steigen, bis ein „Kompromiss“ in Gestalt eines einheitlichen Zinssatzes erreicht ist.<sup>206</sup>

### 5. Kritische Zusammenschau und Rezeption in der weiteren Short-termism-Debatte

Die *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise wird vor allem von denjenigen, die Regulierungsbedarf sehen, bis zu Äußerungen wegbereitender klassischer und neoklassischer Ökonomen zurückgeführt, die bereits eine exzessive Diskontierung künftiger Ereignisse beschrieben.

Tatsächlich gingen zentrale Begründer der klassischen ebenso wie der neoklassischen Schule der Wirtschaftswissenschaft durchgängig davon aus, dass Menschen systematisch zu kurzfristigem Verhalten neigen und dass dies ein wesentliches Hindernis für (individuellen) wirtschaftlichen Erfolg und damit für ein Prosperieren der Volkswirtschaft darstellt. Umgekehrt assoziierten sie fortgeschrittene Volkswirtschaften nicht selten mit langfristigem Verhalten der Einwohner. Eine nähere Betrachtung zeigt allerdings, dass die klassische und frühe neoklassische Schule dabei im Schwerpunkt an andere Aspekte anknüpften als die moderne *Short-termism*-Debatte und theoretisch erheblich weniger ausgefeilt waren als diese: *Smith*, *Jevons*, *Marshall*, *Pigou*, ebenso *Böhm-Bawerk* und *Fisher* präsentierten kurzichtiges menschliches Verhalten ausschließlich als individuell-psychologisch begründetes Phänomen. Ihre entsprechenden Überlegungen nahmen sie nicht zum Anlass zu untersuchen, ob suboptimal kurzfristiges Verhalten auch im Rahmen von Unternehmen bedeutsam ist, und wenn ja, mit welchen Folgen. Diese Frage bildet den Schwerpunkt der modernen *Short-termism*-Debatte(n) und -Theorien. Während bei *Jevons* jegliche Theorie der Unternehmung fehlte oder überhaupt eine tiefere Auseinandersetzung mit Unternehmern,<sup>207</sup> behandelten *Smith* und *Marshall* ebenso wie namentlich *John Stuart Mill*<sup>208</sup> Handelskompanien bzw. Aktiengesellschaften ein-

---

mit aus heutiger Sicht unangemessener, völkisch geprägter Diktion *ders.*, *The Theory of Interest*, 1930, S. 377).

<sup>204</sup> *Fisher*, *The Theory of Interest*, 1930, S. 90; dies bedeutet, dass sich die in Fn. 201 angesprochenen Nutzenindifferenzkurven (*willingness lines*) eines Individuums im Laufe des Lebens ändern.

<sup>205</sup> *Ders.*, *The Theory of Interest*, 1930, S. 91.

<sup>206</sup> *Ders.*, *The Theory of Interest*, 1930, S. 98–121.

<sup>207</sup> Dazu sowie zu anderen Lücken bei *Jevons Black*, in: Starbatty (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, 2008, S. 76, 85.

<sup>208</sup> John Stuart Mill ist heute vor allem als Vertreter des Utilitarismus bekannt, für seine Untersuchung des Freihandels sowie sein Anliegen, ökonomische Vernunft und sozialen Ausgleich zu verbinden (vgl. *van Suntum*, *Die unsichtbare Hand*<sup>5</sup>, 2013, S. 49, 183–185, 239, 242, 265 („sozialste aller klassischen Ökonomen“)). Sein umfassendes, erstmals 1848 veröffentlichtes Werk „*Principles of Political Economy*“ wurde das einflussreichste Ökonomielehrbuch vor *Marshall* (*Söllner*, *Die Geschichte des ökonomischen Denkens*<sup>3</sup>, 2012, S. 29; plastisch *Nathanson*, in: *Mill, Principles of political economy with some of their applications to social philosophy*, hrsg. v. *Nathanson*, 2004 („bible of 19th century English economists“)). Heutzutage wird es allerdings vergleichsweise wenig beachtet, unter anderem weil Mill sich stark um einen Anwendungsbezug zu zeitgenössischen Problemen bemühte, deren Grundlage sich mit der Zeit naturgemäß stark verändert hat (*Nathanson*, in: *Mill, Principles of political economy with some of their applications to social philosophy*, hrsg. v. *Nathanson*, 2004, S. ix ff., wobei *Nathanson* Mills Betonung historischer, soziologischer und kultureller Faktoren mit Recht als wertvolle, heute mitunter vernachlässigte Blickrichtung lobt).

gehend, insbesondere in ihrer Funktion als Kapitalsammelbecken und in Bezug auf das Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle.<sup>209</sup> *Smith* erörterte zudem im Rahmen eines konkreten Beispiels institutionelle Rahmenbedingungen in einer Handelskompanie, die kurzsichtiges Verhalten auslösen können. Er ging solchen Faktoren aber nicht systematisch nach. Ebenso wenig fragte er, ob und inwiefern sich individuell-psychologisch begründete Neigungen zu kurzsichtigem Verhalten in einer Handelskompanie durchsetzen. Ähnliches gilt für *Marshall*: Eine Zusammenschau seiner Ausführungen zu kurzsichtigem Verhalten allgemein mit seiner Analyse verschiedener Zeithorizonte bei Produktionskosten und Preissetzung legt eigentlich nahe, die Folgen einer kurzsichtigen Perspektive auch bei diesen zentralen Parametern unternehmerischen Wettbewerbsverhaltens zu betrachten. *Marshall* merkte indes nur knapp an, dass Probleme bei der Verwaltung großer Aktiengesellschaften viele komplexe Themen betreffen, um diese so gleich von der weiteren Behandlung explizit auszunehmen.<sup>210</sup>

*Pigou*, der Kurzsichtigkeit in Unternehmen ebenfalls nicht erörterte, ging immerhin – soweit ersichtlich erstmals – eingehend der Frage nach, ob der Kapitalmarkt die unzulängliche „teleskopische Fähigkeit“ korrigieren kann. Anders als später die Vertreter der *efficient capital market hypothesis*<sup>211</sup> meinte *Pigou*, dass dies nicht der Fall sei, da sich Titel nicht jederzeit friktionslos handeln lassen. Damit lenkte er den Blick auf einen Aspekt, der – freilich unter anderen Vorzeichen – auch im Zentrum wichtiger moderner

---

Mill behandelte recht ausführlich zwei zu seiner Zeit im Brennpunkt stehende Aspekte von *joint stock companies*. Erstens erörterte er eingehend ihre Vor- und Nachteile als Form der Unternehmensorganisation (Vorteile: Kapitalsammelfunktion, Option der Fremdgeschäftsführung, höhere Publizität; Schwierigkeiten: angemessene Motivation und ausreichende Überwachung des Managements, dabei dezidiert positivere Beurteilung als Adam Smith, *Mill*, *Principles of Political Economy*, 1936/1909, S. 137–142, 960–963), auch in Bezug auf das Bankgeschäft (*ders.*, *Principles of Political Economy*, 1936/1909, S. 677). Zweitens diskutiert Mill ausführlich die Frage der Gewährung beschränkter Haftung im Rahmen eines Systems der Normativbestimmung anstatt in Abhängigkeit von einem Akt der Krone oder des Parlaments, auch im Kontext der Alternative einer Partnership (*ders.*, *Principles of Political Economy*, 1936/1909, S. 898–909). Kurzfristige Orientierung ist generell kein Thema von Mills „*Principles of political economy*“, selbst wenn er stellenweise knapp erwähnt, dass *joint stock companies* auch zu spekulativen Zwecken genutzt werden.

<sup>209</sup> Zu Adam Smith bereits oben 1. Teil, § 1 I. 1., S. 17 ff. *Marshall*, *Principles of Economics*<sup>8</sup>, 1920, S. 298–304 erörterte ausführlich Vor- und Nachteile der Trennung von Eigentum und Kontrolle bei *joint stock companies*: Auf der einen Seite bemerkte er, dass diese Gesellschaftsform ein attraktives Feld für Personen mit guten unternehmerischen Fähigkeiten, aber ohne ererbte Geschäftsmöglichkeiten bietet (S. 298, 302), sowie über eine enorme Kapitalkraft verfügt, welche neue Produktionsverfahren, -methoden und Größenvorteile erschließt, allerdings auch mit Konzentrationstendenzen einhergeht (vgl. S. 304). Auf der anderen Seite erblickt Marshall eine große Schwäche („*great source of weakness*“, S. 303) darin, dass viele der Aktionäre, die wirtschaftlich das Hauptrisiko tragen, sich nicht aktiv im Unternehmen beteiligen (im Gegensatz zur Kooperative, S. 305) und über kein profundes Wissen über das Geschäft der Gesellschaft verfügen. Die meisten Aktionäre hielt Marshall daher für nahezu machtlos in Bezug auf Fehlentwicklungen oder Betrug in der Gesellschaft, obgleich ein paar der großen Aktionäre sich oft engagierten und aktiv kontrollierten. Dass es nicht in großem Stil zu Betrug durch das Management kam, erklärte Marshall vorrangig mit einer zunehmenden geschäftlichen Aufrichtigkeit, die durch weniger Handelsgeheimnisse und erhöhte Publizität in jeder Form unterstützt werde (S. 302–303).

Marshall befasste sich später in einem weiteren Werk, „*Industry and Trade*“, erneut ausführlich mit *joint stock companies* (Book II, Chapter VIII). Er behandelte dort vorrangig das Wachstum und den Einfluss dieser Gesellschaftsform ebenso wie das Governance-Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle (*ders.*, *Industry and Trade*<sup>3</sup>, 1932, S. 308–328). Der Fokus lag dabei naturgemäß auf dem englischen Recht, aber mit beachtenswerten eingestreuten Bemerkungen zu Amerika und Deutschland, deren industrielle Entwicklung Marshall im ersten Buch der britischen gegenüberstellte.

<sup>210</sup> *Marshall*, *Principles of Economics*<sup>8</sup>, 1920, S. 304.

<sup>211</sup> Dazu 3. Teil, § 1 II. 1, S. 384 f.

*Short-termism*-Thesen steht. Implizit erschien *Pigous* Standpunkt ebenfalls bei *Böhm-Bawerk* und *Fisher*. Beide legten zwar dar, dass der „Tauschverkehr“ bzw. der Darlehensmarkt einen einheitlichen Zinssatz, also ein einheitliches Austauschverhältnis zwischen gegenwärtigen und zukünftigen Gütern, hervorbringt. Sie folgerten aber nicht, dass dies menschliche Kurzsichtigkeit überwinde. Selbst bei *Pigou* erscheint die Unzulänglichkeit des Kapitalmarktes allerdings eher als Behauptung. *Pigou* argumentierte zwar, dass Gesellschaften zu intransparent seien, als dass sie ein gewöhnlicher Marktteilnehmer zutreffend bewerten könnte. Allerdings traute er das Spezialisten offenbar zu. Er übersah, dass diese eine ermittelte zutreffende Bewertung dann als Dienstleister (Informationsintermediäre) gegen Vergütung oder als Arbitrageure auf eigene Rechnung in den Markt tragen könnten. Spezifische Ursachen, warum dies unterbleiben sollte, erläuterte *Pigou* nicht.

Einen wesentlichen Grund dafür, dass führende Köpfe der Klassik und frühen Neoklassik suboptimal kurzfristiges Verhalten in Unternehmen aussparten, wird man darin sehen können, dass zentrale Bausteine des nötigen theoretischen Fundaments noch fehlten. Zwar waren kurzsichtige Neigungen des Menschen bekannt, ebenso wie das Prinzipal-Agenten-Problem in der Kapitalgesellschaft und, seit *Pigou*, eine Theorie externer Effekte. Es bedurfte aber noch weiterer Konzepte, um die interne und externe Corporate Governance von Unternehmen im Kontext eines liquiden Kapitalmarktes zu untersuchen und zu beleuchten, wie das institutionelle Umfeld den Zeithorizont der Unternehmensleitung und deren Geschäftstätigkeit beeinflusst. Insbesondere wurden wichtige Fortschritte bei der Modellierung der Folgen unvollkommener Information erst ab den frühen 70er Jahren des 20. Jahrhunderts erzielt.<sup>212</sup> Nicht zufällig schließen wesentliche Beiträge zu der modernen *Short-termism*-Theorie zeitlich unmittelbar an.<sup>213</sup>

Bereits merklich früher fand mit dem Übergang von einem ordinalen zu einem kardinalen Nutzenkonzept eine zentrale Verschiebung statt, die den Schwerpunkt der modernen wirtschaftswissenschaftlichen *Short-termism*-Diskussion entscheidend vorgeprägt hat: Alle führenden klassischen und neoklassischen Vertreter des kardinalen Nutzenkonzepts hatten es auf psychologische Überlegungen gestützt. Exakt diese führten die „alte“ Konsum- und Wohlfahrtstheorie zu der These, dass sich Menschen systematisch kurzsichtig verhalten. Demgegenüber lehnten diejenigen Ökonomen, welche sich schließlich mit dem ordinalen Nutzenkonzept durchsetzten, eine psychologische Nutzendefinition entschieden ab. Es galt schlicht: „Each individual acts as he desires.“ Die bis dato breit akzeptierte Annahme kurzsichtigen Verhaltens verlor damit ihre Grundlage und wurde recht sang- und klanglos aufgegeben. Sie ist gleichsam ein – später von der Verhaltensökonomie wiederbelebtes – Opfer des Übergangs vom kardinalen zum ordinalen Nutzenbegriff geworden. Zwischenzeitliche *Short-termism*-Theorien mussten sich daher auf das bisher unbestellte Feld institutioneller Kurzsichtigkeitstreiber konzentrieren. Hierbei haben die Überlegungen der Klassiker und frühen Neoklassiker in Anbetracht ihrer psychologischen Anknüpfung keine Rolle gespielt, obgleich *Pigous* Ausführungen zur mangelnden Heilkraft des Kapitalmarktes bereits die Grundproblematik ansprechen, auf der ein wesentlicher Teil der modernen *Short-termism*-Theorien basiert.

<sup>212</sup> Eingehende Aufarbeitung bei *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 94 f., 110–142. Diese und weitere Konzepte der Vertragstheorie, der Institutionenökonomik des Marktes sowie derjenigen des Unternehmens wurden im Rahmen der Neuen Institutionenökonomik hinreichend weiterentwickelt und dadurch für die weitere *Short-termism*-Debatte zur Verfügung gestellt.

<sup>213</sup> Siehe 3. Teil, § 2 IV., S. 398 ff. und § 2 V. 1. a) aa), S. 431 ff.

Im Übrigen hat die psychologische Komponente kurzichtigen Verhaltens erst wieder in jüngerer Zeit im Rahmen der Verhaltensökonomie breitere Beachtung gefunden. Damit ist die Psychologie, wenngleich bislang eher in einer Nebenrolle, auch wieder in die wirtschaftswissenschaftliche *Short-termism*-Diskussion zurückgekehrt.<sup>214</sup>

### III. *Short-termism* und Weltwirtschaftskrise: John Maynard Keynes

#### 1. *Short-termism* in Keynes *General Theory*

##### a) Einführung

Nach der Abkehr von der psychologischen Nutzendefinition entfiel (vorerst) die Grundlage für die daraus abgeleitete Annahme kurzichtigen Verhaltens, wie sie die Klassiker und frühen Neoklassiker vertreten hatten. In der ökonomischen Forschung zu kurzichtiger Orientierung mussten damit institutionelle Faktoren in den Vordergrund rücken. Prägenden Einfluss auf die moderne *Short-termism*-Diskussion hat dementsprechend eine Schrift entwickelt, welche erstmals kenntnisreich und eingängig wichtige institutionelle Faktoren herausstellte: *John Maynard Keynes* „General Theory of Employment, Interest and Money“. Hinzu kommt, dass *Keynes*' Buch mit seinem Fokus auf der Bewältigung von Wirtschaftskrisen<sup>215</sup> einen natürlichen Bezug zu der krisengetriebenen *Short-termism*-Debatte hat<sup>216</sup> und dass es aufgrund seines Beitrags zur Makroökonomie wissenschaftlich hoch angesehen ist. Beachtenswert ist, dass *Keynes* generell *Pigou* scharf attackierte,<sup>217</sup> worauf er von diesem zunächst eine ebensolche Replik erhielt.<sup>218</sup>

<sup>214</sup> Dazu 3. Teil, § 2 VIII., S. 491 ff.

<sup>215</sup> *Keynes*' *General Theory* stellte eine direkte Reaktion auf die Große Depression dar, die 1929 durch einen Crash an der Wall Street ausgelöst wurde, *Conway*, 50 Schlüsselideen Wirtschaftswissenschaft, 2011, S. 38.

<sup>216</sup> Zu *Keynes*' großem Comeback im Sog der Finanzkrise 2008 *ders.*, 50 Schlüsselideen Wirtschaftswissenschaft, 2011, S. 41.

<sup>217</sup> Die explizite kritische Bezugnahme auf Publikationen *Pigou*s durchzieht die ersten sechs Kapitel der *General Theory* (deutsche Ausgabe S. 1–63, englische Originalausgabe S. 1–73), erfolgt an einer Stelle im elften Kapitel (S. 121 der deutschen bzw. S. 142 der englischen Originalausgabe), sodann wieder vermehrt im ersten Abschnitt des Anhangs zum 14. Kapitel (S. 156–160 bzw. S. 186–190), im 17. Kapitel (S. 201 bzw. S. 238) und erreicht ihren finalen Höhepunkt im Anhang zum 19. Kapitel (S. 229–236 bzw. S. 272–279), in dem sich *Keynes* mit *Pigou*s „Theory of Unemployment“ auseinandersetzt und *Pigou* namentlich vorhält, mit expliziten und sich stillschweigend einschleichenden (S. 229) Voraussetzungen „phantastisch weit von der Wirklichkeit entfernt“ zu sein (S. 233 f.), kurz darauf gefolgt von dem Satz: „Die Grenze zwischen der primären Beschäftigung und der sekundären Beschäftigung“ scheinne „der kritische psychologische Punkt zu sein, an dem sein gesunder Menschenverstand aufhört, über seine schlechte Theorie hinweg zu gehen.“ (S. 234) (alle Fundstellen und Zitate aus *Keynes*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009). Die auch persönlich harte Kritik ist umso bemerkenswerter, als *Keynes* bei *Marshall* und *Pigou* in privilegierter Position studiert hatte (siehe *Scherf*, in: *Starbatty* (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, 2008, S. 273, 276 („praktisch im Privatunterricht“); knapp *Heinemann*, in: *Arnold* (Hrsg.), *Kindlers Literatur-Lexikon (KLL)*<sup>3</sup>, 2009). Derart scharfe Bewertungen entsprachen offenbar einem generellen Charakterzug von *Keynes* (dahingehend jedenfalls *Scherf*, in: *Starbatty* (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, 2008, S. 273, 278).

<sup>218</sup> *Pigou* antwortete auf den Frontalangriff *Keynes*' zunächst mit einer ebensolchen Kritik, in der er auch *Keynes*' überhebliche Darstellung anprangerte, *Pigou*, *Economica* 3 (1936), 115 ff.; beispielhaft sei verwiesen auf S. 119, wo *Pigou* *Keynes*' Buch als „macédoine of misrepresentations“ geißelt, also als konfuse Mischung (*macédoine* im vorliegenden Zusammenhang zu Deutsch etwa: *Potpourri*, *Sammelurium*) falscher Darstellungen. Später soll *Pigou* dieses Urteil revidiert und beide, *Pigou* und *Keynes*, sollen sich in hohem Maße respektiert haben, dazu *Cansier*, in: *Starbatty* (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, 2008, S. 231, 234; siehe auch *Turvey*, *Economica* 18 (1951), 309, der im Rahmen seiner Rezension von *Pigou*s Buch „*Keynes*' *General Theory*“ bescheinigt: „In the last two chapters,

Die deutsche Übersetzung, „Die Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes“<sup>219</sup>, erschien mit einem eigenen Vorwort von *Keynes* 1936 zügig nach der englischen Erstausgabe.

*Keynes'* Werk liefert zahlreiche Anknüpfungspunkte und griffige Zitate für die moderne *Short-termism*-Debatte von den 70er Jahren bis heute.<sup>220</sup> Im Vordergrund steht vor allem das zwölfte Kapitel, „Der Stand der langfristigen Erwartung“, das zum Vierten Buch gehört, welches „Die Anreize zu investieren“ behandelt. Es lohnt gleichwohl, zunächst zwei davorstehende Kapitel zu betrachten: zunächst das fünfte, welches Anleihen bei *Marshall's* neoklassischer Preistheorie nimmt und in welchem bereits derselbe Grundmechanismus wie im zwölften Kapitel eine wesentliche Rolle spielt; anschließend das achte Kapitel, in dem *Keynes*, ebenso wie die von ihm attackierten Neoklassiker, auf kurzfristiges Konsumverhalten eingeht, dessen Bedeutung aber völlig anders gewichtet als diese.

#### b) Produktionstheorie: Aktuelle Ergebnisse als Bestimmungsgrund kurzfristiger Erwartungen

Das fünfte Kapitel betrachtet unternehmerische „Erwartungen als Bestimmungsgrund von Produktion und Beschäftigung“. *Keynes* unterscheidet hier in der Tradition *Marshall's* zwischen kurzer und langer Frist:<sup>221</sup> Kurzfristige Erwartungen betreffen den Verkaufspreis, den der Fabrikant bei Aufnahme der Produktion vorhersagt, langfristige Erwartungen die erhofften Erträge, wenn der Fabrikant investiert, also seine „Kapitalausrüstung“ erweitert. Die heutige Beschäftigung bestimmt sich nach den heutigen Erwartungen zusammen mit der gegenwärtigen Kapitalausrüstung, welche vergangene Erwartungen verkörpert.<sup>222</sup>

Um die heutigen Erwartungen zu beschreiben, muss man, so *Keynes*, regelmäßig die aktuellen langfristigen Erwartungen einbeziehen, nicht aber die kurzfristigen, denn letztere lassen sich annähern, indem man die jüngsten (vergangenen) Geschäftsergebnisse

---

after pointing out that Keynes' analysis has the limitation of being confined to comparative statics, Professor Pigou pays most handsome tribute to its importance and originality and, finally, to Keynes the man.“

<sup>219</sup> *Keynes*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009.

<sup>220</sup> Dabei handelte es sich in gewisser Weise um ein wirtschaftswissenschaftliches Nebenprodukt der General Theory, wenn man bedenkt, dass die modernen *Short-termism*-Theorien mikroökonomischer Natur sind, während die wesentlichen Beiträge der General Theory auf dem Gebiet der Makroökonomie liegen (zu diesen siehe instruktiv mit Einbettung in die nachfolgende Theorieentwicklung *Mankiw*, Makroökonomik<sup>6</sup>, 2011, S. 365 ff., 383 ff., 624 ff.; *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 152 ff.). Andererseits sind beide Gebiete gerade in den Feldern, die von der *Short-termism*-These betroffen sein könn(t)en, nicht streng getrennt. So befürchtet man als eine Konsequenz von *Short-termism* seitens der Aktionäre und/oder Unternehmensmanager zu geringe Anstrengungen im Bereich Forschung & Entwicklung. Einige sog. endogene Wachstumsmodelle unternehmen es nun gerade, Beobachtungen des Unternehmensverhaltens in Bezug auf Forschung & Entwicklung in die (im Wesentlichen makroökonomischen) Wachstumsmodelle einzubauen, dazu *Mankiw*, Makroökonomik<sup>6</sup>, 2011, S. 309–310. Generell versuchen neuere Ansätze durchweg, die makroökonomische *Keynes'*sche Theorie mikroökonomisch zu fundieren und dadurch eine sinnvolle und konsistente Integration von Mikro- und Makroökonomik zu erreichen (sog. „mikroökonomische Fundierung der Makroökonomie“, dazu eingehend *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 174–190; knapp erwähnend *Heinemann*, in: Arnold (Hrsg.), Kindlers Literatur-Lexikon (KLL)<sup>3</sup>, 2009).

<sup>221</sup> *Kromphardt/Schneider*, in: *Keynes*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. XV, XIX.

<sup>222</sup> *Keynes*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 44.

betrachtet. Diese spielen, so *Keynes*, aus Praktikabilitätsgründen gewöhnlich eine überwiegende Rolle bei der Bestimmung der kurzfristigen Erwartungen: Die Produzenten handeln in der Regel vernünftig, wenn sie annehmen, dass die zuletzt erzielten Ergebnisse andauern werden. Sie werden ihre Voraussagen daher häufiger im Lichte vorliegender Ergebnisse als durch die Vorwegnahme voraussichtlicher Änderungen anpassen.<sup>223</sup>

Eine derartige, im Grunde sinnvolle Vereinfachung des Entscheidungsprogramms bietet sich nicht nur für produzierende Unternehmer an. Sie kehrt im zwölften Kapitel beim Anlegerverhalten auf Kapitalmärkten mit erheblichen Nebenwirkungen wieder.

c) *Konsumneigung: Kurzsichtigkeit als nachrangiger Faktor*

Zuvor erörtert *Keynes* im achten Kapitel die Konsumneigung. Sie hängt unter anderem von dem – in *Keynes*' Systematisierung objektiven – Faktor ab, wie sich das Tauschverhältnis zwischen gegenwärtigen und zukünftigen Gütern ändert, die sog. Rate der Zeitdiskontierung. Der Diskontierungssatz wird dabei mit dem Zinssatz angenähert.<sup>224</sup> Als subjektive Faktoren, welche die Konsumneigung beeinflussen, zählt *Keynes* knapp acht Beweggründe für Sparen bzw. Ausgaben auf, darunter Voraussicht bzw. deren Gegenstück, Kurzsichtigkeit.<sup>225</sup> Parallele Überlegungen stellt er ergänzend für staatliche Stellen und Kapitalgesellschaften an, bei denen aber Voraussicht oder Kurzsichtigkeit nicht vorkommen.<sup>226</sup> *Keynes* führt sodann aus, dass die Stärke all dieser Beweggründe zwar je nach den Umständen gewaltig schwanken werde, klammert aber dahinterstehende „Folgen weittragender gesellschaftlicher Änderungen“ oder „allmähliche[n] Wirkungen langfristigen Fortschritts“ explizit von der weiteren Untersuchung aus, offenbar weil er sie für sehr langfristig und daher nachrangig erachtet.<sup>227</sup> Mit dieser Bewertung steht *Keynes* im Gegensatz zu *Pigou*, dessen Ausführungen zu kurzsichtiger Orientierung (auch) im Kontext des Kapitalmarktes entscheidend auf kurzfristigem Konsumverhalten aufbauen.

d) *Investitionsanreize: Primat des Aktuellen und der kurzen Frist im battle of wits*

*Keynes*, der selbst mit wechselndem Geschick am Aktien- und Devisenmarkt spekuliert hatte,<sup>228</sup> begründet eine Problematik kurzsichtiger Orientierung im zwölften Kapitel originär über den Kapitalmarkt. Den Gedanken, der zuvor bei unternehmerischen Produk-

<sup>223</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 44–45.

<sup>224</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 80.

<sup>225</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 92–93. *Keynes* trennt hier also Kurz- oder Weitsichtigkeit von der Frage des Diskontierungssatzes, ohne auf das Verhältnis beider einzugehen. Die deutsche Bezeichnung „Kurzsichtigkeit“ steht im englischen Original als „Short-sightedness“. Der Begriff „Short-termism“ taucht in der „General Theory“ nicht auf.

<sup>226</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 93.

<sup>227</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 94: „Da sich also der Haupthintergrund subjektiver und gesellschaftlicher Anreize nur langsam ändert, während der kurzfristige Einfluß von Änderungen im Zinssatz und den anderen objektiven Tatsachen oft von untergeordneter Bedeutung ist, bleibt uns nur der Schluß übrig, daß kurzfristige Änderungen im Verbrauch sich weitgehend auf Änderungen in der Höhe stützen, in der Einkommen (in Lohneinheiten gemessen) verdient wird, und nicht auf Änderungen in der Neigung, aus einem gegebenen Einkommen zu verbrauchen.“

<sup>228</sup> Knapp andeutend *Scherf*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 273, 276, 278; nach *Conway*, 50 Schlüsselideen Wirtschaftswissenschaft, 2011, S. 39 verdiente *Keynes* zunächst ein Vermögen am Aktienmarkt, verlor jedoch einen Großteil davon wieder im großen Crash von 1929 und erzielte auch mit Währungsspekulationen gemischte Erfolge.

tionsentscheidungen eine Rolle spielte, nämlich dass kurzfristige Geschäftsergebnisse Vorhersagekraft für die nahe Zukunft haben und daher für Entscheidungen genutzt werden, verwendet *Keynes* hier gleichsam spiegelbildlich, um das Anlageverhalten auf modernen Kapitalmärkten zu erklären.

Im Ausgangspunkt behandelt das zwölfte Kapitel die langfristigen Faktoren, auf welche sich Erwartungen darüber stützen, wie viel Erträge Vermögensgegenstände zukünftig abwerfen werden.<sup>229</sup> Die langfristigen Faktoren sind indes nur eine Komponente: Erwartungen voraussichtlicher Erträge stützen sich erstens auf bestehende, von *Keynes* als im Kern bekannt vorausgesetzte Tatsachen, sowie zweitens auf zukünftige Ereignisse, die nur mehr oder weniger verlässlich vermutet werden können. Die entsprechenden psychologischen Erwartungen bilden in *Keynes'* Terminologie den „Stand der langfristigen Erwartungen“<sup>230</sup>. Hier greift nun, analog zum fünften Kapitel, erneut ein Vereinfachungsmechanismus: Es ist vernünftig, sich beträchtlich durch einigermaßen sichere Tatsachen leiten zu lassen, selbst wenn sie weniger bedeutsam sind als andere Faktoren, die aber vage und wenig bekannt sind. Deshalb, so *Keynes*, gehen die Tatsachen der gegenwärtigen Lage in gewisser Weise überproportional in die Bildung langfristiger Erwartungen ein. Üblicherweise werde schlicht die gegenwärtige Lage in die Zukunft fortgeschrieben und nur insoweit angepasst, als hinreichend genaue Gründe eine Änderung erwarten lassen.<sup>231</sup> Der Stand der langfristigen Erwartungen stütze sich also auch auf die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit, einen großen Vorhersagefehler zu begehen. Dem Vertrauen in eine Vorhersage schenken Geschäftsleute laut *Keynes* „tiefste und sorgfältigste Beachtung“, während Ökonomen diesen Faktor nicht sorgfältig analysiert hätten.<sup>232</sup> Allerdings sei der Stand des Vertrauens a priori kaum beschreibbar. Daher müsse man auf eine Beobachtung der Märkte und der Geschäftspsychologie zurückgreifen. Mit dieser Begründung setzt *Keynes* zu einer „Abschweifung“<sup>233</sup> an, die den weitaus größten Teil des Kapitels umfasst:

*Keynes* hebt zunächst hervor, dass das vorhandene Wissen, um Erträge einer Investition nach zehn oder sogar nur fünf Jahren zu schätzen, sehr gering sei und dass diejenigen, die eine solche Schätzung ernsthaft versuchten, den Markt oft nicht dominieren.<sup>234</sup> Vor diesem Hintergrund habe früher unternehmerischer Wagemut eine große Rolle bei Investitionen gespielt.<sup>235</sup> Mit der nun vorherrschenden Trennung von Eigentum und Management sowie der Entwicklung organisierter Investmentmärkte sei jedoch ein sehr

<sup>229</sup> *Keynes*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 125.

<sup>230</sup> Gemeint sind damit etwa zukünftige Änderungen des Bestands an Kapitalgütern, des Verbraucherschmacks, der Nachfrage oder der Lebensdauer der Investition sowie des Lohnniveaus, *ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 125.

<sup>231</sup> Diese Erkenntnis zur Unternehmensbewertung war bereits zuvor auch in der deutschen Betriebswirtschaftslehre geläufig, siehe *Schmalenbach*, Finanzierungen<sup>4</sup>, 1928, S. 2: „Wenn wir mit Betonung den Grundsatz aufgestellt haben, daß nur zukünftige Tatsachen und Geschehnisse für die Bewertung bestimmend sind, so hat dennoch die Vergangenheit eine mittelbare Bedeutung; die Vergangenheit ist Maßstab für die Zukunft. Haben wir beispielsweise in einem Unternehmen fünf Jahre lang jährlich RM 20000,- als Gewinn erzielt, so liegt es nahe, für die Zukunft mit diesen RM 20000,- ebenfalls zu rechnen. Zwar wird die Zukunft oft sehr viel anders als man gedacht, aber wenn die Wahrscheinlichkeit des Besser- und Schlechtergehens gleich ist, so ist es mathematisch durchaus richtig gedacht, daß man für die Zukunft den gleichen Fortgang des Geschäftes zugrunde legt.“

<sup>232</sup> *Keynes*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 126.

<sup>233</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 126.

<sup>234</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 127.

<sup>235</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 127–128.

wichtiger neuer Faktor hinzugetreten, der das Investment erleichtern, aber auch stark zu der Unbeständigkeit des Systems beitragen könne: Die Börse bewerte viele Investments täglich neu. Dies solle zwar in erster Linie eine häufige Übertragung erleichtern, beeinflusse aber entscheidend die Höhe laufender Investitionen: Denn es ist sinnwidrig, ein Unternehmen mit mehr Geld aufzubauen als es am Markt kostet, und verlockend, übertrieben scheinende Summen für ein Projekt auszugeben, das sofort mit Gewinn an die Börse gebracht werden kann.<sup>236</sup> Fungible Investitionen würden daher durch Erwartungen der mit Aktien Handelnden, verkörpert im Aktienkurs, bestimmt anstatt durch genuine Erwartungen berufsmäßiger Unternehmer.<sup>237</sup>

In der Praxis habe man sich dabei für den Regelfall stillschweigend auf die Konvention geeinigt, anzunehmen, dass die bestehende Geschäftslage unendlich andauern werde, soweit nicht spezifische Gründe eine Änderung erwarten lassen. Das sei zwar höchst unwahrscheinlich.<sup>238</sup> Tatsächlich würden „[...] in der Marktbewertung alle Arten von Erwägungen einbezogen [werden], die in keiner Weise für den erwarteten Ertrag von Belang sind.“<sup>239</sup> Dennoch sei die konventionelle Rechnungsmethode mit beachtlicher geschäftlicher Beständigkeit vereinbar, solange auf ihre Einhaltung Verlass ist. Denn dann bestehe das einzige Risiko eines Anlegers auf einem organisierten Markt in echten Neuigkeiten über die nahe Zukunft, die kaum sehr wahrscheinlich sein würden. Zudem könne ein Investor versuchen, sie einzuschätzen, ohne sich um den langfristigen Wert sorgen zu müssen. Das Investment werde somit für den einzelnen Anleger kurzfristig genügend „sicher“, und folglich auch für eine beliebige Folge kurzer Zeitabschnitte, vorausgesetzt, dass die Konvention nicht zusammenbricht und daher Gelegenheit besteht, ein Investment rechtzeitig zu ändern, bevor viel geschehen kann. Investitionen, die für das Gemeinwesen „fixiert“ sind, würden somit für den Einzelnen „liquide“.<sup>240</sup>

Diese insofern hilfreiche, wenn auch willkürliche, Konvention birgt *Keynes* zufolge aber erhebliche Schwachpunkte.<sup>241</sup> Ihre Labilität trage nicht unwesentlich zu dem – zur Zeit der Abfassung der *General Theory* aktuellen – Problem bei, ausreichend Investitionen

<sup>236</sup> *Ders.*, *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*<sup>11</sup>, 2009, S. 128.

<sup>237</sup> *Ders.*, *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*<sup>11</sup>, 2009, S. 129.

<sup>238</sup> Man setzte damit voraus, dass der Markt die renditebestimmenden Tatsachen eindeutig richtig kennt und bewertet und seine Bewertung nur ändern wird, soweit sich diese Faktoren ändern, obgleich das verfügbare Wissen keine berechnete mathematische Erwartung zulässt. In moderner Diktion bedeutet dies, dass die Marktteilnehmer per Konvention von einem effizienten Kapitalmarkt im Sinne der *efficient capital market hypothesis* ausgehen, obgleich sie wissen, dass deren Annahmen nicht erfüllt sind – eine durchaus bemerkenswerte Beschreibung, wenn man bedenkt, dass die *efficient capital market hypothesis* zur Zeit der Abfassung der *General Theory* noch nicht entwickelt war, siehe dazu, auch zu Vorarbeiten ab 1900 bzw. 1934 *Spremann*, *Finance*<sup>4</sup>, 2010, S. 186–187.

<sup>239</sup> *Keynes*, *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*<sup>11</sup>, 2009, S. 129.

<sup>240</sup> *Ders.*, *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*<sup>11</sup>, 2009, S. 130.

<sup>241</sup> Ablehnend zu einer schematischen Fortschreibung der Gegenwart im Rahmen der Unternehmensbewertung auch schon *Schmalenbach*, *Finanzierungen*<sup>4</sup>, 1928, S. 2–3: „Aber diese vergangenen Tatsachen und Geschehnisse [in der Vergangenheit erzielte Gewinne] sind niemals primär, sondern immer nur sekundär bestimmend. Die Tatsachen der Vergangenheit sind Schätzungsmittel, nichts weiter. [...] [3] Der Praktiker ist geneigt, auf diese Hinweise zu antworten, daß es höchst gleichgültig sei, ob für die Errechnung des Wertes die Vergangenheit primär oder sekundär in Betracht komme; wenn sie nur überhaupt in Betracht komme, so lasse sich mit ihr auf jeden Fall rechnen. Das ist ein falscher Gedanke. Ein Schätztechniker, der die Vergangenheit lediglich als Maßstab benutzt, ist innerlich immer bereit, die Frage aufzuwerfen, inwieweit sich Vergangenheit und Zukunft voraussichtlich unterscheiden. Das ist besonders wichtig deshalb, weil in der Bewertungstechnik allenthalben die Neigung besteht, an die Stelle von Erwägungen ein Schema zu setzen.“

zu gewährleisten.<sup>242</sup> *Keynes* verweist dazu auf vier Faktoren: Erstens habe die Trennung von Eigentum und Kontrolle allmählich zugenommen, mit der Folge, dass ein echter Einblick bei der Marktbewertung von Investitionen in der Bedeutung ernstlich abgenommen habe. Zweitens beeinflussten offensichtlich flüchtige und unwesentliche Gewinnschwankungen von Investitionen den Markt in übertriebener und sogar widersinniger Weise. Drittens sei eine konventionelle Bewertung, die auf der Massenpsychologie vieler unwissender Menschen beruht, anfällig dafür, heftig zu schwanken, wenn plötzlich eine Meinungsänderung aufgrund von Umständen eintritt, welche den voraussichtlichen Ertrag nicht wesentlich beeinflussen. Viertens und vor allem betont *Keynes*, dass der Wettbewerb professioneller Experten diese Kapriolen nicht korrigieren werde. Denn die meisten beruflichen Investoren und Spekulanten befassten sich überwiegend nicht damit, die langfristige Rendite einer Investition besser vorauszusagen, sondern damit, Änderungen der konventionellen Bewertungsgrundlage kurz vor dem allgemeinen Publikum vorherzusehen. Sie beschäftigen sich nicht damit, welchen Wert eine Investition als Daueranlage hat, sondern damit, wie sie der Markt unter dem Einfluss der Massenpsychologie nach drei Monaten oder nach einem Jahr bewerten wird.<sup>243</sup> Ein solches Verhalten sei in dem beschriebenen Investmentmarkt rational, weil – parallel zu zuvor – es sinnlos sei, für ein Investment mit einem Wert von 30 jetzt 25 zu bezahlen, wenn man davon ausgeht, dass der Markt es nach drei Monaten mit 20 bewerten werde. Dies sei eine unvermeidliche Folge von Investmentmärkten, die auf Liquidität ausgerichtet sind. Die „Maxime orthodoxer Finanzierung“, dass sich Investmentinstitutionen auf liquide Wertpapiere konzentrieren sollten, übergehe, dass es für das Gemeinwesen als Ganzes keine liquiden Investitionen gebe. Nach *Keynes* entspricht sie daher nicht dem wünschenswerten sozialen Zweck von Investitionen. In der Folge illustriert *Keynes* den *battle of wits* der Experten mit farbigen und einprägsamen Metaphern, die Kapitalmarktanlagen als hochartifizielle Form eines weitgehend aleatorischen Umverteilungsspiels ohne sozialen Mehrwert brandmarken, darunter der bekannte Vergleich mit einem Schönheitswettbewerb.<sup>244</sup>

<sup>242</sup> *Keynes*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 130.

<sup>243</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 131.

<sup>244</sup> Besonders bekannt ist folgende Passage aus *ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 132–133: „Für diesen Wettkampf der Gerissenheit, die Grundlage der konventionellen Bewertung für ein paar Monate vorauszusehen, statt den voraussichtlichen Ertrag einer Investition während einer langen Reihe von Jahren, sind nicht einmal Leichtgläubige in der Masse nötig, um den Rachen des Profis zu stopfen; – die Profis können ihn unter sich selbst ausfechten. Auch ist es nicht notwendig, daß jemand einen schlichten Glauben an eine wahrhaft langfristige Gültigkeit der konventionellen Grundlage der Bewertung hat. Denn es ist sozusagen eine Partie Schnippschnapp, Schwarzer Peter oder Reise nach Jerusalem – ein Zeitvertreib, bei dem derjenige Sieger ist, der schnapp weder zu früh noch zu spät sagt, der den Schwarzen Peter an seinen Nachbarn weitergibt, bevor die Partie aus ist, der sich einen Stuhl sichert, wenn die Musik aufhört. Diese Spiele können mit Spannung und Genuß gespielt werden, obschon alle Spieler wissen, daß es der Schwarze Peter ist, der herumgeht, oder daß beim Aufhören der Musik einige der Spieler ohne Stühle sein werden. Oder, um den Vergleich etwas zu ändern, kann das berufsmäßige Investment mit jenen Zeitungswettbewerben verglichen werden, bei denen die Teilnehmer die sechs hübschesten Gesichter von hundert Lichtbildern auszuwählen haben, wobei der Preis dem Teilnehmer zugesprochen wird, dessen Wahl am nächsten mit der durchschnittlichen Vorliebe aller Teilnehmer übereinstimmt, so daß jeder Teilnehmer nicht diejenigen Gesichter auszuwählen hat, die er selbst am hübschesten findet, sondern jene, von denen er denkt, daß sie am ehesten der Vorliebe der anderen Teilnehmer entsprechen werden, welche alle das Problem vom gleichen Gesichtspunkt aus betrachten. Es handelt sich nicht darum, jene auszuwählen, die nach dem eigenen Urteil wirklich die hübschesten sind, ja sogar nicht einmal jene, welche die durchschnittliche Meinung wirklich als die hübschesten betrachtet. Wir haben den dritten Grad erreicht, wo wir unsere Intelligenz der

*Keynes* behandelt sodann den Einwand, dass in einem solchen Umfeld ein geschickter, auf die langfristige Wertentwicklung konzentrierter Investor doch Gewinne erzielen können müsste. Solche ernsthaften Einzelnen, antwortet *Keynes*, gebe es zwar, und es sei sehr bedeutsam für den Investmentmarkt, ob ihr Einfluss denjenigen der „Spieler“ (*game-players*) überwiegt. Aber es gebe verschiedene Faktoren, die ihre Überlegenheit gefährdeten. „Auf wirklicher langfristiger Erwartung beruhende Investitionen“ seien „heute so schwierig, daß sie kaum durchführbar sind.“<sup>245</sup> Sie bedeuteten mehr Arbeitsaufwand, größere Risiken und die Gefahr verhängnisvollerer Fehler, die menschliche Natur verlange rasche Ergebnisse, der Durchschnittsmensch diskontiere entferntere Gewinne sehr stark – (nur) an dieser Stelle gleicht also *Keynes*' Begründung derjenigen *Pigous* –, überdies erfordere ein langfristiger Investmentansatz größere Geldmittel als Rückhalt, lasse allenfalls begrenzten Kreditmitteleinsatz zu und sei, obgleich dem sozialen Wohl am meisten förderlich, der heftigsten Kritik ausgesetzt, „wo immer Investmentfonds durch Komitees, Ausschüsse oder Banken verwaltet werden“, weil er ungewöhnlich und waghalsig erscheine.<sup>246</sup>

Im folgenden Abschnitt betont *Keynes*, dass Spekulation, verstanden als das Vorausagen der Marktpsychologie, keineswegs immer die Oberhand über das Unternehmertum habe, verstanden als die Voraussage, welche Erträge Vermögensbestände während ihrer Lebensdauer abwerfen. Aber diese „Gefahr“<sup>247</sup> steige mit einer verbesserten Organisation der Investmentmärkte, wozu *Keynes* auf das Beispiel New York verweist. Die Wall Street, deren „eigentlicher sozialer Zweck die Leitung neuer Investments in die einträglichsten Kanäle, in Größen der zukünftigen Erträge gemessen“ sei, beurteilt *Keynes* dementsprechend nicht als hervorstechend erfolgreich.

Da diese Entwicklungen nach *Keynes* eine kaum vermeidbare Folge liquider Investmentmärkte sind,<sup>248</sup> bewertet er die höheren Handelskosten in London insofern als Vorteil, als sie einen Großteil der extrem kurzfristigen Investmentkäufe und -verkäufe,<sup>249</sup>

---

Vorwegnahme dessen widmen, was die durchschnittliche Meinung als das Ergebnis der durchschnittlichen Meinung erwartet. Und ich glaube, daß es sogar einige gibt, welche den vierten, fünften und noch höhere Grade ausüben.“

<sup>245</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 133.

<sup>246</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 133–134. Einen Grund hierfür sieht *Keynes* offenbar in der Praxis der Fair-Value-Bewertung, denn dem zitierten Satz ist eine Fußnote 4 angefügt, in der es heißt: „Der gewöhnlich als vorsichtig angesehene Brauch, nach dem ein Investmentfonds oder eine Versicherungsgesellschaft nicht nur das Einkommen aus ihrem Investmentportfolio, sondern auch ihre Kapitalbewertungen im Markt in die Berechnung einbezieht, kann auch die Tendenz haben, die Aufmerksamkeit zu sehr auf die kurzfristigen Schwankungen in jenen zu lenken.“ Hier erweist sich *Keynes* wieder als prophetisch. Der gleiche Einwand gegen eine Fair-Value-Bewertung von Portfolios institutioneller Investoren wird auch in der heutigen *Short-termism*-Debatte erhoben, dazu unten 4. Teil, § 4 II., S. 798 ff., Text bei Fn. 177 auf S. 800, sowie 4. Teil, § 6 VII.2. b), S. 869.

<sup>247</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 135 erachtet demnach geringe Spekulation bei dominierendem stetem Unternehmertum für unschädlich, den umgekehrten Fall aber für schädlich. Diesen Standpunkt betont er nachfolgend in plastischer Weise: „Spekulanten mögen als Luftblasen auf einem steten Strom des Unternehmertums keinen Schaden anrichten. Aber die Lage wird ernst, wenn das Unternehmertum die Luftblase auf einem Strudel der Spekulation wird. Wenn die Kapitalentwicklung eines Landes das Nebenerzeugnis der Tätigkeiten eines Spielkasinos wird, wird die Arbeit voraussichtlich schlecht getan werden.“

<sup>248</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 135.

<sup>249</sup> *Ders.*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 136 Fn. 5 stellt dazu heraus, dass „wenn die Wall Street geschäftig ist, zum mindesten die Hälfte aller Investmentkäufe und -verkäufe von Spekulanten mit der Absicht vorgenommen wird, sie am gleichen Tag wieder

wie sie die Wall Street kennzeichneten, fernhielten. Dieser empfiehlt er daher eine umfassende Finanztransaktionssteuer.

Keynes erkennt allerdings auch, dass drastisch liquiditätssenkende Maßnahmen wie eine zwingende langfristige Bindung in ein Dilemma führen würden, weil „Liquidität der Investmentmärkte den Zulauf neuer Investments zwar manchmal aufhält, aber andererseits auch oft erleichtert.“<sup>250</sup> Eine hohe Marktliquidität erhöht die Bereitschaft, Risiken und damit Investitionen einzugehen. Solange Alternativen wie Kapitalhortung oder Kreditvergabe offenstehen, könne der Kauf realer Kapitalgüter nur durch einen liquiden Sekundärmarkt ausreichend attraktiv gemacht werden.<sup>251</sup>

In den abschließenden, kurz gehaltenen Abschnitten VII und VIII des zwölften Kapitels relativiert Keynes im Ergebnis einige der zuvor so wirkmächtig dargelegten Aussagen: Zunächst führt er aus, dass neben „Unbeständigkeit als Folge der Spekulation“ auch viel Unbeständigkeit vom Unternehmertum selbst ausgehe. Denn dieses beruht Keynes zufolge weitgehend auf psychologischen Antriebskräften, die Unsicherheit und Bedenken beiseiteschieben und schnell durch eine „Störung der empfindlichen Gleichgewichtslage des spontanen Optimismus“ erlahmen können.<sup>252</sup> Im folgenden Absatz bezieht sich Keynes zu betonen, dass deswegen aber keineswegs alles von Wellen irrationaler Psychologie abhängt: „Im Gegenteil, der Stand der langfristigen Erwartung ist oft beständig, und selbst wenn er es nicht ist, üben die anderen Faktoren doch ihre ausgleichenden Wirkungen aus.“ Überdies schwächen wichtige Faktoren die Wirkungen, welche eine Unkenntnis über die Zukunft hat, praktisch etwas ab: Infolge des Zinseszins-effektes, verbunden mit dem Verhalten durch Zeitablauf, gebe es viele Investitionen, deren voraussichtliche Erträge mit Recht durch die Erträge der verhältnismäßig nahen Zukunft bestimmt würden.<sup>253</sup>

Am Ende bleibt damit zwar offen, für wie bedeutend und schädlich Keynes kurzfristige Einflüsse im Wirtschaftsleben schlussendlich hielt. Die inhaltliche Gewichtung des zwölften Kapitels, das schädliche kurzfristige Einflüsse ausführlich sowie farbiger darstellt und mit vergleichsweise knappen sowie trockenen Absicherungen im Sinne eines „Disclaimers“ schließt, gibt aber eine deutliche Richtung vor.

## 2. Einordnung aus heutiger Sicht

### a) Zeit- und rechtshistorischer Kontext

Keynes' Ausführungen stehen vor dem Hintergrund einer beständigen Abfolge von Haussen und Baissen in der Entwicklung des englischen Kapitalgesellschaftsrechts: Bereits zur

---

zurückzudrehen, und das gleiche trifft auch häufig für die Warenbörsen zu.“ Heute hat die Technik des Hochfrequenzhandels diese Spanne auf Bruchteile von Sekunden verkürzt, dazu unten 3. Teil, § 4 II. 2., S. 614 ff.

<sup>250</sup> Ders., Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 136.

<sup>251</sup> Ders., Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 136–137 nennt sodann als einzige „grundlegende Heilung“ den – befremdlichen – Weg eines Sparverbots bzw. Konsum- oder Investitionsgebots dergestalt, dass der Einzelne sein Einkommen entweder verbrauchen oder den Auftrag erteilen muss, ein spezifisches, ihm noch am verheißungsvollsten erscheinendes Kapitalgut zu erzeugen.

<sup>252</sup> Ders., Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 138.

<sup>253</sup> Keynes nennt etwa Gebäude, bei denen das Risiko vertraglich übertragen werden könne, öffentliche Versorgungsunternehmen mit Monopolstellung und garantierter Gewinnspanne sowie öffentliche Investitionen zu sozialen Zwecken.

Zeit der Handelskompanien gegen Ende des 17. Jahrhunderts hatte sich ein börsenmäßiger Handel herausgebildet, in dem Termingeschäfte sowie Kauf- und Verkaufsoptionen bekannt waren,<sup>254</sup> und, wie *William Holdsworth* in seiner monumentalen sechzehnbandigen Geschichte des englischen Rechts feststellt: „The stock and share market was beginning to be familiar with its alternate booms and panics.“<sup>255</sup> An den ersten Boom der Jahre 1692 bis 1695 schlossen sich Klagen über betrügerische Marktmanipulations- und Handelspraktiken an, auf die der Gesetzgeber 1696 bis 1697 mit Regulierungen des Handels reagierte.<sup>256</sup> Gute zwei Jahrzehnte später markierte die South Sea Bubble ein bis dato ungekanntes Ausmaß an Spekulation und Panik,<sup>257</sup> auf das der Gesetzgeber mit dem restriktiven Bubble Act von 1720 reagierte.<sup>258</sup> Auf die anschließende, relativ ausgedehnte Atempause bis zur Baisse von 1808 folgten die Boomjahre 1824 bis 1825 mit der Aufhebung des Bubble Act im Jahre 1825, jäh beendet durch einen weiteren desaströsen Kurssturz.<sup>259</sup> Die Neugründungen der Erholungsperiode ab 1837<sup>260</sup> waren sodann mit einem hohen Anteil betrügerischer Scheingesellschaften durchsetzt.<sup>261</sup> Das erste Gesellschaftsgesetz, der Joint Stock Companies Act 1844,<sup>262</sup> wurde just zur Hochzeit der nächsten Spekulationswelle, der Railway Mania, erlassen, die ein Wachstum der Börsen in London ebenso wie in den Provinzen herbeiführte. Auch dieser Boom endete in den Jahren 1845 bis 1848 mit einem erneuten Kollaps, auf den der Gesetzgeber mit drei sukzessiven Winding-up Acts reagierte.<sup>263</sup> In der anschließenden Erholungsphase wurde 1855 die beschränkte Haftung<sup>264</sup> mit gewissen Schutzvorkehrungen wie einem Min-

<sup>254</sup> *Holdsworth*, A History of English law<sup>2</sup>, 1937/1966, S. 214.

<sup>255</sup> *Ders.*, A History of English law<sup>2</sup>, 1937/1966, S. 214.

<sup>256</sup> *Ders.*, A History of English law<sup>2</sup>, 1937/1966, S. 214.

<sup>257</sup> *Ders.*, A History of English law<sup>2</sup>, 1937/1966, S. 214: „[...] the methods adopted to raise the money, the bribery which accompanied the negotiations with the South Sea Company, and the manipulation of the existing debt under the influence of exaggerated ideas of what could be accomplished by means of ‘fund and credit’, gave such an impetus to rash speculation that the boom of 1719–1720, and the ensuing panic, surpassed anything that had yet been known in the financial world.“

<sup>258</sup> Dazu *Farrar/Hannigan*, *Farrar’s company law*<sup>4</sup>, 1998, S. 17–18; *Davies/Prentice/Gower*, *Gower’s principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 24–28; *Gamble/Kelly*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 21, 29; *Ribstein*, 40 *Houston L. Rev.* 77, 94–96 (2003).

<sup>259</sup> Dazu *Davies/Prentice/Gower*, *Gower’s principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 33–34, 36, denen zufolge Boom und Kurseinbruch der Jahre 1824 bis 1825 in Ausmaß und Heftigkeit mit denjenigen der Jahre 1719 bis 1720 verglichen werden; knapp zu dem Einbruch auch *Cooke*, *Corporation, trust and company*, 1950, S. 151.

<sup>260</sup> In diese Zeit fielen auch der Erlass des Letters Patent Act und des Chartered Companies Act 1937, *Cooke*, *Corporation, trust and company*, 1950, S. 151.

<sup>261</sup> *Davies/Prentice/Gower*, *Gower’s principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 37.

<sup>262</sup> Der Joint Stock Companies Act 1844 brachte namentlich – im damaligen Kontext geradezu eine kühne Innovation – eine wesentliche Abkehr vom Konzessionssystem, indem das Gesetz die Inkorporation durch Registrierung ermöglichte, welche allerdings keine umfassende Haftungsbeschränkung vermittelte. Näher *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer’s company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.104–1.104.1; *Farrar/Hannigan*, *Farrar’s company law*<sup>4</sup>, 1998, S. 19; *Davies/Prentice/Gower*, *Gower’s principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 38–39.

<sup>263</sup> *Davies/Prentice/Gower*, *Gower’s principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 39–40.

<sup>264</sup> Der Einführung beschränkter Haftung war ein heftiger Streit vorausgegangen. Die Gegner sahen beschränkte Haftung als unvereinbar mit dem englischen Recht und fürchteten, ihre Einführung werde Spekulation und ungesundem Wirtschaften Vorschub leisten. Die Befürworter verwiesen unter anderem auf individuelle Vertragsfreiheit („laissez-faire argument“) und sahen in beschränkter Haftung ein Vehikel, um der Arbeiterklasse eigene unternehmerische Tätigkeit zu ermöglichen und so die soziale Wohlfahrt zu fördern. Zudem ließ sich der für den Eisenbahnbau nötige Kapitalbedarf nur mit beschränkter Haftung stemmen, und es war schwer zu begründen, warum dieser Vorteil spezialgesetzlich auf diesen

destkapital und der verpflichtenden Ernennung von Buchprüfern eingeführt und kurz darauf im Namen des Laissez-faire ohne Letzteres in den Joint Stock Companies Act 1856 übernommen.<sup>265</sup> Nachfolgende Änderungen wurden 1862 im Companies Act konsolidiert,<sup>266</sup> nach dessen Erlass es erstmals zu einer Inkorporation vieler Industrieunternehmen kam.<sup>267</sup> Die weiteren Konsolidierungen des Companies Act der Jahre 1908, 1929 und 1948<sup>268</sup> brachten schrittweise mehr Publizität und Anlegerschutz, parallel zur sich wandelnden Anlegerstruktur.<sup>269</sup> Insgesamt folgte die Entwicklung der *joint stock company* also in beachtlichem Maße dem Verlauf der Geschäfts- und Börsenzyklen mit Gesetzen jeweils zu bestimmten positiven und negativen Seiten des Unternehmenslebens.<sup>270</sup>

Keynes' Wahrnehmung des Börsenhandels mit Aktien als kurzfristig orientiert war denn auch – wie der historische Hintergrund erwarten lässt – an sich keine neue Meinung. Eine dahingehende Aussage findet sich etwa bereits in einem Brief des klassischen Ökonomen *David Ricardo* von 1814, der selbst sehr erfolgreich an der Börse spekuliert hatte.<sup>271</sup> Man wird davon ausgehen können, dass das Wechselspiel von Boomphasen und Einbrüchen *Keynes'* Schilderung (mit)motiviert und aus Sicht seiner Zeitgenossen untermauert hat.

Unmittelbar geprägt wurde die General Theory zudem durch die Weltwirtschaftskrise, die im Dezember 1929 mit einem Einbruch der Aktienkurse in New York ihren Anfang nahm. Ihr Ausmaß wurde zunächst in Großbritannien ebenso wie in Deutschland und den USA verbreitet unterschätzt, sodass sich die Krise zuspitzte und die Arbeitslosigkeit in Großbritannien sprunghaft auf 12 % in den Jahren 1931/32<sup>272</sup> bzw. fast 3,5 Mio.<sup>273</sup> anstieg, begleitet von zunehmenden Staatsausgaben, die keinen ausgeglichenen Haushalt mehr zuließen.<sup>274</sup> Ein wesentlicher Faktor war die strukturelle Krise der alten Industrien. Sie war unter dem 1925 wieder eingeführten Goldstandard schwer zu bekämpfen, weil dieser über hohe Zinsen Investitionen verteuerte und die Nachfrage reduzierte.

---

Wirtschaftszweig beschränkt bleiben sollte, zum Ganzen näher *Gamble/Kelly*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 21, 30–33.

<sup>265</sup> Dazu *Davies/Prentice/Gower*, *Gower's principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 44–45; *Farrar/Hannigan*, *Farrar's company law*<sup>4</sup>, 1998, S. 20–21.

<sup>266</sup> Hohes Lob für dieses Gesetz bei *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer's company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.106 („masterpiece of draftsmanship and arrangement“); *Davies/Prentice/Gower*, *Gower's principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 46.

<sup>267</sup> *Farrar/Hannigan*, *Farrar's company law*<sup>4</sup>, 1998, S. 21.

<sup>268</sup> Näher *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer's company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.107–1.110, die namentlich auf 18 Änderungsgesetze zwischen den Konsolidierungsgesetzen der Jahre 1862 und 1908 hinweisen; *Farrar/Hannigan*, *Farrar's company law*<sup>4</sup>, 1998, S. 21–22; knapp *Davies/Prentice/Gower*, *Gower's principles of modern company law*<sup>6</sup>, 1997, S. 48–49.

<sup>269</sup> Dazu bereits eingehend oben im Text bei Fn. 149–162 auf S. 40–42.

<sup>270</sup> Siehe *Cooke*, *Corporation, trust and company*, 1950, S. 151–152, der insoweit vor allem den Zeitraum 1825 bis 1862 nennt.

<sup>271</sup> *Ricardo*, in: Sinclair, *The Correspondence of the Right Honourable Sir John Sinclair, Bart.*, 1831, 371: „The Stock Exchange is chiefly attended by persons who are unremittingly attentive to their business, and are well acquainted with the details; but there are very few in number who have much knowledge of political economy [political economy bedeutete damals svw Wirtschaftswissenschaft, Nationalökonomie oder Volkswirtschaftslehre, übersetzt in modernes Englisch also ‚economics‘, *Anmerkung des Verf.*], and consequently they pay little attention to finance, as a subject of finance. They consider more, the immediate effect of passing events, rather than their distant consequences.“

<sup>272</sup> *Maurer*, *Geschichte Englands*<sup>3</sup>, 2014, S. 441.

<sup>273</sup> *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 162.

<sup>274</sup> *Ders.*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 165.

Auch nach seiner Aufgabe 1931 unter dem Druck der Krise<sup>275</sup> führte die von der damals herrschenden ökonomischen Theorie empfohlene Kürzung der Staatsausgaben nicht zu dem erhofften neuen wirtschaftlichen Gleichgewicht und Aufschwung.<sup>276</sup> Hinzu kamen Einschränkungen des Handels durch protektionistische Politiken, während Großbritannien als bis dato wirtschaftlich überlegenes Land auf Freihandel gesetzt hatte.<sup>277</sup> Alternative, bereits von *Keynes* beeinflusste Konzepte konnten sich vor der Veröffentlichung der *General Theory* nicht breitflächig durchsetzen.<sup>278</sup> Britische Zeitgenossen sollen die 1930er Jahre dementsprechend als eine *low dishonest decade* erlebt haben,<sup>279</sup> wobei aber nicht in den Hintergrund geraten sollte, dass die wirtschaftliche Entwicklung durchaus gemischt verlief, Großbritannien die Weltwirtschaftskrise im Vergleich etwa zu Deutschland und den USA glimpflich überstand und der Lebensstandard für breite Bevölkerungsschichten sogar spürbar stieg.<sup>280</sup>

Vor dem Hintergrund, dass die Empfehlungen der herrschenden Theorie in der Weltwirtschaftskrise nicht bzw. nicht schnell genug griffen, war die Rezeption der *General Theory*, welche eine staatliche Belebung der Nachfrage empfahl, nicht nur in Großbritannien „überraschend schnell und weitreichend“,<sup>281</sup> bis Anfang der 70er Jahre die „monetaristische Gegenrevolution“ (vorerst) die Oberhand gewann.<sup>282</sup>

<sup>275</sup> Dazu *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 414.

<sup>276</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 166–167.

<sup>277</sup> Siehe *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 413–414.

<sup>278</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 168–170; weitergehend allerdings *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 449–450.

<sup>279</sup> So eine viel zitierte Aussage des Dichters Wylan Hugh Auden, zitiert nach *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 171.

<sup>280</sup> Einerseits entstanden in den 1920er und 1930er Jahren neue Industrien, der Lebensstandard nahm zu und vor allem der Konsum (Personenkraftwagen, Radios, Kinobesuche) expandierte. Es wurden in großem Umfang neue Häuser gebaut, sodass sich das Eigenheim als Norm bürgerlicher Existenz durchsetzte. Die Lebensmittelpreise sanken, Hygiene, medizinische Versorgung und Ernährung verbesserten sich, und die Leistungen des Staates und der Kommunen, etwa bei der Unterstützung für Arbeitslose, wurden erhöht. Zudem verbreitete sich auch in den unteren Schichten eine bewusste Familienplanung. Andererseits wurden diese Entwicklungen von hoher, überdies regional sehr unterschiedlich verteilter Arbeitslosigkeit begleitet, deren Anteil in Wales ca. 35 % betrug und in einzelnen Städten sogar Werte von 70 % erreichte. Hohe Arbeitslosigkeit, Armut und wirtschaftliche Krisen auf der einen Seite gingen also einher mit einem Anstieg von Lebensstandard und Konsum auf der anderen, wobei aber die soziale Ungleichheit insgesamt – bei fortbestehenden großen Ungleichheiten – etwas abnahm. Die parlamentarische Demokratie erwies sich in dieser Zeit unter einer Art großen Koalition (National Government) als stabil, anders als namentlich in Deutschland und Italien, zum Ganzen *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 162–163, 171–178; *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 441–445, 449–450.

<sup>281</sup> So mit näheren Ausführungen *Scherf*, in: Starbatty (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens, 2008, S. 273, 289: „Nicht nur die britische Regierung verpflichtete sich zu einer ‚Vollbeschäftigungspolitik‘ auf den in der *General Theory* skizzierten Bahnen (1944), die USA beschlossen 1946 den Full Employment Act und selbst die Charta der Vereinten Nationen legte die Mitgliedstaaten auf eine Vollbeschäftigungspolitik fest. In der Bundesrepublik wurde 1967 der Stabilitäts- und Wachstumspakt als eine Realisation Keynes’scher Theorie begriffen.“

<sup>282</sup> Dazu *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 171; instruktiv auch zu praxisbezogenen Problemen der Keynes’schen Theorie *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 290–291.

## b) Rezeption in der modernen Short-termism-Debatte

Keynes schilderte pointiert und praxisnah, warum bei liquidem Börsenhandel mit Unternehmensanteilen der relativ sichere kurzfristige Geschäftsstand das Investitionsverhalten prägt. Keynes sah darin ein zweischneidiges Schwert: Einerseits sind liquide Handelsbedingungen unabdingbar zur Kapitalsammlung, denn sie verwandeln eine risikoreiche Langfristanlage in ein risikoärmeres flexibles Engagement, das breitere Investorenkreise anzieht.<sup>283</sup> Ein auf die kurze Frist fixiertes Handelsverhalten erweist sich dabei als in gewisser Weise willkürliche, aber rationale Heuristik zur Investitionsbewertung unter Unsicherheit. Andererseits geraten langfristige Werttreiber in den Hintergrund, die zwar schwerer zu prognostizieren, aber volkswirtschaftlich vorrangig sind. Überdies erhält das Kapitalmarktklima einen labilen Charakter, genährt durch die ständige Sorge, neue Umstände könnten die herkömmliche Bewertungskonvention erschüttern.

Ganz ähnliche Beobachtungen hatten zuvor schon andere führende Denker vorgetragen. In Deutschland hatte sich bereits *Schmalenbach* gegen eine allzu schematische Fortschreibung bisheriger Gewinne im Rahmen der Aktien- und Unternehmensbewertung gewandt.<sup>284</sup> Zudem hatte *Rathenau* mit beachtlichen inhaltlich-stilistischen Parallelen zu *Keynes'* späteren Ausführungen vor kurzfristiger Orientierung am Aktienmarkt gewarnt.<sup>285</sup> In Großbritannien hatte abgesehen von der erwähnten Andeutung *Ricardos*<sup>286</sup> zuvor namentlich bereits der von *Keynes* scharf attackierte *Pigou* herausgearbeitet, dass Unsicherheit (mangelnde Informationen) über langfristige Ertragsaussichten sowie übermäßig optimistische oder pessimistische Erwartungen schädlich für die gesellschaftliche Wohlfahrt sind und Konjunkturzyklen befördern.<sup>287</sup> *Pigou* vertrat dabei allerdings in „The Economics of Welfare“ mit dem kardinalen Nutzenbegriff einen bald überholten Ausgangspunkt.<sup>288</sup> Demgegenüber hatte die *General Theory* bahnbrechenden Einfluss auf makroökonomischem Gebiet. Dieser Erfolg, zusammen mit dem zeitgeschichtlichen Kontext, dürfte ihre Wahrnehmung auch in der *Short-termism*-Debatte gefördert haben, obgleich *Keynes'* Ausführungen hierzu eher eine anekdotische Beschreibung ohne unmittelbar notwendigen Bezug zum innovativen makroökonomischen Kern der *General Theory* sind. Dafür präsentieren sie sich in einem stringenten, geschlossenen Abschnitt und einem sehr farbigen, pointierten Stil. Hinzu kommt, dass erst *Keynes* den Börsen-

<sup>283</sup> Siehe oben S. 1–3, Text bei Fn. 1–14.

<sup>284</sup> Siehe oben Fn. 231 auf S. 53, 241 auf S. 54.

<sup>285</sup> Dazu oben 2. Teil, § 2 I.2. b)aa), S. 282 ff. Ob *Keynes* Rathenaus Schrift „Vom Aktienwesen“ kannte, als er die entsprechende Passage der *General Theory* verfasste, lässt sich nicht sicher aufhellen. Soweit ersichtlich wurde dieses Werk Rathenaus nicht ins Englische übersetzt. *Keynes* hatte allerdings im Juni 1926 einen Vortrag an der Universität Berlin gehalten (*Keynes*, Das Ende des Laissez-Faire, 1926, dazu etwa *Mises*, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft 82 (1927), 190 f.). Im Übrigen könnten die Parallelen bei der Kritik an kurzfristigem Verhalten auf dem Aktienmarkt aus ähnlichen geschäftlichen Erfahrungen von *Keynes* und *Rathenau* herrühren.

<sup>286</sup> Siehe Fn. 271 sowie den begleitenden Text auf S. 59.

<sup>287</sup> *Pigou* erörtert dabei auch, dass sich übermäßiger Optimismus und Pessimismus im zeitlichen Ablauf bedingen und dadurch eine Abfolge von Boom und Zusammenbruch auslösen können, *Pigou*, *Industrial Fluctuations*<sup>2</sup>, 1999, S. 90 ff.

<sup>288</sup> Dieser Ausgangspunkt spielt zwar in „*Industrial Fluctuations*“ keine nennenswerte Rolle. Allerdings war dieses Buch zum einen eine Auskopplung aus „*The Economics of Welfare*“, zum anderen wurde es gemischt aufgenommen (sehr kritisch *Persons*, *QJE* 42 (1928) 669, weitgehend freundlich *Stamp*, *Ec. J.* 37 (1927), 418 ff.). Aus heutiger Sicht wird *Pigou's* Thesen zu den Ursachen von Konjunkturzyklen durchaus Erklärungswert für einige jüngere Rezessionen attestiert, siehe *Beaudry/Portier*, *J. Monetary Ec.* 51 (2004), 1183 ff. (zur Asienkrise der späten 1990er Jahre und der US-Rezession 2001).

handel in den Vordergrund stellte, und damit Mechanismen, die auch heutzutage im Zentrum des beklagten kurzfristigen Drucks stehen.

Tatsächlich lassen sich wichtige Teile der modernen *Short-termism*-Debatte als Formalisierung und/oder Weiterführung der *Keynes'schen* Überlegungen interpretieren. Seit Beginn entsprechender Bemühungen wird *Keynes* auch explizit als Inspiration für einschlägige Modelle genannt sowie mit prägnanten Aussagen zitiert.<sup>289</sup> Bereits einige Jahre zuvor sind *Keynes'* pointiert-bildhafte Vergleiche im Rahmen der ersten US-*Short-termism*-Debatte um Übernahmen rezipiert worden,<sup>290</sup> ebenso wie anschließend in der parallelen englischen Diskussion.<sup>291</sup> Später haben sie eine prominente Rolle in der *Short-termism*-Debatte nach der Technologieblase bzw. den Bilanzskandalen der 2000er gespielt,<sup>292</sup> ebenso wie im Rahmen der rechts- und wirtschaftspolitischen *Short-termism*-Diskussion nach der Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008.<sup>293</sup> Generell hat *Keynes'* Be-

<sup>289</sup> Siehe namentlich *Scharfstein/Stein*, Am. Ec. Rev. 80 (1990), 465; *Froot/Scharfstein/Stein*, J. Fin. 47 (1992), 1461, 1462; *Nickell/Wadhvani*, Myopia, the „Dividend Puzzle“, and Share Prices, February 1987, S. 11, 32–33 (dort mit zwei längeren Zitaten); ferner der frühe und prominent veröffentlichte, für die weitere Entwicklung der ökonomischen *Short-termism*-Theorie aber wenig bedeutsame Beitrag von *Mayshar*, QJE 92 (1978) 187, der untersucht, ob moderne Kapitalmärkte eine effiziente Investmentlokation herstellen. Er stellt dabei die Bedeutung des Zeithorizonts der Anleger heraus, allerdings ohne den Begriff *Short-termism* zu verwenden. *Mayshar* argumentiert gestützt auf *Keynes'* Ausführungen zum Aktienmarkt (S. 187, 201 f.), dass der Zeithorizont der Aktionäre typischerweise kürzer ist als die Dauer des Investitions- und Produktionsprozesses. In diesem Fall werden die gegenwärtigen Aktionäre, so *Mayshars* Modell, das Unternehmen auf Kurswertmaximierung ausrichten und zu diesem Zweck weniger als gesellschaftlich optimal investieren, weil der Unternehmenswert unterproportional zum Output zunimmt, sodass die Gesellschaft mit ihrem spezifischen Risikoprofil (als Anbieter eines differenzierten Anlageprodukts „Aktie“) eine gewisse Monopolmacht gegenüber potenziellen Neuaktionären hat (S. 193 f.). Abschließend formalisiert *Mayshar* *Keynes'* Argument zur Ineffizienz des Aktienmarktes, das ebenfalls auf der Kürze der Aktionärshorizonte aufbaut, aber, so *Mayshars* Sicht, vor allem darauf abstelle, dass Unsicherheit über die zukünftige Marktbewertung besteht, im Gegensatz zu Unsicherheit über zukünftige Gewinne (S. 202–204).

<sup>290</sup> Siehe *Lowenstein*, 83 Colum. L. Rev. 249, 277 (1983); *Loescher*, Q. Rev. Econ. Bus. 24 (1984), 8, 14–16; ferner auch *Mitchell*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 139, der sich entschieden gegen das Leitbild der Shareholder-Value-Maximierung wendet (siehe zusammenfassend S. 3–6, 11, 84 ff., zur strukturellen Verankerung im US-Gesellschaftsrecht S. 97 ff.), weil es Unternehmensleiter zu kurzfristigem, ethisch unverantwortlichem Management anhalte; *Mitchell* ist dabei ersichtlich von der Capital-Choices-Untersuchung von *Porter* bzw. der Übernahmediskussion der 1980er Jahre beeinflusst sowie von *Michel Alberts* „Capitalism vs. Capitalism“, auf die er sich mehrfach bezieht. Nicht zuletzt seine ethisch-philosophischen Ausführungen zur Shareholder-Value-Maxime (S. 84–94) stehen dabei möglicherweise auch unter dem Eindruck der sich abzeichnenden Bilanzskandale.

<sup>291</sup> *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), Takeovers and short-termism in the UK, 1990, S. 8, 13, 19, dort mit zwei Zitaten; *Weedon*, in: *Prentice* (Hrsg.), Contemporary issues in corporate governance, 1993, S. 97, 98 mit einem indirekten Zitat.

<sup>292</sup> Siehe namentlich *Rappaport*, 61 Financial Analysts J. 65, 66 inkl. Fn. 3 (2005) (Bezug zur Debatte nach den Bilanzskandalen bei Enron, Worldcom, Nortel, eToys und Adelphia Communications wird deutlich aus S. 69, 72).

<sup>293</sup> Siehe *Kay*, Kay Review Final Report, July 2012, S. 40 Rn. 5.18, S. 42 Rn. 5.30 (*Keynes'* Metapher des Schönheitswettbewerbs zur Veranschaulichung des an der kurzen Frist orientierten Wettbewerbs zwischen Fondsmanagern, der nichts zur langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes beitrage); *Bogle*, Portfolio Management 37 (2011), 14, 22–23, 26–27; *Bogle*, The clash of the cultures, 2012, S. 16, 26–27; *Haldane/Davies*, The Short Long, 2011, S. 2 (allerdings nicht mit einem Zitat aus der General Theory, sondern einer thematisch verwandten Aussage aus *Keynes*, JMK letter to Francis Curzon, 18th March 1938, in: *Skidelsky*, John Maynard Keynes: Vol. 3 Fighting for Britain 1937–1946, 2000); *Haldane*, Get Shorty, 14.11.2011 <<http://www.gresham.ac.uk/lecture/transcript/download/the-sir-thomas-gresham-docklands-lecture-get-shorty/>>, S. 4 f. (geprüft am 31.07.2020); *Kraft/Vashishtha/Venkatachalam*, 93 (2018), 249, 254 (mit einem ausführlichen Zitat aus der General Theory, das den Mechanismus beschreibt, welcher der Metapher vom Schönheitswettbewerb zugrunde liegt).

schreibung des Investorenverhaltens an organisierten Märkten auch heute noch eine hohe Plausibilität. Dementsprechend begegnet sie, jedenfalls der Sache nach, ebenso in der deutschen rechtswissenschaftlichen Debatte.<sup>294</sup>

---

<sup>294</sup> Siehe die Erklärung für kurzichtiges Verhalten bei *Engert*, ZIP 2006, 2105, 2106, der Keynes nicht zitiert, in der Sache aber in geraffter Form exakt dessen Begründung für ein auf die kurze Frist fixiertes Anlageverhalten wiedergibt: „Je kurzfristiger sie [die Anleger] ausgerichtet sind, desto mehr setzen sie auf bewertungsrelevante Entwicklungen in der näheren Zukunft, um in kurzer Zeit einen Gewinn aus einer Kursveränderung realisieren zu können. Demgemäß konzentrieren sie ihre Anstrengungen darauf, solche kurzfristigen Entwicklungen zu prognostizieren. Hingegen vergewissern sie sich nicht selbst, ob die langfristige Unternehmensstrategie als solche tragfähig ist. Sie verlassen sich insoweit auf die vorherrschende Einschätzung, freilich nicht ohne äußerst hellhörig für einen möglichen Meinungsumschwung zu sein. [...] Für ein solches kurzfristiges Verhalten des Kapitalmarkts sprechen zwei Gründe: Zum einen betreiben die einzelnen Anleger [...] nur wenig Aufwand, um sich selbst eine fundierte Meinung über die langfristige Unternehmensstrategie zu bilden. [...] Dies begründet ein größeres Misstrauen der Anleger in Bezug auf langfristige Perspektiven. Zum anderen droht stets eine selbstverstärkende Entwicklung nach Art einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung: Soweit sich Anleger keine eigene Überzeugung bilden, verändert sich ihre Bewertung des Unternehmens schon dann, wenn ‚der Markt‘ – wirklich oder vermeintlich – das Vertrauen in das Management verliert.“

## § 2 Problemdefinition der modernen Ökonomie

### I. *I know it when I see it*

Juristische oder rechtspolitische Beiträge enthalten herkömmlich meist keine Definition von exzessiv kurzfristiger Orientierung bzw. *Short-termism*.<sup>1</sup> Vielmehr wird die Debatte traditionell eher im Sinne von „I know it when I see it“ geführt, jenem geflügelten Wort, mit dem 1964 ein Richter des US Supreme Court auf den Punkt brachte, einen bestimmten Gegenstand zwar nicht abstrakt abgrenzen, aber sicher erkennen zu können.<sup>2</sup>

Das Fehlen einer klaren Begriffsbestimmung erklärt sich zum einen daraus, dass die Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte oft stark zyklisch und krisengetrieben verlaufen ist und sich ganz wesentlich auf kapitalmarktnotierte oder jedenfalls kapitalmarkt-orientierte Unternehmen bezieht.<sup>3</sup> Daher war und ist aus Sicht zeitgenössischer Diskutanten in einem bestimmten Kontext regelmäßig auch ohne Definition offensichtlich, auf welche wirtschaftlichen und rechtlichen Umstände die *Short-termism*-Kritik zielt(e). Zum anderen fällt eine trennscharfe abstrakte Definition angesichts der Vielgestaltigkeit des Wirtschaftslebens nicht leicht.

Dementsprechend herrscht viel Unklarheit über die Begriffsbestimmung von *Short-termism* in einem komplexen Finanzsystem, in dem kurzfristiges Handeln oft individuell rational ist.<sup>4</sup> Eine handhabbare Definition verspräche vor diesem Hintergrund erheblichen Gewinn für die rechtspolitische Debatte. Einschlägige Versuche sind vor allem aus ökonomischer Perspektive unternommen worden, stoßen aber auf erhebliche Schwierigkeiten. Dessen ungeachtet ist ihr funktionaler Ansatz gerade für die Rechtsvergleichung hilfreich.

### II. *Definitionsversuche*

#### 1. *Allgemeine Definitionen*

##### a) *Ansatz und Formulierung*

Die Schlaglichter aus der Geschichte der Ökonomie haben gezeigt, dass sich alle führenden klassischen und neoklassischen Vertreter des kardinalen Nutzenkonzepts auf psychologische Überlegungen stützten und damit zu der These gelangten, dass sich Menschen systematisch kurzsichtig verhalten. Demgegenüber lehnten diejenigen Ökonomen, welche sich schließlich mit dem ordinalen Nutzenkonzept durchsetzten, eine psychologische Nutzendefinition entschieden ab. Die bis dato breit akzeptierte Annahme kurzsichtigen Verhaltens verlor damit ihre Grundlage. Diese Verschiebung hat den Schwerpunkt

<sup>1</sup> Exemplarisch aus der britischen Debatte *Marston/Craven*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 233, 234: „Short-termism is popularly believed to be a ubiquitous feature of the UK economy but there is not a precise definition of short-termism.“

<sup>2</sup> 378 U. S. 184, 197 (Stewart, J., concurring); eingehend zu diesem berühmten Zitat, sowohl im Kontext des konkreten Falls als auch allgemein mit Blick auf richterliche Entscheidungsfindung, *Gerwitz*, 105 Yale L. J. 1023 (1996).

<sup>3</sup> Eine gewisse Ausnahme bildet lediglich die frühe englische *Short-termism*-Debatte, die auch den Vorwurf betraf, den britischen Banken mangle es insbesondere im Vergleich zu Deutschland an ausreichendem Willen zu langfristiger Finanzierung und langfristigem Engagement, mit der Folge von Finanzierungsproblemen gerade kleiner und mittlerer Unternehmen (Macmillan Gap) und der britischen Industrie, dazu 2. Teil, § 1 II.2., S. 167 ff.

<sup>4</sup> Siehe beispielhaft *BIS*, Summary of Responses, March 2011, S. 14 Rn. 42.

der modernen wirtschaftswissenschaftlichen *Short-termism*-Diskussion entscheidend vorgeprägt, weil in ihrem Gefolge statt psychologischer institutionelle Kurzsichtigkeits-treiber in den Blickpunkt rücken mussten. Dazu passende Definitionen von *Short-termism* können nicht die menschliche Psychologie heranziehen. Vielmehr müssen sie danach fragen, wie kurz- und langfristige Entwicklungen in einer Unternehmung optimal abzuwägen sind.

Entsprechende Vorschläge für eine präzise Definition von *Short-termism* finden sich vor allem seit Anfang der 1990er Jahre in der britischen *Short-termism*-Debatte. Sie greifen meist auf ein Teilgebiet der Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre zurück, das sich mit Investition und Finanzierung beschäftigt, insbesondere mit Verfahren der Investitionsbewertung. Das Grundmodell der dynamischen Investitionsrechnung<sup>5</sup> bewertet eine Investition anhand ihres Kapitalwertes. Er ergibt sich, wenn man die (Anschaffungs-)Auszahlung der Investition mit dem Gegenwartswert (Barwert) zukünftiger Rückflüsse saldiert, die hierzu mit den Kapitalkosten auf die Gegenwart abgezinst (diskontiert) werden.<sup>6</sup> Auf diese Weise wird dem sprichwörtlichen Umstand Rechnung getragen, dass Zeit Geld ist, wenn das eingesetzte Kapital Kosten verursacht (z. B. in Form von Kreditzinsen) oder anderweitig einträglich angelegt werden könnte (z. B. um Guthabenzinsen zu erhalten). Fällt der Kapitalwert positiv aus, ist das Projekt gewinnbringend und sollte durchgeführt werden.<sup>7</sup> Wird bei der Abzinsung grundlos ein Faktor gewählt, der die Kapitalkosten übersteigt, werden zukünftige Gewinne übermäßig kleingerechnet.<sup>8</sup> Dadurch wird der Kapitalwert von Projekten umso stärker unterbewertet, je weiter ihre Rückflüsse in der Zukunft liegen. Das eröffnet eine naheliegende Definition von *Short-termism*: Er liegt vor, wenn die nahe Zukunft höher (bzw. die entfernte Zukunft niedriger) gewichtet wird, als es die Kapitalkosten rechtfertigen.<sup>9</sup>

Diese Definition ist theoretisch präzise. Sie ist zudem auf Unternehmen bzw. deren Manager ebenso wie auf Investoren anwendbar, weil die Kapitalkosten die Renditeerwartung der institutionellen Investoren einbeziehen.<sup>10</sup> Dementsprechend ist diese Begriffs-

<sup>5</sup> Man unterscheidet üblicherweise zwei Arten von Verfahren der Investitionsrechnung: Statische Verfahren berücksichtigen keine Unterschiede beim zeitlichen Anfall der jeweiligen Rechnungsgrößen; sie betrachten dementsprechend in der Regel nur eine Periode. Dynamische Verfahren erfassen die Zahlungsströme über die gesamte Nutzungsdauer; dabei werden Zahlungen, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten anfallen, auf einen bestimmten Zeitpunkt abgezinst, um sie vergleichbar zu machen. Für einen knappen Überblick über gängige Ansätze beider Verfahrensarten siehe *Thommen/Achleitner/Gilbert u. a.*, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>8</sup>, 2017, S. 341–353; *Wöhe/Döring/Brösel*, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>26</sup>, 2016, S. 476–501.

<sup>6</sup> Zum Ganzen siehe nur aus der Lehrbuchliteratur *Wöhe/Döring/Brösel*, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>26</sup>, 2016, S. 487–489, zur Entsprechung von Kalkulationszinsfuß und Kapitalkosten a. a. O., S. 483.

<sup>7</sup> *Thommen/Achleitner/Gilbert u. a.*, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>8</sup>, 2017, S. 350; *Wöhe/Döring/Brösel*, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>26</sup>, 2016, S. 488; *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft der Unternehmung<sup>17</sup>, 2017, S. 57.

<sup>8</sup> Der negative Zusammenhang von Kapitalwert und Kalkulationszinsfuß lässt sich grafisch anhand der sog. Kapitalwertfunktion veranschaulichen, siehe beispielhaft *Thommen/Achleitner/Gilbert u. a.*, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>8</sup>, 2017, S. 350 f. mit Abb. 29.7.

<sup>9</sup> *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 21; *ders.*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), The new Palgrave Dictionary of Money & Finance, 1992, Bd. 3, S. 446, 447; referierend auch *Segelod*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 244; für ein testbares mathematisches Modell, das *Short-termism* als exzessives Diskontieren beschreibt, *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 17–19.

<sup>10</sup> *Spremann*, Finance<sup>4</sup>, 2010, S. 356 betrachtet beide Begriffe sogar als Synonyme, m. w. N. zu differenzierenden Ansichten.

bestimmung von *Short-termism* in der Sache bis heute weithin anerkannt.<sup>11</sup> Mit dem allgemeinen britischen Sprachgebrauch ist sie ebenfalls gut vereinbar.<sup>12</sup>

### b) *Praktische versus theoretische Operationalisierung*

Ungeachtet ihrer Vorzüge ist mit dieser allgemeinen Definition aber nicht viel gewonnen, weil sie in der Praxis aus drei Gründen meist nicht (eindeutig) subsumtionsfähig ist:

Erstens liegen die Kapitalkosten in der Realität häufig nicht ohne Weiteres auf der Hand.<sup>13</sup> Vielmehr gibt es eine komplexe Methodik, um die einzelnen Komponenten des Kalkulationszinsfußes zu errechnen, mit teils konkurrierenden Herangehensweisen, die

<sup>11</sup> Siehe etwa *Mizik*, *J. Marketing Res.* 47 (2010), 594 (kurzsichtiges Management als solches, bei dem Manager, die sich auf kurzfristige Ziele fokussieren, Strategien mit unmittelbaren Gewinnen zu stark betonen, zulasten von Strategien mit höheren, aber weiter in der Zukunft liegenden Gewinnen; dazu dann a. a. O., S. 596 zu möglichen Folgen); *Haldane/Davies*, *The Short Long*, 2011, S. 5–7 (die Autoren erläutern *Short-termism* als zu hohes Diskontieren zukünftiger Erträge in dem Sinne, dass Investments mit kurzfristigen niedrigeren Erträgen bevorzugt werden, zulasten von solchen mit hohen, aber langfristigen Erträgen, und obgleich die erzielten Barwerte hierdurch niedriger ausfallen. *Haldane/Davies* rechnen hierzu ein risikoloses Beispielprojekt durch und zeigen anschaulich, wie *Short-termism* im Sinne exzessiven Diskontierens dazu führen kann, dass rentable Projekte keine Finanzierung erhalten oder dass eine Fehlallokation durch Investitionen in Projekte entsteht, die frühe geringe statt späte hohe Auszahlungen liefern. Die Kapitalallokation ist also (1) suboptimal gering und (2) verzerrt zugunsten suboptimal kurzlaufender Projekte. *Haldane/Davies* folgend *Barker*, *Getting to grips with short-termism*, Summer 2012, S. 3. Sodann *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, *J. Fin. Stability* 12 (2014), 16 (zwar gebe es keine Standarddefinition („off-the-shelf“), unter *Short-termism* werde aber generell die Tendenz von Agenten in der Finanzintermediationskette verstanden, kurzfristige (*near-term*) Ergebnisse zu stark zulasten langfristiger Möglichkeiten zu gewichten. Dies habe Opportunitätskosten z. B. in Form entgangener Investitionsprojekte und folglich entgangener zukünftiger Produktion/Leistung; a. a. O., S. 17 f. operationalisieren *Davies et al.* ihre Definition von *Short-termism* durch exzessives Diskontieren. Exzessiv ist dabei ein Diskontierungssatz, der den Zinssatz übersteigt, zu dem sich Mittel im Unternehmen verzinsen. Zudem impliziert die Definition der Autoren, dass geschlossene Gesellschaften nicht von *Short-termism* betroffen sind); *Coffee, Jr./Palia*, *ACG* 1 (2016), 1, 40 (*Short-termism* als Tendenz, zukünftige Gewinne mit einer höheren Diskontrate zu diskontieren als traditionelle institutionelle Investoren).

Vonseiten der Gegner der *Short-termism*-These auch *Roe*, 68 *Bus. Law.* 977, 981 (2013) (*Short-termism* = finanzielle Mechanismen verleiten Unternehmensdirektoren und Manager, kurzfristige Ergebnisse mit geringerem Wert profitableren, längerfristigen Ergebnissen vorzuziehen).

<sup>12</sup> Siehe *Collins English Dictionary*, *Short-termism* definition and meaning <<https://www.collinsdictionary.com/dictionary/english/short-termism>> (geprüft am 11.06.2020): „short-termism: tendency to focus attention on short-term gains, often at the expense of long-term success or stability.“; „If you accuse people of short-termism, you mean that they make decisions that produce benefits now or soon, rather than making better decisions that will produce benefits in the future.“

<sup>13</sup> Dieses Problem ist altbekannt, aber nach wie vor ungelöst, siehe bereits *Schmalenbach*, *Finanzierungen*<sup>4</sup>, 1928, S. 25–26: „Selbst wenn alle bisher besprochenen Rechnungen ebenso sicher wären, wie sie unsicher sind, würde doch durch die Unsicherheit des Kapitalisierungszinsfußes eine Störung in die Rechnung hineingetragen, die von weittragender Wirkung ist. Denn schon in ruhigen Zeiten bestehen über die Höhe des anzuwendenden Kapitalisierungszinsfußes Meinungsunterschiede; noch viel mehr ist das in unseren heutigen Verhältnissen der Fall.“ Aus heutiger Sicht deutlich *Arnold*, *Handbook of corporate finance*<sup>2</sup>, 2010, S. 236: „Too often, the academics and consultants give the impression of scientific preciseness when calculating the cost of capital. The reality is that behind any final number generated lies an enormous amount of subjective assessment or, worse, opinion.“ sowie a. a. O., S. 278: „One thing is certain: if anyone ever tells you that they can unequivocally state a firm’s cost of capital to within a tenth of a percentage point, you know you are talking to someone who has not quite grasped the complexity of the issue.“ Ebenso *Perridon/Steiner/Rathgeber*, *Finanzwirtschaft der Unternehmung*<sup>17</sup>, 2017, S. 94: „Zusammenfassend ist festzuhalten, dass es ‚den‘ Kalkulationszinssatz in der Realwelt nicht gibt, jeder verwendete Realweltzinssatz ist lediglich eine Annäherung an dem [sic] in der Theorie verwendeten Kapitalmarktzins und weist gegenüber diesem Mängel auf.“

nicht notwendig zu denselben Ergebnissen kommen und in der Praxis regelmäßig subjektive Einschätzungen erfordern.<sup>14</sup>

Zweitens ist es vielfach schwer, einer zu beurteilenden Investition anteilige Auszahlungen und vor allem anteilige Einzahlungen zuzuordnen.<sup>15</sup> Ohne diese Zahlen lässt sich aber kein Kapitalwert berechnen.

Drittens ergeben sich erhebliche Schwierigkeiten, wenn die zukünftige Entwicklung mit Risiken oder gar Unsicherheiten behaftet ist.<sup>16</sup> Für diesen Fall sind verschiedene stochastische Investitionsmodelle entwickelt worden, die auf unterschiedliche Art versuchen, Unwägbarkeiten zu berücksichtigen.<sup>17</sup> Ein bekanntes Korrekturverfahren besteht etwa darin, den Diskontierungssatz um einen Risikozuschlag zu erhöhen.<sup>18</sup> Dies ist zwar kapitalmarktnah, einfach und kostengünstig umzusetzen, birgt aber auch gewichtige Nachteile.<sup>19</sup> In jedem Fall entstehen große Unschärfen durch konkurrierende Methoden und praktische Bewertungsspielräume.<sup>20</sup>

<sup>14</sup> Im Einzelnen *Arnold*, Handbook of corporate finance<sup>2</sup>, 2010, S. 235–280; knapper, ausschnitthafter Überblick bei *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft der Unternehmung<sup>17</sup>, 2017, S. 92–94.

<sup>15</sup> *Wöhe/Döring/Brösel*, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>26</sup>, 2016, S. 499; im Grundsatz ebenso *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft der Unternehmung<sup>17</sup>, 2017, S. 90–92. Dieses sog. Zurechnungsproblem tritt schon bei simplen Investitionen auf. Beispielhaft könnte man an interne Weiterbildungskurse denken, die Firmenmitarbeiter für andere Mitarbeiter halten: Wie soll hier die eingesetzte Arbeitszeit bewertet werden? Anhand der Lohnkosten der einzelnen Teilnehmer oder anhand ihres jeweiligen – oft ebenfalls nicht klar zu bestimmenden – Beitrags zur unternehmerischen Wertschöpfung? Ob und wie soll die Nutzung betrieblicher Räume angesetzt werden? Wie sollen zugeordnete Einzahlungen durch erhöhte Produktivität der geschulten Mitarbeiter in der Zukunft gemessen (bzw. bei der Planung abgeschätzt) werden? Selbst soweit diese Werte theoretisch hinreichend genau bestimmbar sind, wird dies in der Praxis vielfach prohibitiv aufwendig sein. Je größer Investitionsprojekte werden, umso komplizierter wird das Problem. Bewertet man schließlich ganze Unternehmen, gibt es mehrere komplexe Rechnungsverfahren, um Cashflows zu bestimmen, siehe dazu etwa *Gramlich*, ZBB/JBB 2011, 94 ff.

<sup>16</sup> Von Risiko (engl.: risk) spricht man, wenn den verschiedenen möglichen Konsequenzen einer Handlung Eintrittswahrscheinlichkeiten zugeordnet werden können, von Unsicherheit (uncertainty), wenn dies nicht der Fall ist, *Wöhe/Döring/Brösel*, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>26</sup>, 2016, S. 87; *Arnold*, Handbook of corporate finance<sup>2</sup>, 2010, S. 111; leicht abweichende Terminologie bei *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft der Unternehmung<sup>17</sup>, 2017, S. 117–118, die von Risiko und Ungewissheit sprechen und Unsicherheit als Oberbegriff für beides definieren.

<sup>17</sup> Für einen Überblick *Wöhe/Döring/Brösel*, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>26</sup>, 2016, S. 503–510; *Arnold*, Handbook of corporate finance<sup>2</sup>, 2010, S. 114–136; eingehend *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft der Unternehmung<sup>17</sup>, 2017, S. 115–160.

<sup>18</sup> *Thommen/Achleitner/Gilbert u. a.*, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>8</sup>, 2017, S. 348.

<sup>19</sup> *Wöhe/Döring/Brösel*, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>26</sup>, 2016, S. 504: pauschale Berücksichtigung von Unsicherheit ohne Ursachenanalyse; Gefahr der Doppelerfassung von Unsicherheit, wenn Korrekturen bei mehreren Variablen erfolgen; bei verengtem Blick auf ungünstige Entwicklungen Gefahr, lukrative Investitionsvorhaben „totzurechnen“; übereinstimmend *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft der Unternehmung<sup>17</sup>, 2017, S. 120–121; ganz ähnlich *Arnold*, Handbook of corporate finance<sup>2</sup>, 2010, S. 114.

<sup>20</sup> Ebenso bereits *Marsh*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), The new Palgrave Dictionary of Money & Finance, 1992, Bd. 3, S. 446, 447: „Unfortunately, it is impossible to utilize the discounted cash flow approach to determine whether a particular company’s share price is undervaluing the long-term. The reasons for this relate to the essential subjective nature of the future forecasts which would have to be used.“; mit Blick auf die Berücksichtigung von Risiko durch einen Zinszuschlag *Thommen/Achleitner/Gilbert u. a.*, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>8</sup>, 2017, S. 348: „Die Höhe des Diskontierungssatzes  $i$  für ein Investitionsprojekt ist in der Realität schwierig zu bestimmen, da das mit der Investition verbundene Risiko berücksichtigt werden muss.“ Diese Aussage gilt vor allem für den projektspezifischen Risikozuschlag; der risikofreie Basiszins kann noch recht gut durch Staatsanleihen höchster Bonität approximiert werden.

Für theoretische Arbeiten sind diese Unwägbarkeiten immerhin wenig bedeutsam. So kann man etwa im mathematisch gestützten Modell mit einer Diskontrate von null rechnen<sup>21</sup> und auf dieser Grundlage das Verhalten eines Managers als kurzfristig definieren, wenn er in naher Zukunft liegende Gewinne derart auf Kosten langfristiger Gewinne erhöht, dass der erwartete Gesamtbarwert sinkt.<sup>22</sup>

Zudem besteht auf theoretischer Ebene die Möglichkeit, auf allgemeine Formulierungen auszuweichen. Demnach liegt *Short-termism* vor, wenn Faktoren in der nahen Zukunft, wie kurzfristige Gewinne oder Cashflows, im Vergleich zu längerfristigen Faktoren ein größeres Gewicht bei der Entscheidungsfindung erhalten, als es dem besten erreichbaren Zustand (*first best*, wohlfahrtsoptimale Benchmark) in einer unverzerrten (Modell-)Wirtschaft entspricht.<sup>23</sup> Für ein Unternehmen könnte man davon sprechen, dass *Short-termism* vorliegt, wenn für einen kurzfristigen Gewinn zu einem suboptimalen Grad langfristiger Gewinn/Nutzen (*benefit*) des Unternehmens geopfert wird.<sup>24</sup> Betrachtet man eher den Entscheidungsvorgang, kann man schließlich mit einem viel zitierten Überblicksaufsatz von *Laverty* aus dem Jahr 1996 *Short-termism* als Ausdruck von Entscheidungen und Ausgängen charakterisieren, die eine Handlungsstrategie verfolgen, welche bezogen auf eine kurze Frist am besten erscheint, aber über eine längere Zeit suboptimal ist,<sup>25</sup> im Sinne eines Problems intertemporaler Entscheidungen.<sup>26</sup>

Die theoretische Forschung kann mit alledem gut arbeiten, ebenso wie allgemein gehaltene Abhandlungen. In der Praxis helfen die vorgenannten Definitionen hingegen nur eingeschränkt weiter. Wohl aus diesem Grund hat man in der britischen Diskussion ebenfalls schon Anfang der 1990er Jahre gewisse Vereinfachungen ins Spiel gebracht. So ist vorgeschlagen worden, auf *short-term pressures* abzustellen, im Sinne aller Faktoren, die auf eine oder in einer Organisation wirken und die Entscheider dazu bringen, (1) eine Diskontrate über den Kapitalkosten anzuwenden und/oder (2) zukünftige Erlöse jenseits eines bestimmten Zeithorizonts außer Acht zu lassen. Eine robustere Definition soll alle Faktoren einbeziehen, die tendenziell die angewandte Diskontrate anheben und/oder den Zeithorizont verkürzen.<sup>27</sup> Letzteres sollte auch hohe Zinssätze und niedrigere Profitabilität erfassen, welche die Opportunitätskosten des Kapitals steigern. Historisch wird das aus dem Kontext der damaligen britischen *Short-termism*-Debatte verständlich,<sup>28</sup> in

<sup>21</sup> *Campbell/Marino*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, 858.

<sup>22</sup> So *dies.*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, die mit einem mathematisch formulierten Modell kurzfristiges Verhalten von Managern untersuchen.

<sup>23</sup> *Gümbel*, JITE 161 (2005), 428.

<sup>24</sup> *Rodriguez*, 95 Minnesota L. Rev. 1822, 1823 (2011).

<sup>25</sup> *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 826, 828; diese Definition referierend *Segelod*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 244; *Souder/Bromiley*, Strat. Mgmt. J. 33 (2012), 550, 556; *Marginson/McAulay*, Strat. Mgmt. J. 29 (2008), 273, 274; in der Sache übereinstimmend auch *Rappaport*, Saving capitalism from short-termism, 2011, S. 4: „Short-termism means choosing a course of action that is best in the short term, but that is suboptimal if not out-and-out-destructive, over the long term.“; zudem auch *ders.*, Saving capitalism from short-termism, 2011, S. xvi: „Short-termism, the obsession with short-term results irrespective of long-term implications, was a prime factor in the recent global financial crisis.“

<sup>26</sup> *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 828, 830, ebenfalls mit der Forderung zweifacher Diskontierung für Zeitablauf und Unsicherheit.

<sup>27</sup> *Demirag/Tylecote*, Br. J. Management 3 (1992), 7, 7 f.; die erste Variante verwendet auch *Demirag*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 195.

<sup>28</sup> Dazu 2. Teil, § 1 II.1., Text bei und in Fn. 581 auf S. 162, 604–605 auf S. 164, 2. Teil, § 1 II.2.b)aa), Text bei und in Fn. 686–688 auf S. 175 sowie 2. Teil, § 1 II.3.b)aa), Text bei Fn. 817 auf S. 195.

der Sache geht es aber zu weit: Bei niedriger Profitabilität zurückhaltend zu investieren kann ein Gebot wirtschaftlicher Vernunft sein; Zinssätze betreffen geldpolitische Rahmenbedingungen, die Unternehmen vorgegeben (exogen) sind und die folglich kein Ausdruck problematischer kurzfristiger Orientierung von oder in Unternehmen selbst sein können. Abseits der britischen Debatte der 1970er und 1980er Jahre hat es sich daher nicht durchgesetzt, solche Umstände einzubeziehen.

## 2. Spezifische Definitionen

Fallen allgemeine Definitionen schwer, liegt es nahe, *Short-termism* in einem spezifischen Sachzusammenhang zu definieren, also bezogen auf bestimmte Treiber, Akteure oder Anwendungsfelder. Zudem lässt sich eine allgemeine Definition auf diese Weise konkretisieren.

Auch dieser Ansatz begegnet schon ab den 1990er Jahren in der britischen Debatte. Stilprägend war die einflussreiche (Auftrags-)Streitschrift des *Short-termism*-Gegners *Paul Marsh* von 1990.<sup>29</sup> *Marsh* verwandte den Begriff „*Short-termism*“ in mehreren Bedeutungen: Eingangs bezeichnete er den Begriff lediglich als Kürzel für die damalige Vorstellung, dass der Wettbewerbsvorsprung Großbritanniens und der Vereinigten Staaten durch mangelnde langfristige Investitionen aufgrund kurzfristiger Finanzmärkte erodiert sei.<sup>30</sup> Im weiteren Verlauf definierte *Marsh Short-termism* allgemein als Unterlassen profitabler langfristiger Investitionen mit positivem Kapitalwert.<sup>31</sup> Dazu erläuterte er im Einzelnen möglichen *Short-termism* von Analysten (*analysts' myopia*),<sup>32</sup> des Kapitalmarktes<sup>33</sup> sowie der Unternehmensmanager (*managerial Short-termism*).<sup>34</sup> Während er Ersteres freisprach, sah er bei Letzteren tatsächlich problematisches Verhalten.

Wenige Jahre später ging der Oxford-Professor *Stephen Nickel* ähnlich vor und ergänzte eingängige Kurzbezeichnungen: *Short-termism* definierte er zunächst allgemein als Bezeichnung für die Vorstellung, dass zu viel Gewicht auf den kurzfristigen Gewinn gelegt werde, mit schädlichen Folgen für Forschung & Entwicklung sowie Investitionen und damit für das langfristige Wachstum<sup>35</sup> – ein Bezug, der sich aus den zeitgenössischen Schwierigkeiten der britischen Industrie und dem damit verbundenen *declinism* erklärt. Im weiteren Zugriff definierte *Nickel* sodann *stock market myopia* dadurch, dass (institutionelle) Investoren eine kurzfristige Perspektive einnehmen, weil Fondsmanager quartalsweise anhand der kurzfristigen Portfolioentwicklung bewertet werden,<sup>36</sup> sowie *managerial myopia* als Sammelbegriff für verschiedene Situationen, in denen sich

<sup>29</sup> Hierzu im ideengeschichtlichen und historischen Kontext 2. Teil, § 1 II.3.b)aa), S. 188 ff., Text bei Fn. 804–823 auf S. 193–196.

<sup>30</sup> *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 1.

<sup>31</sup> *Ders.*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 21.

<sup>32</sup> *Ders.*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 11 ff., 13.

<sup>33</sup> *Ders.*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 16 ff.; ebenso *ders.*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money & Finance*, 1992, Bd. 3, S. 446, 447 f.

<sup>34</sup> *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 52 ff. Dabei definierte *Marsh managerial Short-termism* als „the tendency for corporate managers to favour the short-term quite independently of any spur from the financial markets.“

<sup>35</sup> *Nickell*, *The performance of companies*, 1995, S. 22–23.

<sup>36</sup> *Ders.*, *The performance of companies*, 1995, S. 23.

Unternehmensmanager kurzfristig verhalten.<sup>37</sup> *Nickel* betonte, dass beides zu einem *Short-termist outcome* führen könne, aber unterschiedliche Ursachen habe.<sup>38</sup>

Diese Terminologie knüpft vor allem mit *managerial myopia* an die ökonomische Modellbildung an<sup>39</sup> und ist stellenweise in der Literatur übernommen worden.<sup>40</sup> In ähnlicher Weise wird im Schrifttum *myopia* als Bezeichnung für individuelle Entscheidungen genutzt, die kurzfristige Folgen übergewichten, während *Short-termism* für ein entsprechendes systematisches Verhalten einer Organisation stehen soll.<sup>41</sup> Die Begrifflichkeit ist insoweit aber uneinheitlich.<sup>42</sup>

Generell hat es sich zunehmend durchgesetzt, *Short-termism* Bezug nehmend auf bestimmte Akteure zu definieren: In der jüngeren Debatte geschieht das meist für Unternehmensmanager,<sup>43</sup> wobei allerdings oft Investoren oder Aktionäre als eigentliche Ur-

---

<sup>37</sup> *Ders.*, *The performance of companies*, 1995, S. 25–28; als mögliche Gründe nennt *Nickell* jeweils unter Verweis auf einschlägige theoretische Modelle eine Bewertung und Beförderung der Manager auf der Basis kurzfristiger Gewinne sowie Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Managern über den Unternehmenswert in Situationen, in denen Managern am aktuellen Aktienkurs gelegen ist; zu diesen Modellen siehe noch im Einzelnen 3. Teil, § 2, S. 388 ff.

<sup>38</sup> *Ders.*, *The performance of companies*, 1995, S. 23.

<sup>39</sup> Siehe die Verwendung des Terminus „*managerial myopia*“ in dem grundlegenden Modell von *Stein*, *J. Pol. Econ.* 96 (1988), 61 ff.; ferner schon „*capital market myopia*“ etwa im Titel von *Sahlman/Stevenson*, *J. Bus. Venturing* 1 (1985), 7 ff.

<sup>40</sup> Etwa bei *Bowden/Maltby*, *Financ. Hist. Rev.* 5 (1998), 179, 182, die unter Verweis auf *Nickell* formulieren, *managerial myopia* bezeichne eine Situation, in der leitende Manager sich so verhalten, als ob kurzfristiger Druck existiere. *Managerial myopia* gehe typischerweise mit einer intensiven Befassung mit dem Aktienkurs einher, um dem Markt Signale zu senden.

<sup>41</sup> So *Laverty*, *Management Decision* 42 (2004), 949, 950.

<sup>42</sup> Ungewöhnlich *Marginson/McAulay*, *Strat. Mgmt. J.* 29 (2008), 273, 274, die mit *myopia* Schwierigkeiten bezeichnen, langfristige Folgen zu bewerten, unabhängig davon, ob dies suboptimal ist, und unter *Short-termism* eine Präferenz für kurzfristige Handlungen mit schädlichen langfristigen Folgen verstehen.

<sup>43</sup> *World Economic Forum*, *Future of Long-term Investing*, 2011, S. 43 definiert *Short-termism* als Tendenz von Managern, sich auf kurzfristige Ziele zu konzentrieren, selbst wenn diese mit den langfristigen Interessen des Unternehmens kollidieren; ähnlich *Dikolli/Kulp/Sedatole*, *J. Manage. Acc. Res.* 25 (2013), 199, 200, die formulieren, dass ein Short-Horizon-Agency-Problem auftritt, wenn der CEO die Möglichkeit und einen Anreiz hat, kurzfristige Entscheidungen zu treffen, welche die aktuelle Gewinnentwicklung (*earnings performance*) auf Kosten des langfristigen Unternehmenswertes erhöhen; *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, *Socio-Ec. Rev.* 12 (2014), 667, 669 definieren *Short-termism* als Neigung von Unternehmensmanagern, Unternehmensstrategien auf Kosten langfristiger Ziele auf kurzfristige Gewinne auszurichten. Ein synonyme Begriff dafür sei *managerial myopia* (so Fn. 2).

sache oder Mitursache genannt werden,<sup>44</sup> seltener allein für Finanzinstitutionen.<sup>45</sup> Zudem hat die übergreifende Formulierung des CFA-Institute, ein Trendsetter der *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise,<sup>46</sup> viel Gefolgschaft gefunden. Sie stellt schlicht zentrale Gruppen von Akteuren zusammen, die häufig übermäßiger Kurzfristorientierung verdächtigt werden, und benennt einige viel diskutierte Praktiken und Folgen: *Short-termism* bezeichne den exzessiven Fokus einiger Unternehmensleiter, Investoren und Analysten auf kurzfristige, quartalsweise Gewinne und eine mangelnde Beachtung von Strategie, Fundamentaldaten und von konventionellen Ansätzen langfristiger Wertschöpfung.<sup>47</sup>

Die akteursbezogenen Definitionen umreißen den Schwerpunkt der jüngeren Debatte um *Short-termism* im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht durchaus treffend. Allerdings enthalten sie unscharfe, wertende Begriffe und/oder greifen in eklektischer Manier einzelne *Short-termism*-Vorwürfe vereinfachend heraus. Entsprechend wenig ändern die Begriffsbestimmungen an dem herkömmlichen „I know it when I see it“-Charakter und der starken zeitgeschichtlichen Prägung der *Short-termism*-Debatte. Insoweit liegt das Verständnis von *Short-termism* dann auch im Auge des Betrachters.<sup>48</sup>

---

<sup>44</sup> So deutlich *Duruigbo*, Kentucky L. J. 100 (2012), 531, der *Short-termism* als Phänomen definiert, aufgrund dessen einige Unternehmensmanager, als Reaktion auf Druck von Investoren oder um ihre eigene Position zu stärken, ihre Aufmerksamkeit und Energie auf kurzfristige Profitabilität richten und dabei langfristige Erwägungen praktisch außer Acht lassen; wohl auch *Coffee, Jr./Palia*, The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications, September 2014, S. 38 f., die im Zusammenhang mit der Diskussion um aktivistische Hedgefonds *Short-termism* als Managerfokus auf höhere Ausschüttungen in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen definieren, welche mit erhöhter Verschuldung einhergehen, die wiederum geringere langfristige Investitionen zur Folge hat, insbesondere in Forschung & Entwicklung; deutlicher sodann *dies.*, ACG 1 (2016), 1, 40, mit einer Definition von *Short-termism* als Tendenz, zukünftige Gewinne mit einer höheren Diskontrate zu diskontieren als traditionelle institutionelle Investoren. Entsprechend dieser Tendenz bevorzuge der „kurzfristige“ Investor üblicherweise eine Managerstrategie, die bestrebt ist, Ausschüttungen an Aktionäre in Form von Dividenden und/oder Aktienrückkäufen zu steigern, typischerweise indem die Verschuldung erhöht wird, wodurch wiederum langfristige Investitionen gesenkt werden müssen (insbesondere in F&E); vermittelnd bzw. stärker zurückhaltend *Garel/Deniaud/Vermeille*, RTDF 2014, 81, 82: „Le court-termisme est une manière de qualifier les décisions des dirigeants qui privilégient la réalisation d’un objectif rapide (sinon immédiat), tout en négligeant de prendre en considération les effets négatifs éventuels de ces mêmes décisions à moyen terme ou à long terme, notamment sur leur entreprise. [...] S’agissant d’une société cotée, on entend plus particulièrement par «court-termisme des dirigeants», le fait de sousinvestir dans différents domaines, [...] pour des raisons liées à la perception qu’ont les dirigeants des attentes du marché.“

<sup>45</sup> So etwa *Arnold*, Handbook of corporate finance<sup>2</sup>, 2010, S. 730, der im Glossar *Short-termism* wie folgt definiert: „A charge leveled at the financial institutions in their expectations of the companies to which they provide finance. It is argued that long-term benefits are lost because of pressure for short-term performance.“

<sup>46</sup> Dazu 4. Teil, § 1, S. 730 ff., Text bei Fn. 3–8 auf S. 730.

<sup>47</sup> *Krehmeyer/Orsagh/Schacht*, Breaking the Short-Term Cycle, 2006, S. 3: „Short-termism refers to the excessive focus of some corporate leaders, investors, and analysts on short-term, quarterly earnings and a lack of attention to the strategy, fundamentals, and conventional approaches to long-term value creation“; dem folgend etwa *Helms/Fox/Kenagy*, I.C.C.L.R. 23 (2012), 45; *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 268 (2012); *Duruigbo*, Kentucky L. J. 100 (2012), 531, 536; weitgehend wohl auch *Brauer*, J. Bis. Ec. & Manage. 14 (2013), 386, 387, allerdings ohne Verweis auf das Papier des CFA Institute (*Short-termism* werde definiert als exzessiver Fokus von Unternehmensmanagern, Investoren und Analysten auf kurzfristige Quartalergebnisse auf Kosten der langfristigen Unternehmensstrategie, des Unternehmenserfolgs und der Nachhaltigkeit).

<sup>48</sup> Insoweit berechtigt *Coffee, Jr./Palia*, ACG 1 (2016), 1, 40: „[...] ‘short-termism’ – a term that is seldom well defined and may depend on the eye of the beholder“; noch pointierter *dies.*, The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications, September 2014, S. 38: „[...] ‘short-termism’ – a term that is notably undefined and may depend on the eye of the beholder“.

### III. Fazit: Drei Merkmale und ihre Schwierigkeiten

Nach dem Vorstehenden sind knappe handhabbare Definitionsversuche von *Short-termism* bisher nicht zufriedenstellend gelungen. Gleichwohl ist die diskutierte Problematik im Grundsatz klar. Kurzfristige Orientierung ist anerkanntermaßen nicht stets und per se schlecht. Vielmehr beinhaltet *Short-termism* im Sinne der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Debatte drei kumulative Merkmale:<sup>49</sup>

Erstens wird eine kurzfristige Orientierung zulasten des langfristigen Erfolgs oder der Stabilität verfolgt.<sup>50</sup> Gemeint ist, dass Stakeholder eines Unternehmens Strategien vorziehen, die weniger Wert schaffen, aber frühzeitig Erträge einbringen, im Vergleich zu Strategien, die höhere Werte schaffen würden, die sich aber erst später in Auszahlungen niederschlagen. Es geht also um Entscheidungen, deren Kosten und Nutzen über die Zeit verteilt sind. Um diese zu bewerten, benötigt man ein präskriptives Modell, das eine bestimmte Zeitpräferenz festlegt und damit einen Maßstab liefert, ab wann ein Akteur die Zukunft „zu stark“ diskontiert. Deshalb ist die Aussage, dass zukünftige Ergebnisse unterbewertet werden, stets normativ und somit *Short-termism* ein ebensolches Konzept.<sup>51</sup> Der normative ökonomische Ansatz für intertemporale Wahlentscheidungen (Ertrag jetzt oder später) besteht darin, zukünftigen Nutzen zu diskontieren – je höher die Diskontrate, umso kurzfristiger wird entschieden.

Zweitens behauptet der *Short-termism*-Vorwurf, dass die intertemporalen Entscheidungen bestimmter Akteure nachweislich suboptimal sind.<sup>52</sup> Er meint also mehr als Handeln auf kurze Sicht, wenn und weil langfristige Folgen schwer zu bewerten sind. Treten, wie in der Realität fast immer, Risiken auf, ist das normative Konzept des Risikonutzens (Erwartungsnutzens) anzuwenden: Je risikoaverser der Entscheider, umso stärker ist risikobehafteter Nutzen abzuwerten.<sup>53</sup>

Drittens verschlimmern sich kurzsichtige (*myopische*) Entscheidungen nur dann zu *Short-termism*, wenn sie wiederholt getroffen und institutionalisiert werden. Der Begriff rügt, dass suboptimales intertemporales Handeln systematisch bei bestimmten Entscheidungen auftritt, die in einer Organisation, einer Gruppe von Akteuren, auf einem Markt oder in einer Sachlage getroffen werden.<sup>54</sup>

Diese drei Komponenten sind intuitiv verständlich. Gleichwohl ist es schon theoretisch schwierig, solchen *Short-termism* eindeutig nachzuweisen.<sup>55</sup> Die Gründe hierfür wurden zum Teil bereits angesprochen:

Der *Short-termism*-Vorwurf legt implizit zugrunde, dass es in einem bestimmten Szenario (1) das eine richtige Verfahren sowie (2) die eine richtige Diskontrate gibt, mit dem

<sup>49</sup> Zum Folgenden insbesondere *Jackson/Petraki*, in: Vitols/Kluge (Hrsg.), *The sustainable company*, 2011, S. 199, 200–202; *Laverty*, *Management Decision* 42 (2004), 949, 950.

<sup>50</sup> *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 268 Fn. 7 (2012).

<sup>51</sup> Siehe *Souder/Bromiley*, *Strat. Mgmt. J.* 33 (2012), 550, 556 („normative connotation associated with short-termism“).

<sup>52</sup> *Jackson/Petraki*, in: Vitols/Kluge (Hrsg.), *The sustainable company*, 2011, S. 199, 200.

<sup>53</sup> *Laverty*, *Acad. Manage. Rev.* 21 (1996), 825, 829.

<sup>54</sup> *Jackson/Petraki*, in: Vitols/Kluge (Hrsg.), *The sustainable company*, 2011, S. 199, 202; *Laverty*, *Management Decision* 42 (2004), 949, 950 unterscheidet daher terminologisch *myopia* als Charakteristikum einer *Entscheidung*, die kurzfristige Belohnungen über- und langfristige Folgen untergewichtet, sowie *Short-termism* als systematisches Merkmal einer *Organisation*, die kurzfristige Belohnungen über- und langfristige Folgen untergewichtet.

<sup>55</sup> Insoweit zutreffend *Jackson/Petraki*, in: Vitols/Kluge (Hrsg.), *The sustainable company*, 2011, S. 199, 200.

bzw. der sich nahe und ferne (risikobehaftete) Erträge bestimmen, bewerten und vergleichen lassen. Darin stecken wie gezeigt voraussetzungsvolle Annahmen, die in der Praxis in Reinform kaum einzulösen sind. Denkbar ist immerhin, mögliche „richtige“ Diskontierungsverfahren und -raten einzugrenzen und zu prüfen, ob der dadurch eröffnete Rahmen eingehalten wird.

Hinzu kommt, dass die Zeithorizonte verschiedener Akteure nicht notwendig identisch oder diejenigen einzelner Akteure im Zeitablauf beständig sind, ebenso wenig wie ihre Diskontraten.<sup>56</sup> Überdies sind unternehmerische Zeithorizonte stark branchenabhängig.<sup>57</sup> Welcher Zeitraum als lang- oder kurzfristig einzuordnen ist, hängt daher anerkanntermaßen vom betrachteten Unternehmen ab.<sup>58</sup> Vor diesem Hintergrund liegt es nahe, dass die Ansichten über den optimalen Zeithorizont unternehmerischen Handelns bei Aktionären und Managern sowie bei verschiedenen Managern und Investoren unterschiedlich ausfallen können. Entsprechendes gilt für die Einordnung von Kriterien, um die Unternehmensentwicklung zu bewerten und die Managervergütung zu bemessen. Die Abgrenzung von „kurzer Frist“ und „langer Frist“ ist bei alledem zu einem gewissen Grad beliebig.<sup>59</sup> In der Praxis ist zwar eine typisierende Zuordnung verbreitet, der zufolge langfristige Kriterien Zeiträume zwischen bzw. ab drei und fünf Jahren abdecken und jedenfalls nicht weniger als zwei Jahre umfassen sollten.<sup>60</sup> Das Schrifttum diskutiert aber sehr kontrovers, welcher Zeitraum für eine langfristige Perspektive anzusetzen ist. Empirisch arbeitende Ökonomen bevorzugen dabei mitunter deutlich kürzere Abschnitte als Juristen.<sup>61</sup> Aus all diesen Gründen ist die Frage „How short is too short?“ schon für sich genommen schwer zu beantworten.

<sup>56</sup> Vgl. zur Möglichkeit von mit der Laufzeit steigenden Diskontraten aufgrund von Liquiditätspräferenz und Risikoaversion *Cready*, *Contemporary Accounting Research* 18 (2001), 247, 253.

<sup>57</sup> Dazu sehr instruktiv, wenn auch nicht mehr ganz aktuell das Schaubild zu den Entwicklungs- und Produktlebenszyklen in verschiedenen Industrien bei *National Academy of Engineering Committee on Time Horizons and Technology*, *Time Horizons and Technology Investments*, 1992, S. 12–14; das Schaubild ist auch abgedruckt bei *Charkham*, *Keeping good company*, 1995, S. 330.

<sup>58</sup> Siehe etwa *Keay*, *ESV*, 2013, S. 243; *Krehmeyer/Orsagh/Schacht*, *Breaking the Short-Term Cycle*, 2006, S. 9; *Institut de l'entreprise*, *Favoriser une meilleure prise en compte du long terme*, Janvier 2010, S. 8–9.

<sup>59</sup> Siehe *Jackson/Petraki*, in: *Vitols/Kluge* (Hrsg.), *The sustainable company*, 2011, S. 199, 200–201; *Frentrop*, *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 29 ff., 36 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>60</sup> Siehe *Krehmeyer/Orsagh/Schacht*, *Breaking the Short-Term Cycle*, 2006, S. 9; im Ergebnis ebenso *Faber/Werder*, *AG* 2014, 608, 614 f., 617 f. (mittelfristig drei bis fünf Jahre, langfristige Haltedauer von fünf Jahren; sodann wohlwollende Vorstellung des Vergütungssystems der Deutschen Börse AG, in dem eine Aktientantieme mit dreijähriger Haltedauer das Vergütungselement mit dem längsten Bemessungszeitraum darstellte; der Mitautor Faber war zur Zeit der Veröffentlichung Aufsichtsratsvorsitzender der Deutschen Börse AG).

<sup>61</sup> Pointiert *Strine, Jr.*, 119 *Harv. L. Rev.* 1759, 1774 Fn. 40 (2006): „I cannot pretend to have taken the time to delve into the empirical debate about whether board vetoes of takeovers or charters containing staggered boards can actually be said to produce poorer corporate performance in the long run. Bebchuk's proof that board rejections of bids are wealth-destroying 'from a long-term perspective' is based on a definition of 'long-term' that includes 'thirty months'. That myopic definition of long-term is quintessentially nontraditionalist [gemeint: kürzer, als es die Gesetzgeber auf Ebene des Bundes und der Gliedstaaten sowie das gewachsene US-Gesellschaftsrecht annehmen, vgl. a. a. O., S. 1759, 1769]. As to staggered boards, Bebchuk cites evidence showing a relationship between antitakeover charter provisions and suboptimal returns over a thirteen-year period. [...] From a traditionalist perspective, however, this is still a sitcom-length rather than motion picture-length view.“

#### IV. Abgrenzung

Nachdem *Short-termism* schwer zu definieren und als (vorwurfsvolle) Kennzeichnung eines Verhaltens normativ einzuordnen ist, verwundert es nicht, dass die Debatte mitunter wenig trennscharf geführt wird. Manchen dient der Kurzsichtigkeitsvorwurf gar als bequemes pejoratives Etikett für Unternehmens- oder Managerverhalten, das aus ganz unterschiedlichen Gründen Anstoß erregt hat, die von persönlicher Bereicherung über Umweltschäden und schlichte Rechtsbrüche bis zu unethischem Verhalten reichen.<sup>62</sup> Solche Abschweifungen<sup>63</sup> plagten die *Short-termism*-Debatte schon seit Längerem.<sup>64</sup> Sie nehmen ihr nicht den Fokus, zeigen aber, dass es einer klaren Abgrenzung bedarf. Ideengeschichtlich lassen sich die wesentlichen Stränge der *Short-termism*-Debatten auf ein Kernthema zurückführen, nämlich den Funktionsschutz der börsennotierten Aktiengesellschaft als Kapitalsammelstelle für langfristige Investitionen zum Wohle der Volkswirtschaft. Dem steht nicht entgegen, dass diejenigen, die *Short-termism* als Problem anerkennen, mitunter ganz unterschiedliche Meinungen über die Ursachen vertreten.<sup>65</sup>

Folgt man diesem Befund, sind einige wichtige Problemkreise konzeptionell klar von der Debatte um *Short-termism* zu unterscheiden:

Erstens ist *Short-termism* von Corporate Social Responsibility (CSR) bzw. Nachhaltigkeit zu trennen, also der Berücksichtigung sozialer und umweltbezogener Belange im Rahmen unternehmerischen Handelns. Die Debatten weisen zwar Überschneidungen und Berührungspunkte auf.<sup>66</sup> Die *Short-termism*-Problematik beschränkt sich aber

<sup>62</sup> Siehe beispielhaft für die US-Debatte 4. Teil, § 3 II.2. b), S. 766 ff., Text bei Fn. 175 auf S. 767. Daher durchaus treffend *Duruigbo*, Kentucky L. J. 100 (2012), 531, 532: „The issue of short-termism has acquired sufficient currency that it has become easy, if not convenient, to attribute a host of corporate actions to the dominance of short-term thinking.“; *Roe*, 68 Bus. Law. 977, 1004 (2013): „Similarly, the view is widely but not universally held that short-term-oriented shareholders induce firms to be less attentive to stakeholders, to government regulation, and to societal values generally. [...] Short-termism is the catch-all term to embody these negatives.“

<sup>63</sup> Insoweit zutreffend *Roe*, 68 Bus. Law. 977, 1004 (2013): „But this is an incorrect use of the short-termist view. We ought not to conflate corporate bad behavior with short-termism. Bad behavior could be long-term or short-term.“ Dies gilt insbesondere für rechtswidriges und unmoralisches Verhalten.

<sup>64</sup> Siehe etwa bereits *Ball*, National Westminster Bank Quarterly Review 8 (1991), 20: „Attempts to provide a precise definition of short-termism do not seem to me to be fruitful. This is in part because like other portmanteau terms such as ‘monetarism’ it has come to symbolise what is perceived as a multitude of sins loosely threaded together.“

<sup>65</sup> Ein eindrückliches Beispiel hierfür liefert die Geschichte der US-amerikanischen Debatte: Dort machte *Lipton*, 35 Bus. Law. 101, 104 f. (1979) spekulativ kurzfristig orientierte Übernahmen für *Short-termism* verantwortlich, während er dem Management der Zielgesellschaften zugutehielt, langfristig und innovativ agieren zu wollen. Demgegenüber warfen in etwa zeitgleich *Hayes/Abernathy*, Harv. Bus. Rev. 58 (1980), 67 ff. den amerikanischen Managern vor, mit fehlerhaften Managementtechniken *Short-termism* zu erzeugen.

<sup>66</sup> *Zhao*, Legal Stud. 37 (2017), 103, 104 (*related issue*). Überschneidungen entstehen immer dann, wenn eine Ausbeutung von Stakeholdern, die gegen Grundsätze der CSR verstößt, auch kurzfristig im Sinne der Breach-of-Trust-These ist (zu dieser in der US-amerikanischen *Short-termism*-Debatte 2. Teil, § 1 I.3. d), S. 130 ff., Fn. 407, 408 auf S. 133 mit den dort genannten Nachweisen und dem begleitenden Text; zur ökonomischen Rezeption in Großbritannien 2. Teil, § 1 II.3. b) bb)(4), S. 202 ff., siehe insbesondere den Text bei Fn. 881–884 auf S. 207; zur rechtswissenschaftlichen Rezeption in England 2. Teil, § 1 II.3. b) cc)(1), S. 210 ff., siehe insbesondere den Text bei Fn. 917 auf S. 213).

Ferner sind Überschneidungen dadurch denkbar, dass Verhaltensweisen, die als Ausdruck von *Short-termism* gelten, zugleich als Ausdruck mangelnder Integrität verstanden werden können. So sehen *Erhard/Jensen*, 12 (1) *Capitalism and Society*, Artikel 1, insb. S. 54 ff. (2017) das zentrale Problem manipulativer Bilanzpolitik (*earnings management*) in mangelnder Integrität i. S. v. (unter anderem) einem Hal-

anders als CSR bzw. Nachhaltigkeit auf eine rein finanzwirtschaftliche Logik: Der *Short-termism*-Vorwurf zielt auf Verhalten, das dem wirtschaftlichen Erfolg der in Rede stehenden Unternehmung(en) langfristig abträglich ist, weil erreichbare zukünftige Renditepotenziale für kurzfristige Strohfeuer vergeben werden. Ethische Erwägungen spielen dabei keine eigenständige Rolle. Plakativ gesagt: Arbeitnehmer auszubeuten oder bei der Produktion schwere Umweltschäden zu verursachen, verstößt sicher gegen Grundsätze der CSR, stellt aber keinen *Short-termism* dar, wenn das Verhalten als Geschäftsmodell funktioniert, also – auch unter Berücksichtigung von Folgekosten – für das Unternehmen profitabler ist als alternative (gegebenenfalls längerfristige) Strategien.

Zweitens betrifft die *Short-termism*-Debatte nur den Rechtsrahmen von (insbesondere börsengehandelten) Kapitalgesellschaften, nicht eigentlich die Gesellschaft an sich oder ein übergreifendes kulturelles Phänomen. Soweit also etwa der bekannte, später noch anzusprechende Ansatz von *Hofstede*<sup>67</sup> Kulturen als eher langfristig oder eher kurzfristig orientiert kategorisiert, hat das mit der Diskussion im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht nur mittelbar etwas zu tun. Die Ideengeschichte zeigt zwar, dass die *Short-termism*-Debatten in den USA und Großbritannien über Jahre davon geprägt waren, Corporate-Governance-Systeme in angloamerikanischen Staaten einerseits und Japan sowie Nordeuropa andererseits gegenüberzustellen. Dabei gibt es Berührungspunkte zu *Hofstedes* Theorie,<sup>68</sup> weil man argumentieren kann, dass die lang- oder kurzfristige Kultur einer Gesellschaft auf deren Manager und Unternehmen abfärbt.<sup>69</sup> Dessen ungeachtet beschränkt sich die *Short-termism*-Diskussion darauf, wie der rechtliche Rahmen für börsennotierte Kapitalgesellschaften sachgerecht zu gestalten ist. Entsprechende Debatten haben sich seit Anfang des 20. Jahrhunderts anlässlich verschiedener Krisen und Skandale wiederholt intensiviert, im Zuge der Finanzkrise 2007/2008 sogar nahezu weltweit.<sup>70</sup> Allein darum soll es auch in dieser Arbeit gehen.

---

ten des eigenen Wortes (sehr kritisch zu ihrem Aufsatz *McCloskey*, 12 (1) *Capitalism and Society*, Artikel 5 (2017)). Ein solcher Mangel an Integrität nach *Jensen/Erhard* deckt sich mit *Short-termism*-Kritik, in dem Sinne, dass eine Handlung gewählt wird, die kurzfristig positive Folgen vermittelt, obgleich sie sich langfristig als wertvernichtend erweist und damit impliziten Verhaltenserwartungen bzw. -versprechen zuwiderläuft.

Berührungspunkte zwischen den Debatten um *Short-termism* und CSR ergeben sich schließlich insbesondere daraus, dass in mehreren Ländern Stewardship-Kodizes und Nachhaltigkeitskodizes in einem integrierten Kodex für institutionelle Investoren verbunden worden sind (dazu 4. Teil, § 8 II.3., S. 979 ff.).

<sup>67</sup> Dazu 3. Teil, § 2 VII.3., S. 478 ff., zudem schon 2. Teil, § 1 I.3.d), S. 130 ff., Text bei und in Fn. 421–426 auf S. 138.

<sup>68</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 I.3.d), S. 130 ff., Text bei und in Fn. 421–426 auf S. 138.

<sup>69</sup> Dazu noch unten 3. Teil, § 2 VII.3.b), S. 480 ff.

<sup>70</sup> *Duruigbo*, *Kentucky L. J.* 100 (2012), 531, 540.



## 2. Teil:

# Ideengeschichte – unerwünschte Kurzfrist-Orientierung als Regelungstopos des Gesellschafts- und Kapital- marktrechts zwischen Recht und Ökonomie

Um die *Short-termism*-Thematik adäquat zu behandeln, ist es aus mehreren Gründen hilfreich, wenn nicht sogar unerlässlich, sie auch in ihrer juristischen Dimension rechts- und wirtschaftsgeschichtlich zu beleuchten. Rechts- und Ideengeschichte ist allgemein und im Kapitalgesellschaftsrecht ein Mittel, um Fragen der Gegenwart besser zu verstehen und zu bewältigen.<sup>1</sup> Dies gilt für *Short-termism* bei kapitalmarktorientierten Unternehmen in besonderer Weise.

Erstens ist gerade die Auseinandersetzung mit kurzfristiger Orientierung wesentlich durch Anschauungen und Einsichten vorgeprägt, die sich in vorherigen Diskussionswellen gebildet haben. Mit ihrer Kenntnis lassen sich neue Strömungen in längerfristige Perspektiven und Entwicklungen einordnen<sup>2</sup> und damit in ihrer Bedeutung zuverlässiger einschätzen.

Zweitens ist *Short-termism* nicht nur Gegenstand einer akademischen Debatte, sondern auch ein beliebter argumentativer Topos, der mitunter geradezu universell eingesetzt wird, um rechtspolitische (Sonder-)Interessen voranzutreiben oder umgekehrt unerwünschte Handlungen und Entwicklungen zu stigmatisieren.<sup>3</sup> Eine historische Längsschnittbetrachtung schärft den Blick für solche Instrumentalisierungsversuche und leistet einen wertvollen Beitrag, um Konstantes und Wechselndes, Kernthemen und Randdiskussionen auch und gerade in der Gegenwart klarer unterscheiden zu können.

Drittens und vor allem erschließt eine (ideen-)geschichtliche Untersuchung bisher unternommene Reformvorhaben, die gesammelten Erfahrungen sowie das Spektrum der ausgetauschten Argumente einschließlich ihrer etwaigen Widerlegung oder Bestätigung im Zeitablauf. Das Wissen, welche Gruppen unter welchen Rahmenbedingungen welche Regulierungsvorschläge gegen *Short-termism* unterbreitet haben und inwieweit verschiedene Instrumente hoheitlicher oder privater Regelsetzung von dem Anliegen geprägt wurden, eröffnet Einsichten über Rechtsökonomie (dazu 3. Teil) und gegenwärtige Rechtsdogmatik (4. Teil) hinaus. Dabei stehen gerade im Aktien- und Börsenwesen wirtschafts- und gesellschaftspolitische Vorgänge sowie rechtliche Entwicklungen in enger Wechselbeziehung.<sup>4</sup> Eine (ideen-)geschichtliche Untersuchung eignet sich besonders,

---

<sup>1</sup> Kalss, in: Kalss/Meissel (Hrsg.), Zur Geschichte des Gesellschaftsrechts in Europa, 2003, S. 79, 82; ferner Laufs, JZ 1966, 434, 436: „Die Geschichte wiederholt sich nicht und kann darum der Gegenwart nicht in banalem Sinn nützliche Richtschnur sein. Zur Standortbestimmung aber ist sie unentbehrlich, gerade für den Juristen, der den Schicksalsfragen des Staates vor anderen verpflichtet ist.“

<sup>2</sup> Vgl. allg. Kalss, in: Kalss/Meissel (Hrsg.), Zur Geschichte des Gesellschaftsrechts in Europa, 2003, S. 79, 82.

<sup>3</sup> Kritisch dazu etwa Strand, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 23 (2015).

<sup>4</sup> Dazu allg. Kalss, in: Kalss/Meissel (Hrsg.), Zur Geschichte des Gesellschaftsrechts in Europa, 2003, S. 79, 83.

um diese Verknüpfung des Rechts mit den Wirklichkeitsbedingungen aufzuhellen.<sup>5</sup> Um sie zu erfassen, ist im Folgenden eine kurze Skizze des zeit- und wirtschaftsgeschichtlichen Hintergrundes vorangestellt. Sie kann für den deutschsprachigen Leserkreis bei jüngeren deutschen Diskussionswellen knapper gehalten werden als bei solchen, die ausländische Rechtsordnungen betreffen.

---

<sup>5</sup> *Laufs*, JZ 1966, 434, 435: „Weil sie [die Historiografie] die Verknüpfung des Rechts mit den Wirklichkeitsbedingungen aufhellt und seine Ausbildung in den Rahmen der allgemeinen Entwicklungen stellt, erklärt und begründet sie die notwendig vielgestaltigen Erscheinungsformen rechtlicher Ordnung.“; *Kalss*, in: *Kalss/Meissel* (Hrsg.), *Zur Geschichte des Gesellschaftsrechts in Europa*, 2003, S. 79, 83.

## § 1 Angloamerikanischer Rechtskreis

### I. Vereinigte Staaten von Amerika

#### 1. Hintergrund: Abnehmender relativer wirtschaftlicher Erfolg der angloamerikanischen Volkswirtschaften und Übernahmewellen

Nachdem die USA unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg zur führenden Industrienation aufgestiegen waren,<sup>6</sup> setzte sich in den 1950er Jahren bis 1960 der rasante wirtschaftliche Aufschwung fort: Die Bevölkerung stieg von 131 (1949) auf 179 (1960) und sodann 193 Mio. (1965), das Bruttosozialprodukt verfünffachte sich,<sup>7</sup> das Pro-Kopf-Einkommen stieg ebenso wie das frei verfügbare Einkommen und das Bildungsniveau.<sup>8</sup> Der Wirtschaftsboom der 1950er Jahre ermöglichte einen bis dato beispiellosen Lebensstandard breiter Bevölkerungsschichten.<sup>9</sup> Auch in den von Optimismus geprägten<sup>10</sup> *Kennedy*-Jahren (Wahl 1960) ging es weiter aufwärts,<sup>11</sup> wobei man wirtschaftspolitisch wie in den Vorjahren auf nachfrageorientierte keynesianische Feinsteuerung setzte.<sup>12</sup> *Kennedys* Nachfolger im Präsidentenamt, *Lyndon B. Johnson*, initiierte mit dem Konzept der *Great Society* ein ehrgeiziges sozialpolitisches Reformprogramm,<sup>13</sup> das im Verbund mit der

<sup>6</sup> Dazu *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 73: Bereits unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg produzierten die Amerikaner 50 % aller Industriegüter, erwirtschafteten mehr als 40 % des Weltsozialprodukts und das Pro-Kopf-Einkommen lag doppelt so hoch wie in den reichsten europäischen Ländern; ähnlich *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 308: bei Kriegsende 50 % des Weltbruttosozialprodukts, 60 % der Industrieprodukte und knapp die Hälfte des Welthandels.

<sup>7</sup> Von 100 Mrd. US-Dollar 1940 auf 506 Mrd. bis 1960.

<sup>8</sup> Zum Ganzen *Gassert*, in: *Gassert/Häberelein/Wala*, *Kleine Geschichte der USA*, 2007, S. 355, 446–447; zum Bevölkerungsanstieg auch *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 69 (zwischen 1945 und 1965 Anstieg der US-Bevölkerung um etwa 60 Mio. auf 193 Mio. Einwohner); zum Anstieg des BIP *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 306: von 213 Mrd. US-Dollar 1945 auf über 500 Mrd. US-Dollar 1960, 1970 1 Billion US-Dollar; ohne konkretes Zahlenmaterial auch *Chandler*, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), 1, 6 („The postwar boom of the 1950s and 1960s was the period of greatest growth for industrial firms in the capital-intensive industries since their establishment at the turn of the century.“); zum Bevölkerungswachstum sowie zu damit einhergehenden Verschiebungen des Bevölkerungsschwerpunktes *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 310–311.

<sup>9</sup> Näher *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 73: Durchschnittliches Wachstum der Wirtschaft um 4 % pro Jahr, der Industrieproduktivität um 3 % pro Jahr, Arbeitslosigkeit bei konstant etwa 5 %; in der Folge erstmalige Ausbreitung von Konsumgütern wie Waschmaschinen, Autos und Fernsehgeräten, Anteil der Bevölkerung unter der Armutsgrenze sank von etwa einem Drittel (1950) auf unter ein Viertel (1960), bei allerdings fortbestehender ungleicher Einkommensverteilung; ganz ähnlich samt gleichlautenden Zahlen *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 306–307, die zudem auf eine für das starke Wachstum relativ moderate Inflationsrate (2–3 %) sowie eine Steigerung des durchschnittlichen Realeinkommens von 1945 bis 1970 um ca. 80 % verweisen; speziell zur Bedeutung des Autos (75 % der US-Haushalte besaßen 1960 mindestens ein Auto) und des Fernsehens (87 % aller Haushalte 1960) *Adams/Berg*, *Die USA im 20. Jahrhundert*<sup>3</sup>, 2012, S. 85.

<sup>10</sup> Siehe *Gassert*, in: *Gassert/Häberelein/Wala*, *Kleine Geschichte der USA*, 2007, S. 355, 455.

<sup>11</sup> *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 75: Wachstumsraten von bis zu 6 %, auch wegen kräftig steigender Ausgaben für Militär und Raumfahrt; *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 321: Wachstumsraten von 5 % bei stabilen Preisen.

<sup>12</sup> Dazu *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 308, 321; auch knapp zum wirtschaftstheoretischen Hintergrund *Mildner*, in: *Lösche* (Hrsg.), *Länderbericht USA*<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 477–478.

<sup>13</sup> Dazu *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 327–331; *Gassert*, in: *Gassert/Häberelein/Wala*, *Kleine Geschichte der USA*, 2007, S. 355, 460, 463–464; *Adams/Berg*, *Die USA im 20. Jahrhundert*<sup>3</sup>, 2012, S. 100–101; *Mildner*, in: *Lösche* (Hrsg.), *Länderbericht USA*<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 477.

anhaltend guten Konjunktur die Zahl der unter der Armutsgrenze lebenden Amerikaner nahezu halbierte.<sup>14</sup>

Statt einer Befriedung sozialer und politischer Spannungen erlebten die USA allerdings in der zweiten Hälfte der 1960er Jahre eine zunehmend gewalttätige Polarisierung.<sup>15</sup> Dazu kam in den 1970er Jahren eine „dreifache Krise von Watergate, wirtschaftlicher Entwicklung und Vietnam“,<sup>16</sup> welche das nationale Selbstbewusstsein infrage stellte.<sup>17</sup> Bereits seit Ende der 1960er Jahre schwächte sich die gesamtwirtschaftliche Dynamik ab,<sup>18</sup> und die USA verloren im Welthandel gegenüber den aufstrebenden Wirtschaftsmächten Europas und Asiens, insbesondere Japan und Deutschland, an Boden.<sup>19</sup> In den frühen 1970er Jahren setzte dann eine hartnäckige Wirtschaftskrise ein.<sup>20</sup> Durch die Ölpreisschocks von 1973 und 1978/79 litten die USA wie andere westliche Länder unter hohen, bis zu zweistelligen Inflationsraten<sup>21</sup> bei stagnierendem Wachstum. Diese „Stagflation“ hielt die US-Wirtschaft bis zum Ende des Jahrzehnts im Griff.<sup>22</sup> Ölpreisschock und Inflation trafen speziell die Autoindustrie, die bis dato als Leitsektor Motor der Prosperität gewesen war.<sup>23</sup> Die wettbewerbsfähigere Konkurrenz aus Europa und Japan produzierte billigere und sparsamere Fahrzeuge. Sie zwang Ford, General Motors und Chrysler zu Rationalisierungen und Massenentlassungen,<sup>24</sup> die dazu beitrugen,

<sup>14</sup> Dazu *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 76: Die Zahl der unter der Armutsgrenze lebenden Amerikaner sank zwischen 1960 und 1970 von 22,4 % auf 12,6 %; trotz dieser Verbesserungen und Fortschritten bei der Gleichstellung der Afroamerikaner wird das Projekt der Great Society mitunter als gescheitert angesehen, weil die geweckten Erwartungen angesichts der Ausgaben für den Vietnamkrieg nicht erfüllt werden konnten, so *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 339.

<sup>15</sup> *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 76.

<sup>16</sup> *Gassert*, in: *Gassert/Häberelein/Wala*, *Kleine Geschichte der USA*, 2007, S. 355, 483; *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 341–342 sowie S. 342 ff. („Die krisenhaften siebziger Jahre“).

<sup>17</sup> *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 341.

<sup>18</sup> Dazu *dies.*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 362: So wuchs das Bruttosozialprodukt in den 1970er Jahren weiterhin beachtlich um 2,9 % pro Jahr, in den 1980er Jahren um 3,2 %. Verglichen mit den durchschnittlichen Wachstumsraten der Nachkriegszeit von 4 % erschien dies freilich als wirtschaftlicher Rückgang.

<sup>19</sup> *Dies.*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 362, die hierzu unter anderem darauf verweisen, dass der Anteil der USA am Weltsozialprodukt von über 50 % im Jahr 1945 auf unter 20 % im Jahr 1990 sank und der Anteil am Welthandel von 1960 bis 1970 um 16 % zurückging, um im Folgejahrzehnt noch einmal um 25 % zu schrumpfen. Siehe aber zur nach wie vor dominierenden Rolle der USA *Mildner*, in: *Lösche* (Hrsg.), *Länderbericht USA*<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 472, die für 2007 einen Anteil der USA am Welteinkommen von 26 % angibt, allerdings auch auf das abnehmende Gewicht der USA gegenüber Japan, der EU und China verweist (a. a. O., S. 535, 536).

<sup>20</sup> *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 76.

<sup>21</sup> *Gassert*, in: *Gassert/Häberelein/Wala*, *Kleine Geschichte der USA*, 2007, S. 355, 483; *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 80 (1974 Inflation von 11 %, die danach auf hohem Niveau blieb), S. 82 (durch den zweiten Ölpreisschock 1978/79 stieg die Inflation auf 13 %).

<sup>22</sup> *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 80; *Mildner*, in: *Lösche* (Hrsg.), *Länderbericht USA*<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 477.

<sup>23</sup> *Gassert*, in: *Gassert/Häberelein/Wala*, *Kleine Geschichte der USA*, 2007, S. 355, 483; auch zu anderen betroffenen Bereichen *Lazonick*, *Bus. Hist. Rev.* 84 (2010), 675, 677, 685.

<sup>24</sup> Letztlich gelang es den amerikanischen Automobilherstellern aber bis um die Wende des 21. Jahrhunderts recht gut, ihre Wettbewerbsfähigkeit unter dem Druck steigender Importe ausreichend zu verbessern, auch wenn dies häufig mit dem Wegfall von Arbeitsplätzen erkauft wurde. Eine gravierende Verschärfung trat erst 2005 mit hohen Verlusten von General Motors ein, *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 444, 446; etwas anderer Akzent bei *Lazonick*, *Bus. Hist. Rev.* 84 (2010), 675, 677, der ausführt, dass die US-Automobilbauer in den 1980er Jahren versuchten, von den Japanern zu lernen, aber nach 2000 immer noch in Qualität und Kosten zurücklagen und erhebliche Marktanteile verloren hatten.

dass die Arbeitslosenquote 1975 auf 11 % stieg,<sup>25</sup> während die Produktion um 10 % fiel. Auch die Schwer- und Stahlindustrie waren vom Strukturwandel im *manufacturing belt* betroffen.<sup>26</sup> Von einem generellen wirtschaftlichen Niedergang der USA konnte zwar keine Rede sein,<sup>27</sup> zumal die Informations- und Kommunikationstechnologieindustrie um das Silicon Valley auflebte und die Grundlage für die New Economy legte, welche bis heute von den USA angeführt wird.<sup>28</sup> Dessen ungeachtet schürte der Eindruck innerer und äußerer Schwäche aber Abstiegsorgen.<sup>29</sup> Zugleich erhielt die Vorstellung, man könne die Wirtschaft mit keynesianischen Methoden auf dem Wachstumspfad halten, einen schweren Dämpfer.<sup>30</sup> Hieraus resultierten Forderungen nach einer endgültigen Abkehr von New Deal und Great Society zugunsten einer Stärkung der Marktkräfte durch Deregulierung sowie Privatisierung.<sup>31</sup>

Im November 1980 gewann mit *Ronald Reagan* ein republikanischer Präsidentschaftskandidat, der genau diese Strömung vertrat<sup>32</sup> und sich erstmals seit 1955 wieder auf eine Mehrheit im Senat stützen konnte.<sup>33</sup> *Reagans* wirtschaftliche und gesellschaftliche Botschaft wird dahingehend zugespitzt, „dass der Staat keine Probleme löse, sondern selbst

<sup>25</sup> *Heideking/Mauch*, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 357.

<sup>26</sup> *Mildner*, in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 494; *Lazonick*, Bus. Hist. Rev. 84 (2010), 675, 677–678, 684.

<sup>27</sup> So *Heideking/Mauch*, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 362, die unter anderem darauf verweisen, dass in den USA zwischen 1970 und 1995 43 Mio. neue Jobs geschaffen wurden (davon 41 Mio. im Dienstleistungssektor), wodurch die Arbeitslosigkeit niedrig gehalten werden konnte; einen beträchtlichen Teil dieser neuen Arbeitsstellen schätzen die Autoren allerdings als schlecht bezahlt und sozial ungenügend abgesichert ein (kritisch *Adams/Berg*, Die USA im 20. Jahrhundert<sup>3</sup>, 2012, S. 112, die dies als ein verbreitetes Vorurteil bezeichnen). Zum Aufstieg des Dienstleistungssektors noch ausführlicher a. a. O., S. 446–448.

<sup>28</sup> Dazu *Lazonick*, Bus. Hist. Rev. 84 (2010), 675, 691 ff.

<sup>29</sup> *Berg*, Geschichte der USA, 2013, S. 76; pointiert *Baldwin/Clark*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 73, 74: „In a dramatic reversal, fifteen years later [nach einem Artikel aus dem Jahr 1967] the same U. S. companies were seen as lagging behind Japanese and European rivals [...] in the contest for global competitiveness.“

<sup>30</sup> *Heideking/Mauch*, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 363.

<sup>31</sup> *Heideking/Mauch*, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 363; *Mildner*, in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 477–478.

<sup>32</sup> Eine weitere wichtige Quelle des Konservatismus, aus der sich *Reagans* Wählerschaft speiste, bildete das evangelikale protestantische Christentum, dazu *Heideking/Mauch*, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 364–365.

<sup>33</sup> *Gassert*, in: Gassert/Häberelein/Wala, Kleine Geschichte der USA, 2007, S. 355, 486; anders allerdings im Repräsentantenhaus, *Heideking/Mauch*, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 367; *Adams/Berg*, Die USA im 20. Jahrhundert<sup>3</sup>, 2012, S. 110/111. Zu dem damit markierten politischen Siegeszug des Konservatismus näher *Berg*, Geschichte der USA, 2013, S. 94–97, 127, 129–130. Zuvor hatte sich bereits mit der Wahl des Republikaners Nixon eine Stimmungswende zum Konservatismus abgezeichnet. Nixon setzte indes zum Missfallen seiner konservativen Klientel den Ausbau des Wohlfahrtsstaates fort bzw. widersetzte sich entsprechenden Gesetzesinitiativen der Demokraten nicht (*Gassert*, in: Gassert/Häberelein/Wala, Kleine Geschichte der USA, 2007, S. 355, 480), welche die Kongressmehrheit stellten (*Berg*, Geschichte der USA, 2013, S. 80). Nixon stürzte aber 1974 über den Watergate-Skandal (zu diesem *Gassert*, in: Gassert/Häberelein/Wala, Kleine Geschichte der USA, 2007, S. 355, 481–483; *Berg*, Geschichte der USA, 2013, S. 80–81; *Heideking/Mauch*, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 352–355). Ihm folgte sein bisheriger Vize Gerald Ford, der in Anbetracht der Umstände nur ein relativ schwacher Übergangspräsident sein konnte (*Heideking/Mauch*, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 356; *Adams/Berg*, Die USA im 20. Jahrhundert<sup>3</sup>, 2012, S. 94, 108), und sodann der Demokrat Jimmy Carter, der innen- und wirtschaftspolitisch weitgehend erfolglos blieb (näher *Heideking/Mauch*, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 357–358).

das Problem sei.<sup>34</sup> Das Kernstück der angebotsorientiert ausgerichteten<sup>35</sup> Wirtschaftspolitik *Reagans* (*Reaganomics*<sup>36</sup>) waren massive Steuersenkungen, um Konsum und Investitionen anzukurbeln,<sup>37</sup> nur teilweise gegenfinanziert durch Kürzungen bei Sozialausgaben. Zugleich leitete *Reagan* viel Geld in die Aufrüstung.<sup>38</sup> Unter dem Strich vervielfachten sich dadurch die Staatsschulden.<sup>39</sup> Außerdem deregulierte *Reagan* die Wirtschaft im Banken-, Verkehrs- und Kommunikationswesen in großem Stil.<sup>40</sup>

Vor der erhofften wirtschaftlichen Erholung kam es 1981/1982 zunächst zu einer scharfen Rezession,<sup>41</sup> wobei der starke US-Dollar die Anpassungskrise für Amerikas „alte Industrien“ verschärfte.<sup>42</sup> Ab 1983 nahm die Konjunktur jedoch Fahrt auf und das Wachstum kletterte auf 10 %.<sup>43</sup> *Reagans* „Rüstungskeynesianismus“<sup>44</sup>, eine erfolgreiche Inflationsbekämpfung durch die Zentralbank sowie eine technologiebedingt rasch wachsende Produktivität stimulierten die Wirtschaft.<sup>45</sup> Gesellschaftlich ermunterte die neue wirtschaftsliberale Haltung individuelles Gewinnstreben ohne spezifische soziale Verantwortung, heute exemplarisch festgemacht an der 1980er-Figur des Yuppies, der sich ehrgeizig in das Geschäftsleben stürzte und an der Börse spekulierte, sowie an *corporate raider*.<sup>46</sup> Nicht nur diese<sup>47</sup> trieben ab Mitte der 1980er Jahre bis 1988/89 die bis dato

<sup>34</sup> So *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 83.

<sup>35</sup> *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 367; *Mildner*, in: Lösche (Hrsg.), *Länderbericht USA*<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 478; aus dem juristischen Schrifttum *Sünner*, AG 1987, 276 (wirtschaftsfreundliches Klima unter der Reagan-Administration).

<sup>36</sup> Knapper Überblick über deren wirtschaftliche Annahmen und ideologische Basis bei *Adams/Berg*, *Die USA im 20. Jahrhundert*<sup>3</sup>, 2012, S. 205–206.

<sup>37</sup> *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 83; *Adams/Berg*, *Die USA im 20. Jahrhundert*<sup>3</sup>, 2012, S. 111–112.

<sup>38</sup> Dazu *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 84: Zwischen 1981 und 1989 Verteidigungsausgaben der USA von mehr als 2 Billionen US-Dollar. Siehe auch zum starken Anstieg der Forschungsausgaben des Pentagons *Hill/Hitt/Hoskisson*, *Academy of Management Executive* 2 (1988), 51, 53.

<sup>39</sup> *Gassert*, in: *Gassert/Häberelein/Wala*, *Kleine Geschichte der USA*, 2007, S. 355, 492; zu den Hintergründen *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 368–369.

<sup>40</sup> *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 368; *Adams/Berg*, *Die USA im 20. Jahrhundert*<sup>3</sup>, 2012, S. 112.

<sup>41</sup> Weitgehend *Burke, II.*, 41 *New Eng. J. on Crim. & Civ. Confinement* 395, 403 (2015): „In January 1980, the United States economy entered a recession that, at the time, was the most significant since the Great Depression.“

<sup>42</sup> *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 83.

<sup>43</sup> *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 83; ohne Angabe von Wachstumsraten *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 368.

<sup>44</sup> Dieser Begriff geht auf die Kritiker von Reagans Politik zurück, *Adams/Berg*, *Die USA im 20. Jahrhundert*<sup>3</sup>, 2012, S. 112.

<sup>45</sup> *Gassert*, in: *Gassert/Häberelein/Wala*, *Kleine Geschichte der USA*, 2007, S. 355, 492.

<sup>46</sup> So *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 363–364; zum Begriff des *corporate raider* allgemein *Merkt*, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1427; zu ihrem schlechten Ruf und der damit einhergehenden Schädigung des Vertrauens der breiten Bevölkerung in Big Business *Burke, II.*, 41 *New Eng. J. on Crim. & Civ. Confinement* 395, 403 (2015).

<sup>47</sup> *Davis*, 34 *Seattle U. L. Rev.* 1207, 1214 (2011) nennt als Treiber der Übernahmewelle vorrangig drei Politikänderungen um das Jahr 1982: erstens liberalere *merger guidelines* durch das Department of Justice, die Fusionen innerhalb einer Industrie erheblich erleichterten, zweitens die Supreme-Court-Entscheidung *Edgar v. MITE Corp.*, 457 U. S. 624 (1982), welche eine Reihe bestehender einzelstaatlicher *takeover statutes* als nichtig offenbarte, und drittens die auf einer Entscheidung des IRS beruhende Verbreitung von 401(k)-Pensionsplänen, welche die herkömmlichen leistungsorientierten Pensionspläne verdrängten und die Rolle der Finanzmärkte stärkten. *Gilson*, 26 *Del. J. Corp. L.* 491, 492–494 (2001) hebt neben einer Zunahme der Anlagen von Pensionsfonds das Aufkommen der Finanzierung von Übernahmen durch sog. *high yield* bzw. *junk bonds* hervor, die Erwerbern außerhalb des *corporate establishment* Zugang zum Markt für Unternehmenskontrolle eröffneten.

vierte<sup>48</sup> Übernahmewelle in der Geschichte der USA an.<sup>49</sup> Sie brach die Konglomerate der 1960er Jahre wieder auf und reorientierte Unternehmen auf das Kerngeschäft.<sup>50</sup> Zugleich brachte sie eine Reihe von Neuerungen in der M&A-Szene: feindliche Übernahmen, räuberische *bust-up takeovers*, bei denen ein *raider* eine diversifizierte Gesellschaft übernahm und anschließend deren Komponenten einzeln veräußerte,<sup>51</sup> sowie Private-Equity-Gesellschaften, die Transaktionen mit hohem Fremdkapitaleinsatz förderten.<sup>52</sup> Dabei heizte der Aufschwung der achtziger Jahre einen zunehmend computergesteuerten Börsenboom an, welcher im Oktober 1987 in einen spektakulären Crash mündete (*Schwarzer Montag*).<sup>53</sup> Da die US-Notenbank mit einer sofortigen Zinssenkung reagierte, konnte eine Rezession jedoch abgewendet werden.<sup>54</sup>

Anfang der 1990er Jahre durchlebten die USA dann wieder eine harsche Rezession mit regionaler Arbeitslosigkeit von bis zu 10 %, <sup>55</sup> die *Reagans* Nachfolger *George W. Bush* bei den Präsidentschaftswahlen 1992 das Amt kostete.<sup>56</sup> Unter dem Demokraten *Bill Clinton* fanden die USA im weiteren Verlauf der 1990er Jahre im Wirtschaftswachstum aber an die Weltspitze zurück, weitgehend unbeeindruckt von den Krisen in Asien,

<sup>48</sup> Insgesamt hat die wirtschaftswissenschaftliche Forschung in den USA seit 1890 sechs Übernahmewellen ausgemacht und ihnen spezifische Leitmotive zugeordnet: 1890 bis 1905 (*merging for monopoly*), 1920er Jahre bis 1929 (*merging for oligopoly*), 1960er Jahre bis 1971 (*merging for growth, conglomerate takeovers*), Mitte der 1980er Jahre bis 1988/89 (Abkehr von den Konglomeraten der 1960er Jahre und Rückkehr zum Kerngeschäft, einschließlich feindlicher *bust-up takeovers*), 1993 bis 2000 (*resource-based view* der Unternehmensstrategie, Shareholder-Value) und 2007 (getragen von Private Equity und Hedgefonds), zum Ganzen eingehend *Sudarsanam*, *Creating value from mergers and acquisitions*<sup>2</sup>, 2010, S. 16–22; *Müller-Stewens*, in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*<sup>2</sup>, 2016, S. 21, 21–43 mit leicht abweichender zeitlicher Verortung der Wellen; *Martynova/Renneboog*, *Eur. Financial Management* 17 (2011), 208, 209 mit Fn. 1 (Wellen im 20. Jahrhundert); *Shleifer/Vishny*, *J. Fin. Ec.* 70 (2003), 295, 295–296, 306–308 (bis einschließlich zur Welle der 1990er Jahre); *Mitchell/Mulherin*, *J. Fin. Ec.* 41 (1996), 193, 194 (bis zur Welle der 1980er Jahre); *Chandler*, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), 1, 18, 20–23 (zu den Wellen der 1960er bis 1980er Jahre im historischen Kontext).

Seit 2009 und insbesondere seit 2013 zeichnet sich eine erneute Zunahme der M&A-Aktivität ab. Trotz neuer Rekordwerte bei M&A-Volumina (nicht: der Transaktionsanzahl) im Jahr 2015 sind sich Beobachter bisher aber uneinig, ob damit bereits die nächste (globale) Welle zu notieren ist, siehe einerseits *Müller-Stewens*, in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*<sup>2</sup>, 2016, 21, 22 (Grafik), 24, 40 (mangels gesamthafter ökonomischer Logik keine neue M&A-Welle) und andererseits *Düsterhoff/Wolffson*, *M&A-Review* 27 (2016), 21, 21–23, die eine Welle global und für die USA bejahen, aber für Deutschland verneinen.

<sup>49</sup> Auch japanische Investitionen in den USA stiegen in dieser Zeit stark an, und die USA verschärfen nach einem Versuch Fujitsus, den Silicon-Valley-Halbleiterhersteller Fairchild Industries zu übernehmen, ihre Bestimmungen zum Schutz der nationalen Sicherheit bei Übernahmevorhaben heimischer Unternehmen durch Ausländer, dazu *Greidinger*, 6 *Am. U. Int. L. Rev.* 111, 112–119 (1991).

<sup>50</sup> Pointiert *Shleifer/Vishny*, *Strat. Mgmt. J.* 12 (1991), 51, 54: *roundtrip*; zu den geschäftlichen Hintergründen und mit einem kurzen Abriss empirischer Studien *Gilson*, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *European takeovers*, 1992, S. 49, 53–54.

<sup>51</sup> *Sudarsanam*, *Creating value from mergers and acquisitions*<sup>2</sup>, 2010, S. 19–20; zu dem Charakteristikum der *bust-up takeovers* auch *Mitchell/Mulherin*, *J. Fin. Ec.* 41 (1996), 193, 194; aus zeitgenössischer Sicht *Lipton/Brownstein*, 40 *Bus. Law.* 1403, 1411–1412 (1985).

<sup>52</sup> Sog. Leveraged Buyouts, Management-Buyouts und Going-Private-Transaktionen.

<sup>53</sup> *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 83; *Kramer*, *Börsen-Zeitung* 19.10.2012, 8; *Schäfer*, *NZZ* vom 19.10.2012, 31; aus dem juristischen Schrifttum knapp *Ebenroth/Eyles*, *RIW* 1988, 413.

<sup>54</sup> *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 83.

<sup>55</sup> *Gassert*, in: *Gassert/Häberelein/Wala*, *Kleine Geschichte der USA*, 2007, S. 355, 503; *Mildner*, in: *Lösche* (Hrsg.), *Länderbericht USA*<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 478 unten.

<sup>56</sup> Vgl. *Berg*, *Geschichte der USA*, 2013, S. 85; *Heideking/Mauch*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 385.

Russland und Lateinamerika.<sup>57</sup> Insgesamt kennzeichnen Historiker die 1990er Jahre als Dekade ungebrochener Prosperität mit robusten Wachstumsraten, steigenden Einkommen,<sup>58</sup> niedriger Inflation sowie sehr geringer Arbeitslosigkeit<sup>59</sup> bei allerdings zunehmend ungleicher Einkommensverteilung.<sup>60</sup> Der Boom war in erster Linie dem computergestützten Hochtechnologiesektor, der New Economy, zu verdanken, die sich seit den 1970er Jahren angebahnt hatte<sup>61</sup> und eine neue Konsumwelt sowie enorme Produktivitätsfortschritte eröffnete.<sup>62</sup> Der vorherrschende Optimismus äußerte sich in einem Boom der Aktien- und Immobilienmärkte, einschließlich einer ausgedehnten fünften Übernahmewelle von 1993 bis 2000. Diese übertraf von der Größe her alle bisherigen Wellen bei Weitem und war unter anderem von der Etablierung des Shareholder-Value als zwingendem Imperativ sowie aufkommendem Aktivismus traditioneller institutioneller Investoren geprägt.<sup>63</sup> Mehr Amerikaner als je zuvor besaßen Aktien, die für viele ein zentraler Bestandteil der Altersvorsorge waren.<sup>64</sup>

Zugleich ging der Aufschwung allerdings mit einem weiteren massiven Strukturwandel im bisherigen Industriegürtel einher,<sup>65</sup> der endgültig vom *manufacturing belt* zum

<sup>57</sup> Gassert, in: Gassert/Häberelein/Wala, Kleine Geschichte der USA, 2007, S. 355, 503; näher Heideking/Mauch, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 390, 394–395, 402–403.

<sup>58</sup> Näher Mildner, in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 497: Steigende Realeinkommen zwischen 1995 und 2000; insgesamt gingen die Realeinkommen indes von den 1970er Jahren bis 2005 zurück, wobei aber die zunehmend ungleiche Verteilung zu beachten ist.

<sup>59</sup> So Berg, Geschichte der USA, 2013, S. 86; differenzierter, aber im Ergebnis weitgehend ähnlich Heideking/Mauch, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 394–395, 399, 402–403, 405; mit Betonung der historisch niedrigen, nahe am Vollbeschäftigungsniveau liegenden Arbeitslosigkeit in den 1990er Jahren bei niedriger Inflation Mildner, in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 492–494, und auch zum hohen Wachstum sowie den wirtschaftspolitischen Gründen (investitionsförderliche Zinspolitik, Haushaltssanierung, technologischer Wandel) a. a. O., S. 522–523.

<sup>60</sup> Dazu Heideking/Mauch, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 403; eingehend Murswieck, in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 580, 601–608; Mildner, in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 497; die zunehmend ungleiche Einkommensverteilung kennzeichnete bereits die Reagan-Jahre von 1981 bis 1989, siehe Berg, Geschichte der USA, 2013, S. 83.

<sup>61</sup> Näher Gassert, in: Gassert/Häberelein/Wala, Kleine Geschichte der USA, 2007, S. 355, 503–505 sowie instruktiv Heideking/Mauch, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 446.

<sup>62</sup> Berg, Geschichte der USA, 2013, S. 86; Mildner, in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 523 nennt daneben eine investitionsförderliche Zinspolitik der Zentralbank sowie eine konsequente Haushaltssanierung durch die Clinton-Administration.

<sup>63</sup> Sudarsanam, *Creating value from mergers and acquisitions*<sup>2</sup>, 2010, S. 21, auch zu weiteren prägenden Elementen, insbesondere Globalisierung der Produkt-, Dienstleistungs- und Kapitalmärkte, Deregulierung und Privatisierung vieler Industrien, Restrukturierung reifer Industrien (Automobil, Banken, Nahrungsmittel), Konsolidierung fragmentierter Industrien durch finanzielle und strategische Käufer sowie Fortsetzung des Trends zur Konzentration auf das Kerngeschäft und zur Spezialisierung der 1980er Jahre.

<sup>64</sup> Heideking/Mauch, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 403: 84 Mio. Amerikaner mit Aktienbesitz im Jahr 1998 gegenüber 52 Mio. im Jahr 1989. Nach dem Platzen der Dotcom-Blase und den Finanzskandalen der Jahre 2001/2002 ging der Aktienanteil allerdings wieder zurück, siehe die Statistik bei Mildner, in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 498: 1999 waren 19,9 % des Finanzvermögens der Privathaushalte in Firmenbeteiligungen angelegt, 6,3 % in Investmentfonds und 18,9 % in Pensionsfonds; 2006 betrug diese Werte noch 8 %, 7,2 % und 17,7 %. Während die Anlagen in Investmentfonds also leicht gestiegen und diejenigen in Pensionsfonds leicht gefallen sind, hat sich der Anteil der Firmenbeteiligungen (Aktien) mehr als halbiert.

<sup>65</sup> Gassert, in: Gassert/Häberelein/Wala, Kleine Geschichte der USA, 2007, S. 355, 503. Der Aufschwung führte auch dazu, dass sich das wirtschaftliche Schwergewicht der USA, wie dasjenige der Bevölkerung, in den sog. Sun Belt verschob, in dem Gewerkschaften einen geringeren Einfluss haben als in den alten Industriekernen des Nordostens, dazu auch Heideking/Mauch, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 405, 446–448.

*rust belt* herabsank.<sup>66</sup> Das Aufkommen günstig produzierender Konkurrenten in Europa und Asien ließ „alte“, vornehmlich im Nordosten angesiedelte Branchen wie die Textil-, Eisen- und Stahlindustrie schon in den 1980er Jahren schrumpfen, wovon nun auch die verarbeitende Industrie erfasst wurde,<sup>67</sup> und zwang die verbliebenen US-Unternehmen zu ständigen Rationalisierungen, Innovationen und Anpassungen.<sup>68</sup> Industrielle Arbeitsplätze fielen weg oder wurden in billigere Länder verlagert,<sup>69</sup> das Modell der Massenproduktion mit hoher vertikaler Integration wich flexibleren, schlankeren Produktionsmethoden, beeinflusst durch entsprechende Entwicklungen in Europa und Japan.<sup>70</sup> Zudem übertrug man im Zeichen einer allgemeinen Flexibilisierung die Vorproduktion auf Subunternehmer (Outsourcing) und verteilte die Arbeit dank höherer Produktivität und technologischen Fortschritts auf weniger Schultern (*downsizing*).<sup>71</sup> Während viele Gruppen, insbesondere Gewerkschaften und Umweltverbände, vor diesem Hintergrund eine Verschlechterung der allgemeinen Arbeits- und Lebensbedingungen fürchteten, waren die meisten Amerikaner im Jahr 2000 mit der wirtschaftlichen Entwicklung zufrieden.<sup>72</sup> Insbesondere wurden im Dienstleistungssektor und in neuen Branchen mehr Arbeitsplätze geschaffen, als in den Bereichen traditioneller Industrieproduktion wegfielen.<sup>73</sup> Insofern schien der amerikanische *shareholder capitalism* mit dem rasanten Strukturwandel besser fertigzuwerden als die konkurrierenden Unternehmensformen in Deutschland und Japan.<sup>74</sup>

Der Boom der New Economy führte freilich auch zu Übertreibungen: Der Zusammenbruch des Aktienmarktes 2001 beendete auf spektakuläre Weise die Dotcom-Blase und mit ihr die Hoffnungen, die digitale Revolution habe herkömmliche Konjunkturzyklen überwunden.<sup>75</sup> Selbst der 11. September 2001 beeinträchtigte die US-Wirtschaft nur begrenzt,<sup>76</sup> nicht zuletzt aufgrund starker Leitzinssenkungen der Fed sowie des ungebremsten *deficit spending* der Bush-Administration<sup>77</sup> mit einer massiven Steuersenkung.<sup>78</sup> Zugleich

<sup>66</sup> Mildner, in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 494.

<sup>67</sup> Dies., in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 494.

<sup>68</sup> Heideking/Mauch, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 444; Adams/Berg, Die USA im 20. Jahrhundert<sup>3</sup>, 2012, S. 112.

<sup>69</sup> Insbesondere nach Mexiko, Heideking/Mauch, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 405; nach Mildner, in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 495 war die Bedeutung des Arbeitsplatzverlustes durch Produktionsverlagerung ins Ausland (Offshoring) tatsächlich wesentlich geringer, als es in der politischen Debatte mitunter dargestellt wurde.

<sup>70</sup> Gassert, in: Gassert/Häberelein/Wala, Kleine Geschichte der USA, 2007, S. 355, 503.

<sup>71</sup> Gassert, in: Gassert/Häberelein/Wala, Kleine Geschichte der USA, 2007, S. 355, 503; siehe auch Berg, Geschichte der USA, 2013, S. 128–129.

<sup>72</sup> Heideking/Mauch, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 405.

<sup>73</sup> Dazu Adams/Berg, Die USA im 20. Jahrhundert<sup>3</sup>, 2012, S. 112 und die Nachweise und Angaben in Fn. 27 auf S. 81.

<sup>74</sup> Heideking/Mauch, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 454.

<sup>75</sup> Berg, Geschichte der USA, 2013, S. 86–87.

<sup>76</sup> Vgl. Heideking/Mauch, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 450–451.

<sup>77</sup> Mildner, in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 524–526; Berg, Geschichte der USA, 2013, S. 89, mit dem illustrativen Hinweis, dass die Bush-Administration zwischen 2001 und 2004 den komfortablen Haushaltsüberschuss des Amtsvorgängers Clinton von 128 Mrd. US-Dollar in ein besorgniserregendes Defizit von 413 Mrd. US-Dollar verkehrte. Wohlwollender Mildner, in: Lösche (Hrsg.), Länderbericht USA<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 506, die hervorhebt, dass Clinton wesentlich günstigere wirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen vorfand als Bush, die hauptverantwortlich für die gute Haushaltslage unter Clinton gewesen seien; tendenziell kritischer allerdings wieder S. 526–527 („unschöne Mäkel“).

<sup>78</sup> Dazu Heideking/Mauch, Geschichte der USA<sup>5</sup>, 2007, S. 412.

erschütterten aber ab Ende 2001 spektakuläre Firmenzusammenbrüche und Bilanzskandale um Enron und Worldcom das Vertrauen in die Wirtschaft, worauf der Gesetzgeber mit umfassenden Verschärfungen reagierte.<sup>79</sup> Langfristig folgenschwerer war indes die lockere Geldpolitik der Fed. Die Notenbank führte diese fort, selbst nachdem die New-Economy-Blase überwunden war, und trug damit ungewollt zur Weltfinanzkrise ab 2007 bei.<sup>80</sup>

## 2. Diskussionswellen und -themen

Die moderne Diskussion um kurzichtiges Handeln (*Short-termism*) in der Wirtschaft bzw. auf dem Aktien- und Kapitalmarkt gewann in den USA ab den 1980er Jahren Auftrieb.<sup>81</sup> Seitdem ist die Thematik in mehreren unterschiedlich ausgeprägten Wellen diskutiert worden, die oft, aber nicht stets, ein Spiegel der vorstehend geschilderten wirtschaftlichen Entwicklungen sind. Exemplarisch verdeutlichen lässt sich das wellenartige An- und Abschwelen anhand einer Stichwortsuche im Gesamtbestand des Wall Street Journal der Factiva-Datenbank, die je nach gesuchtem Wort (*Short-termism*, *myopia*, *myopic*) gehäufte Spitzenwerte als Zeichen einer intensiven Debatte vor allem von 1982 bis ca. 1993 sowie später wieder im Zuge der Finanzkrise ab 2007/2008 ausweist, daneben um den Jahrtausendwechsel.<sup>82</sup> Dieser Befund legt bereits eine Verbindung mit dem oben skizzierten damaligen Zustand der US-Wirtschaft nahe: In den 1980er bis frühen 1990er Jahren fiel vor allem die verarbeitende Industrie schmerzhaft hinter Europa und vor allem Japan zurück, gleichzeitig kam es zu Übernahmewellen, geprägt von den neuen Trends Aktionärsaktivismus, schuldenfinanzierte Transaktionen und Shareholder-Value. Der befürchtete Niedergang vor dem Hintergrund des offenbar zunehmend unsteten Aktien- und Kapitalmarktes legte geradezu nahe, über etwaige negative Wechselwirkungen zwischen diesem und der Realwirtschaft nachzudenken, ebenso wie über sonstige Wettbewerbsnachteile aus der Corporate Governance. Letztere wurde dann um die Jahrtausendwende durch spektakuläre Bilanzmanipulationen erneut infrage gestellt.<sup>83</sup>

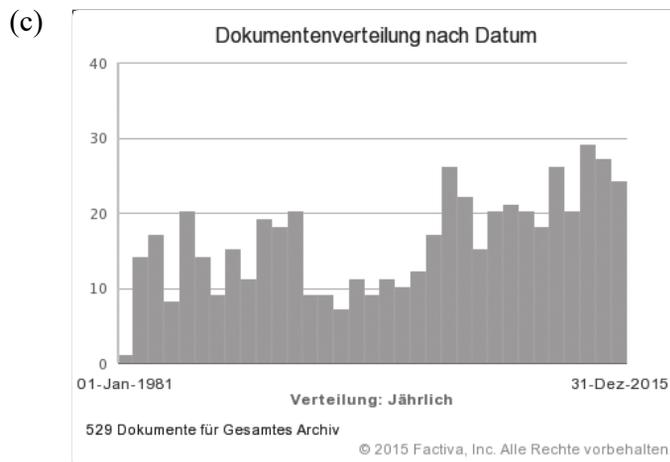
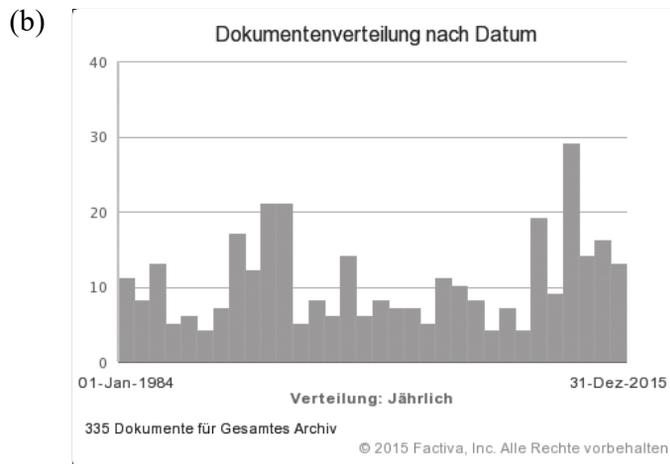
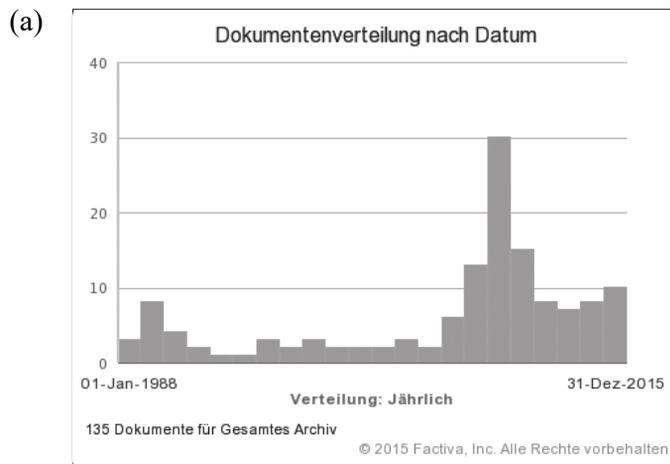
<sup>79</sup> Instruktiver Abriss bei *dies.*, *Geschichte der USA*<sup>5</sup>, 2007, S. 451–452. Sie berichten unter anderem von Umfragen, denen zufolge 1954 noch 46 % der Amerikaner die Gewerkschaften (*big labour*) für die größte Gefährdung für die Wirtschaft hielten, während dies 2002 nur noch 10 % meinten und mit 38 % mehr Amerikaner als je zuvor die Großunternehmen (Big Business) als größte Gefahr für die Zukunft Amerikas bezeichneten. Zur Bedeutung der Verschärfungen durch den Sarbanes-Oxley Act 2002 für den Übernahmemarkt *Sudarsanam*, *Creating value from mergers and acquisitions*<sup>2</sup>, 2010, S. 22.

<sup>80</sup> Dazu knapp *Mildner*, in: Lösche (Hrsg.), *Länderbericht USA*<sup>5</sup>, 2008, S. 471, 528–529.

<sup>81</sup> *Tonello*, *Revisiting stock market short-termism*, 2006, S. 5 („dating back at least to the 1980s“; *Wahal/McConnell*, *J. Corp. Fin.* 6 (2000), 307.

<sup>82</sup> Factiva-Datenbankrecherche des Verfassers, durchgeführt am 21.07.2015 in der Zentralbibliothek Wirtschaftswissenschaft (ZBW) in Hamburg.

<sup>83</sup> Dazu *GAO*, *Financial Statement Restatements*, October 2002, S. 55.



- (a) Vorkommen des Begriffs *Short-termism* im Gesamtarchiv der Factiva-Datenbank beschränkt auf das Wall-Street-Journal (alle Ausgaben)
- (b) Vorkommen des Begriffs *myopia* im Gesamtarchiv der Factiva-Datenbank beschränkt auf das Wall-Street-Journal (alle Ausgaben)
- (c) Vorkommen des Begriffs *myopic* im Gesamtarchiv der Factiva-Datenbank beschränkt auf das Wall-Street-Journal (alle Ausgaben)

Die Wirtschaftswissenschaft nahm die *Short-termism*-Diskussion leicht verzögert ab den (späten) 1980er Jahren auf: Seit dieser Zeit entstanden in den USA ebenso wie in Großbritannien viele Forschungsbeiträge, welche denkbare theoretische Erklärungen für kurz-sichtiges Handeln herausgearbeitet oder versucht haben, dessen Auftreten empirisch zu testen. Abhandlungen aus dieser Zeit bilden die Basis der modernen mikroökonomischen *Short-termism*-Theorie,<sup>84</sup> welche an späterer Stelle dargestellt wird.<sup>85</sup>

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit kann der Verlauf der US-*Short-termism*-Debatte angesichts ihres Umfangs und ihrer Dauer nur mit relativ groben Strichen nachgezeichnet werden. Die folgende Betrachtung konzentriert sich daher auf die wichtigsten Marksteine, wobei besondere Aufmerksamkeit solchen geschenkt wird, die sich als besonders einflussreich erwiesen haben. Holzschnittartig lässt sich die Diskussion zunächst in zwei Themenkreise gliedern, die allerdings eng miteinander verwoben sind:<sup>86</sup>

- (1) übermäßig kurzfristige Orientierung als Managementfehler, also als Ausfluss schlechter Unternehmensführung (interner Corporate Governance), insbesondere im Verhältnis zu anderen Rechtskreisen, und
- (2) übermäßig kurzfristige Orientierung als investorenverantworteter Defekt, also als Ergebnis von Fehlentwicklungen der externen Corporate Governance, insbesondere von Übernahmen und institutionellen Investoren.

Beide Kurzfristigkeitsquellen sind an sich kombiniert, mit beliebigen Anteilen und Wechselwirkungen denkbar. Tatsächlich sind sie aber trotz inhaltlicher Überschneidungen zunächst im Wesentlichen getrennt diskutiert worden, die erste vor allem in der Managementliteratur, die zweite vorwiegend im Law & Economics-Schrifttum. Ähnlich getrennt präsentierten sich die Lager der Diskutanten: Vor allem mit Blick auf den zweiten Themenkreis prägten die US-Debatte nicht selten Stimmen, die deutlich und mitunter zugespitzt der einen oder anderen Seite zu- bzw. abgeneigt waren. Für die Auseinandersetzung hat die damit gelegentlich einhergehende pointierte Schärfe Vor- und Nachteile: Sie kann die Diskussion beleben und Aufmerksamkeit schaffen, aber auch Sachargumente vernebeln oder überlagern.

Um die Jahrtausendwende trat ein dritter, weniger kontroverser Themenkreis hinzu, nämlich,

- (3) übermäßig kurzfristige Orientierung als Regulierungs- und Steuerungsfehler, also als Folge unzureichender (staatlicher) Kontrollen und/oder (privatautonomer) Anreizmechanismen, die es Managern und/oder Intermediären ermöglichen bzw. sie gar dazu anhalten, kurzfristige egoistische Interessen zum Nachteil der Investoren zu verfolgen.

<sup>84</sup> *Segelod*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 244. Wichtige theoretische und empirische Beiträge zur modernen mikroökonomischen *Short-termism*-Theorie erschienen vor allem ab Ende der 1980er Jahre. Dabei ist zu berücksichtigen, dass von der Entstehung bis zur Veröffentlichung eines Aufsatzes in einer angesehenen Zeitschrift – vom ersten Working Paper über die Diskussion auf Konferenzen bis zu oft mehreren Durchgängen in einem Peer-Review – bei ökonomischen Papieren typischerweise deutlich mehr Zeit vergeht als bei juristischen Aufsätzen in Kontinentaleuropa üblich, nicht selten mehrere Jahre. Anstöße für Arbeiten, die Ende der 1980er Jahre erschienen, müssen also entsprechend „zeitversetzt“ gesucht werden.

<sup>85</sup> Dazu 3. Teil, § 2, S. 388 ff.

<sup>86</sup> Ähnlich o. A., Corporate Takeovers: Public Policy Implications for the Economy and Corporate Governance, A Report from the Chairman of the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Finance, U. S. House of Representatives, 99th Congress, 2d Session, December 1986, 1987, S. 16.

Auch diese Kurzsichtigkeitsquelle wurde anfangs vorrangig getrennt diskutiert, ist aber beliebig mit den vorgenannten Themenkreisen verknüpft denkbar. Man kann sie in gewisser Weise als Kombination aus diesen begreifen, insofern als in regulatorischen Lücken Managementfehler und eine defizitäre Investorenkontrolle zusammentreffen. Im Unterschied zum ersten Themenkreis geht es hier aber eher um berechnendes Management(fehl)verhalten als um unbewusste Managementfehler und eher um gedankenlose Anlegerversäumnisse als um gezielte Investitionsstrategien mit Nebenwirkungen.

### 3. *Short-termism-Diskussion der 1980er und frühen 1990er Jahre*

#### a) *Managementfehler*

##### aa) *Von „Managing our Way to Economic Decline“ ...*

Bahnbrechend für den ersten Themenkreis der US-amerikanischen *Short-termism*-Debatte wirkte ein Beitrag aus der Feder von *Robert H. Hayes* und *William J. Abernathy*, der unter dem alarmistischen Titel „Managing our Way to Economic Decline“ 1980 in der *Harvard Business Review* erschien.<sup>87</sup> *Hayes/Abernathy* begannen mit der Beobachtung, dass die amerikanische Wirtschaft seit Mitte der 1960er Jahre<sup>88</sup> an Wettbewerbskraft eingebüßt und zunehmend Besorgnis erregt habe.<sup>89</sup> Amerika habe seine führende Position in reifen Industrien und solchen der Hochtechnologie verloren.<sup>90</sup> *Hayes/Abernathy* machten hierfür die amerikanischen Manager verantwortlich: Sie seien zwar führend bei der Verbesserung der kurzfristigen Effizienz, aber ihre unternehmerische Fantasie und Bereitschaft zu riskanten langfristigen Investitionen außerhalb des Fokus auf die nächsten Quartalszahlen stehe zunehmend infrage. Sie pflegten lieber bestehende Märkte, statt neue zu schaffen, und widmeten sich kurzfristigen Erträgen sowie dem *management by the numbers*. Hierdurch hätten viele von ihnen langfristige technologische Überlegenheit als Wettbewerbsvorteil faktisch aufgegeben und sich ihrer strategischen Verantwortung entzogen.<sup>91</sup> Infolgedessen seien für viele Unternehmen maximale kurzfristige Finanzergebnisse vorrangig geworden.<sup>92</sup> Die Ursache erblickten *Hayes/Abernathy* darin,

<sup>87</sup> *Hayes/Abernathy*, *Harv. Bus. Rev.* 58 (1980), 67 ff.

<sup>88</sup> Diese Präzisierung folgt kurze Zeit später, *dies.*, *Harv. Bus. Rev.* 58 (1980), 67, 69.

<sup>89</sup> *Dies.*, *Harv. Bus. Rev.* 58 (1980), 67.

<sup>90</sup> *Dies.*, *Harv. Bus. Rev.* 58 (1980), 67. Die Autoren verwiesen auf ein deutlich geringeres Wachstum der Arbeitsproduktivität (*dies.*, *Harv. Bus. Rev.* 58 (1980), 67, 67, 69, mit tabellarischen Gegenüberstellungen) und einen sinkenden Anteil der Ausgaben für Forschung & Entwicklung am BIP, unter anderem im Maschinenbau, Chemie- und Luftfahrzeugbereich, beides im Gegensatz insbesondere zu Deutschland und Japan, sowie auf einen abnehmenden Anteil von Sachinvestitionen vornehmlich langfristiger Art, auch im Vergleich zu Frankreich (*dies.*, *Harv. Bus. Rev.* 58 (1980), 67, 69–70), wiederum mit Grafiken illustriert).

<sup>91</sup> *Hayes/Abernathy*, *Harv. Bus. Rev.* 58 (1980), 67, 70. Damit verbunden warfen die Autoren amerikanischen Managern vor, sie zögen einfache Verbesserungen bestehender Geschäftsfelder vor, anstatt unter Mühen und wettbewerblichen Risiken bessere, innovative Produkte zu entwickeln (a. a. O., S. 68–69).

<sup>92</sup> *Dies.*, *Harv. Bus. Rev.* 58 (1980), 67, 70. Die neue Management-Orthodoxie sei geprägt durch eine kurzfristige finanzielle Kontrolle dezentraler Einheiten, verstärkt durch ein „Unternehmens-Portfolio-management“ diversifizierter Geschäftsfelder, sowie durch eine übermäßige Konzentration auf Kundenzufriedenheit und geringes Risiko in der kurzen Frist zulasten überlegener Produkte in der Zukunft (*dies.*, *Harv. Bus. Rev.* 58 (1980), 67, 71–72). Die Autoren führen dies nachfolgend (S. 72–74) beispielhaft an drei Managemententscheidungen weiter aus: (1) an der Wahl zwischen nachahmender (imitativer) und innovativer Produktgestaltung – Erstere verspricht schnellen kurzfristigen finanziellen Gewinn, Letztere erfordert anfangs Ausgaben –, (2) an der rückwärtsgerichteten vertikalen Integration, die kurzfristig

dass Manager vermehrt aus der Wirtschafts- oder Rechtswissenschaft und zudem von außen rekrutiert würden, wodurch Cash-Management und (diversifizierende) Fusionen in den Mittelpunkt gerückt seien, auch wenn man Letztere nun durch Devestitionen zu korrigieren beginne.<sup>93</sup> Als Vorbild priesen *Hayes/Abernathy* vor allem japanische und deutsche Manager, unter Verweis auf deren Exporterfolge bei Fernsehern bzw. im Maschinen- und Automobilbau: Sie strebten nach langfristiger technologischer Führerschaft, angetrieben durch ein schwieriges Umfeld.<sup>94</sup> Die in Amerika notwendigen Änderungen beträfen mehrere funktionelle Managementbereiche. Manager, die relativ schlecht über ihre Industrie und deren Umfeld informiert seien, die langfristigen Folgen ihres Handelns unzureichend bedächten oder engen kurzfristigen finanziellen Kontrollen unterlägen, würden weniger zu innovativen oder technologisch aggressiven Entscheidungen neigen.<sup>95</sup>

Ein Nachfolgeartikel von *Hayes* mit einem anderen Co-Autor,<sup>96</sup> der die amerikanischen Manager etwas freundlicher darstellte,<sup>97</sup> verwies als Ursache unzureichender langfristiger Investitionen konkret auf die weit verbreitete Discounted-Cashflow-Methode zur Bewertung von Investitionen. Manager verwendeten diese oftmals unabsichtlich fehlerhaft, mit der Folge, dass sie zu hohe Mindestrenditen forderten und kurzfristige Ergebnisse übermäßig gewichteten.<sup>98</sup>

Vor allem der Aufsatz von *Hayes/Abernathy* erwies sich als sehr einflussreich.<sup>99</sup> Er sandte, so die Herausgeber 27 Jahre später, bei seiner Erstveröffentlichung Schockwellen

---

Synergien eröffne, aber die Fähigkeit der Gesellschaft zu langfristiger radikaler Innovation lähmen könne, mit Verweis auf die diesbezüglich unterschiedliche Ausrichtung europäischer und amerikanischer Automobilhersteller, sowie (3) an der Investition in interne Prozessinnovation.

<sup>93</sup> *Hayes/Abernathy*, Harv. Bus. Rev. 58 (1980), 67, 74–76.

<sup>94</sup> *Dies.*, Harv. Bus. Rev. 58 (1980), 67, 76–77 verweisen insoweit auf die „gnadenlose Notwendigkeit“ europäischer Gesellschaften, in andere nationale Märkte zu exportieren, den fehlenden Wettbewerbsvorteil attraktiver abgewerteter Dollarpreise sowie die Mitbestimmung und hohe Arbeitskosten.

<sup>95</sup> *Dies.*, Harv. Bus. Rev. 58 (1980), 67, 77. Der Schlüssel zu langfristigem Erfolg liege hingegen darin, zu investieren, innovativ zu sein, anzuführen und Werte zu schaffen, wo vorher keine bestanden.

<sup>96</sup> *Hayes/Garvin*, Harv. Bus. Rev. 60 (1982), 70 ff.

<sup>97</sup> Zwar halten *dies.*, Harv. Bus. Rev. 60 (1982), 70, 72–73 ausdrücklich an der Kritik von *Hayes/Abernathy* fest, einschließlich der Porträtierung deutscher und japanischer Manager als Vorbilder. Anders als *Hayes/Abernathy* unterstellen sie den amerikanischen Managern aber nicht (mehr) ausdrücklich, bewusst den einfachen Weg inkrementeller Marketingverbesserungen zulasten mühevollerer langfristiger strategischer Investitionen zu gehen. Stattdessen betonen sie als Ursache für die ausgemachten Unterinvestitionen eine unbewusst fehlerhafte Anwendung an sich sinnvoller Bewertungstechniken (siehe etwa a. a. O., S. 71).

<sup>98</sup> Diese Argumentation kann auf den ersten Blick sehr gewichtige Kritikpunkte geltend machen, erweist sich aber bei näherer Betrachtung als weitaus weniger weitreichend und damit weniger überzeugend zur Erklärung eines etwaigen *Short-termism*, siehe dazu äußerst instruktiv *Dobbs*, Manage. Acc. Res. 20 (2009), 117 ff., der zeigt, dass die Auswirkungen kleiner sein können als gedacht, dazu näher unten 3. Teil, § 2 VII. 1., S. 460 ff. Zudem verwiesen Kritiker frühzeitig darauf, dass die Verbreitung der Discounted-Cashflow-Methode in den USA nicht mit einem Rückgang von Investitionen einhergegangen sei, so *Logue*, Cal. Management Rev. 28 (1985), 169, 170, 172 f.

<sup>99</sup> Der große Einfluss des Artikels lässt sich nicht zuletzt an der Häufigkeit seiner Zitierung ablesen. So weist die EBSCO-Datenbank (Stand 23.07.2015) 233 Zitate dieses Artikels aus. Die Beachtlichkeit dieser Zahl erschließt sich aus einem Vergleich mit anderen Artikeln der Harvard Business Review aus dem Jahr 1980: Der HBR-Artikel des Jahres 1980 mit den nächstmeisten Zitierungen in der EBSCO-Datenbank weist 73 Zitierungen auf (*Hall*, Harv. Bus. Rev. 58 (1980), 75 ff.), der nächstfolgende 61 (*Levitt*, Harv. Bus. Rev. 58 (1980), 83 ff.), über 25 Zitierungen sind höchst selten. Der Artikel von *Hayes/Garvin* aus dem Jahr 1982 kommt in der EBSCO-Datenbank auf 26 Zitierungen (Stand 23.07.2015). Siehe zudem knapp *Johnson/Kaplan*, Relevance lost, 1987, S. 207 Fn. 3, die den Artikel als „especially prominent“ hervorheben, sowie *Baldwin/Clark*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 73, 87–88, die die Artikel

durch die amerikanische Geschäftswelt,<sup>100</sup> wurde von der McKinsey Foundation for Management Research als bester Artikel des Jahres 1980 in der Harvard Business Review ausgezeichnet<sup>101</sup> und gilt bis heute als wegweisend.<sup>102</sup> Zwar war die Kritik an kurzfristigen Anreiz(system)en zulasten langfristiger Investitionen<sup>103</sup> ebenso wie jene an den verbreiteten formalen Kapitalbudgetierungstechniken keineswegs neu.<sup>104</sup> Aber der Artikel artikulierte eine weithin geteilte Wahrnehmung erstmals in griffiger Weise<sup>105</sup> und erschien damit zur rechten Zeit.<sup>106</sup> Die USA litten unter Stagflation, Wirtschaftskrise sowie Niedergangssorgen, die Autoindustrie stand durch Konkurrenz aus Deutschland und Japan unter Druck, im *manufacturing belt* wurde der Strukturwandel spürbar und der Trend diversifizierender Fusionen stand vor seiner Korrektur in der vierten Übernahmewelle.<sup>107</sup>

Vor diesem Hintergrund löste der Aufsatz bald zahlreiche Beiträge in der Wirtschaftspresse aus, auch seitens prominenter CEOs und einflussreicher Managementforscher, die sich mit kurzfristigem Verhalten auseinandersetzten.<sup>108</sup> Zugleich erschien, wie ein

---

von Hayes/Abernathy und Hayes/Garvin als einflussreich und „extremely well received“ hervorheben, sowie die darin ausgesprochenen Warnungen als „widely disseminated“.

<sup>100</sup> So die *editor's note* zu der Zweitveröffentlichung in der Harvard Business Review 2007 (Hayes/Abernathy, Harv. Bus. Rev. 85 (2007), 138 ff.): „This 1980 article, with its scathing and richly documented criticism of U. S. managers' focus on short-term financial gain at the expense of long-term competitiveness, sent shock waves through American business when it was first published.“ Ganz ähnlich Loescher, Q. Rev. Econ. Bus. 24 (1984), 8, 11, der die Aussage eines *associate editor* der Harvard Business Review von 1982 zitiert, dass der Artikel von Hayes/Abernathy erheblich mehr lobende Zuschriften aus der Geschäftswelt generiert habe als jeder andere bis dato von der Zeitschrift veröffentlichte Artikel.

<sup>101</sup> Siehe Gupta, in: Managerial excellence, 1996; Baldwin/Clark, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 73, 88. Die McKinsey Foundation for Management Research vergibt seit 1959 jährlich einen Preis für die besten zwei Artikel in der Harvard Business Review, hierzu sowie zu den Kriterien der Preisvergabe Stone, in: Managerial excellence, 1996, S. xvii ff. Der erste Preis wird einmal vergeben, der zweite Platz hingegen auch mehrfach, siehe die Auflistung der Zweitplatzierten von 1980 bis 1994 am Ende des Sammelbandes o. A., Managerial excellence, 1996, 325.

<sup>102</sup> Dies zeigt sich nicht zuletzt daran, dass die Harvard Business Review den Aufsatz 2007 erneut abdruckte (Hayes/Abernathy, Harv. Bus. Rev. 85 (2007), 138 ff.), begleitet von einer *editor's note*, die unter anderem bemerkte: „The inroads that European and Japanese companies have made into traditional U. S. industrial strongholds since then [Erstveröffentlichung] prove its [des Aufsatzes] prescience. Many of the problems raised by the authors have been addressed over the years [...]. But the original article's call for self-examination and action is still relevant today, as U. S. companies face similar uncertainty and emerging competition – this time from China, India, and other developing economies.“

<sup>103</sup> Sie findet sich namentlich bereits von Rappaport, Harv. Bus. Rev. 56 (1978), 81 ff. sehr kraftvoll vorgetragen, der ebenfalls schon auf einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland und Japan verwies (a. a. O., S. 81).

<sup>104</sup> Mit Blick auf die übliche Methodik der Zuweisung von Investitionsmitteln Dearden, Harv. Bus. Rev. 38 (1960), 79 ff. sowie mit Blick auf die Bewertung von Unternehmensanteilen anhand der ROI-Kennzahl ders., Harv. Bus. Rev. 47 (1969), 124 ff., dabei a. a. O., S. 125, 132 f. auch schon zu kurzfristigen Verhaltensanreizen; siehe zudem die Nachweise zu Vorläufern bei Loescher, Q. Rev. Econ. Bus. 24 (1984), 8, 11 sowie die Nachweise [4]–[10] bei Segelod, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 243, 253.

<sup>105</sup> Loescher, Q. Rev. Econ. Bus. 24 (1984), 8, 11.

<sup>106</sup> So zutreffend, allerdings ohne nähere Begründung oder zeitgeschichtliche Einordnung Segelod, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 243 f.

<sup>107</sup> Zu alledem ausführlicher soeben unter 2. Teil, § 1 I. 1., S. 79 ff.

<sup>108</sup> Besonders viel beachtete Artikel aus dem Wall Street Journal sind etwa Drucker, Wall Street Journal vom 30.09.1986, 1; Smale, Wall Street Journal vom 16.10.1987, 1; Monks, Robert A. G., Wall Street Journal vom 05.01.1988; viel beachtet auch Thurow, Sloan Manage. Rev. 30 (1988), 67 ff.; zu weiteren Zeitungsartikeln Wahal/McConnell, J. Corp. Fin. 6 (2000), 307; zu diesen und weiteren Beiträgen aus

zeitgenössischer Rezensent etwas launisch bemerkte, eine Flut von Büchern („spate of books“), welche die Konturen des vermeintlichen Abstiegs nachzeichneten und zahlreiche unterschiedliche Lösungsvorschläge unterbreiteten.<sup>109</sup>

bb) ... über „*The Next American Frontier*“ ...

Zu den stärker beachteten<sup>110</sup> Werken gehörte „*The Next American Frontier*“<sup>111</sup> des Ökonomen und Juristen *Robert B. Reich*, damals Professor an der Harvard Kennedy School of Government und späterer Arbeitsminister unter *Bill Clinton*.<sup>112</sup> Auch *Reich* ging von einem relativen amerikanischen Niedergang aus,<sup>113</sup> den er – insoweit ähnlich wie *Hayes/Abernathy* – auf Managementfehler zurückführte: Den amerikanischen Wirtschaftsführungskräften sei es anders als ihren Wettbewerbern in Europa und Japan nicht gelungen, bruchlos von der vormals wettbewerbsfähigen standardisierten Massenproduktion der traditionellen Industrien zu einer flexibleren, wissensintensiven Produktion überzugehen.<sup>114</sup> Statt technologischer oder institutioneller Innovation widmeten sie sich einem „Papier-Unternehmertum“ (*paper entrepreneurialism*), das keine realen Werte schaffe, sondern auf kurzfristige Gewinne durch Umverteilung ziele, erreicht durch kreative Bilanzierung, Steuervermeidung, Finanzmanagement, Fusionen und Prozessführung.<sup>115</sup> Amerikanische Manager hätten die Unternehmen übermäßig bürokratisch und mit kurzfristigen quantitativ-finanziellen Kontrollen organisiert,<sup>116</sup> eine finanziell getriebene Welle konglomerater Fusionen befeuert, mit wirtschaftlich kontraproduktiven Abwehrmaßnahmen bei potenziellen Zielunternehmen,<sup>117</sup> und sie engagierten sich in Bilanzpolitik sowie kurzfristiger Kapitalmarktspekulation.<sup>118</sup> All dies verdränge echtes, dynamisches und innovatives Unternehmertum sowie Investitionen in neue Prozesse und Technologien.<sup>119</sup> Die beständige Neuordnung von Industrieanlagen in der Hoffnung auf kurzfris-

---

der Wirtschaftspresse auch bereits *Hansen/Hill*, *Strat. Mgmt. J.* 12 (1991), 1. Allgemein *Competitiveness Policy Council*, *Building a Competitive America*, March 1, 1992, S. 6: „Hundreds of books, articles and reports have been written on competitiveness and related issues over the past decade.“

<sup>109</sup> *Newman, Jr.*, *Acad. Manage. Rev.* 10 (1985), 147, 148, der als „Alarmglocke“ nicht den Artikel von *Hayes/Abernathy* aus der *Harvard Business Review* 1980 nennt, sondern ein Themenheft der Zeitung *Business Week* von 30. Juni 1980 über die Reindustrialisierung Amerikas. *Newman* (a. a. O.) selbst bespricht drei einschlägige Bücher. Der *Competitiveness Policy Council*, *Building a Competitive America*, March 1, 1992, S. 6 listet beispielhaft 21 selbstständige Berichte bzw. Bücher (zudem einen Zeitschriftenartikel) über die Wettbewerbsfähigkeit der US-Wirtschaft und verwandte Aspekte aus dem Zeitraum 1983 bis 1991 auf, davon 18 mit Erscheinungsdatum ab 1985 bzw. acht in den Jahren 1990–1991.

<sup>110</sup> Dies belegen die zahlreichen Rezensionen in angesehenen Zeitschriften: *Newman, Jr.*, *Acad. Manage. Rev.* 10 (1985), 147 ff.; *di Norcia*, *J. Bus. Ethics* 4 (1985), 115 f.; *Diebold Jr.*, *William*, *Foreign Affairs* 61 (1983), 1196 f.; siehe auch *Johnson/Kaplan*, *Relevance lost*, 1987, S. 207 Fn. 3, die Reichs Buch neben dem grundlegenden Artikel von *Hayes/Abernathy* als „especially prominent“ hervorheben.

<sup>111</sup> *Reich*, *The next American frontier*, 1983; für eine aufsatzförmige Präsentation einiger Kernthesen *Reich*, *The Atlantic Monthly* 251 (1983), 43 ff.

<sup>112</sup> *Wikipedia*, Robert Reich – Wikipedia, the free encyclopedia, 17.08.2015 <<https://en.wikipedia.org/w/index.php?oldid=676339886>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>113</sup> *Reich*, *The next American frontier*, 1983, S. 1–2, 11–17, 117–133.

<sup>114</sup> *Ders.*, *The next American frontier*, 1983, S. 14, 133–134.

<sup>115</sup> *Ders.*, *The next American frontier*, 1983, S. 140–141. *Newman, Jr.*, *Acad. Manage. Rev.* 10 (1985), 147, 149 sieht in Reichs Charakterisierung des *paper entrepreneurialism* den vielleicht wichtigsten Beitrag des Buches.

<sup>116</sup> *Reich*, *The next American frontier*, 1983, S. 141–145.

<sup>117</sup> *Ders.*, *The next American frontier*, 1983, S. 145–151.

<sup>118</sup> *Ders.*, *The next American frontier*, 1983, S. 151–155.

<sup>119</sup> *Ders.*, *The next American frontier*, 1983, S. 157–158.

tige Gewinne habe die Fluktuation von Managern und Arbeitnehmern gesteigert<sup>120</sup> und dadurch wiederum zu einer kurzfristigen Orientierung geführt.<sup>121</sup> Diese Instabilität behindere Kooperation und erzeuge eine selbstsüchtige Einstellung, die sich in einem exorbitanten Anstieg der Managervergütung und Selbstbereicherung (*self-dealing*) niederschläge.<sup>122</sup> Bei Gegenmaßnahmen wies *Reich* der Politik eine größere Rolle zu.

cc) ... „*Out of crisis*“ ...

Ein weiteres, bis heute als bahnbrechend angesehenes Buch, in dem kurzfristige Orientierung eine zentrale Rolle spielt, stammt aus der Feder von *William E. Deming*. Es erschien 1982 zunächst unter dem etwas technischen Titel „Quality, Productivity, and Competitive Position“, ab 1986 spektakulärer als „Out of the crisis“.<sup>123</sup> *Deming* hatte sich zuvor in Japan als Experte für statistische Prozess- und Qualitätskontrollmethoden einen Namen gemacht und damit zu Japans wirtschaftlichem Wiederaufstieg beigetragen, während er in den USA lange wenig beachtet wurde.<sup>124</sup> Dies änderte sich schlagartig ab 1980, als die US-Wirtschaft ins Hintertreffen zu geraten schien und *Deming* in einem NBC-Bericht („If Japan can ... Why can't we?“) hervorgehoben wurde.<sup>125</sup> In „Out of the Crisis“, laut *Time Magazine* eines der 25 einflussreichsten Wirtschaftsmanagementbücher,<sup>126</sup> kondensierte *Deming* seine Erkenntnisse in einem 14-Punkte-Programm für besseres Management, um den Niedergang der westlichen Industrie aufzuhalten.<sup>127</sup> Dem stellte er sieben tödliche Krankheiten<sup>128</sup> und sieben Hindernisse für die Umsetzung der neuen Philosophie gegenüber.<sup>129</sup> Die Vorteile langfristiger Ausrichtung und die Schädlichkeit kurzfristigen Denkens bilden dabei ein wichtiges Leitmotiv:

*Demings* „sieben tödliche Krankheiten“ sind durch kurzfristige Einstellungen geprägt. Die zweite bestehe darin, kurzfristige Profite mit kurzfristigem Denken zu betonen, aus Angst vor einer feindlichen Übernahme und auf Druck von Bankern sowie dividendenhungrigen Aktionären.<sup>130</sup> Die eng damit verbundene dritte tödliche Krankheit erblickte *Deming* in einer kurzfristig quantitativ vergleichenden Leistungsbewertung.<sup>131</sup>

Demgegenüber verlangt gleich der erste Rat des 14-Punkte-Programms: „Create constancy of purpose toward improvement of product and service, with the aim to become

<sup>120</sup> *Ders.*, *The next American frontier*, 1983, S. 160–163.

<sup>121</sup> *Ders.*, *The next American frontier*, 1983, S. 164.

<sup>122</sup> *Ders.*, *The next American frontier*, 1983, S. 165–170.

<sup>123</sup> *United States Department of Labour*, *Books that Shaped Work in America: Quality, Productivity and Competitive Position*, 05.03.2014 <<http://www.dol.gov/100/books-shaped-work/quality-productivity.htm>> (geprüft am 04.09.2015).

<sup>124</sup> *Zeleny*, in: *Witzel/Warner* (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Management Theorists*, 2013, S. 196, 196, 198.

<sup>125</sup> *Ders.*, in: *Witzel/Warner* (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Management Theorists*, 2013, S. 196, 198–199.

<sup>126</sup> *Medintz*, *The 25 Most Influential Business Management Books: Out of the Crisis (1982)*, by W. Edwards Deming, 09.08.2011 <[http://content.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,2086680\\_2086683\\_2087681,00.html](http://content.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,2086680_2086683_2087681,00.html)> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>127</sup> *Deming*, *Out of the crisis*, 2000, S. 18 ff., insb. 23 ff.; zu diesen 14 Punkten jeweils mit kurzem Kommentar aus heutiger Sicht *Zeleny*, in: *Witzel/Warner* (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Management Theorists*, 2013, S. 196, 200–204.

<sup>128</sup> *Deming*, *Out of the crisis*, 2000, S. 97 ff.

<sup>129</sup> *Ders.*, *Out of the crisis*, 2000, S. 126 ff.

<sup>130</sup> *Ders.*, *Out of the crisis*, 2000, S. 97/98, 99 ff.

<sup>131</sup> *Deming*, *Out of the crisis*, 2000, S. 98; dazu auch *Zeleny*, in: *Witzel/Warner* (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Management Theorists*, 2013, S. 196, 203.

competitive and to stay on business, and to provide jobs“.<sup>132</sup> Die nächste Quartalsdividende, mahnte *Deming*, sei nicht so wichtig wie das Fortbestehen des Unternehmens in 10, 20 oder 30 Jahren.<sup>133</sup> Der vierte Punkt fordert eine langfristige Ausrichtung speziell in der Beschaffung: Geschäfte sollten nicht mehr auf Grundlage eines Preisschildes vergeben, sondern stattdessen die totalen Kosten minimiert werden. *Deming* empfahl für jede Position einen einzelnen Lieferanten auf Grundlage einer langfristigen Beziehung von Loyalität und Vertrauen.<sup>134</sup>

dd) ... zu „*Relevance Lost*“

Schließlich ist unter den Publikationen dieser Strömung das nachhaltig beachtete<sup>135</sup> Buch „*Relevance Lost*“ von *Thomas Johnson* und *Robert Kaplan* aus dem Jahr 1987 hervorzuheben.<sup>136</sup> Sie erörterten, wie sich Kostenrechnung und Unternehmenssteuerung, zusammengefasst als „management accounting systems“<sup>137</sup>, dahin entwickelt hätten, dass US-Manager glaubten, „[...] they could run their firms ‘by the numbers’“.<sup>138</sup> Hierzu untersuchten *Johnson/Kaplan* zunächst, wie sich die Techniken ab der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts bis in die 1920er Jahre entwickelt haben.<sup>139</sup> Im Wesentlichen erst danach, ab 1900, so argumentierten sie, habe sich ein unheilvoller Übergang zu *cost accounting* vollzogen, bei dem der Nutzen für Managemententscheidungen verloren gegangen sei.<sup>140</sup> Die Autoren machten hierfür neben der Wissenschaft<sup>141</sup> das Aufkommen der externen

<sup>132</sup> *Deming*, *Out of the crisis*, 2000, S. 23.

<sup>133</sup> *Ders.*, *Out of the crisis*, 2000, S. 25.

<sup>134</sup> *Ders.*, *Out of the crisis*, 2000, S. 23.

<sup>135</sup> Das langandauernde hohe Interesse an dem Buch wird nicht nur an den zahlreichen und mitunter sehr fundierten Rezensionen deutlich (siehe insbesondere die eingehenden Besprechungen von *Ezzamel/Hoskin/Macve*, *Acc. & Bus. Res.* 20 (1990), 153 ff. mit zahlreichen Nachweisen, *Noreen*, *Accounting Horizons* 1 (1987), 110 („Judging from the interest the book has generated in the press, it may well turn out to be the most influential book concerning management accounting for decades“) sowie *Segovia*, *Contemporary Accounting Research* 6 (1990), 955 („Given the reaction that this book has caused in the management accounting milieu, it seems destined to play an important role in the direction that teaching and research may adopt in the near future“); ferner etwa *MacDonald/Richardson*, *J. Acc. Lit.* 21 (2002), 120 („*Relevance Lost* has been a catalyst for change in management accounting research, in particular, research on the development of management accounting thought and practice“); *Allen*, *Bus. Hist. Rev.* 62 (1988), 176 ff.). Illustrativ sind daneben vor allem auch die zahlreichen um die Jahrtausendwende in kurzem Abstand erschienenen Nachdrucke. Die Digitale Bibliothek, [www.digibib.net](http://www.digibib.net), weist in deutschen Bibliotheken Ausgaben von 1987, 1988, 1991, 1993, 1994, 1996, 1998, 1999, 2002 und 2007 aus (Recherche des Verfassers vom 18.02.2016).

<sup>136</sup> *Johnson/Kaplan*, *Relevance lost*, 1987.

<sup>137</sup> *Johnson/Kaplan* definieren lediglich „management accounting information“ als „information about transactions occurring within organizations“ (*dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 6) und setzen die Bedeutung des Begriffs „management accounting system“ voraus. Die hier verwendete Definition wird aber aus dem Zusammenhang deutlich und entspricht dem Verständnis der Fachliteratur (siehe die Begriffsdefinition der instruktiven Besprechung von *Ezzamel/Hoskin/Macve*, *Acc. & Bus. Res.* 20 (1990), 153).

<sup>138</sup> *Johnson/Kaplan*, *Relevance lost*, 1987, S. 15; „numbers“ steht in diesem Zusammenhang für [kurzfristige] Finanzkennzahlen, siehe *dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 2–3, 126.

<sup>139</sup> *Johnson/Kaplan*, *Relevance lost*, 1987, S. 17–123, Kapitel zwei bis fünf; zusammenfassend S. 6–12.

<sup>140</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 129–151, sowie konzis bereits im Vorwort *dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. xii.

<sup>141</sup> Vor allem weichenstellende Publikationen aus der Zeit um 1900 bis 1940, dazu *Johnson/Kaplan*, *Relevance lost*, 1987, S. 135–141. Zwar habe es auch entgegengerichtete Bemühungen gegeben (dazu insbesondere a. a. O., S. 153–156, 159–162), diese hätten sich aber nicht durchsetzen können. Im Ergebnis sei die wissenschaftliche Forschung zu Management-Accounting zumeist innerhalb des Rahmens der

Finanzberichterstattung (*financial accounting statements*) im 20. Jahrhundert verantwortlich.<sup>142</sup> Diese wurde – ursprünglich aus Praktikabilitätsgründen<sup>143</sup> – als Grundlage auch für *management accounting systems* verwendet, obgleich ihre Zahlen dafür ungeeignet seien. Denn Finanzberichte basierten auf konservativen Bilanzierungspraktiken, betonten Objektivität und Überprüfbarkeit sowie Genauigkeit bei aggregierten Werten zulasten präziser, zeitnaher und individueller Produkt- und Prozesskosten.<sup>144</sup> Der ungeeignete Input für das operative Management habe mit der Zeit einen exzessiven Fokus auf kurzfristige Finanzergebnisse erzeugt.<sup>145</sup> *Johnson/Kaplan* verwiesen darauf, dass Bilanzierungsregeln Managern zahlreiche Möglichkeiten boten, Gewinn- und Investitionsmaße zu beeinflussen.<sup>146</sup> Die externe Finanzrechnungslegung behandle viele Ausgaben als Aufwand der laufenden Periode, obgleich sie zukünftig erhebliche Einnahmen generierten.<sup>147</sup> Diese Vorgaben würden typischerweise auch bei der internen Berichterstattung zugrunde gelegt, trotz leistungsfähiger und stetig günstigerer Möglichkeiten der Datenverarbeitung.<sup>148</sup> Der moderne Manager sei faktisch ein Portfolioinvestor geworden, der die Priorität auf das finanzielle statt das operative Management lege.<sup>149</sup> Wahrscheinlich am schädlichsten sei der Anreiz, kurzfristige Gewinnziele zu erfüllen, indem Manager langfristige Investitionen und/oder immaterielle Werte abbauen, selbst wenn die langfristige Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens Schaden nimmt.<sup>150</sup> Dieser Mangel wirke sich nun stärker aus als früher: Immaterielle Anlagen seien zunehmend bedeutsam,<sup>151</sup> professionelle Investmentmanager forderten kurzfristige Renditen,<sup>152</sup> Manager würden in globalen, dezentralisierten Organisationen schneller als früher befördert, verfügten typischerweise über einen MBA oder CPA, aber kaum über Erfahrung in Technologie oder Produktion,<sup>153</sup> erhielten Boni auf Basis finanzieller Jahresergebnisse<sup>154</sup> und

---

Finanzberichterstattung verhaftet geblieben und habe nur selten grundlegende Widersprüche zwischen finanzieller Rechnungslegung und dem Informationsbedarf bei der Entscheidungsfindung von Managern betrachtet. Zudem habe sie vorwiegend Analysemethoden mit stark vereinfachten Entscheidungsrahmen verwendet und dadurch den Bezug zu realen Anwendungsproblemen verloren (S. 175–177). Die Kritik an der Wissenschaft zurückweisend *Noreen*, *Accounting Horizons* 1 (1987), 110, 113.

<sup>142</sup> *Johnson/Kaplan*, *Relevance lost*, 1987, S. 13, ferner auch S. 136–137 sowie resümierend S. 253, 260.

<sup>143</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 13–14, 246: Stand der Informationstechnologie in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts könnte nicht ausgereicht haben, um zwei parallele Systeme kosteneffizient zu betreiben.

<sup>144</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 13, 193–194, 195.

<sup>145</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 195–197.

<sup>146</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 197 unter Verweis unter anderem auf erhebliches Ermessen bei der zeitlichen Erfassung von Einnahmen und Ausgaben, einmalige Möglichkeiten zur Gewinnsteigerung durch Übergang zu liberaleren Bilanzierungspraktiken, von beschleunigter zu linearer Abschreibung, Verlängerung der abschreibungsfähigen Lebensdauer, Aktivierung von Ausgaben, die zuvor als Aufwand verbucht wurden, Annahme höherer Renditen für Anlagen eines Pensionsfonds sowie Sale-and-Lease-Back bei Posten mit stillen Reserven.

<sup>147</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 198.

<sup>148</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 198: „Despite the increased availability of powerful and steadily less costly, data processing systems, companies typically keep only one set of books (or at most two if tax and financial reporting practices differ). Management accounting practices therefore follow, and become subservient to, financial reporting practices.“

<sup>149</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 200.

<sup>150</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 2–3, 201 („perhaps the most damaging dysfunctional behavior“).

<sup>151</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 202.

<sup>152</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 203.

<sup>153</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 203–204, zur Managerqualifikation auch schon S. 15–16.

<sup>154</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 204.

der intensive globale Wettbewerb der 1980er Jahre lasse verfehlte Steuerungspraktiken in der produzierenden Industrie gegenüber Wettbewerbern insbesondere aus Japan voll durchschlagen.<sup>155</sup>

In den zwei Schlusskapiteln unterbreiteten *Johnson/Kaplan* Abhilfevorschläge. Unter anderem forderten sie, getrennte Systeme für Finanzberichterstattung, Prozesskostenkontrolle und Produktkostenkalkulation einzuführen, um den unterschiedlichen Zeitrahmen der Aktivitäten Rechnung zu tragen.<sup>156</sup> Während dies früher zu teuer oder gar unmöglich gewesen sei, bestehe nun Abhilfe durch den Fortschritt elektronischer Datenverarbeitung.<sup>157</sup> Er ermögliche es, Arbeitsabläufe und Strategien einer Organisation mit radikal anderen als den bisher üblichen Systemen zu unterstützen.<sup>158</sup> Zudem betonten *Johnson/Kaplan* am Beispiel einer Firma mit kurzen Produktlebenszyklen, hohen anfänglichen Auszahlungen und späteren hohen Nettoeinzahlungen, dass kurzfristige, insbesondere quartalsweise Finanzmaße ungeeignete Indikatoren für die Entwicklung der Gesellschaft seien.<sup>159</sup> Stattdessen müssten die finanziellen Ergebnisse für jedes Produkt oder Projekt nachverfolgt werden. Sinnvoll seien Indikatoren für kurzfristige Fortschritte, die sich aber stark von quartalsweisen Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Bilanzen unterschieden.<sup>160</sup> Nicht finanzielle Indikatoren sollten größere Bedeutung erhalten. Sie könnten die Leistung eines Unternehmens in Schlüsselbereichen wie Fertigung, Marketing sowie Forschung & Entwicklung abbilden und sollten als Ziele in Leistungsmessungs-

<sup>155</sup> Diese, daneben auch einige in Westdeutschland, der Schweiz und Schweden, hätten überlegene Praktiken der Qualitäts- und Kostenkontrolle sowie der Lagerhaltung entwickelt, *dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 204, 209–225. *Johnson/Kaplan* sahen daneben aber auch den Transport- und Dienstleistungsbereich betroffen (a. a. O., S. 218–220).

<sup>156</sup> Im Einzelnen *dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 227–247, zusammenfassend S. 248–251; dabei mitunter in Orientierung an japanischen Praktiken (S. 242–243).

<sup>157</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 5–6, 231, zu früheren Grenzen der Machbarkeit auch S. 158.

<sup>158</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 17. Der Wissenschaft warfen sie vor, die dadurch gebotene Chance bisher versäumt zu haben (a. a. O., S. 14–15) bzw. sich lange mit komplexen, aber gleichwohl stark stilisierten theoretischen Modellen ohne Bedeutung für praktische Probleme beschäftigt zu haben (zusammenfassend S. 175–177). Der erste Vorwurf traf naturgemäß auch die Praxis (siehe a. a. O., S. 176, 183–184).

<sup>159</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 254–256. Die Autoren gehen dabei von dem Szenario aus, dass zunächst relativ hohe Entwicklungskosten bis zur Marktreife anfallen, an die sich im Erfolgsfalle eine Phase hoher Einzahlungen mit relativ unbedeutenden variablen Kosten für Marketing und Vertrieb anschließt. Der Zeitpunkt, in dem Auszahlungen für die Entwicklung gegenwärtiger und zukünftiger Produkte verbucht (als Aufwand erfasst) werden, sei dann extrem willkürlich und subjektiv. In der Konsequenz sei der Gewinn einer beliebigen kurzen Periode, jedenfalls für ein Quartal, vielleicht sogar für ein Jahr, kein sinnvolles Maß dafür, wie sich das wirtschaftliche Vermögen der Unternehmung verändert hat. Der Versuch, den mit einem Produkt insgesamt erwirtschafteten Gewinn oder Verlust auf kurze Zeitspannen innerhalb des Produktlebenszyklus zu verteilen, sei willkürlich und praktisch nichtsagend. Das Unternehmen sei zu jedem Zeitpunkt eine Sammlung von Projekten, die sich teils in der Investitions- und teils in der „Erntephase“ befänden. Die Auszahlungen für Investitionsprojekte von den Einzahlungen der Projekte in der Erntephase zu subtrahieren, liefere eine Zahl, die aber nicht als „Gewinn“ (*income*) der Periode interpretiert werden könne.

<sup>160</sup> *Dies.*, *Relevance lost*, 1987, S. 256. Als sinnvolle Maße kurzfristigen Fortschritts nennen die Autoren Cashflow, Muster und Struktur der Zahlungsmittelzu- und -abflüsse sowie die Rate der (Netto-) Amortisation früherer Investitionen (Einnahmen für den Verkauf entwickelter Produkte abzüglich Kosten von Marketing und Vertrieb in Relation zu Investitionen bis zur Marktreife).

systeme eingehen.<sup>161</sup> Solche kurzfristigen Kriterien sagten langfristige Profitabilitätsziele besser vorher und seien für operative Manager leicht verständlich.<sup>162</sup>

Viele Thesen in „Relevance Lost“ waren umstritten, sowohl die historische Analyse in der Sache<sup>163</sup> und der Methode,<sup>164</sup> die Kritik an der Wissenschaft<sup>165</sup> als auch und vor allem die Abhilfeschläge.<sup>166</sup> Bemerkenswert ist aber, dass selbst grundlegende Kritiker den Befund einer schädlichen kurzfristigen Orientierung infolge der Finanzberichterstattung nicht angriffen.<sup>167</sup> In knappen positiven Besprechungen fand er explizit Zu-

<sup>161</sup> Dies., *Relevance lost*, 1987, S. 256–260. Als Beispiele für eine Gesellschaft, die Qualität betont, nennen sie interne Fehlerindikatoren wie Abfall, Nachbesserungen, Fehlerquoten und ungeplante Maschinenstillstände sowie externe Fehlerindikatoren wie Kundenbeschwerden, Ausgaben für Gewährleistung und Servicegespräche. Johnson/Kaplan nennen weitere Beispiele für Unternehmen, die eine kostengünstige Produktion, Just-in-Time-Systeme, eine bessere Gestaltung und Prozessflexibilität oder innovative Hochleistungsprodukte anstreben, sowie für die Wertschöpfung der Arbeitnehmer (zum Ganzen S. 256–258). Dabei betonen sie, dass eine Auswahl erfolgen muss, zum einen, weil nicht alle für jedes Unternehmen oder jede Abteilung relevant sind, zum anderen, weil nur eine begrenzte Zahl von Zielen gleichzeitig angestrebt werden kann.

<sup>162</sup> Dies., *Relevance lost*, 1987, S. 259.

<sup>163</sup> Siehe die ausführliche Kritik von Ezzamel/Hoskin/Macve, *Acc. & Bus. Res.* 20 (1990), 153, 157–161. Ezzamel et al. widersprechen der These, dass *management accounting* im Ursprung zutreffend entwickelt worden und erst später durch die Dominanz der Finanzberichterstattung kompromittiert worden sei. Vielmehr sei die Praxis von Anfang an problematisch gewesen (S. 157 sowie im Detail S. 158–161); grundlegend gegen das theoretische Konzept ebenso wie die Schlussfolgerungen von Johnson/Kaplan wenden sich Hopper/Armstrong, *Accounting, Organizations and Society* 16 (1991), 405 ff.

<sup>164</sup> Noreen, *Accounting Horizons* 1 (1987), 110, 111 Fn. 5 kritisiert, dass Johnson/Kaplan oft Befunde verallgemeinern, die sie aus historischen Rechnungslegungsdokumenten weniger Gesellschaften, mitunter gar nur einer Gesellschaft entnehmen. Im Allgemeinen stimmt er aber Inhalt und Methode der Analyse zu (S. 110: „The historical analysis is by-and-large carefully done and provides a valuable perspective on current management accounting practices“); in die gleiche Richtung Segovia, *Contemporary Accounting Research* 6 (1990), 955, 956 („Many readers may wonder, however, about the representativeness of the four selected firms vis-à-vis the overall evolution of management accounting“) und zudem ebenso bezogen auf die aktuelle Praxis S. 959 („The authors seem to generalize too much from a few cases“).

<sup>165</sup> Zurückweisend Noreen, *Accounting Horizons* 1 (1987), 110, 113; Segovia, *Contemporary Accounting Research* 6 (1990), 955, 958, die sich zugleich auch gegen die Kritik an der Praxis wendet.

<sup>166</sup> Ezzamel/Hoskin/Macve, *Acc. & Bus. Res.* 20 (1990), 153, 161–165 argumentieren etwa ausgehend von ihrer Ansicht, dass Management-Accounting-Praktiken von Anfang an problematisch gewesen seien, dass es kein schnelles und einfaches Gegenmittel gebe. Sie wenden sich vor allem gegen Bestrebungen (unter anderem) von Johnson/Kaplan, Praktiken erfolgreicher japanischer Unternehmen zu imitieren (S. 161–164, ferner S. 165). Auch in einer Trennung von *management accounting* und Finanzberichterstattung sehen sie keine Abhilfe, weil die Kritik an Bilanzmaßen und kurzfristiger Ausrichtung ebenso, wenn nicht noch mehr, gegen die Finanzberichterstattung zu richten sei. Diese habe über Kapitalmärkte und Regulierungsbehörden einen starken Einfluss. Management-Accounting-Systeme könnten von dem Kontext des Gesamtsystems nicht getrennt werden, denn Außenstehende bewerteten ein Unternehmen anhand der Finanzberichte und erzeugten so unvermeidlich ein entsprechendes Verhalten (S. 164). Technische Verbesserungen der Finanzberichterstattung seien daher wahrscheinlich viel wichtiger (S. 164). Ebenfalls ablehnend Noreen, *Accounting Horizons* 1 (1987), 110, 114–115, der sich vor allem gegen den Ansatz von Johnson/Kaplan wendet, alle Kosten als variabel zu betrachten und Gemeinkosten zuzuordnen. Die Aufgabe von Quartalsberichten sei politisch aussichtslos, und der Vorschlag, kurzfristige finanzielle Maße durch nicht finanzielle Indikatoren zu ersetzen, die langfristige Profitabilitätsziele besser vorhersagen, sei zu vage für eine einfache praktische Umsetzung. Auch Segovia, *Contemporary Accounting Research* 6 (1990), 955, 959 kritisiert die Vorschläge („perhaps the weakest part of the book“) als nicht neu und teils vage.

Hingegen bereits ähnlich wie Johnson/Kaplan für eine erweiterte Offenlegung „weicher“, insbesondere zukunftsgerichteter Informationen Rappaport, *Harv. Bus. Rev.* 56 (1978), 81, 87.

<sup>167</sup> Noreen, *Accounting Horizons* 1 (1987), 110, 113–115 zeigt zwar deutlich mehr Verständnis für bzw. Zustimmung zu der herkömmlichen Praxis und herrschenden Lehrmeinung als Johnson/Kaplan.

stimmung, wobei die Problematik auch mit dem damals beobachteten Niedergang der amerikanischen Industrie verbunden wurde.<sup>168</sup>

b) *Investorenverantworteter Defekt?*

aa) *Die takeover controversy*<sup>169</sup>

Der zweite Themenkreis – kurzfristiges Handeln von Unternehmen aufgrund von investorenverantworteten Zwängen – betrifft vor allem die Rolle und Beurteilung von Übernahmen. Ab deren dritter Welle der 1960er Jahre bis 1971 (*merging for growth, conglomerate takeovers*),<sup>170</sup> welche die Diskutanten des ersten Themenkreises als Ausdruck von Managementfehlern sahen, verzeichneten die USA einen starken Anstieg von öffentlichen Übernahmeangeboten (*tender offers*<sup>171</sup>). Diese waren herkömmlich nicht vorrangig als Übernahmeargument verwendet worden<sup>172</sup> und erlaubten bis zum Williams Act 1968 den Kontrollerwerb an einer Gesellschaft, ohne Informationspflichten zu unterliegen, wie sie Aktionäre bei Abstimmung über eine Fusion schützen sollten.<sup>173</sup> Aber auch nachdem diese Lücke geschlossen war, haben Beobachter auf diverse, vom Williams Act<sup>174</sup> nicht erfasste mutmaßliche übernahmebezogene Missbräuche hingewiesen.<sup>175</sup> Besonders intensiv diskutiert wurden Vor- und Nachteile speziell feindlicher<sup>176</sup> Übernahmen

---

Auch er wendet sich aber nicht gegen den Vorwurf, dass die herkömmliche Praxis einer kurzfristigen Orientierung Vorschub leiste. Ganz ähnlich *Segovia*, *Contemporary Accounting Research* 6 (1990), 955, 959, die Management-Accounting-Systeme in ihrer bestehenden Form entgegen Johnson/Kaplan nicht für obsolet erachtet, die These kurzfristiger Orientierung aber nicht aufgreift und der Kritik an quartalsweisen Gewinnausweisen ausdrücklich beipflichtet (S. 960). Siehe aber auch o. A., *CMA Magazine* 71 (1997), 37 mit Kurzbericht über eine Umfrage bei *management accountants* britischer Gesellschaften, die ergab, dass Verfahren der externen Berichterstattung Managemententscheidungen nicht direkt beeinflussten und sich damit als Reaktion auf Johnson/Kaplan verstand. Allerdings gaben die Befragten auch an, dass, obgleich operationale Entscheidungen nicht von der Finanzberichterstattung dominiert würden, diese doch Einfluss ausüben könnte, weil (1) Manager davon ausgehen, dass die Finanzberichterstattung für externe Urteile über die Gesellschaft verwendet wird, (2) die Datenerfassungssysteme für *management accounting* und externe Berichterstattung stark integriert und (3) einheitliche Finanzberichterstattungsverfahren weit verbreitet sind.

<sup>168</sup> Etwa bei *Bernhard*, *The Engineering Economist* 35 (1990), 247.

<sup>169</sup> Titel nach *Jensen*, *Midland Corp. Fin. J.* 4 (1986); *Jensen*, in: *Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman* (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets*, 1988, S. 314 ff.

<sup>170</sup> Siehe die Nachweise in Fn. 48 auf S. 83.

<sup>171</sup> *Merkt*, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1425 definiert *tender offers* als „zeitlich befristetes Angebot, das den shareholders (tender offerees) einer sog. target corporation (Zielgesellschaft) unterbreitet wird und auf Übernahme von Anteilen dieser corporation zu einem über dem aktuellen Kurs liegenden Preis gerichtet ist. [...] Als Entgelt kommen shares oder bonds einer corporation oder Bargeld in Betracht“ (*cash tender offer*); gleichsinnige Definition bei *Meier-Schatz*, *ZHR* 149 (1985), 76, 78 und *Dietrich*, *Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten*, 1975, S. 25.

<sup>172</sup> Noch bis in die Mitte der 1960er Jahre waren *tender offers* als gewöhnliche Investitionsgeschäfte anzutreffen, während in den 1980er Jahren das Motiv vorherrschte, die Kontrolle der Zielgesellschaft zu übernehmen, *Meier-Schatz*, *ZHR* 149 (1985), 76, 79, sowie ferner *Dietrich*, *Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten*, 1975, S. 28, 30.

<sup>173</sup> *Hazen*, *Treatise on the law of securities regulation*<sup>6</sup>, 2009, S. 316–317, § 11.1; *Dietrich*, *Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten*, 1975, S. 45–46.

<sup>174</sup> Überblick über die Regelungen des Williams Act bei *Hazen*, *Treatise on the law of securities regulation*<sup>6</sup>, 2009, S. 320–324, § 11.1[2].

<sup>175</sup> *Ders.*, *Treatise on the law of securities regulation*<sup>6</sup>, 2009, S. 324, § 1.1[3].

<sup>176</sup> Dazu, dass diese typischerweise im Vordergrund stehen, vgl. *Merkt*, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1426, S. 737.

im Zuge der vierten Welle der 1980er Jahre,<sup>177</sup> die das damalige Bild von „Corporate America“ wesentlich prägte.<sup>178</sup> Sie brachte nicht nur eine Abkehr von den Konglomeraten der 1960er Jahre zugunsten einer Rückbesinnung auf das Kerngeschäft,<sup>179</sup> sondern auch vermehrt feindliche Übernahmen, einschließlich sog. *bust-up takeovers* durch *corporate raider*, sowie stark fremdkapitalfinanzierte Private-Equity-Transaktionen.<sup>180</sup> Den Vorhaben lag vor allem zu Beginn der Welle durchaus oft eine industrielle und/oder betriebswirtschaftliche Logik zugrunde. Nicht zuletzt die *raiders* schossen mit ihrer finanziellen Einengung der Zielgesellschaften aber selbst nach Ansicht vieler, die *Short-termism* als Managementfehler kritisiert hatten, über das Ziel hinaus.<sup>181</sup> Im Verlauf der Übernahmewelle nahmen zudem ersichtliche industrielle Gründe ab, sodass Tempo und Mittel der Veränderungen der Unternehmenslandschaft zunehmend fragwürdig erschienen.<sup>182</sup>

Die Auswirkungen feindlicher Übernahmen waren (und sind) nicht zuletzt wegen ihres hohen Problem- und Konfliktpotenzials<sup>183</sup> äußerst kontrovers. Hieraus hat sich in den 1980er Jahren ein Hauptthema der modernen *Short-termism*-Diskussion entwickelt. Mit Blick auf die Volkswirtschaft, die Zielgesellschaften sowie deren Aktionäre<sup>184</sup> ging (und geht) es im Kern um die Frage, ob Letztere, gestützt auf den Informationsgehalt des Börsenkurses, über ein Angebot so rational-informiert entscheiden, dass die Corporate Governance und letztlich die Gesamtwirtschaft profitiert, und zwar auch dann, wenn man das Informationsgefälle zwischen Unternehmensleitung und Aktionären, die harten Bandagen und ausgefeilten Taktiken im Übernahmerecht sowie den Anlagehorizont der Investoren in Rechnung stellt. In der Sache geht es also primär um eine funktionenschutzrechtliche Perspektive,<sup>185</sup> deren Themen sich aber häufig stark mit jenen einer in-

---

<sup>177</sup> *Ders.*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1562 S. 811; plastisch *Chandler*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 1, 21 („takeover binge“ of the 1980s“).

<sup>178</sup> *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1430. Nach *Davis*, 34 Seattle U. L. Rev. 1207, 1214 (2011) erhielten in den 1980er Jahren 29 % der Fortune-500-Industrieunternehmen *tender offers*, wobei eines von drei Unternehmen letztlich aufgekauft wurde oder fusionierte.

<sup>179</sup> *Chandler*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 1, 18, 22 f., 58 (Diversifikation in den 1960er Jahren, entgegengerichtete Restrukturierung ab den 1970er Jahren und vor allem in den 1980er Jahren); ebenso schon die Nachweise in Fn. 50 auf S. 83.

<sup>180</sup> Siehe dazu bereits die Nachweise in Fn. 46–52 auf S. 82–83 sowie den begleitenden Text.

<sup>181</sup> *Hayes/Abernathy*, die in der dritten Übernahmewelle eine Konsequenz verfehlten Managementverhaltens erblickten, bewerteten die Devestitionen der vierten Übernahmewelle dementsprechend als positive Entwicklung, siehe oben Fn. 93 auf S. 90 und den begleitenden Text; ebenso weitgehend *Chandler*, der die Überdiversifikation der 1960er Jahre durchgängig kritisch und als Grund für partiellen unternehmerischen Niedergang sieht (*Chandler*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 1, 22, 28, 28 f., 40, 43, 45, 58), allerdings auch die *raiders* der 1980er Jahre zumeist negativ bewertet, weil sie den finanziellen Spielraum der Gesellschaften für langfristige Investitionen stark eingeschränkt hätten (siehe a.a.O., S. 23, 43–44, 56–57). Ähnlich argumentiert auch Reich. Er sieht die Welle konglomerater Fusionen mit der dadurch bedingten Aufblähung des Verwaltungsapparates von Unternehmen und der großen Bedeutung quantitativ-finanzieller Kontrollen verschiedener Geschäftssparten zwar negativ. Ebenso negativ beschreibt er allerdings allgemein feindliche Übernahmen mit ihren Rückwirkungen auf potenzielle Zielunternehmen und die Arbeitsmoral, auch wenn er mehrfach klarstellt, dass einige feindliche Übernahmen sinnvoll seien, siehe oben Fn. 117 auf S. 92, Fn. 120–122 auf S. 93 sowie den begleitenden Text.

<sup>182</sup> Siehe *Gilson*, 26 Del. J. Corp. L. 491, 494 (2001).

<sup>183</sup> *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1426, S. 737.

<sup>184</sup> Im Gegensatz zu etwaigen Auswirkungen einer Übernahme auf andere Anspruchsgruppen einer Gesellschaft, insbesondere Arbeitnehmer und Gläubiger.

<sup>185</sup> Schutz der Funktion der Aktiengesellschaft als Vehikel für langfristige Investitionen zum Nutzen der gesamten Volkswirtschaft versus Schutz des Marktes für Unternehmenskontrolle.

dividualschutzrechtlichen Perspektive<sup>186</sup> überschneiden.<sup>187</sup> Zwei diametrale Ansichten stehen sich gegenüber:

(1) *Übernahmen als Disziplinierungsinstrument*

Auf der einen Seite argumentier(t)en insbesondere Ökonomen und Juristen der sog. Chicago School, dass Übernahmen die externe Corporate Governance stärken, indem der Erwerber die Ressourcen der Zielgesellschaft einer produktiveren Nutzung zuführt. Diese Sicht fußt auf dem Modell eines Marktes für Unternehmenskontrolle, das *Henry Manne* 1962 skizziert<sup>188</sup> und in einem viel beachteten Aufsatz von 1965 ausgefeilter begründet hat.<sup>189</sup> Danach weisen sinkende Aktienkurse auf Verbesserungspotenzial bei der Unternehmensleitung hin. Dies lockt unternehmerische Investoren bzw. leistungsfähigere Managementteams an, welche den Aktionären ein Übernahmeangebot unterbreiten und an Kurssteigerungen bzw. Wertrealisierungen verdienen.<sup>190</sup> In den 1980er Jahren haben na-

<sup>186</sup> Schutz insbesondere der Aktionäre der Zielgesellschaft, ferner auch anderer Anspruchsgruppen, die zur langfristigen Wertschöpfung des Unternehmens beitragen.

<sup>187</sup> Vgl. allgemein zur Diskussion um Übernahmen in den USA der 1980er Jahre *Meier-Schatz*, ZHR 149 (1985), 76, 80–82, der den funktionenschutzrechtlichen Aspekt allerdings auf den Markt für Unternehmenskontrolle beschränkt. Den Aspekt negativer gesamtwirtschaftlicher Folgen durch kurzfristigen Druck ordnet Meier-Schatz als „unternehmens- und wirtschaftsrechtlichen“ Aspekt ein (a. a. O., S. 82, 85/86, 87), nicht wie hier mit Blick auf die volkswirtschaftliche Funktion der AG als ebenfalls funktionenschutzrechtlich.

<sup>188</sup> *Manne*, 62 Colum. L. Rev. 399, 410–413, 431 (1962), im Zusammenhang mit der Bedeutung und dem Nutzen des Aktionärsstimmrechts für die Corporate Governance, als Argument gegen Stimmen, die sich gegen ein bedeutsames Aktionärsstimmrecht wandten. Abschließend leitete Manne aus dieser und anderen Erwägungen in diesem Aufsatz die Notwendigkeit einer – damals laut Manne fehlenden – umfassenden Analyse der wirtschaftlichen Kräfte ab, die im Zusammenhang mit der modernen Corporation wirken.

<sup>189</sup> *Ders.*, J. Pol. Econ. 73 (1965), 110 ff.: „Mergers and the Market for Corporate Control“. Manne formulierte das Modell in diesem Aufsatz mit Blick auf die strenge kartellrechtliche Prüfung von Fusionen. Die Vorteile dieser Prüfung, so sein Argument, müssten den Vorteilen eines aktiveren Marktes für Unternehmenskontrolle gegenübergestellt werden (a. a. O., S. 119). Schon eingangs hob Manne aber hervor, dass das Modell die vielleicht wichtigsten Implikationen nicht in Bezug auf das Kartellrecht, sondern mit Blick auf die Trennung von Eigentum und Kontrolle in großen Unternehmen habe (a. a. O., S. 112).

Siehe aus zeitgenössischer Sicht dazu, dass dieses Modell in der *US takeover controversy* der 1980er Jahre die Grundlage der Argumentation vieler Wissenschaftler und Übernahmefürworter bildete, *takeovers* seien ein positives Disziplinierungsinstrument, o. A., Corporate Takeovers: Public Policy Implications for the Economy and Corporate Governance, A Report from the Chairman of the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Finance, U. S. House of Representatives, 99th Congress, 2d Session, December 1986, 1987, S. 14; aus dem deutschen Schrifttum frühzeitig die kundige Darstellung von *Meier-Schatz*, ZHR 149 (1985), 76, 93–95.

Zum Markt für Unternehmenskontrolle aus heutiger Sicht eingehend *Hopt*, Europäisches Übernahmerecht, 2012, S. 11, 77 ff., insb. S. 84–88 mit umfangreichen Literaturnachweisen; knapper *Grundmann*, Europäisches Gesellschaftsrecht<sup>2</sup>, 2010 § 27 Rn. 922.

<sup>190</sup> Zusammenfassend *Jensen*, Harv. Bus. Rev. 62 (1984), 109, 110; konzis *Macey*, 89 Cornell L. Rev. 394, 407 (2004); auch zur Aufnahme in der Rechtsprechung und in Europa *Ebke*, ZVergIRWiss 111 (2012), 1, 5–6; zu den bestenfalls schwachen Belegen für die Hypothese eines funktionierenden Marktes für Unternehmenskontrolle als wichtiges Übernahmefaktor in den USA, dem Vereinigten Königreich sowie zahlreichen europäischen Staaten nach wie vor instruktiv, wenn auch in den Nachweisen mittlerweile veraltet *Mueller*, in: *ders.* (Hrsg.), The determinants and effects of mergers, 1980, S. 299, 311–312; *Hughes/Mueller/Singh*, in: *Mueller* (Hrsg.), The determinants and effects of mergers, 1980, S. 315, 323–324.

mentlich Easterbrook & Fischel sowie Jensen<sup>191</sup> diesen Gedanken, gestützt auf die damals weithin akzeptierte<sup>192</sup> *efficient capital market hypothesis*,<sup>193</sup> ausgebaut und den Nutzen feindlicher Übernahmen zur Verringerung von Agency-Kosten betont:<sup>194</sup> Der hauptsächlichste Treiber feindlicher Übernahmen bestehe darin, ein unfähiges und/oder im Eigeninteresse handelndes Management auszuwechseln, das in der überkommenen, zerstreuten und rational passiven Aktionärsstruktur schwer angreifbar ist. Zugleich halte eine latente Übernahmedrohung alle Manager dazu an, in ihrer Leistung nicht nachzulassen.<sup>195</sup> Kurzsichtiges Managerverhalten hielten Vertreter dieser Ansicht nur als gelegentliches Phänomen für möglich, verursacht durch Inkompetenz oder falsche Vergütungsanreize. Die Vorstellung kurzsichtiger Märkte wiesen sie hingegen entschieden zurück.<sup>196</sup>

<sup>191</sup> Die *editor's note* zu Jensen, Harv. Bus. Rev. 62 (1984), 109 ff. bezeichnet ihn als „one of the foremost proponents“ des Arguments, Unternehmensübernahmen seien „the logical outgrowth of competitive struggles in the free market“, und dass „these mergers and acquisitions make sense because they increase the value of the shares held in the target company.“

<sup>192</sup> Siehe nur Gilson/Kraakman, 70 Va. L. Rev. 549, 549–550 (1984): „Of all recent developments in financial economics, the efficient capital market hypothesis (‘ECMH’) has achieved the widest acceptance by the legal culture. [...] In short, the ECMH is now the context in which serious discussion of the regulation of financial markets takes place.“; rückblickend Stout, 81 Va. L. Rev. 611, 648 (1995).

<sup>193</sup> Siehe ausdrücklich Easterbrook/Fischel, 94 Harv. L. Rev. 1161, 1165–1167 (1981); Jensen, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets*, 1988, S. 314, 320; Jensen, J. Econ. Persp. 2 (1988), 21, 26.

<sup>194</sup> Siehe Easterbrook/Fischel, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981); Easterbrook/Fischel, 35 Stan. L. Rev. 1 (1982), die deshalb für eine passive Rolle des Managements gegenüber Übernahmeversuchen (*passivity rule*) eintreten; hingegen für eine *auctioneering rule* Bebchuk/Fried, 95 Harv. L. Rev. 1028 (1982); Bebchuk, 35 Stan. L. Rev. 23 (1982); Gilson, 35 Stan. L. Rev. 51 (1982), der eingangs die gemeinsame Position aller Autoren betont, dass es dem Management des Zielunternehmens nicht gestattet sein sollte, eine Übernahme durch Abwehrmaßnahmen zu erschweren; ebenfalls ausdrücklich gegen die *passivity rule* von Easterbrook/Fischel, aber aus übernahmekritischer Perspektive Lipton, 36 Bus. Law. 1017, 1024–1025 Fn. 30 (1981); zu dem Streit (auch) zwischen Übernahmefürwortern, ob Regulierung eine „Auktion“ des Zielunternehmens fördern sollte, einschließlich der darauf bezogenen empirischen Forschung Romano, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *European takeovers*, 1992, S. 3, 28–38; in größerem theoretischen Rahmen Fama/Jensen, 26 J. Law & Ec. 301, 312–313, ferner S. 317, 319, 321 (1983) zu Substituten für die Disziplinierungsfunktion des Übernahmemarktes bei anderen Organisationsformen; spezifischer wieder Jensen, AEA Papers and Proceedings 76 (1986), 323 ff. (*agency cost of free cash flow* und damit verbundene Funktion von kreditfinanzierten Übernahmen als Disziplinierungsinstrument); eingehend zu allen Aspekten der Diskussion Jensen, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets*, 1988, S. 314 ff.; nur sehr leicht verkürzt auch als Zeitschriftenbeitrag Jensen, *Midland Corp. Fin. J.* 4 (1986) und zudem Jensen, J. Econ. Persp. 2 (1988), 21 ff. Umfassend später auch Easterbrook/Fischel, *The economic structure of corporate law*, 1991/1998, S. 175 ff. Siehe ferner Easterbrook/Fischel, 91 Yale L. J. 698, 705–708 (1982); Easterbrook/Fischel, *The economic structure of corporate law*, 1991/1998, S. 112–113, 114–115 (Übertragung der Unternehmenskontrolle inkl. Going Private als Mittel zur Reduzierung von Agency-Kosten).

<sup>195</sup> Siehe im Einzelnen Easterbrook/Fischel, 94 Harv. L. Rev. 1161, 1168–1174 (1981); für eine dahingehende zeitgenössische Stimme in der allgemeinen *takeover controversy* siehe etwa Goldsmith, *Wall Street Journal* vom 11.02.1985. Andere Motive für Übernahmen, die auf freundliche und feindliche Übernahmen zutreffen können (etwa Synergien, Steuervorteile, der Erwerb von Marktmacht, Umverteilung zulasten von Gläubigern, Diversifikation, dazu im Einzelnen Romano, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *European takeovers*, 1992, S. 3, 6–9, 13–15, 19–20, 22), werten die Autoren bei feindlichen Übernahmen als nicht überzeugend, da diese Motive auch durch freundliche Übernahmen erreichbar seien, die regelmäßig deutlich günstiger sind als feindliche. Für eine instruktive kritische Stellungnahme zu der Theorie des Market for Corporate Control, mit Ausführungen auch zum empirischen Befund, siehe Blair, *Ownership and control*, 1995, S. 99–109.

<sup>196</sup> Jensen, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets*, 1988, S. 314, 319–321; Jensen, J. Econ. Persp. 2 (1988), 21, 26–27.

Die Gültigkeit dieses Modells eines Marktes für Unternehmenskontrolle hängt entscheidend von zwei Voraussetzungen (Annahmen) ab: Erstens muss der Aktienmarkt alle kurz- und langfristigen Informationen über ein Unternehmen hinreichend schnell und genau in den Aktienkurs einpreisen (also ausreichend informations- und allokatineffizient sein), um eine bestimmte Managementleistung sowie zukünftige Aussichten angemessen zu bewerten.<sup>197</sup> Zweitens ist es erforderlich, dass gut informierte Marktteilnehmer Unternehmen aufspüren, bei denen gerade deswegen Kurspotenzial verschenkt wird.<sup>198</sup>

## (2) Übernahmen als Treiber kurzfristigen Denkens

Die Gegenansicht, vertreten auch von vielen Praktikern,<sup>199</sup> hielt (und hält) dies für verfehlten Optimismus. Sie hat zahlreiche sachlich stark miteinander verwobene Einwände gegen die These eines volkswirtschaftlich effizienten Marktes für Unternehmenskontrolle vorgebracht.<sup>200</sup> Ein zentraler Kritikpunkt lautet, dass feindliche Übernahmen oft die

<sup>197</sup> Siehe *Manne*, J. Pol. Econ. 73 (1965), 110, 118–119; *Fama/Jensen*, 26 J. Law & Ec. 301, 313 (1983): „Stock prices are visible signals that summarize the implications of internal decisions for current and future net cash flows“; *Jensen*, in: *Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman* (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets*, 1988, S. 314, 319–320 (*myopic managers* kommen vor, nicht aber *myopic markets*, da Märkte alle verfügbaren Informationen effizient einpreisen); übereinstimmend *Jensen*, J. Econ. Persp. 2 (1988), 21, 25–28; *Easterbrook/Fischel*, 94 Harv. L. Rev. 1161, 1183 (1981): „Only proof that markets are not efficient in pricing shares could support the argument that tender offers do not improve the use of resources.“; ähnlich, aber etwas vorsichtiger *Easterbrook/Fischel*, *The economic structure of corporate law*, 1991/1998, S. 191: „It is enough for our purposes to say that although market prices do not match true value, nothing comes closer.“; feinere Aufschlüsselung in Annahmen a. a. O., S. 193. Stärker zurückgenommen allerdings *Coffee, Jr.*, 84 Colum. L. Rev. 1145, 1154 mit Fn. 19, S. 1171–1173 (1984), der darauf hinweist, dass die Funktion von Übernahmen, ein schlechtes Management zu disziplinieren, auch bei einer marktweit verbreiteten Unterbewertung fortbesteht, sofern diese Unterbewertung nicht systematisch effiziente Unternehmen stärker betrifft als ineffiziente oder solange keine extreme erratische Kursvolatilität herrscht. *Coffee* thematisiert allerdings nicht ausdrücklich die – näherliegende – Möglichkeit, dass effiziente Unternehmen am Markt zwar nicht per se systematisch unterbewertet sein könnten, wohl aber effiziente Unternehmen mit stärker langfristig ausgerichteten und daher schwerer zu bewertenden Investitionen. Jedenfalls implizieren solche realistischeren Definitionen von Markteffizienz, dass es stets einen erheblichen Anteil unterbewerteter Unternehmen gibt, dazu *Scherer*, J. Econ. Persp. 2 (1988), 69, 72–73. Später etwa *Macey*, 89 Cornell L. Rev. 394, 407 (2004): „More fundamentally, the market for corporate control depends on efficiency in the capital markets, but if share prices do not reflect managers’ actual performance, the market for corporate control cannot effectively discipline corporate management.“

<sup>198</sup> So in der Sache auch *Coffee, Jr.*, 84 Colum. L. Rev. 1145, 1172, 1225 (1984); solche Arbitrageure stehen im Gegensatz zu Marktteilnehmern, die Unternehmen aus anderen Motiven übernehmen, z. B. mit dem Ziel, sich gut geführte, profitable kleine Unternehmen einzuverleiben, oder um selbst eine Größe zu erreichen, die eine Übernahme unwahrscheinlich macht, siehe daher kritisch zu dem Modell des „Market for Corporate Control“ nach *Manne* bzw. konkret zu *Easterbrook/Fischel* o. A., 88 Yale L. J. 1238, 1247/1248 (1979); *Lipton*, 55 N. Y. U. L. Rev. 1231, 1232–1233 (1980). Das zweite Motiv liegt sogar als unerwünschte Konsequenz eines aktiveren Marktes für Corporate Control nahe, siehe *Herman*, *Corporate control, corporate power*, 1981, S. 100; ferner o. A., 88 Yale L. J. 1238, 1243, 1248 (1979); beide Probleme anerkennend auch *Coffee, Jr.*, 84 Colum. L. Rev. 1145, 1224–1229 (1984), der daher für eine Politik plädiert, die nicht die Anzahl der Übernahmen, sondern die Höhe der gezahlten Übernahmeprämien maximiert; für einen strengeren gerichtlichen Prüfungsstandard bei Übernahmen zugunsten der Aktionäre des Bieterunternehmens o. A., 88 Yale L. J. 1238, 1251–1253 (1979).

<sup>199</sup> Siehe *Blair*, *Ownership and control*, 1995, S. 103, 122.

<sup>200</sup> Zu weiteren verbreiteten Argumenten gegen die Nützlichkeit von Übernahmen siehe *Easterbrook/Fischel*, 94 Harv. L. Rev. 1161, 1182–1185 (1981) mit jeweils ablehnender Stellungnahme; aus dem deutschen Schrifttum siehe den in den Grundlinien größtenteils weiter gültigen Überblick über die vielfältige Kritik bei *Meier-Schatz*, ZHR 149 (1985), 76, 97–102.

Wirtschaft und damit die soziale Wohlfahrt schädigen, weil sie eine langfristige unternehmerische Planung torpedieren.<sup>201</sup> Besonders prononciert und frühzeitig ist diese Position von *Martin Lipton* vorgetragen worden, Partner der New Yorker Kanzlei Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, der die Erfindung der *poison pill* zugeschrieben wird.<sup>202</sup> In einem Aufsatz aus dem Jahr 1979,<sup>203</sup> parallel zur Veröffentlichung eines umfassenden Praktikerhandbuches zu „Takeovers & Freezeouts“,<sup>204</sup> malte *Lipton* in grellen Farben einen Widerstreit zwischen selbstsüchtig-kurzfristigen Investoren und einem langfristig unternehmerisch orientierten Management:<sup>205</sup> Der Druck zu einem stärker übernahmefreundlichen Umfeld komme von „certain arbitrageurs<sup>206</sup> and professional investors“, deren kurzfristige Perspektive nicht den langfristigen Interessen anderer Aktionäre und Anspruchsgruppen der Gesellschaft entspreche und die anders als das Management nicht berücksichtigten, dass in einer Hochtechnologiewirtschaft langfristige Planung nötig sei.<sup>207</sup> Es sei daher, so *Lipton*, nicht unfair, die Politikfrage dahingehend zu stellen, ob die langfristigen Interessen des nationalen Unternehmenssystems (*corporate system*) und der Wirtschaft zum Nutzen von Spekulanten aufs Spiel gesetzt werden sollten, die nur auf einen schnellen Gewinn aus einem Verkauf bedacht seien.<sup>208</sup> Die Antwort hierauf war vorgezeichnet: Ein Verbot von Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen sei schon bei einem entfernten Risiko, dass die langfristige Planung beeinflusst und dadurch die

---

<sup>201</sup> Ausgehend von der Annahme effizienter Kapitalmärkte überzeugt dies naturgemäß nicht, weil der Markt dann annahmegemäß erfolgreiche langfristige Strategien unmittelbar positiv in den Kurs einpreist, wodurch eine Übernahme unattraktiver wird, so denn auch ausdrücklich *Easterbrook/Fischel*, 94 Harv. L. Rev. 1161, 1183–1184 (1981); in der Sache ebenso *Easterbrook/Fischel*, The economic structure of corporate law, 1991/1998, S. 208 („elements of value created by existing plans are reflected in the price of the stock“); siehe aber auch vorsichtiger *Easterbrook/Fischel*, The economic structure of corporate law, 1991/1998, S. 191: Es genüge anzunehmen, dass Marktpreise, obgleich sie nicht dem wahren Wert entsprechen, diesem so nahe kommen, dass niemandem auf Dauer eine akkuratere Bewertung gelingt. Marktpreise messen danach Wertänderungen nicht perfekt, aber hinreichend genau, und sind vor allem der beste verfügbare Wertanzeiger; ähnlich die Annahmen a. a. O., S. 193.

<sup>202</sup> *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1502, S. 778, Fn. 564. Zu wichtigen Unterarten von *poison pills* siehe *Peltzer*, FS Zimmerer, 1986, S. 271, 283–284 (Call-Optionstyp, sog. *flip over plan*, sowie Put-Optionstyp, sog. *back end plan*); anschauliche, aber untechnischere Beschreibung der Funktionsweise solcher *poison pills*, die man auch juristisch treffender als *shareholder rights plan* bezeichnet, bei *von Falkenhausen*, FS Stiefel, 1987, S. 163, 182–183.

<sup>203</sup> *Lipton*, 35 Bus. Law. 101 (1979).

<sup>204</sup> *Lipton/Steinberger*, Takeovers and freezeouts, 1978–1979.

<sup>205</sup> Ähnlich *Warden*, 40 Bus. Law. 1431 (1985), der in zwei Fallberichten ebenfalls das Management als im langfristigen Gesellschafts- und Aktionärsinteresse handelnd porträtiert, aktivistische Aktionäre hingegen als an kurzfristigen Gewinnen interessiert.

<sup>206</sup> Zum negativen Bild vom geldsüchtigen und skrupellosen „arb“ in den 1980er Jahren in den USA siehe *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1440, S. 744; neutraler *von Falkenhausen*, FS Stiefel, 1987, S. 163, 170, aber auch a. a. O., S. 177 zum Imageschaden für diese Berufsgruppe durch Insiderskandale.

<sup>207</sup> *Lipton*, 35 Bus. Law. 101, 104 (1979). Eine denkbare Erklärung hierfür lieferte später *Scherer*, J. Econ. Persp. 2 (1988), 69, 79: Ihm zufolge passen Großunternehmen ihre internen Mindestrenditen für Investitionsprojekte nur verzögert an Zinsschwankungen an. Dadurch glätten sie reale Schwankungen. Wenn nominale und reale Zinsen stark steigen, wie es in den USA von 1979 bis 1982 der Fall gewesen sei, erlaubt dies stärker zukunftsgerichtete Investitionsprojekte, als der Markt verlangt. Dieses Verhalten mache Unternehmen anfällig für Erwerber, die eine Investitionspolitik nach dem zeitgenössischen Marktgusto durchsetzen. Indes sei keineswegs klar, dass das glättende Managerverhalten ineffizient ist.

<sup>208</sup> *Lipton*, 35 Bus. Law. 101, 104 (1979).

Wirtschaft gefährden würde, unakzeptabel.<sup>209</sup> Zudem obliege eine Abkehr von der hergebrachten Rechtslage dem Gesetzgeber und nicht den Gerichten.<sup>210</sup>

*Lipton* untermauerte diese pathetischen Aussagen auch in der Sache: Eine verpflichtend neutrale Haltung von Direktoren zu Übernahmeverhaben komme einer Pflicht gleich, regelmäßiger Verkauf oder Auflösung der Gesellschaft zu prüfen, verkürze die Perspektive der Direktoren auf die Gegenwart und zwingt sie, die lange Frist zu ignorieren.<sup>211</sup> Arbeitnehmer, Kunden und andere unverzichtbare Anspruchsgruppen eines Unternehmens könnten dann nicht auf Kontinuität vertrauen. Ihr „Gerangel“, eigene Interessen vor Verkauf oder Liquidation zu schützen, werde wesentliche Störungen verursachen und eine langfristige Planung weiter erschweren.<sup>212</sup> Direktoren könnten es daher für geschäftlich sinnvoll erachten, wichtigen mobilen Anspruchsgruppen zu versichern, dass die Gesellschaft eigenständig bleiben will.<sup>213</sup> Eine Aktionärsabstimmung in Form einer *tender offer* beurteile das Angebot realistisch betrachtet ohnehin nicht sorgfältig. Der einzelne Aktionär müsse pragmatisch davon ausgehen, dass die meisten Mitaktionäre annehmen, und Gleiches tun, um nicht in einer illiquiden Minderheitsposition zurückzu-

<sup>209</sup> *Lipton*, 35 Bus. Law. 101, 105 (1979); moderater in der Formulierung *Lipton*, 55 N.Y.U.L. Rev. 1231, 1233 (1980): „Absent clear evidence, or broad acceptance of the accuracy of the economic propositions on which they [Easterbrook/Fischel] predicate their argument, no basis exists for the dramatic change in the law for which Professors Easterbrook and Fischel argue. As long as the economic benefits of takeovers are debatable, rejection or acceptance of a tender offer should continue to be left to the business judgment of the target’s board.“

<sup>210</sup> *Lipton*, 55 N.Y.U.L. Rev. 1231, 1236 (1980).

<sup>211</sup> *Lipton*, 35 Bus. Law. 101, 109 (1979); *Lipton*, 55 N.Y.U.L. Rev. 1231, 1235 (1980); *Lipton*, 36 Bus. Law. 1017, 1018 Fn. 7 (1981); ganz ähnlich *Lowenstein*, 83 Colum. L. Rev. 249, 262 (1983): „The mere knowledge that they [the shareholders] are free at any time to sell the business, and not just their shares, may have seriously disruptive consequences, because it gives to investors with a characteristically short-term focus the power to turn the assets into cash without notice. [...] One would expect such a development to force corporate managers to take a more cautious, arguably too cautious, view of long-term projects, and there is at least a suspicion, if not hard evidence, that such may be the case.“; jedenfalls für den Fall hinreichend hoher Übernahmewahrscheinlichkeit auch *Coffee, Jr.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 62–63 (1986); *Coffee, Jr.*, 84 Colum. L. Rev. 1145, 1243–1244 (1984) („Considerable reason exists to believe that the threat of takeovers has already altered business decisionmaking within target corporations. Potential target firms now seek to reduce their vulnerability by divesting themselves of cash or other assets desired by the bidder. [...] From a conservative, balance-sheet-oriented perspective, this means that an undesirable incentive arises for potential targets to rid themselves of liquidity and to increase indebtedness. At least over the short run, the result is that an arbitrary element has been added to the calculus of business planning, as cash depletion and illiquidity become managerial objectives.“); ferner *Reich*, *The next American frontier*, 1983, S. 148–149, zu wirtschaftlich an sich sinnigen oder gar kontraproduktiven Verteidigungsmaßnahmen gegen Übernahmen.

<sup>212</sup> Ganz ähnlich *Herzel/Schmidt/Davis*, 3 Corporation L. Rev. 107, 110–111 (1980): Eine Pflicht zur Annahme hoher Angebote würde die Gesellschaft ständig zum Verkauf stellen, die Moral des Topmanagements und der Arbeitnehmer untergraben und nachteilig für die Aktionäre wirken. Selbst wenn man davon ausgehe, dass die Direktoren eine Loyalitätsverpflichtung nur gegenüber den Aktionären haben, müssten sie im langfristig besten Interesse der Aktionäre einige Erwartungen anderer Teilnehmer der Gesellschaft respektieren, wozu die Aktionäre als unorganisierte Gesamtheit nicht in der Lage seien; ähnlich für Arbeitnehmer und Manager *Reich*, *The next American frontier*, 1983, S. 160–170 (Erosion der Loyalität und Förderung von Führungskräften und Arbeitnehmern und *paper entrepreneurialism*, zu dem Reich auch die Welle feindlicher Übernahmen zählt (S. 145 ff.)); ebenfalls zur Demoralisierung von Arbeitnehmern und einer abträglichen Wirkung auf langfristige Humankapitalinvestitionen des Managements *Coffee, Jr.*, 84 Colum. L. Rev. 1145, 1234 ff., 1238 ff. (1984); *Coffee, Jr.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 23 f., 70 f., 73 ff. (1986).

<sup>213</sup> *Lipton*, 35 Bus. Law. 101, 110 (1979); *Lipton*, 36 Bus. Law. 1017, 1018 Fn. 7 (1981); in der Sache ähnlich *Coffee, Jr.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 83–86 (1986).

bleiben.<sup>214</sup> Arbitrageure seien ohnehin nur auf schnellen Gewinn aus. Einige institutionelle Investoren hätten möglicherweise eine längere Anlageperspektive. Aber der Wettbewerb zwischen Investmentmanagern mit der Verlockung, darin kurzfristig besser abzuschneiden,<sup>215</sup> sowie die Aussicht auf einen steuerfreien Gewinn ließen sie oft den Verkauf wählen, selbst wenn eine attraktivere Möglichkeit zu langfristiger Investition fehle.<sup>216</sup> Ein feindliches Übernahmeangebot sei daher oft nicht deswegen erfolgreich, weil die Aktionäre die Akquisition für gut befinden, sondern weil die Dynamik der *tender offer* andere Motive bei verschiedenen Aktionärsgruppen auslöse, die zusammen eine Ad-hoc-Verkäufermehrheit bildeten.<sup>217</sup> Selbst in einem solchen Fall erfordere die Notwendigkeit langfristiger Planung aus technologischer, gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Sicht eine Politik, die keine Entscheidungen verlange, welche langfristige Planung ignoriere oder bestrafe.<sup>218</sup>

---

<sup>214</sup> Ebenso, aber mit stärker an die Spieltheorie anknüpfender Argumentation *Herzel/Schmidt/Davis*, 3 Corporation L. Rev. 107, 111 (1980) (*prisoner's dilemma*); im Grunde auch *Bradley*, J. of Bus. 53 (1980), 345, 355–356 (*apparent prisoner's dilemma*), der im Übrigen und im Folgenden aber von einem effizienten Markt für Unternehmenskontrolle ausgeht, sodass der Bieterwettbewerb eine Ausnutzung dieses Effektes und damit eine Übervorteilung der (rationalen) Aktionäre der Zielgesellschaft verhindert; ausführlich *Lowenstein*, 83 Colum. L. Rev. 249, 254 (1983): „An offer at almost any premium over market may be accepted by the shareholders, each of whom may feel compelled to tender even while knowing that by collective action or by creating an auction he could have obtained a much better price. The predicament faced by the shareholders is essentially the familiar prisoner's dilemma of game theory.“; a. a. O., S. 267: „[...] a takeover bid is highly coercive. The shareholders are not, [...], free to accept or reject the offer. [...] Those shareholders who 'vote' to reject the offer are not, if enough others accept it, treated as well as those who accept it. They may never get so high a price again, they may get it only after delay, or they may see the liquidity of their investment seriously impaired. [...]“; ausführlichere Darlegung a. a. O., S. 307–309 unter Verweis auf gezielte sog. *two-tier pricing structures*. Deren Wirkung, kleine, nicht koordinierte Aktionäre unter starken Verkaufsdruck zu setzen, war schon länger bekannt (siehe *Baumol*, The stock market and economic efficiency<sup>2</sup>, 1969, S. 56) und wurde z.T. auch bei dezidierten Übernahmefürwortern für problematisch erachtet, siehe *Bebchuk/Fried*, 95 Harv. L. Rev. 1028, 1039–1040 (1982), insoweit gegen Easterbrook/Fischel; eingehend dann *Bebchuk*, 98 Harv. L. Rev. 1693, 1717 ff. (1985); *Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission*, The economics of any-or-all, partial, and two-tier tender offers: a study, 1985, S. 11–13, mit Zahlenbeispiel zur entstehenden Gefangenendilemma-Situation, aber anhand einer eigenen Erhebung praktische Nachteile für die Aktionäre daraus vereinigend („[...] there is virtually no evidence to support the suggestion that two-tier or partial offers can defeat competing any-or-all offers while providing lower premiums to target shareholders.“).

<sup>215</sup> Den daraus resultierenden Druck sieht auch *Lowenstein*, 83 Colum. L. Rev. 249, 302 Fn. 214 (1983) als Erklärung für kurzfristiges, nicht an Fundamentalwerten orientiertes Verhalten von institutionellen Investoren.

<sup>216</sup> *Lipton*, 35 Bus. Law. 101, 114 (1979); gegen diese Begründung der *Short-termism*-Argumentation *Jensen*, in: *Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman* (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets*, 1988, S. 314, 320–321.

<sup>217</sup> So zuvor auch schon knapp *Steinbrink*, 28 Case Western Reserve L. Rev. 882, 897 (1978); *Lipton*, 35 Bus. Law. 101, 115 (1979) nennt als einschlägige Motive: Die Erwartung, der *raider* werde die Kontrolle erhalten und danach Schritte unternehmen, um 100 % zu erhalten, ohne dass dabei ein höherer Preis erzielt werden kann; Notwendigkeit, eine gute Rendite vorzuweisen; Wunsch, einen Verlust an Marktliquidität zu vermeiden; Einschätzung, dass der *raider* kein guter Manager ist; Wunsch, kein Minderheitsaktionär in einer kontrollierten Gesellschaft zu werden; ein steuerlicher Anreiz, zu verkaufen; Angst vor schlechter Behandlung in einem Freezeout, den der *raider* im zweiten Schritt durchführt. Speziell zu steuerlichen Anreizen zu Management-Buyouts im damaligen US-Recht *Lowenstein*, 85 Colum. L. Rev. 730, 759–764 (1985).

<sup>218</sup> *Lipton*, 35 Bus. Law. 101, 115 (1979).

Überlegungen, wie *Lipton* sie pointiert vorgetragen hat, wurden im rechts- und wirtschaftswissenschaftlichen Schrifttum bald ausgefeilter formuliert<sup>219</sup> und erweitert. Ein viel zitierter Beitrag von *Lowenstein* ergänzte unter anderem eine ausführliche, vom damaligen ökonomischen Mainstream abweichende<sup>220</sup> Kritik der *efficient capital market hypothesis*<sup>221</sup> sowie weitere Beobachtungen zu institutionellen Investoren. *Lowenstein* arbeitete heraus, dass diese in den 1980er Jahren zu einer dominierenden Kraft am US-Markt angewachsen waren, die in sie gesetzten Hoffnungen eines langfristigen, fundamental ausgerichteten Verhaltens aber nicht erfüllt hatten. Im Gegenteil: Ebenso wie institutionelle Investoren ihre Aktionärsstimmrechte nicht wie verantwortliche Eigentümer ausübten, lege ihr überdurchschnittlich schnelles Handels- bzw. Umschlagsverhalten<sup>222</sup> Investmententscheidungen nahe, die sich an kurzfristigen Kursänderungen statt am lang-

<sup>219</sup> Insbesondere von *Lowenstein*, 83 Colum. L. Rev. 249 (1983); *Herzel/Schmidt/Davis*, 3 Corporation L. Rev. 107 (1980); *Drucker*, The Public Interest 1986, 3 ff.; etwas knapper, aber im Wesentlichen inhaltsgleich *Drucker*, Wall Street Journal vom 30.09.1986, 1; übergreifender *Reich*, The next American frontier, 1983, S. 140–172, der verfehlte Managementpraktiken im Stile von *Hayes/Abernathy* anprangert, dazu aber auch Übernahmen zählt (S. 145–151), einschließlich der (unter anderem) von diesen ausgehenden negativen Wirkung auf die Moral der Beschäftigten (S. 160 ff.); zu der demoralisierenden Wirkung vom Übernahmen auf Beschäftigte und zu ihrem Effekt, Manager von Bietern und potenziellen Zielen zu einer übermäßig riskanteren Strategie zulasten anderer Anspruchsgruppen zu veranlassen, *Coffee, Jr.*, 84 Colum. L. Rev. 1145, 1238–1250 (1984); zur abträglichen Wirkung einer hohen Übernahmewahrscheinlichkeit auf unternehmensspezifische Humankapitalinvestitionen ebenso wie Gehaltszurückhaltung des Managements *Coffee, Jr.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 62–63, 70–71, 73–86 (1986); knapp, aber fundiert auch *Herman*, Corporate control, corporate power, 1981, S. 100–101 i. V. m. den Endnoten 73 und 74 auf S. 358; siehe zuvor auch schon *Steinbrink*, 28 Case Western Reserve L. Rev. 882 (1978), der allerdings vorwiegend mit überlegener Kompetenz, einer wirtschaftlichen Einschätzungsprärogative (*business judgment*) sowie einer Berechtigung des Managements argumentiert, Interessen aller Anspruchsgruppen zu berücksichtigen; aus ökonomischer Sicht siehe an dieser Stelle nur *Scherer*, J. Econ. Persp. 2 (1988), 69, 78–80.

Für Parallelen zu Liptons Argumentation siehe jeweils die vorstehenden Nachweise in Fn. 211–217 auf S. 104–105 mit dem begleitenden Text.

Insbesondere *Lowenstein* vertrat stellenweise aber auch dezidiert von *Lipton* abweichende Standpunkte. Insbesondere lehnte er *Liptons* Argumentation für ein großes Direktorenermessen bei der Beurteilung eines Übernahmehansinns ab (*Lowenstein*, 83 Colum. L. Rev. 249, 266 (1983): „This argument is troubling.“), ebenso allerdings auch die Argumentation der Gegenseite (a. a. O., S. 266–267). Zudem und damit verbunden teilte *Lowenstein* anders als *Lipton* die managerskeptische Haltung von *Easterbrook/Fischel* (siehe *ders.*, 83 Colum. L. Rev. 249, 267 (1983): „Experience has taught us too well that managerial power unchecked tends to abuse [...]“). Auch *Herzel/Schmidt/Davis*, 3 Corporation L. Rev. 107, 112–116 (1980) behandeln ausführlich mögliche Interessenkonflikte der Direktoren und denkbare rechtliche Gegenmaßnahmen. Wie *Lipton* managerfreundlich *Steinbrink*, 28 Case Western Reserve L. Rev. 882 (1978), in abgeschwächter Form auch *Coffee, Jr.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 81 ff. (1986). Siehe dazu noch unten Fn. 291 auf S. 118 und den begleitenden Text.

<sup>220</sup> Vgl. *Titman*, J. Fin. 48 (1993), 415, 415–416 im Rahmen einer Besprechung von *Lowenstein*s Buch „Sense & Nonsense in Corporate Finance“: „[...] the views put forth by *Lowenstein* are often at odds with the current thinking of finance academics. [...] The book's discussion of LBOs and junk bonds is perhaps the clearest example of how *Lowenstein*'s thinking differs from the prevailing view in academia. His view of LBOs is clearly much less positive [...]. Although *Lowenstein* has much less faith in the information content of market prices than most academics, he shares their skepticism about the accuracy of accounting numbers.“

<sup>221</sup> Eingehend *Lowenstein*, 83 Colum. L. Rev. 249, 268–297 (1983), zunächst zu den einzelnen Voraussetzungen der *efficient capital market hypothesis* mit ihrer Anwendung speziell auf die Beurteilung von Übernahmen sowie Besprechung verschiedener Arten darauf bezogener empirischer Studien; knapper *Lowenstein*, 85 Colum. L. Rev. 730, 751–754 (1985).

<sup>222</sup> Dazu mit Zahlenmaterial *Lowenstein*, 83 Colum. L. Rev. 249, 299–301 (1983).

fristigen Wert ausrichteten.<sup>223</sup> Da die Preisbildung am Aktienmarkt weitgehend von diesem „hyperaktiven Handelsverhalten“ geprägt sei, dessen Fokus auf kurzfristige Werte oder Erwartungen deutlich von einer Fundamentalanalyse abweiche, scheitere die These (*pruning deadwood thesis*), dass der Aktienmarkt Gesellschaften bei Übernahmen effizient bepreist.<sup>224</sup>

Dass maßgebliche Aktionärsgruppen die kurzfristige Rendite beton(t)en und dadurch Manager auf einem intensiven Markt für Unternehmenskontrolle zu einer ebensolchen Ausrichtung anhalten,<sup>225</sup> wurde schon vorher<sup>226</sup> ebenso wie nachher<sup>227</sup> prominent vertreten. Neben dem zunehmenden Aktienumschlag spielte dabei das Verhalten von Pensionsfonds eine Rolle, besonders kraftvoll vorgetragen von *Peter Drucker*, dem Pionier der modernen Managementlehre. *Drucker* erblickte in der Welle feindlicher Übernahmen den dominanten Einfluss auf Verhalten und Handlungen des amerikanischen Managements sowie die Hauptursache für die Erosion der wettbewerblichen und technologischen Führerschaft Amerikas.<sup>228</sup> Den Grund, warum die Aktionäre überwiegend auf feindliche Übernahmeangebote eingingen, obgleich sie der neuen Einheit regelmäßig kein Vertrauen schenkten,<sup>229</sup> sah *Drucker* in Rechtsrahmen und Anreizen von Pensionsfonds: Diese müssten als Trustees zur Vermeidung enormer Haftungsrisiken gegenüber Auftraggeber-Unternehmen und Begünstigten stets auf ein Übernahmeangebot über dem aktuellen Kurs eingehen, weil dies der *prudent man rule*<sup>230</sup> entspreche.<sup>231</sup> Zudem stünden

<sup>223</sup> *Ders.*, 83 Colum. L. Rev. 249, 300, 302 (1983); zu denkbaren Gründen für eine kurzfristige Ausrichtung von Fondsmanagern *Coffee*, 91 Colum. L. Rev. 1277, 1324–1326 (1991).

<sup>224</sup> *Lowenstein*, 83 Colum. L. Rev. 249, 304 (1983); in der Sache ebenso *Lowenstein*, 85 Colum. L. Rev. 730, 752–754 (1985). *Lowenstein* geht deshalb davon aus, dass die zwei maßgeblichen Gruppen – die kurzfristigen institutionellen Investoren, die den Börsenpreis bestimmen, einerseits und der Erwerber bei einem *takeover* andererseits – aufgrund ihrer unterschiedlichen Zeithorizonte auch unterschiedliche Variablen zur Unternehmensbewertung heranziehen: Erstere schauen auf das kurzfristige Renditepotenzial, Letztere auf den (langfristigen) Fundamentalwert.

<sup>225</sup> Die Befreiung von diesem Druck bildet demnach ein wichtiges Motiv für ein Going Private, so *Lowenstein*, 85 Colum. L. Rev. 730, 756 (1985).

<sup>226</sup> Etwa von *Herman*, *Corporate control, corporate power*, 1981, S. 100–101, der allerdings auch in Endnote 74 auf Zweifel und fehlende empirische Belege dazu hinweist, dass eine eigenständige Leitung durch Manager wirklich zu einer langfristigen Perspektive führt.

<sup>227</sup> *Drucker*, *The Public Interest* 1986, 3 ff.; *Drucker*, *Wall Street Journal* vom 30.09.1986, 1; *Loescher*, *Q. Rev. Econ. Bus.* 24 (1984), 8, 15 f.; kurze inhaltliche Besprechung auch bei *Frentrop*, *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 62 (geprüft am 11.06.2020)]. Siehe ferner die Kritik von *Jensen*, *Harv. Bus. Rev.* 62 (1984), 109, 114 an einem übernahmekritischen Artikel *Druckers* im *Wall Street Journal* vom 05.01.1983.

<sup>228</sup> *Drucker*, *The Public Interest* 1986, 3.

<sup>229</sup> Dazu *Drucker*, *The Public Interest* 1986, 3, 10; *Drucker*, *Wall Street Journal* vom 30.09.1986, 1.

<sup>230</sup> Allgemein zur *prudent man*, heute *prudent investor rule* im US-amerikanischen Recht der betrieblichen Altersvorsorge *Roth*, *Private Altersvorsorge*, 2009, S. 301–307.

<sup>231</sup> *Drucker*, *The Public Interest* 1986, 3, 11 („And a prudent man surely will take the bird in the hand, especially if there is no reason to believe that there is a bird in the bush.“); ebenso, aber abstellend auf die *fiduciary duty* ohne ausdrückliche Erwähnung der *prudent man rule* *Drucker*, *Wall Street Journal* vom 30.09.1986, 1; explizit gegen *Drucker* das Statement von A. G. Monks in o. A., *Corporate Takeovers (part 1)*, Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-Ninth Congress, First Session, February 27, March 12, April 23, and May 22, 1985, S. 687–688, 734–735.

Aus heutiger Sicht trifft diese Argumentation nicht zu. Allein der Verzicht auf einen Verkauf von Aktien, deren Kurse fallen, ist, wie die US-Rechtsprechung bereits Ende der 1970er Jahre entschied, noch nicht unvorsichtig (*imprudent*) (so bereits *Stark v. U. S. Trust Co.*, 445 F. Supp. 670, 679 (S.D.N.Y. 1978); später etwa *Lanka v. O’Higgins* 810 F. Supp. 379, 387 (N.D.N.Y. 1992)), und bei Beurteilung der Ver-

die in der Praxis überwiegenden Defined-Benefits-Pensionspläne<sup>232</sup> unter enormem Druck ihrer Auftraggeber-Unternehmen, kurzfristig zu spekulieren und laufend möglichst hohe Quartalsergebnisse vorzuweisen, damit das Auftraggeber-Unternehmen seine Pensionsfonds-Zuwendungen minimieren kann. Dies wiederum halte die Fondsmanager dazu an, jede Übernahmeprämie mitzunehmen, obgleich sie wüssten, dass das Angebot eines *raider* schädlich für die Zielgesellschaft sei.<sup>233</sup> Die daraus resultierende Wahrscheinlichkeit feindlicher Übernahmen schädige die Wirtschaft: Sie zwingt Unternehmen zu unsinnigen Vorbeugungsmaßnahmen, insbesondere dem sofortigen Abbau von Barmitteln und der Kürzung von Zukunftsausgaben, also kurzfristigem Management unter Vernachlässigung der Zukunft, und zerstöre Moral und Loyalität von Management und Arbeitnehmern.<sup>234</sup> Amerika stehe vor einer „Crisis of Capitalism“.<sup>235</sup> Ebenso, so *Drucker* an anderer Stelle, wirke das in den 1970er und 1980er Jahren aufgekommene, ausschließlich am Shareholder-Value orientierte Management.<sup>236</sup> *Drucker* empfahl deshalb einen Übergang zu Defined-Contributions-Pensionsplänen.<sup>237</sup>

Etwas später legte auch *Lipton* zusammen mit *Rosenblum* einen radikalen Reformvorschlag zur Bekämpfung von *Short-termism* vor, in dessen Zentrum fünfjährige Board-Wahlen bzw. -Amtszeiten stehen, kombiniert mit einem neuen Berichts-, Vergütungs- und Übernahmehmodell sowie bestimmten Aktionärsrechten.<sup>238</sup> Auf diese Weise sollten

---

mögensanlage wird nicht auf das Einzelinvestment, sondern vorrangig auf das verwaltete Portfolio abgestellt, näher *Roth*, *Private Altersvorsorge*, 2009, S. 304–307. Allerdings zeigt Roths Untersuchung (a. a. O.) auch, dass sich die entsprechenden Rechtsgrundlagen erst nach Druckers Artikel klarer in dieser Form herauskristallisiert haben. Zudem weist *ders.*, *Private Altersvorsorge*, 2009, S. 306 nach, dass zumindest im englischen Recht noch Ende der 1990er Jahre davon ausgegangen wurde, die erste Pflicht des Trustee sei die Erhaltung des Trust-Vermögens. Ähnliches gilt in den USA: Dort gingen in den 1980er Jahren viele Pensionsfondsmanager davon aus, sie seien bei einem Übernahmeangebot über dem Aktienkurs aus ihrer *fiduciary responsibility* verpflichtet zu verkaufen. Die Verwirrung darüber war so groß, dass die Departments of Treasury und Labour im Januar 1989 ein gemeinsames Statement veröffentlichten, dass private Pensionsfonds nicht zur Realisierung einer Übernahmeprämie verpflichtet seien, wenn sie davon ausgingen, dass langfristiges Halten einen höheren Wert schaffen würde (*Jacobs*, *Short-term America*, 1991, S. 22–23). Ferner gibt es empirische Belege dafür, dass die *prudent man rule* zu einer Konzentration auf besonders sichere Aktien führte (so die Studien von *Cummins/Westerfield*, *The Journal of Risk and Insurance* 48 (1981), 201 ff.; *Del Guercio*, *J. Fin. Ec.* 40 (1996), 31 ff.

Druckers bereits damals umstrittene Argumentation lag demnach 1986 keineswegs fern, vor allem wenn man davon ausgeht, dass Trustees in der Praxis nach Möglichkeit so handeln, dass sie sicher vor Haftungsklagen sind. *Drucker* vertrat diese Argumentation allerdings auch noch 1993, als sich die Rechtslage bereits deutlicher aufgeklärt hatte (siehe *Drucker*, *Post-capitalist society*, 1993, S. 72).

<sup>232</sup> Zu deren Merkmalen (auch) im US-amerikanischen Recht *Roth*, *Private Altersvorsorge*, 2009, S. 24.

<sup>233</sup> *Drucker*, *The Public Interest* 1986, 3, 11–12, 18–19; *Drucker*, *Wall Street Journal* vom 30.09.1986, 1 spricht insoweit von einem Teufelskreis.

<sup>234</sup> *Drucker*, *The Public Interest* 1986, 3, 13–14; ähnlich *Geary*, *The New York Times* Dec 7, 1985, 26.

<sup>235</sup> *Drucker*, *Wall Street Journal* vom 30.09.1986, 1.

<sup>236</sup> *Ders.*, *Post-capitalist society*, 1993, S. 72.

<sup>237</sup> *Ders.*, *The Public Interest* 1986, 3, 18: „A defined-contributions plan is no panacea, but it minimizes the problems.“ Zur Definition eines Defined-Contribution-Plans nach US-amerikanischem Betriebsrentenrecht *Roth*, *Private Altersvorsorge*, 2009, S. 23–24.

<sup>238</sup> *Lipton/Rosenblum*, 58 *U. Chicago L. Rev.* 187 (1991). Die Autoren wandten sich eingangs gegen die Annahme des *managerial discipline model*, dass Manager inhärent selbstsüchtig seien und beständig durch die Drohung einer Übernahme oder Entlassung diszipliniert werden müssten (S. 190 ff., insb. S. 195–202). Stattdessen betonten *Lipton/Rosenblum*, eine Corporation habe ein unabhängiges Interesse an ihrem langfristigen geschäftlichen Erfolg (hierzu kritisch *Davies*, in: *Prentice* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 69, 74–77). Dieses liege letztlich auch im gesamt-

feindliche Übernahmen stark eingedämmt und durch eine kooperative Zusammenarbeit von institutionellen Investoren und Management mit dem Ziel eines langfristigen geschäftlichen Erfolgs der jeweiligen Gesellschaft ersetzt werden. Der Vorschlag hat nachhaltige Beachtung gefunden,<sup>239</sup> indes nie wirkliche Aussicht auf Umsetzung gehabt. Auch etwas weniger tiefgreifende Vorschläge konnten sich nicht durchsetzen.<sup>240</sup> Dies sollte allerdings nicht zu dem Schluss verleiten, die intensive *Short-termism*-Diskussion habe keine Gesetzgebungsvorhaben veranlasst. Tatsächlich war das in starkem Umfang der Fall.

### bb) Gesetzgeberische Reaktionen im föderalen System

Die intensive Diskussion zu Übernahmen schlug sich nicht nur in einer unüberschaubaren Zahl von Literaturbeiträgen, sondern auch in ähnlich umfangreichen Aktivitäten auf gesetzgeberischer Ebene nieder. Die Resultate fielen dabei je nach föderaler Ebene denkbar unterschiedlich aus:

#### (1) Bundesebene

Aufseiten des Bundesgesetzgebers sind im Verlauf der Jahre zahlreiche Vorschläge unter anderem zur Änderung des Williams Act in den Kongress eingebracht worden.<sup>241</sup> Von

---

gesellschaftlichen Interesse und solle daher Organisationsprinzip für die Corporate Governance sein, werde aber durch kurzfristig orientierte institutionelle Investoren und feindliche Übernahmen gestört (S. 202–215). Inspiriert durch die Corporate-Governance-Systeme in Deutschland und Japan (S. 218–221), zugleich aber mit der Klarstellung, dass eine vollständige Übertragung auf die USA weder ratsam noch möglich sei (S. 221–222), entwickelten *Lipton/Rosenblum* dann ein Alternativmodell, das zunächst für große Gesellschaften umgesetzt werden sollte (S. 224 ff.). Im Einzelnen schlugen sie vor, in einem Fünfjahresrhythmus Board-Wahlen abzuhalten, wobei eine zwischenzeitliche Abberufbarkeit stark eingeschränkt und zwischenzeitliche Übernahmen nur mit Board-Zustimmung zugelassen sein sollten. Dafür sollten sämtliche Abwehrmaßnahmen unzulässig sein (dazu S. 240–245) und das Board sollte mehrheitlich aus unabhängigen Direktoren bestehen (S. 245–247). Aktionäre mit wesentlicher Beteiligung (5 % der Aktien oder 5 Mio. US-Dollar) sollten dafür kostenfreien Zugang zum Proxy-Verfahren zwecks Kandidatennominierung erhalten. Parallel zu Board-Wahlen sollte ein ausführlicher, unabhängig geprüfter Fünfjahresbericht die Leistung der vergangenen Wahlperiode darlegen und die strategischen Pläne für die folgende Periode vorstellen. Die Managervergütung sollte stark leistungsgebunden hierzu ausgestaltet werden (S. 238–240).

<sup>239</sup> *Lipton/Rosenblums* Vorschlag folgend etwa *Mitchell*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 129–132, der zwar ein *self-perpetuating board* als Ideallösung anpreist, aber eine fünfjährige Amtsdauer als realistischere Alternative anbietet, dabei allerdings anders als *Lipton/Rosenblum* auch eine Wahlberechtigung von Stakeholdern anerkennen will. Für ähnlich gelagerte Vorschläge aus neuerer Zeit, die die Idee von *Lipton/Rosenblum* modifiziert und weniger radikal aufgreifen, siehe die Nachweise in Fn. 48 auf S. 25.

<sup>240</sup> So wollte *Loescher*, Q. Rev. Econ. Bus. 24 (1984), 8, 18 f. im Federal Incorporation Law geregelt sehen, (1) dass Boards ausschließlich aus unabhängigen *outside directors* bestehen müssen, wovon er sich erhoffte, die Kontrollfunktion des Übernahmemarktes deutlich zu verringern, (2) dass Direktoren zu einem erheblichen Teil mit Aktien vergütet werden müssen, die sie frühestens zwei Jahre nach dem Verlassen des Unternehmens und nicht früher als zehn Jahre nach dem ersten Dienstjahr verkaufen dürfen, um langfristige Verhaltensanreize herzustellen, und (3) dass die Aktionäre der Bietergesellschaft den Preis billigen müssen, zu dem ihre Manager ein Zielunternehmen kaufen wollen.

<sup>241</sup> Näher *Hazen*, Treatise on the law of securities regulation<sup>6</sup>, 2009, S. 324, § 11.1[3], der auf verschiedene Regelungsvorschläge verweist. Diese zielten zum einen darauf ab, Übernahmetaktiken in bestimmter Weise zu erschweren (z. B. durch Verkürzung der Zehn-Tages-Zeitspanne zwischen Überschreitung der 5%-Beteiligungsschwelle und der Offenlegung dieses Umstands gegenüber der SEC, wodurch tatsächlich erheblich mehr als 5 % erworben werden können, dazu *ders.*, Treatise on the law of securities regulation<sup>6</sup>, 2009, S. 321, § 11.1[2], sowie S. 327, 329, § 11.2[1], dort auch dazu, dass diese Ände-

1981 bis 1987 belief sich die Zahl der Gesetzentwürfe zu Übernahmen im Schnitt auf 20 pro Jahr, mit Spitzenwerten 1984 (29), 1985 (41) und 1987 (35).<sup>242</sup> Der inhaltliche Schwerpunkt verschob sich dabei vom 98. zum 99. Kongress:<sup>243</sup>

In und bis zu der zweiten Session des 98. Kongresses (1984) dominierte das Motiv, die Aktionäre zu schützen und ein ausgewogenes Regelungsumfeld vor allem für feindliche Übernahmen zu sichern:<sup>244</sup> Zum einen sorgte man sich, Manager der Zielunternehmen könnten versuchen, die Unternehmenskontrolle mit Methoden zu verteidigen, die *corporate raiders* und professionelle Arbitrageure auf Kosten der übrigen Aktionäre un-

---

rung auch von einem von der SEC eingesetzten Beratergremium empfohlen worden war). Zum anderen wollten sie – gegebenenfalls zugleich – umgekehrt Verteidigungsmaßnahmen einschränken (z. B. durch Verbot bestimmter Verteidigungstaktiken wie goldener Fallschirme, „Giftpillen“ (*poison pills*) oder von Greenmail (zur Definition dieses Begriffs *ders.*, Treatise on the law of securities regulation<sup>6</sup>, 2009, S. 319, § 11.1[1]. Aus zeitgenössischer Sicht siehe den eingehenderen Überblick von *Lipton/Brownstein*, 40 Bus. Law. 1403, 1426–1429 (1985).

Daneben hat die SEC 1998 im Zuge einer umfassenden Reform der *tender offer rules* Barangebote (*cash tender offers*) und Umtauschangebote (*exchange offers*) gleichgestellt, dazu *Hazen*, Treatise on the law of securities regulation<sup>6</sup>, 2009, S. 325, § 11.1[3].

2010 hat die SEC schließlich durch den Dodd-Frank Act die Kompetenz erhalten, die Zehn-Tages-Frist zwischen Überschreitung der 5 %-Beteiligungsschwelle und der Offenlegung dieses Umstands gegenüber der SEC zu verkürzen, siehe *ders.*, Treatise on the law of securities regulation<sup>6</sup>, 2009, S. 102–104, § 11.1[2] und § 11.2[1], January 2015 Pocket Part der Sixth Edition.

<sup>242</sup> Zahlen nach der tabellarischen Aufstellung von *Romano*, 57 U. Cincinnati L. Rev. 457, 460 (1988). Nähere inhaltliche Aufschlüsselung bei *Romano* (a. a. O., S. 471–474): Danach war die bei Weitem größte Gruppe der Vorschläge im hier interessierenden Zeitraum auf die allgemeine Regulierung von Übernahmen gerichtet (1982 und 1983 je 1; 1984: 14; 1985: 22; 1987: 24), die nächstgrößte Gruppe auf ihre Besteuerung (1982: 9; 1983: 2; 1984: 3; 1985: 9; 1987: 3), wobei generell ein großer Teil der Vorschläge nur auf feindliche Übernahmen abzielte. Die hohe Zahl erklärt *Romano* (a. a. O., S. 474–475) auch mit dem üblichen Vorgehen, eine bestimmte Initiative wiederholt in leicht abgewandelten Gesetzesvorschlägen einzubringen. Siehe auch *Jensen*, in: *Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman* (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets*, 1988, 314, dem zufolge der Kongress im Frühjahr 1985 über 20 Gesetzesvorschläge beriet, die neue Einschränkungen für Abwehr- oder Verteidigungsmaßnahmen in Übernahmeschlachten anstrebten (mit Auflistung sämtlicher dieser Gesetzesvorschläge mit Sponsor und kurzer Angabe des Gegenstands in Endnote 2 S. 348–349).

<sup>243</sup> Dies ist nicht im Sinne eines klaren Bruchs, sondern im Sinne einer Tendenz gemeint. Beide Themenbereiche blieben durchgängig bedeutsam.

<sup>244</sup> Vgl. die Anfragen des Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs des United States Senate und die Securities Exchange Commission, abgedruckt in *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Report on Tender Offer Laws, 1980, S. 1–6: (1) Rolle der finanzierenden Banken mit Blick auf Ausnutzung von Insiderinformationen; (2) Auswirkungen von Aktienrückkäufen, insbesondere Going Private, auf den Anlegerschutz; (3) Definition der *tender offer* mit Blick auf neue Taktiken zur Umgehung der investorenschützenden Vorschriften des Williams Act; (4) Problematik des Zehn-Tages-Fensters für Schwellenwertmeldungen mit Blick auf Aktionärs-, Markt- und Emittentenschutz; (5) Effektivität der *best price rule* und ihres Ziels der Aktionärsgleichbehandlung; (6) Aushebelung des Williams Act durch einzelstaatliche Regelungen; (7) Ausreichender Rechtsschutz für gescheiterte Erwerbsinteressenten. Kritisch *Romano*, 57 U. Cincinnati L. Rev. 457, 474 (1988), die argumentiert, solche Paketvorschläge zur Regelung von Bieterverhalten und Verteidigungstaktiken erzeugten den Eindruck, es werde ein *level playing field* für Übernahmen aufrechterhalten, obgleich eine Seite, das amtierende Management, tatsächlich weit mehr Unterstützung erhalten könne. Dabei ist zu beachten, dass *Romano* Goldene Fallschirme und mit Einschränkungen auch sog. Greenmailing als übernahmeförderliche und daher für die Aktionäre positive Regelungen einordnet (siehe *dies.*, 9 Yale J. Reg. 119, 174–176 (1992)). Demgegenüber ist in der Öffentlichkeit und Politik eine negative Bewertung verbreitet, im Sinne einer Selbstbereicherung des Managements bzw. einer Umverteilung zugunsten des Bieters, jeweils zulasten der Aktionäre. Eine solche negative Konnotation schwingt schon im Wort „Greenmail“ selbst mit, das aus „Blackmail“ (Erpressung) und „green“ mit Blick auf die Farbe der US-Dollarscheine bzw. deren umgangssprachliche Bezeichnung als „Greenback“ abgeleitet ist, dazu *Peltzer*, FS Zimmerer, 1986, S. 271, 279; von *Falkenhausen*, FS Stiefel, 1987, S. 163, 168.

gerechtfertigt bereichern.<sup>245</sup> Zum anderen sollte der vom Williams Act bezweckte neutrale, aber aktionärsschützende Rechtsrahmen<sup>246</sup> für feindliche Übernahmen nicht durch Erwerbertaktiken aus dem Gleichgewicht geraten, die Zielunternehmen und deren Aktionäre unfair überraschen und unter Druck setzen.<sup>247</sup> Befürworter fanden diese Vorschläge vor allem bei institutionellen Investoren und in der Wall Street, Gegner unter den marktorientierten Konservativen der *Reagan*-Administration, die weitere Regulierung ablehnten, ebenso wie in der Corporate Business Community, die vortrug, feindliche Übernahmen behinderten eine Unternehmensführung im langfristigen Aktionärsinteresse.<sup>248</sup>

Im bzw. ab dem 99. Kongress (First Session 1985) traten dann stärker Vorschläge hervor, *tender offers* durch Änderungen im Steuerrecht, Kartellrecht und der Corporate Governance einzuschränken, um Zielunternehmen zu schützen.<sup>249</sup> Im Fokus stand die Finanzierung von Übernahmen durch *junk bonds*.<sup>250</sup> Zugleich wandte man sich allerdings gegen Bestrebungen, von der One-Share-One-Vote-Regel abzurücken.<sup>251</sup>

Zu all diesen Themen hielt der Kongress auch in der Folgezeit äußerst umfangreiche Anhörungen mit Stellungnahmen zahlreicher ausgewiesener Akademiker und Praktiker<sup>252</sup> aller Seiten ab. Die Sorge, eine hohe Wahrscheinlichkeit feindlicher Übernahmen,

<sup>245</sup> Dies betraf insbesondere Goldene Fallschirme und Greenmail, *Phillips*, *The Business Lawyer Update* 6 (1985), 1; *Lipton/Brownstein*, 40 *Bus. Law.* 1403, 1427 (1985).

<sup>246</sup> So die entstehungsgeschichtliche Interpretation des Supreme Court, *Piper v. Chris-Craft Industries, Inc.*, 430 U. S. 1, 27–31 (1977); ebenso die SEC, *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Report on Tender Offer Laws, 1980, S. 15–16; aus der Literatur näher etwa *Lowenstein*, 83 *Colum. L. Rev.* 249, 251–253 (1983).

<sup>247</sup> *Phillips*, *The Business Lawyer Update* 6 (1985), 1, 2.

<sup>248</sup> *Ders.*, *The Business Lawyer Update* 6 (1985), 1, 2; zur Rechtfertigung der im Kongress teils skeptisch gesehenen Greenmail-Zahlungen aus Unternehmenssicht *Lipton/Brownstein*, 40 *Bus. Law.* 1403, 1413–1414 (1985).

<sup>249</sup> Siehe o. A., *Corporate Takeovers: Public Policy Implications for the Economy and Corporate Governance*, A Report from the Chairman of the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Finance, U. S. House of Representatives, 99th Congress, 2d Session, December 1986, 1987, S. iii: „During a number of heated takeover battles, particularly during the 99<sup>th</sup> Congress, there was a great temptation to respond with specific legislation tailored to the takeover of the moment, or to attempt to curb specific tactics in a constantly changing takeover and market environment.“

<sup>250</sup> Diese spielten ab 1984 in Verbindung mit *bust-up takeovers* eine zunehmende Rolle, siehe *Lipton/Brownstein*, 40 *Bus. Law.* 1403, 1411–1412 (1985), sowie zu Bestrebungen steuerlicher Anreize gegen deren Nutzung a. a. O., S. 1429.

<sup>251</sup> *Phillips*, *The Business Lawyer Update* 6 (1985), 1, 2–3. Dazu siehe etwa o. A., *Corporate Takeovers: Public Policy Implications for the Economy and Corporate Governance*, A Report from the Chairman of the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Finance, U. S. House of Representatives, 99th Congress, 2d Session, December 1986, 1987, S. 6–7; *Monks, Robert A. G.*, Testimony of Robert A. G. Monks, President, Institutional Shareholder Services, Inc., Before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, March 17, 1988; knapp zu entsprechendem Druck von Managern auf die New York Stock Exchange *Lowenstein*, 83 *Colum. L. Rev.* 249, 256/257 (1983). Konkret sollte etwa der letztlich gescheiterte Tender Offer Reform Act 1987 (H.R. 2172) einen One-Share-One-Vote-Standard für alle stimmberechtigten Aktien einführen, die an einer nationalen Börse oder durch ein nationales Marktsystem gehandelt werden (näher, auch zum weiteren Gang des Entwurfs, *U. S. Congress*, All Info – H.R.2172 – 100th Congress (1987–1988): Tender Offer Reform Act of 1987, 17.09.1987 <<https://www.congress.gov/bill/100th-congress/house-bill/2172/all-info>> (geprüft am 11.06.2020)).

<sup>252</sup> Vgl. allgemein Fn. 258 auf S. 113 sowie beispielhaft o. A., *Corporate Takeovers (part 1)*, Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-Ninth Congress, First Session, February 27, March 12, April 23, and May 22, 1985, 1986, S. iii–iv (Stellungnahmen unter anderem der bekanntesten *raiders* Carl Icahn und T. B. Pickens, von Michael C. Jensen und zahlreichen Führungskräften aus Wirtschaft, Regierung und

auch im Verbund mit kurzfristig eingestellten institutionellen Investoren, treibe Unternehmen zu kurzfristigem Verhalten und erschwere langfristige Investitionen, spielte dabei oftmals eine herausgehobene Rolle.<sup>253</sup> Im Ergebnis beschloss der Kongress indes

---

von Behördenseite); o. A., Corporate Takeovers (part 2), Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-Ninth Congress, First Session, May 23, June 12, and October 24, 1985, 1986, S. iii–iv (Stellungnahmen unter anderem des damaligen SEC-Chairman John Shad, von Arbeitnehmervertretern und als eingereichtes Material fünf SEC-Studien); o. A., Hostile takeovers, Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One-Hundredth Congress, First Session, on the Examination of the Need for Reform of the Procedures and Practices of Insider Trading, Financing of Hostile Takeovers and their Effects on the Economy and International Competitiveness, 1987, S. iii–vii (Stellungnahmen zahlreicher Chairmen bedeutsamer Unternehmen, führender Kanzleipartner und Arbeitnehmervertreter sowie von Alan Greenspan, der damals unmittelbar vor seiner Ernennung zum Vorsitzenden des United States Federal Reserve Board stand).

<sup>253</sup> Siehe beispielhaft o. A., Corporate Takeovers (part 1), Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-Ninth Congress, First Session, February 27, March 12, April 23, and May 22, 1985, 1986, S. 3, 10–11, 15, 19–20, 27, 29, 30–32, 44 (Abdruck einer Cover Story aus Business Week, March 4, 1985), 121, 124, 127, 146–147, 165–167, 196–199, 233–234, 241, 272, 274, 282, 287, 303, 310–311, 367, 383–394, 402–405, 508, 523, 678, 687–688, 712, 716, 723, 726, 734–735; o. A., Corporate Takeovers (part 2), Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-Ninth Congress, First Session, May 23, June 12, and October 24, 1985, 1986, S. 35–56 (SEC-Studie zu *institutional ownership*, *tender offers* und *long-term investments* mit ausführlicher Untersuchung des Arguments, dass eine kurzfristige Orientierung entstehe), 227, 286, 324, 437, 455–456; o. A., Corporate Takeovers: Public Policy Implications for the Economy and Corporate Governance, A Report from the Chairman of the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Finance, U. S. House of Representatives, 99th Congress, 2d Session, December 1986, 1987, S. 14–17, 25–65 („Hostile Takeovers and Long-Term Economic Growth – The Evidence and Public Policy Issues“, mit Diskussion der *efficient capital market hypothesis*, des *Short-termism*-Arguments [ohne diese Bezeichnung] und dem Stand der empirischen Forschung, der im Ergebnis als differenziert und offen bewertet wird.); o. A., Hostile takeovers, Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One-Hundredth Congress, First Session, on the Examination of the Need for Reform of the Procedures and Practices of Insider Trading, Financing of Hostile Takeovers and their Effects on the Economy and International Competitiveness, 1987, S. 25, 32–33, 37–38, 44–45 (kurzfristiges Verhalten durch verbreitetes Verständnis der Fiduciary-Duty-Verpflichtung, Regulierung von Übernahmen), 80–81, 94–96, 97–104, 107–109, 112–113, 120, 122, 133, 137–138, 143, 159–160, 180–181 (kurzfristige Gewinninteressen vs. Stakeholder-Interessen), 185–186, 199–200, 201–203, 209; o. A., Management and Leveraged Buyouts, Hearings before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce, House of Representatives, One Hundred First Congress, First Session, February 22 and May 25, 1989, 1989, S. 40–42 sowie 44–58 (jeweils insbesondere zu kurzfristiger Perspektive institutioneller Investoren, bedingt auch durch Verständnis der *fiduciary duty* unter ERISA), 60 (kurzfristige Orientierung durch hohe Verschuldung), 74–75, 107 (gegen These, Übernahmen behinderten F & E), 232–234 (LBOs und Investitionen), 264 (KKR gegen These kurzfristigen Managements nach LBOs); o. A., Leveraged Buyouts and Corporate Debt, Hearing before the Committee on Finance, United States Senate, One Hundred First Congress, First Session, January 24, 1989 (Part 1 of 3), 1989, S. 11 (steuerliche Anreize für längerfristige Haltedauer), 22 (Problematik kurzfristigen Handels durch *fiduciary duty* nach ERISA), 29, 32 (kurzfristiger Druck des Aktienmarktes behindert langfristige Investitionen), 36, 37–38; o. A., Leveraged Buyouts and Corporate Debt, Hearing before the Committee on Finance, United States Senate, One Hundred First Congress, First Session, January 25, 1989 (Part 2 of 3), 1989, S. 12 (Stärkung langfristiger Perspektive in der Unternehmensberichterstattung), 58 (gegen These kurzfristiger US-Manager); o. A., Leveraged Buyouts and Corporate Debt, Hearing before the Committee on Finance, United States Senate, One Hundred First Congress, First Session, January 26, 1989 (Part 3 of 3), 1989, S. 111–112, 133–135 (gegen These kurzfristigen Drucks durch LBOs).

trotz dieser „seemingly endless hearings on the subject“<sup>254</sup> nur einige steuerrechtliche Vorschriften, die sich nicht spürbar auswirkten.<sup>255</sup>

Dass sich stärkere Einschränkungen nicht durchsetzen konnten, verwundert nicht. Von Anfang an war Legislativvorschlägen zu Übernahmen angesichts der disparaten Meinungen über eine angemessene Regelung und vor allem in Anbetracht fehlender Unterstützung der *Reagan-Administration*<sup>256</sup> nur geringe Erfolgsaussicht prophezeit worden.<sup>257</sup> Selbst ein Gesetzesvorschlag aus dem House Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance des Committee on Energy and Finance, der über zwei Jahre umfassend vorbereitet worden war,<sup>258</sup> erreichte nicht einmal das Abstimmungsstadium, bedingt durch zangenartigen Druck widerstrebender Kräfte auf die Kongressmitglieder, einen fehlenden ökonomischen Konsens über eine Reform sowie die problematische Abgrenzung bundes- und einzelstaatlicher Kompetenzen zur Regulierung der Corporate Governance.<sup>259</sup>

Hinzu kam die Rolle der SEC, die insbesondere ab Mitte der 1980er Jahre<sup>260</sup> übernahmefreundlich eingestellt war,<sup>261</sup> beeinflusst durch die Personalpolitik der marktliberalen *Reagan-Administration*.<sup>262</sup> Über die Abteilung ihres Chefökonomens brachte die SEC zwischen 1984 und 1987 mittelbar oder unmittelbar sechs Studien in die Kongressberatungen ein, welche die Wirkungen von Übernahmen weitgehend positiv bewerteten bzw. gegenteiligen Befürchtungen widersprachen und weiterer übernahmehinderlicher Regulierung zurückhaltend gegenüberstanden.<sup>263</sup> Dies stimmte mit der Position bekann-

<sup>254</sup> *Gilson*, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *European takeovers*, 1992, 49.

<sup>255</sup> Bestimmte steuerliche Anreize zu Übernahmen wurden beseitigt (näher *Romano*, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *European takeovers*, 1992, S. 3, 41–42: so wurde die Übertragbarkeit von Betriebsverlusten bei Übernahmen eingeschränkt und ein Steuerschlupfloch geschlossen, das steuerfreie erhöhte Abschreibungsabzüge ermöglichte), zudem versuchte man, Goldene Fallschirme und sog. Greenmailing durch Besteuerung bzw. Einschränkung der steuerlichen Abzugsfähigkeit unattraktiver zu machen (dazu knapp *Gilson*, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *European takeovers*, 1992, 49; kritisch *Romano*, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *European takeovers*, 1992, S. 3, 43–44, mit dem Argument, dass diese üblicherweise als Verteidigungsmaßnahmen eingeordneten Praktiken tatsächlich Übernahmen bzw. Auktionen erleichterten und daher den Aktionären der Zielgesellschaft nützten).

<sup>256</sup> Vielmehr nahmen Behörden und Ministerien der *Reagan-Administration* dezidiert kritisch zu Gesetzentwürfen Stellung, näher *Lipton/Brownstein*, 40 *Bus. Law.* 1403, 1428 (1985); aus dem deutschen Schrifttum *Ebenroth/Eyles*, *RIW* 1988, 413. *Romano*, 57 *U. Cincinnati L. Rev.* 457, 489 (1988) sieht in der Haltung der *Reagan-Regierung* den wichtigsten Grund dafür, dass sich keines der Vorhaben zur Regulierung von Übernahmen durchsetzen konnte.

<sup>257</sup> *Phillips*, *The Business Lawyer Update* 6 (1985), 1, 3.

<sup>258</sup> Dazu *Kaufman/Zacharias*, *Bus. Hist. Rev.* 66 (1992), 523, 563 Fn. 116: „In the two years prior to the subcommittee’s legislative proposals, it held fifteen hearings, questioned over sixty witnesses, and concluded with informal discussions with management, labor, and investors. In addition, the subcommittee made extensive use of the SEC, the Treasury Department, the Office of Management and Budget, the Federal Reserve Board, and the Congressional Research Service.“

<sup>259</sup> *Dies.*, *Bus. Hist. Rev.* 66 (1992), 523, 564 m. w. N.

<sup>260</sup> Ausgewogener noch die Ausführungen und Empfehlungen in *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Report on Tender Offer Laws, 1980.

<sup>261</sup> *Gilson*, 26 *Del. J. Corp. L.* 491, 494 (2001); insoweit zumindest irreführend *Ebenroth/Eyles*, *RIW* 1988, 413.

<sup>262</sup> *Roe*, in: Blair (Hrsg.), *The Deal Decade*, 1993, S. 321, 333–334; *Romano*, 57 *U. Cincinnati L. Rev.* 457, 489 (1988).

<sup>263</sup> *Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission*, The Impact of Targeted Share Repurchases (Greenmail) on Stock Prices, September 11, 1984 (S. 2–4, 15–17: Vorschlag der SEC, gezielte Rückkäufe zu begrenzen; Studie bestätige, dass gezielte Rückkäufe nicht teilnehmende Aktionäre durch erhebliche Kursrückgänge schädigen); *dass.*, Institutional ownership, tender offers, and long-term investments, April 19, 1985 (gegen die *Short-termism*-These zu institutionellen Investoren; dazu

ter (Rechts-)Ökonomen der Chicago School überein, die die SEC-Studien dankbar zitierten.<sup>264</sup> Im vorliegenden Zusammenhang verdient besondere Hervorhebung, dass eine der Studien aus dem Office of the Chief Economist das Argument kurzfristiger Orientierung durch feindliche Übernahmen entschieden zurückwies,<sup>265</sup> gestützt auf knappe statistische Angaben und einfache Regressionsanalysen zu drei Stichproben von Unternehmen.<sup>266</sup> Aus damaliger Sicht erschien dieses Papier offenbar *prima facie* durchaus eindrucksvoll, wie seine Zitierung durch angesehene Chicago-School-Vertreter nahelegt. In den Kongressanhörungen besprach der damalige, entsprechend der Haltung der

---

näher sogleich im Text); *dass.*, The economics of any-or-all, partial, and two-tier tender offers: a study, 1985 (S. 26–27 gegen praktische Bedeutung des Arguments, dass *two-tier* und *partial tender offers* Aktionäre zu einer Annahme zwingen und gegen regulatorische Förderung von *any-or-all-offers*); *dass.*, Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980, July 24, 1985 (*antitakeover amendments*, wenn auch nicht alle Arten, führten zu Kursrückgängen und würden vor allem dann beschlossen, wenn der Anteil von Insider-Aktionären hoch und derjenige institutioneller Investoren gering ist); *dass.*, The effects of poison pills on the wealth of target shareholders, October 23, 1986 (S. 4–5, 40–43: Ergebnisse bestätigten, dass *poison pills* nicht im Interesse der Aktionäre sind, da nach erfolgreicher Abwehr einer Übernahme starke Kursrückgänge eintreten, deren Ausmaß nicht durch die Fälle aufgewogen werde, in denen es durch die *poison pill* zu einer „Auktion“ kommt, in deren Rahmen die Aktionäre ein höheres Gebot eines anderen Bieters annehmen; S. 5: in einer bereinigten Stichprobe habe die Annahme einer *poison pill* kurzfristig eine negative Wirkung auf den Aktienkurs; das zugrunde liegende Modell geht von der *efficient capital market hypothesis* aus (S. 16 f., 25); S. 39 f.: Studie sieht daher SEC-Forderung nach einer Aktionärsabstimmung über die Annahme einer *poison pill* bestätigt; a. a. O., S. 3–4 auch kurz zu einer Vorgängerstudie, „The Economics of Poison Pills“, mit kleinerer Stichprobe und daher geringerer Verlässlichkeit); *dass.*, Shareholder wealth effects of Ohio legislation affecting takeovers, 1987 (mit der Schlussfolgerung, dass dieses Gesetz wahrscheinlich das Vermögen der Aktionäre von in Ohio inkorporierten Gesellschaften schmälert, möglicherweise zugunsten des amtierenden Managements und der Arbeitnehmer dieser Gesellschaften, weshalb das Gesetz Ohio als Staat nicht notwendig schade, a. a. O., S. 22–23).

<sup>264</sup> Siehe *Easterbrook/Fischel*, The economic structure of corporate law, 1991/1998, S. 202 Fn. 24, zudem die Aufstellung S. 210–211; *Jensen*, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets*, 1988, S. 314, 320–321; *Jensen*, J. Econ. Persp. 2 (1988), 21, 27; *Romano*, 9 Yale J. Reg. 119, 145 Fn. 107 (1992); *Romano*, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *European takeovers*, 1992, S. 3, 21 Fn. 95; ferner *Black*, 39 UCLA L. Rev. 811, 862 (1992).

<sup>265</sup> *Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission*, Institutional ownership, tender offers, and long-term investments, April 19, 1985. Die Autoren, Gregg Jarrell, Ken Lehn und Wayne Marr, skizzieren zunächst das „Short-Term Argument“ (S. 1–3) und leiten daraus vier Hypothesen ab (S. 4), die sie sodann empirisch zu testen suchen. Dabei ermitteln die Autoren unter anderem, dass in der untersuchten Stichprobe von Unternehmen von 1980 bis 1983 sowohl der Anteil institutioneller Investoren als auch das Verhältnis von F&E zu Erlösen (*revenue*) gestiegen sind (S. 5–6), dass in der Stichprobe das Verhältnis von F&E zu Erlösen positiv mit dem Aktienanteil institutioneller Investoren korreliert ist (S. 6–7), dass in der Stichprobe von 1980 bis 1983 kein statistisch oder ökonomisch signifikanter Zusammenhang zwischen der Veränderung des Verhältnisses von F&E zu Umsatz und der Veränderung des Aktienanteils institutioneller Investoren besteht (S. 7–8), dass eine Stichprobe von zwischen 1981 und 1984 übernommener Unternehmen ein weniger als halb so hohes wertgewichtetes F&E-Umsatz-Verhältnis aufweist wie eine Kontrollgruppe nicht übernommener Unternehmen (S. 9), dass die Zielunternehmen einen geringeren Anteil institutioneller Aktionäre als die Kontrollgruppe aufweist (S. 10) und dass eine Stichprobe von Unternehmen aus dem Zeitraum von 1973 bis 1983 auf eine Ankündigung von F&E-Ausgaben hin kurzfristig Überrenditen erzielten (Zeitfenster bis 20 Tage nach der Ankündigung) (S. 10–11). Die Autoren interpretieren alle diese Ergebnisse als deutliche Indizien gegen das *Short-Termism*-Argument.

<sup>266</sup> Im Einzelnen: (1) alle Gesellschaften aus dem Business Week „R&D Scoreboard“ von 1980 bis 1983, soweit Angaben für institutionelle Eigentümerschaft verfügbar waren (*dass.*, Institutional ownership, tender offers, and long-term investments, April 19, 1985, S. 5 ff., mit Tabellen a. a. O., S. 15–18), (2) alle Zielgesellschaften erfolgreicher Übernahmeverhaben aus dem Zeitraum von 1981 bis 1984 (a. a. O., S. 8 ff., mit Tabellen a. a. O., S. 19–21) und (3) 62 F&E-Ankündigungen, die zwischen 1973 und 1983 im Wall Street Journal erfolgten (*dies.*, a. a. O., S. 11, mit Tabelle S. 22).

*Reagan*-Administration ebenfalls dezidiert übernahmefreundlich eingestellte<sup>267</sup> Assistant Attorney General der Antitrust Division diese Studie in einem ausführlichen Statement für das Department of Justice äußerst positiv: Sie widerlege die Argumentation, dass *corporate takeovers* zu kurzfristigem Verhalten führten,<sup>268</sup> und zeige, dass dies und andere verbreitete Kritikpunkte an Übernahmen kaum mehr seien als „old wives’ tales“.<sup>269</sup> Tatsächlich hatte die Studie indes erhebliche Mängel, die in den Hearings vor dem Senat auch thematisiert wurden, allerdings erst spät und in einer Überfülle anderen Materials.<sup>270</sup>

<sup>267</sup> Siehe o. A., Corporate Takeovers (part 1), Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-Ninth Congress, First Session, February 27, March 12, April 23, and May 22, 1985, 1986, S. 364–365: „Our [the Department of Justice’s] basic precept is that competition in the market for corporate control, like competition in other sectors of the economy, yields net social benefits. For example, takeovers are an efficient means of ousting managements that are incompetent or are more interested in their own comfort than in enhancing their shareholders wealth. [...] Moreover, takeovers help ensure the desirable movement of assets from lower- to higher-valued uses.“ (Statement of Charles F. Rule).

<sup>268</sup> O. A., Corporate Takeovers (part 1), Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-Ninth Congress, First Session, February 27, March 12, April 23, and May 22, 1985, 1986, S. 368.

<sup>269</sup> O. A., Corporate Takeovers (part 1), Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-Ninth Congress, First Session, February 27, March 12, April 23, and May 22, 1985, 1986, S. 366.

<sup>270</sup> Siehe den Brief von Frederic M. Scherer (als damaliger Visiting Fellow im Economic Studies Program der Brookings Institution) auf die Anfrage von Timothy Wirth, Chairman des Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, abgedruckt in o. A., Corporate Takeovers (part 1), Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-Ninth Congress, First Session, February 27, March 12, April 23, and May 22, 1985, 1986, S. 403, 403–406; sehr stark geraffte und insofern weniger instruktive Fassung dieser Kritik später bei *Scherer*, J. Econ. Persp. 2 (1988), 69, 80.

Scherer weist zunächst unter Bezugnahme auf verschiedene Aufsätze darauf hin, dass die vom SEC-Staff mit langfristigen Projekten gleichgesetzten Ausgaben für Forschung & Entwicklung (engl. R&D, dt. F&E) tatsächlich viele kurz- und mittelfristigen Projekte betreffen, wobei der Durchschnitt „auf der relativ kurzfristigen Seite liege“ (S. 403). Der SEC-Ansatz sei daher „somewhat of an oversimplification“.

Anschließend zeigt Scherer, dass die vom SEC-Staff zusammengestellten drei Stichproben (dazu oben Fn. 266 auf S. 114) in erheblicher Weise nicht repräsentativ waren. Erstens lagen (zur 1. der in Fn. 266 auf S. 114 genannten Stichproben) ihre F&E-Ausgaben über 50 % höher als der Durchschnitt, mutmaßlich bedingt dadurch, dass Daten zu institutioneller Eigentümerschaft häufiger für Hochtechnologieunternehmen vorlagen, die damals bei Wagniskapitalgesellschaften, also einer sehr speziellen Art institutioneller Investoren, hoch im Kurs standen (S. 403–404). Zweitens sprach gegen die Repräsentativität der Stichproben, dass in ihnen bestimmte Branchen als wenig F&E-intensiv erschienen, die gemäß anderen Daten zu der Spitze der F&E-Intensität gehörten (S. 404). Drittens erschienen (bei der 2. Stichprobe) die ausgewiesenen Unterschiede der F&E/Umsatz-Relation ungewöhnlich groß, wobei die Abweichung von den Werten anderer Untersuchungen mutmaßlich durch eine zu grobmaschige Kontrolle für Industriezweige verursacht worden sein könnte (S. 404–405). Drittens machten (bei der 3. Stichprobe) die betrachteten 62 Ankündigungen von F&E-Vorhaben nur einen verschwindend geringen Teil der Gesamtanzahl solcher Vorhaben im Untersuchungszeitraum aus (mehr als 20.000). Daher betrafen sie höchstwahrscheinlich besondere Erfolgsgeschichten oder anderweitig positiv Elemente, die die gemessene positive Marktreaktion erwarten ließen und erklärten (S. 405, sog. *selection bias*; für einen Versuch, diesen in einer ähnlichen Studie zu kontrollieren siehe *Chan/Martin/Kensinger*, J. Fin. Ec. 26 (1990), 255, 273–274).

Im Übrigen ist eine positive Aktienkursreaktion auf die Ankündigung von F&E-Investitionen mit kurzfristigem Verhalten von Managern gerade vereinbar. Wenn Manager – etwa aus Angst vor *corporate raiders* – eine höhere Diskontrate als „der Markt“ anlegen, sollte jede Ankündigung neuer Ausgaben für F&E oder Sachinvestitionen den Aktienkurs steigen lassen. Denn neue Investitionen der Gesellschaft müssen dann intern eine höhere Diskontraten-Hürde nehmen als jene, die der Markt anwendet. Daher wird jedes Investment, das unternommen wird, den Gegenwartswert der Gewinne berechnet mit der Diskontrate des Marktes erhöhen, *Nickell*, The performance of companies, 1995, S. 28.

Zwar gab es zeitweilig auch Bestrebungen aus der SEC, die Zehn-Tages-Frist für die Offenlegung eines Überschreitens von Meldeschwellen zu verkürzen,<sup>271</sup> ein Vorhaben, das viele Vertreter der Chicago School als übernahmehinderlich ablehnten. Entsprechende Vorschläge eines von der SEC ins Leben gerufenen Beratungsgremiums,<sup>272</sup> das zuvor unter anderem die Frage eines Drucks zu kurzfristigem Verhalten durch Übernahmen behandelt hatte,<sup>273</sup> fanden insoweit zunächst die Zustimmung der SEC<sup>274</sup> und führten zu einem entsprechenden Gesetzesvorschlag. Diesen unterstützte die Behörde später aber überraschend nicht (mehr).<sup>275</sup> Eine gesetzgeberische Umsetzung erfolgte trotz umfangreicher Befassung nicht.<sup>276</sup>

Weiterhin ist problematisch, dass die SEC-Studie außer der grobmaschigen Kontrolle für Industriezweige nur den Aktienanteil institutioneller Investoren als weitere unabhängige Variable einbezieht. Es fehlt eine statistische Kontrolle für andere möglicherweise relevante Effekte wie etwa Unternehmensgröße, Verschuldungsgrad, Barreserven und Marktanteil (dazu *Hansen/Hill*, *Strat. Mgmt. J.* 12 (1991), 1, 3). Eine Kontrolle der Unternehmensgröße hätte umso mehr nahegelegen, als viele der festgestellten Effekte, wie die SEC-Studie selbst einräumt, bereits durch eine typischerweise geringere Größe der Stichprobenunternehmen im Verhältnis zur Kontrollgruppe erklärt werden können. Es erscheint sehr zweifelhaft, ob für Größeneffekte ausreichend dadurch kontrolliert werden kann, F&E-Ausgaben auf den Umsatz zu beziehen. Weitere Studien sprechen dafür, dass Ähnliches für Barreserven bzw. Gewinne gilt (siehe *Erickson/Jacobson*, *Management Science* 38 (1992), 1264, 1265 f., 1269 f., 1277, die dafür kontrollieren, dass höhere Gewinne auch höhere Forschungsinvestitionen ermöglichen, und danach ermitteln, dass F&E-Ausgaben nur zu einer positiven Reaktion führen, wenn sie den aktuellen ROI erhöhen).

Schließlich ist zu beachten, dass die SEC-Studie nicht nach dem Zeithorizont verschiedener Gruppen institutioneller Investoren unterschiedet. Insofern kann sie vorrangig als Test (nur) der speziellen Variante der *Short-Termism*-Argumentation verstanden werden, dass sich alle institutionellen Investoren, die einer *fiduciary duty* unterliegen, kurzfristig verhalten, weil sie diese als Gebot kurzfristiger Gewinnmitnahmen bei Übernahmeangeboten verstehen. Diese These wurde in den 1980er Jahren etwa von Peter Drucker vorgetragen und griff eine Rechtsunsicherheit auf, die die US-Praxis stark beschäftigte und erst Anfang 1989 beseitigt wurde (näher oben Fn. 230–231 auf S. 107). Anderen, bereits damals vorgetragenen *Short-Termism*-Argumenten (insbesondere: Beeinträchtigung langfristiger unvollständiger Verträge mit Stakeholder-Gruppen, Verkürzung der Planungsperspektive der Direktoren ex ante, Ineffizienz der Preisbildung am Aktienmarkt, zum Ganzen oben 2. Teil, § 1 I. 1. b)aa)(2), S. 102 ff.) wurde die SEC-Studie nicht unmittelbar gerecht.

<sup>271</sup> Dafür namentlich *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Report on Tender Offer Laws, 1980, S. 11, 55–56: Forderung nach Verkürzung der Meldefrist von zehn Tagen auf fünf Arbeitstage und zudem Verbot weiterer Käufe bis zur Erfüllung der Meldeverpflichtung sowie für eine kurze Zeit danach.

<sup>272</sup> Wiedergabe der Empfehlungen des Advisory Committee jeweils mit knapper Stellungnahme der SEC bei *Shad, John S. R.*, Statement of John S. R. Shad Chairman of the Securities and Exchange Commission Before Hearings of the House Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection, and Finance Concerning the Recommendations of the Securities and Exchange Commission Advisory Committee on Tender Offers, March 28, 1984, S. 5–28; speziell zu der Empfehlung, die Zehn-Tages-Frist zu verkürzen, knapp *Hazen*, *Treatise on the law of securities regulation*<sup>6</sup>, 2009, S. 327–328, § 11.2[1].

<sup>273</sup> *Securities and Exchange Commission Advisory Committee on Tender Offers* (SEC Advisory Committee on Tender Offers), Agenda of Meeting June 10, 1983, Issues and Recommendations to be discussed at June 10 meeting, June 1983, S. 5, ferner S. 26–27.

<sup>274</sup> Siehe *Shad, John S. R.*, Statement of John S. R. Shad Chairman of the Securities and Exchange Commission Before Hearings of the House Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection, and Finance Concerning the Recommendations of the Securities and Exchange Commission Advisory Committee on Tender Offers, March 28, 1984, S. 11, dort sowie im Weiteren aber auch mit ablehnender Haltung zu verschiedenen anderen Vorschlägen des Advisory Committees.

<sup>275</sup> Näher dazu ebenso wie zu weiteren Inhalten des betroffenen Entwurfs *Lipton/Brownstein*, 40 *Bus. Law.* 1403, 1427–1428 (1985). Erst mit dem Dodd-Frank Act 2010 hat die SEC die Befugnis erhalten, das Zehn-Tages-Zeitfenster zu verkürzen, hiervon allerdings bis Mitte 2015 keinen Gebrauch gemacht, siehe *Hazen*, *Treatise on the law of securities regulation*<sup>6</sup>, 2009, S. 102–104, §§ 11.1[2], 11.1[3], 11.2[1], January 2015 Pocket Part.

<sup>276</sup> *Karmel*, 57 *Brook. L. Rev.*, 81–82 (1991).

## (2) Ebene der Bundesstaaten

Ganz anders verlief die Entwicklung auf Ebene der Bundesstaaten: Diese verabschiedeten in großer Zahl mehrere Generationen sog. (*anti-*)*takeover statutes*. Deren Verfassungsmäßigkeit hat der Supreme Court nach längerer Unsicherheit 1982 für die sog. zweite Generation bestätigt und damit ein „Kochrezept“<sup>277</sup> für weitere gleichgerichtete Vorhaben (teils als dritte Generation bezeichnet<sup>278</sup>) geliefert.<sup>279</sup> Hierauf ergingen bis 1987 insgesamt 37 zusätzliche (*anti-*)*takeover statutes* der Gliedstaaten.<sup>280</sup> Zugleich stärkte die einzelstaatliche Rechtsprechung vorrangig das Management potenzieller Zielgesellschaften durch Spielraum für Abwehrmaßnahmen.<sup>281</sup>

Die Gesetzgebung der Gliedstaaten wird verbreitet auf protektionistische Bestrebungen und eine stärkere Nähe der einzelstaatlichen Gesetzgeber zu Management und Arbeitnehmern lokaler (potenzieller) Zielunternehmen zurückgeführt.<sup>282</sup> Politisches Lobbying und interessengeleitete Diskussionsbeiträge<sup>283</sup> gab es allerdings von beiden Seiten: Das Management koordinierte seine Bemühungen durch den Business Roundtable und erreichte im Verbund mit Arbeitnehmern und Gewerkschaften erhebliches politisches Gewicht.<sup>284</sup> Ihnen gegenüber standen ebenfalls gut organisierte Investmentbanker und *corporate raiders*, die mit Lobbying und Spenden politischen Einfluss erlangten und

<sup>277</sup> Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1490, S. 771.

<sup>278</sup> So etwa knapp Romano, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), European takeovers, 1992, S. 3, 39; ferner zuvor S. 27–28 knapp zur ersten und zweiten Generation.

<sup>279</sup> CTS Corporation v. Dynamics Corporation of America, 481 U.S. 69, 107 S. Ct. 1637 (1987). Zum Ganzen instruktiver Überblick bei Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1479–1492, S. 763–773.

<sup>280</sup> Siehe die Statistik bei Romano, 57 U. Cincinnati L. Rev. 457, 460 (1988). Dies führte dazu, dass verbreitet eine bundesrechtliche Gegenmaßnahme gefordert wurde, auch von der SEC (so bereits *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Report on Tender Offer Laws, 1980, S. 13; aus der Literatur etwa Hazen, 23 Wake Forest L. Rev. 77, 107–110 (1988); allg. zu entsprechenden Forderungen Romano, 57 U. Cincinnati L. Rev. 457, 460–461 (1988), selbst aber anderer Ansicht wegen Erwartung eher übernahmekritischer Regelungen auch vonseiten des Kongresses, dazu a. a. O., S. 457–458, 501–504). Der Ruf nach bundesrechtlicher Abhilfe konnte sich bisher nicht durchsetzen, ist aber auch nicht verstummt, siehe nur Hazen, Treatise on the law of securities regulation<sup>6</sup>, 2009, S. 324, § 11.1[3], der infolge der einzelstaatlichen *antitakeover statutes* verstärkte Bemühungen um eine bundeseinheitliche Regelung erwartet, weil eine einheitliche Lösung der bundesweiten Probleme in Bezug auf Unternehmensübernahmen wichtig sei.

<sup>281</sup> Dementsprechend sehr kritisch zur Rechtsprechung in Delaware Jensen, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), Knights, Raiders, and Targets, 1988, S. 314, 342–347; Jensen, J. Econ. Persp. 2 (1988), 21, 41–44. Ganz anders Lipton, 35 Bus. Law. 101, 101–124 (1979); Lipton, 36 Bus. Law. 1017, 1017–1022 (1981); Lipton/Brownstein, 40 Bus. Law. 1403, 1403–1426 (1985), die sich für ihre Position und ihre Strategien weitgehend auf die Rechtsprechung berufen können bzw. von deren Entwicklung bestätigt sehen.

<sup>282</sup> Gilson, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), European takeovers, 1992, 49; Kaufman/Zacharias, Bus. Hist. Rev. 66 (1992), 523, 571; Roe, in: Blair (Hrsg.), The Deal Decade, 1993, S. 321, 332–333, 339–340; Hazen, 23 Wake Forest L. Rev. 77, 108 (1988); aus dem deutschen Schrifttum knapp zur protektionistischen Zielsetzung Meier-Schatz, ZHR 149 (1985), 76, 84; abweichend Romano, 57 U. Cincinnati L. Rev. 457, 461–463 (1988), die Unternehmen und Arbeitnehmer in einer nachgeordneten Rolle sieht und die lokale Anwaltschaft als wesentlichen Treiber einzelstaatlicher (*anti-*)*takeover statutes* ausmacht.

<sup>283</sup> Pointiert Steinbrink, 28 Case Western Reserve L. Rev., 882 (1978): „The context, thus, is one of a battle between white hats and black hats placed on different sets of heads in accordance with one’s predilection or, more commonly, self-interest as a lawyer, investment banker, labor leader, or state politician.“ Steinbrink selbst war als Großkanzleipartner mit seinem Aufsatz, der sehr stark von einem Director-Primacy-Ansatz ausging, keine Ausnahme.

<sup>284</sup> Roe, in: Blair (Hrsg.), The Deal Decade, 1993, S. 321, 322–323; Kaufman/Zacharias, Bus. Hist. Rev. 66 (1992), 523, 562 inkl. Fn. 113.

durch die Deregulierungswelle unter der *Reagan*-Administration sowie die damals dominierende Theorie der Chicago School gestärkt wurden.<sup>285</sup> Auf Ebene der Einzelstaaten hatten die Übernahmegegner aber aufgrund ihrer direkten Betroffenheit und lokalen Konzentration Organisationsvorteile,<sup>286</sup> zu denen ein starkes, wenn auch nicht deckungsgleiches Interesse der lokalen Anwaltschaften an *takeover statutes* hinzukam.<sup>287</sup> Der Einfluss dieser Interessen zeigte sich auch im Kongress, wo Abgeordnete aus aktuell bzw. spezifisch betroffenen Gliedstaaten zahlreiche Gesetzgebungsvorhaben zu Übernahmen betrieben,<sup>288</sup> ohne auf dieser übergeordneten Ebene vergleichbare Durchschlagskraft zu entwickeln.

Historisch orientierte Betrachtungen weisen daneben darauf hin, dass die einzelstaatlichen Gesetzgeber anders als der Bundesgesetzgeber auch in den 1980er Jahren im Gesellschaftsrecht an dem *trust approach* (Manager als Trustees der Aktionäre) festhielten, während der Bundesgesetzgeber in den 1980er Jahren zu der stärker marktorientierten *contractarian theory of the firm* überging.<sup>289</sup> Der erstgenannte Ansatz impliziert als Ausgangspunkt Vertrauen in Haltung und Kompetenz des Managements (Stewardship-Theorie des Managements<sup>290</sup>), Letzterer grundlegende Skepsis daran (Agency-Problematik).

Zu- oder Misstrauen in die Aufrichtigkeit des Managements war in den USA der 1980er Jahre allerdings keine eindeutige Trennlinie zwischen Übernahmefürwortern und -kritikern.<sup>291</sup> Besser lassen sie sich an der Ansicht dazu abgrenzen, ob eine – nicht

<sup>285</sup> *Kaufman/Zacharias*, Bus. Hist. Rev. 66 (1992), 523, 563 mit Fn. 114.

<sup>286</sup> *Roe*, in: Blair (Hrsg.), *The Deal Decade*, 1993, S. 321, 332–333, mit hervorstechenden Beispielen erfolgreichen Lobbyings von lokalen Unternehmen bei einzelstaatlichen Gesetzgebern hinsichtlich (*anti*-)*takeover statutes* auf S. 339–340; dazu auch beispielhaft aus zeitgenössischer Sicht *Barrett*, Wall Street Journal vom 09.12.1987.

<sup>287</sup> Dazu *Romano*, 57 U. Cincinnati L. Rev. 457, 462–465 (1988); *Roe*, in: Blair (Hrsg.), *The Deal Decade*, 1993, S. 321, 343–344; allg. zum hohen Einfluss der Anwaltschaft auf die gesellschaftsrechtliche Gesetzgebung in den USA *Awrey/Clarke/Griffith*, 35 Yale J. Reg. 1, 59–63 (2018).

<sup>288</sup> Zahlreiche Beispiele bei *Romano*, 57 U. Cincinnati L. Rev. 457, 482–484 (1988).

<sup>289</sup> Siehe *Kaufman/Zacharias*, Bus. Hist. Rev. 66 (1992), 523, 552–553. In der Debatte zum bundesrechtlichen Williams Act des Jahres 1968 sehen *dies.*, Bus. Hist. Rev. 66 (1992), 523, 549–550 noch die Sicht des *trust approach* als dominierend an: Trotz der Möglichkeit missbräuchlichen Managerverhaltens sei es den Gesetzgebern, die den Managern implizit vertrauten, fernliegend erschienen. Sie konzentrierten sich dementsprechend mit dem Williams Act auf denkbare Missbräuche der Bieterseite, z. B. durch *coercive bids*, und darauf, Aktionären genug Informationen bereitzustellen, um über eine *tender offer* zu entscheiden. Dies war erforderlich, weil *tender offers* außerhalb des Proxy-Verfahrens direkt den Aktionären unterbreitet wurden, also den Managern keine Möglichkeit gaben, ihre Trustee-Verantwortung über das Proxy-Verfahren zu erfüllen (a. a. O., S. 549–550). Aus zeitgenössischer Sicht *Steinbrink*, 28 Case Western Reserve L. Rev. 882, 887–888 (1978): „The federal and state legislation seem to proceed from divergent positions. The federal law presupposes that incumbent management has a limited function to perform and that, in fact, management needs to be restrained in its participation in the takeover process. The state statutes, on the other hand, often give to management a central responsibility in the takeover process.“

<sup>290</sup> Vgl. *Steinbrink*, 28 Case Western Reserve L. Rev. 882, 891 (1978), der Direktoren und Manager ausdrücklich als Stewards für das kollektive Investment der Aktionäre bezeichnet; ähnlich *Tricker*, *Corporate Governance* 6 (1998), 213, 214–215, der diese Stewardship-Sicht des Managements als Ansatz des (britischen) *company law* einordnet („This is how company law sees it: directors are the stewards of the shareholders’s funds. They are to be trusted to put the shareholders’ interests before their own.“).

<sup>291</sup> Zwar befürworteten Easterbrook und Fischel gerade deshalb eine passive Haltung des Zielunternehmens zu Übernahmeansinnen, weil sie dessen Managern aufgrund eines Interessenkonfliktes keine neutrale Beurteilung zutrauten, während Lipton dezidiert davon ausging, dass Manager ihre Verantwortung gegenüber den Aktionären in aller Regel ernst nehmen (insoweit zutreffend *Lipton*, 55 N. Y. U. L. Rev. 1231, 1235 (1980); *Lipton*, in: Blair (Hrsg.), *The Deal Decade*, 1993, S. 353, 355, mit Kritik an der

ständig durch feindliche Übernahmen gefährdete – Managerkontrolle zu einem längerfristigen Planungshorizont der Unternehmensleitung führt. Das entsprach einer verbreiteten Meinung,<sup>292</sup> die aber von zwei Seiten unter Druck stand: zum einen durch die *efficient capital market hypothesis*, zum anderen durch den von *Hayes/Abernathy* begründeten Strang der *Short-termism*-Diskussion, der modernen, zentralisierten Managementtechniken, mit denen man zuvor gerade eine langfristige Ausrichtung verbunden hatte,<sup>293</sup> nun eine kurzsichtige Tendenz bescheinigte.

### c) Scheitelpunkt

#### aa) Zusammenfassende Aufbereitung und Corporate-Governance-Vergleichung („Capital choices“ u. a.)

Die Diskussionswelle erreichte ihren rechtspolitischen Scheitelpunkt zwischen 1991 und 1993 mit Büchern renommierter Autoren, die eine geschlossene Aufbereitung unternehmen und konkrete Reformvorschläge für Recht und Wirtschaft formulierten:

In „Short-term America – The causes and cures of our business myopia“<sup>294</sup> ging *Michael T. Jacobs*, ehemaliger Direktor der Corporate-Finance-Abteilung des US Treasury Department aus den ersten zwei Jahren der *Bush*-Administration<sup>295</sup> und späterer Investmentbanker, Board-Mitglied und Pensionsfonds-Trustee,<sup>296</sup> schon fast selbstverständlich davon aus, dass die amerikanische Wirtschaft ihre Wettbewerbsfähigkeit verliere.<sup>297</sup> Er führte dies darauf zurück, dass Investoren und Manager unter Kurzsichtigkeit (*Short-*

---

manageraversen Grundeinstellung der Gegenansicht, die ungerechtfertigt und nur auf einzelnen anekdotischen Beispielen gegründet sei; ähnlich kritisch *Steinbrink*, 28 *Case Western Reserve L. Rev.* 882, 892 (1978)). Allerdings teilte auch der übernahmekritische und dabei in vielen Punkten mit Liptons Hinweisen übereinstimmende *Lowenstein* (siehe oben Nachweise und begleitenden Text bei Fn. 211–219 auf S. 104–106) die managerskeptische Haltung von *Easterbrook/Fischel* (siehe *Lowenstein*, 83 *Colum. L. Rev.* 249, 267 (1983): „Experience has taught us too well that managerial power unchecked tends to abuse [...]“; zudem *ders.* (a. a. O., S. 313–314), aber auch S. 315: „The difficulty is that while the business judgment rule is, indeed, not satisfactory, it is unlikely that we can write a judge-made rule that is better. To that extent, I agree with Lipton.“). Aus diesem Grund empfahl *Lowenstein* anders als *Lipton* eine bundesgesetzliche starke Ausdehnung der Laufzeit einer *tender offer* auf sechs Monate, um den Aktionären eine überlegte Entscheidung zu sichern, Verzögerungs(verteidigungs)taktiken überflüssig zu machen, durch beides das Tender-Offen-Verfahren rationaler und effizienter zu gestalten sowie zugleich Anzahl bzw. Vorkommen von Übernahmen zu hemmen, ohne sie zu beseitigen (*Lowenstein*, 83 *Colum. L. Rev.* 249, 255–256, 317 ff. (1983); in der Sache ebenso speziell zu MBOs, aber zurückhaltender in der Präsentation und ohne Forderung eines 6-Monats-Fensters *Lowenstein*, 85 *Colum. L. Rev.* 730, 779–784 (1985)). Auch *Herzel/Schmidt/Davis*, 3 *Corporation L. Rev.* 107 (1980), die wie *Lipton* ein breites Direktorenemessen zur Beurteilung von Mergers und *takeovers* für sinnvoll erachten, befassen sich ausführlich mit dem Problem, dass die Direktoren bei der Beurteilung einer *tender offer* „notwendig einem Interessenkonflikt ausgesetzt sind“ (S. 112/113), sehen aber keine Lösung, die besser als der geltende Rechtsrahmen wäre.

<sup>292</sup> So *Herman*, *Corporate control, corporate power*, 1981, S. 358 Endnote 74 zu S. 101.

<sup>293</sup> So in dem preisgekrönten und viel beachteten Buch (Pulitzer Prize for History 1978; Bancroft Prize der Columbia University) *Chandler, Jr.*, *The visible hand*<sup>15</sup>, 1977, S. 451.

<sup>294</sup> *Jacobs*, *Short-term America*, 1991.

<sup>295</sup> *Mullins, Jr.*, in: *Jacobs*, *Short-term America*, 1991, S. ix, xi i. V. m. mit einer Kurzbiografie auf der Innenseite des Bucheinbandes; *Lundstrum*, *J. Corp. Fin.* 8 (2002), 353.

<sup>296</sup> Siehe die Biografie auf der Homepage der Kenan-Flagler Business School, an der *Michael Jacobs* 2015 als Professor of the Practice of Finance lehrte, *Michael Jacobs Faculty UNC Kenan-Flagler Business School* <<http://www.kenan-flagler.unc.edu/faculty/directory/finance/michael-jacobs>> (geprüft am 24.07.2015).

<sup>297</sup> *Jacobs*, *Short-term America*, 1991, S. 2–6.

*termism, business myopia*) litten, bedingt durch ein misstrauisches, oft antagonistisches Verhältnis zueinander, welches die Kapitalkosten erhöhe.<sup>298</sup> Die wesentlichen Ursachen hierfür sah *Jacobs* in einem Börsenhandel, der es ermögliche, Aktien und Anleihen wie Waren statt wie Investitionen in ein Unternehmen zu handeln, sowie in rechtlichen Hindernissen für eine effektive Kommunikation zwischen Kapitalgebern und -nehmern.<sup>299</sup> Unter diese beiden Leitmotive fasste *Jacobs* die (schon) damals am häufigsten genannten Treiber<sup>300</sup> für kurzichtiges Investitionsverhalten von Unternehmen: kurzfristige, hochdiversifizierte Anlagestrategien der den Kapitalmarkt dominierenden institutionellen Investoren ohne fundamentale Information oder Engagement, ermöglicht durch schnellen Börsenhandel,<sup>301</sup> ein zu weit getriebener Übernahmeboom, gefolgt von einer übermäßigen Entrechtung auch fundamental-langfristiger Aktionäre durch Abwehrmaßnahmen und *takeover statutes*<sup>302</sup> sowie ein regulatorisch bedingter Niedergang des Relationship Banking.<sup>303</sup> Unzureichend leistungsorientierte Managervergütungen erachtete *Jacobs* demgegenüber als weniger entscheidend für *Short-termism*.<sup>304</sup> *Jacobs* empfahl, langfristige institutionelle Investoren zu schaffen, die wenige große Beteiligungen eingehen und sich in die Corporate Governance einbringen,<sup>305</sup> regulatorische Schranken für Abstimmungen zwischen Aktionären zu streichen,<sup>306</sup> effektive Aktionärsrechte zur Besetzung des Boards insbesondere über das Proxy-Verfahren via *shareholder proposals* einzuführen,<sup>307</sup> Rechenschaftshindernisse unter anderem durch *takeover* und *constituency statutes* zu schwächen bzw. zu beseitigen,<sup>308</sup> Finanzdienstleistungen auf langfristige Beziehungen zwischen Banken und Gesellschaften auszurichten<sup>309</sup> und ergänzend die Managervergütung

<sup>298</sup> *Ders.*, *Short-term America*, 1991, S. 9–12.

<sup>299</sup> *Ders.*, *Short-term America*, 1991, S. 16.

<sup>300</sup> *Lundstrum*, *J. Corp. Fin.* 8 (2002), 353. Der inhaltliche Beitrag von *Jacobs* Buch lag also nicht in der erstmaligen Erforschung bzw. Identifizierung potenzieller Treiber von *business myopia*, sondern darin, die bisherigen Diskussionsstränge in einer geschlossenen Argumentation zusammenzufügen, so auch *Mullins, Jr.*, in: *Jacobs, Short-term America*, 1991, S. ix, xi.

<sup>301</sup> *Jacobs*, *Short-term America*, 1991, S. 17–19.

<sup>302</sup> *Ders.*, *Short-term America*, 1991, S. 21–24.

<sup>303</sup> *Ders.*, *Short-term America*, 1991, S. 24–26.

<sup>304</sup> *Ders.*, *Short-term America*, 1991, S. 26–28, 197 ff.

<sup>305</sup> *Ders.*, *Short-term America*, 1991, S. 220–224.

<sup>306</sup> *Ders.*, *Short-term America*, 1991, S. 85–86, 228: SEC sollte die Pflicht von Aktionären beseitigen, den Inhalt ihrer Kommunikation bei der SEC einzureichen, sofern die Kommunikation Inhalte betrifft, die Gegenstand einer Proxy-Abstimmung werden könnten.

<sup>307</sup> *Ders.*, *Short-term America*, 1991, S. 87–88, 228–229: Gruppe von Aktionären mit mindestens 5 % sollte einen Direktoren-Kandidaten über das Proxy-Verfahren nominieren dürfen; Bundesrecht sollte vorschreiben, dass sich der Erfolg eines Beschlussvorschlags nach den abgegebenen Stimmen richtet, anstatt, wie nach einzelstaatlichem Recht, nicht abgegebene Stimmen in bestimmter Weise zu berücksichtigen.

<sup>308</sup> *Ders.*, *Short-term America*, 1991, S. 229–230: Aktionäre sollten mit Mehrheit die Reinkorporation in einen anderen US-Staat beschließen können, der Bundesgesetzgeber *multi-constituency statutes* abschaffen.

<sup>309</sup> *Ders.*, *Short-term America*, 1991, S. 221–241 unterbreitete hierzu tiefgreifende Reformvorschläge für das US-Bankensystem, die bewirken sollten, mehr Kapital für unternehmerische Tätigkeit bereitzustellen und Banken in stärkerem Maße direkte Unternehmensbeteiligungen zu ermöglichen. Aus heutiger Sicht erscheinen diese Vorschläge allerdings z.T. verfehlt oder gar gefährlich (vgl. etwa S. 238: Eigenkapitalanforderungen für ungesicherte Tochtergesellschaften sollten einzelfallabhängig bestimmt werden, basierend auf der Qualität der Investitionen. Indes hat die Finanzkrise gezeigt, dass hohe Ermessensspielräume bei der Bankenregulierung, wie sie in England bestanden, in guten Zeiten zu übermäßig laxer Regulierung führen können und dass sich selbst Investments, denen Ratingagenturen höchste Qualität bescheinigt haben, mitunter plötzlich als wertlos herausstellen können.).

stärker an der langfristigen Unternehmensentwicklung zu orientieren.<sup>310</sup> *Jacobs* Buch wurde als die bis dato umfassendste Studie der Thematik investitionsbezogener Zeithorizonte gelobt.<sup>311</sup> Bereits bei seinem Erscheinen war indes absehbar, dass ihm dieser Titel nur kurz zukommen würde.

Bereits ein Jahr vor dem Erscheinen von *Jacobs* Buch schlossen sich der Council on Competitiveness<sup>312</sup> und die Harvard Business School zu einem viel beachteten Forschungsprojekt unter Leitung von Professor *Michael E. Porter* zusammen, das die Initiatoren letztlich als breite Untersuchung der Allokation privaten Kapitals in den USA, Japan und Deutschland sowie der relativen Effektivität des US-Corporate-Governance-Systems anlegten.<sup>313</sup> Es umfasste 18 Aufsätze namhafter Autoren, zumeist in prominenten Zeitschriften veröffentlicht, sowie einen Abschlussbericht (*synthesis paper*) von *Michael Porter*,<sup>314</sup> dessen ausführliche Executive Summary zusätzlich aufsatzförmig in zwei prominenten Zeitschriften erschien.<sup>315</sup> *Porter* konstatierte, das US-System der Allokation von Investitionskapital versage offenbar dabei, Kapital in die produktivsten Projekte zu lenken. Hierdurch investierten viele US-Unternehmen zu wenig in wichtige Anlagen und Fähigkeiten, mit der Folge ernsthafter Wettbewerbsnachteile. *Porter* räumte ein, dass die Optimalität von Investitionen schwer messbar sei, präsentierte aber als „beste verfügbare Maße“<sup>316</sup> eine Reihe anekdotischer<sup>317</sup> Indizien dafür, dass die amerikanische Industrie in vielen Bereichen mit einer geringeren Rate und kurzfristiger investiere als die deutsche und japanische.<sup>318</sup> Dem stellte er Befunde gegenüber, die einem übergreifenden

<sup>310</sup> *Ders.*, *Short-term America*, 1991, S. 241–244.

<sup>311</sup> So *Porter*, *Capital choices*, 1992, S. 100 Endnote 2; siehe auch die Auseinandersetzung mit *Jacobs* Ausführungen bei *Blair*, *Ownership and control*, 1995, S. 112–113, 130, 172, 183.

<sup>312</sup> Der Council on Competitiveness wurde 1986 als nichtkommerzielle Organisation von Chief Executive Officers, Universitätspräsidenten und Gewerkschaftsführern gegründet, um die globale Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Unternehmen zu fördern und gleichzeitig den heimischen Lebensstandard zu erhöhen (*Porter*, *Capital choices*, 1992, S. 129). Der Council geht auf die President's Commission on Industrial Competitiveness (CIC) zurück, die 1983 von Reagan ins Leben gerufen wurde und 1985 ihren Abschlussbericht vorlegte. Eine der Empfehlungen des Abschlussberichts bestand darin, eine dauerhafte Organisation zu gründen, die Veränderungen der US-Wettbewerbsfähigkeit überwacht und Wege zu ihrer Verbesserung empfiehlt. Zur Umsetzung dieser Empfehlung gründete der (ehemalige) CIC-Vorsitzende John Young, damals CEO von Hewlett-Packard, den Council on Competitiveness, um den privaten Sektor für die Bewältigung der wettbewerblichen Herausforderungen der 1980er Jahre insbesondere aus Japan und Deutschland zu aktivieren und um nationale Wettbewerbsfähigkeit als Ziel der Politikgestaltung zu propagieren (zum Ganzen *Council on Competitiveness*, *About the Council*, 2015 <<http://www.compete.org/about>> (geprüft am 11.06.2020); *Competitiveness Policy Council*, *Building a Competitive America*, March 1, 1992, S. 10).

<sup>313</sup> *Porter*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 4; ganz ähnlich *Council on Competitiveness Executive Committee*, in: *Porter*, *Capital choices*, 1992, S. 1. *Porter* baute damit auf seiner bisherigen Arbeit zu Wettbewerbsvorteilen von Volkswirtschaften (*The Competitiveness Advantage of Nations*) auf, dazu siehe *Porter*, *Harv. Bus. Rev.* 68 (1990), 73 ff.; *ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 68 (1990), 84 f.; *ders.*, *The competitive advantage of nations*, 1990.

<sup>314</sup> *Porter*, *Capital choices*, 1992.

<sup>315</sup> Jeweils mit nur marginalen Anpassungen *Porter*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 4 ff.; *ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), 65 ff.; in diesem Artikel sind drucktechnisch abgesetzt zwei kurze Fallstudien eingerückt, *Wayland*, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), 74 f.; *Wayland*, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), 78.

<sup>316</sup> So explizit nur *Porter*, *Capital choices*, 1992, S. 5.

<sup>317</sup> So explizit nur *ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), 65, 67.

<sup>318</sup> In der ersten Gruppe nennt *Porter* unter anderem: eine Verschlechterung der Wettbewerbsposition der US-Industrie relativ zu anderen Ländern; geringere Investitionen in Sachanlagen, F&E sowie immaterielle Anlagen sowie eine geringere Investitionsrate in den USA als in Japan und Deutschland, vor allem hinsichtlich „nicht traditioneller Formen“; führende amerikanische Unternehmen würden in vielen Industrien weniger investieren als die japanischen Wettbewerber; der Anteil langfristiger Projek-

Muster widerstritten,<sup>319</sup> aber, meinte *Porter*, gleichwohl die Vorstellung bestärkten, dass das US-System eine angemessene Allokation verfehle.<sup>320</sup> Die vielfach beklagten kurzen Zeithorizonte, ineffektive Corporate Governance oder hohe Kapitalkosten seien nur Symptome.<sup>321</sup> Das US-System der Kapitalallokation erzeuge, so *Porter* übereinstimmend mit *Jacobs*, Interessengegensätze zwischen Eigentümern und Gesellschaften, mit der Folge, dass sich jeder rational verhalte, aber niemand zufriedengestellt werde. Zur Erklärung verwies *Porter* zwar zunächst auf drei Gruppen von Bestimmungsfaktoren von Investitionen: das makroökonomische Umfeld,<sup>322</sup> Kapitalzuteilungsmechanismen<sup>323</sup> sowie Einflüsse auf die Renditen konkreter Investitionen<sup>324</sup>.<sup>325</sup> Seine weiteren Ausführungen widmeten sich aber nur dem internen und externen Kapitalmarkt.

Als zentrale Eigenschaften des externen Kapitalmarktes hob *Porter* Aktionärsstruktur und Agency-Beziehungen hervor, die Ziele von Eigentümern und Agenten, ihr Ansatz der Unternehmensüberwachung und -bewertung sowie ihre Art, das Management zu beeinflussen.<sup>326</sup> Das entsprechende US-System charakterisierte *Porter* durch breit diversifiziertes, kurzfristiges *fluid capital*,<sup>327</sup> während das japanische und deutsche System durch langfristiges, engagiert-informiertes *dedicated capital* geprägt seien.<sup>328</sup> Parallel

---

te in den F&E-Portfolios sei bei amerikanischen Unternehmen geringer als in Deutschland und Japan; US-amerikanische Unternehmen verwendeten Mindestrenditen (*hurdle rates*) über den Kapitalkosten; amerikanische CEOs seien der Ansicht, dass ihre Gesellschaften kürzere Investitionshorizonte haben als ihre internationalen Wettbewerber; Rückgang der durchschnittlichen Haltedauer am Aktienmarkt.

<sup>319</sup> Unter der zweiten Gruppe (*complexities*) verwies *Porter* auf folgende Punkte: große Unterschiede hinsichtlich des US-Investitionsproblems nach Industrie und sogar je nach Gesellschaft, besonders ausgeprägt bei *construction equipment* und Stahl, nicht vorhanden in den Bereichen Telekommunikation und Arzneimittel; hohe Leistungskraft der USA bei der mehrjährigen Finanzierung von neuen Industrien und hochriskanten Start-ups in einer „low-investing, short-horizon nation“; höhere durchschnittliche Profitabilität der amerikanischen Industrie, aber keine besseren Renditen amerikanischer Aktienindizes; übermäßige Investitionen der amerikanischen Industrie in einigen Bereichen wie diversifizierende Zukäufe; systematisches Überinvestment einiger Gesellschaften gemäß Studien zu Aktionärgewinnen durch Übernahmen; USA als Land mit dem effizientesten Kapitalmarkt; das Investitionsproblem sei heute gleichwohl schlimmer als vor mehreren Jahrzehnten.

<sup>320</sup> Zum Ganzen *Porter*, *Capital choices*, 1992, S. 5–6; *ders.*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 4, 6–7; *ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), 65, 67–68; *ders.*, *Capital choices*, 1992, S. 24–28.

<sup>321</sup> *Porter*, *Capital choices*, 1992, S. 3; *ders.*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 4, 4–5; *ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), 65.

<sup>322</sup> Staatsverschuldung, Sparquote, Steuerrecht.

<sup>323</sup> Unternehmensexterner und -interner Kapitalmarkt.

<sup>324</sup> Infrastruktur, lokales Umfeld aus wettbewerbsfähigen Zulieferern und anspruchsvollen Kunden etc.

<sup>325</sup> *Porter*, *Capital choices*, 1992, S. 28–33.

<sup>326</sup> *Porter*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 4, 7–8; *ders.*, *Capital choices*, 1992, S. 35–40.

<sup>327</sup> *Porter*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 4, 8; ausführlich *ders.*, *Capital choices*, 1992, S. 41–50, mit zusammenfassender Begriffsbestimmung und Grafik auf S. 49, definiert es als solches mit hoher Liquiditätspräferenz, ohne Board-Präsenz und ohne Zugang zu „Insider“-Informationen, ohne fundamentale Research und fokussiert auf messbare Unternehmensattribute, d. h. in reifen Industrien vorrangig auf gegenwärtige Gewinne.

<sup>328</sup> *Porter*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 4, 8–9; *ders.*, *Capital choices*, 1992, S. 46–50, geprägt durch langfristig investierte Hauptaktionäre, die eher Prinzipale als Agenten seien, eine langfristige Wertsteigerung anstreben und sich daher laufend umfassend informierten sowie, insbesondere in Deutschland, das Managementverhalten erheblich beeinflussten. Der Aktienkurs und Druck von vorübergehenden Aktionären beeinflussten das Management hingegen praktisch nicht. Der Befund zur Aktionärsstruktur in Japan wurde kurz darauf empirisch in etwas differenzierter Form bestätigt, siehe *Prowse*, *J. Fin.* 47 (1992), 1121 ff.

argumentierte *Porter* für den internen Kapitalmarkt:<sup>329</sup> Insoweit ziele das US-System darauf, Investitionsrenditen und Shareholder-Value gemessen am aktuellen Aktienkurs zu maximieren.<sup>330</sup> Den überwiegenden Einfluss habe das Management, Kapital werde anhand quantitativer Leistungsmaße budgetiert, gefördert durch den Trend zu diversifizierten autonomen Einheiten mit geringem Informationsfluss.<sup>331</sup> Demgegenüber sei in Japan und Deutschland der Fortbestand des Unternehmens das dominierende Ziel, der interne Informationsfluss intensiver und Unternehmen seien weniger breit diversifiziert. Über Investitionen entscheide man mit Blick auf Technologieführerschaft und Marktanteile.<sup>332</sup>

Aus alledem folgte *Porter*, dass das US-System Investitionen weniger unterstütze<sup>333</sup> und zudem Investitionen mit leicht messbaren Renditen sowie solche in eigenständige Projekte begünstige (im Gegensatz zu laufenden komplementären Investitionen). Andererseits fördere es besser Investitionen in neue Industrien und Turnarounds mit hohem Wachstumspotenzial, da Investoren dort mangels aussagekräftiger aktueller Gewinne andere Wertproxys verwendeten.<sup>334</sup> *Porter* betonte, dass beide Systeme Stärken und Schwächen hätten, wobei er Erstere für die USA bei der Maximierung kurzfristiger, für Japan/Deutschland in der Optimierung langfristiger Renditen sah.<sup>335</sup>

Als Reformziel sollte, so *Porter*, in den USA ein Umfeld geschaffen werden, in dem Manager die Investitionen tätigen, welche den langfristigen Unternehmenswert maximieren.<sup>336</sup> Eine solche Reform müsse alle Teile des Systems konsistent beeinflussen, weshalb zahlreiche gängige Vorschläge kontraproduktiv seien.<sup>337</sup> *Porter* formulierte ausgehend von fünf abstrakten Zielen<sup>338</sup> diverse Empfehlungen an Politik, institutionelle

<sup>329</sup> *Porter*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 4, 9; *ders.*, Capital choices, 1992, S. 50–53 beschreibt diesen anhand der Unternehmensziele, des Verhältnisses von leitendem Management und Geschäftsparten, den Informationen und Methoden zur Bewertung interner Investitionsoptionen sowie der Art der Intervention des leitenden Managements.

<sup>330</sup> *Porter*, Capital choices, 1992, S. 53 i. V.m. Endnoten 73, 74 (S. 106) äußert sich zu diesem Punkt allerdings deutlich differenzierter als die Aufsätze, die eine reine Shareholder-Value-Orientierung im Sinne einer Aktienkursorientierung nahelegen. An dieser Stelle des *synthesis paper* erkennt *Porter* an, dass die vorherrschende rechtliche Auslegung es gestattet, dem langfristigen Shareholder-Value den Vorzug vor kurzfristigen Aktienkurssteigerungen zu geben, er argumentiert aber, dass in der Praxis für das Management eine kurzfristige Aktienkursmaximierung der sicherere Weg zur Vermeidung von Kritik und Aktionärsklagen sei.

<sup>331</sup> *Porter*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 4, 9–10; *ders.*, Capital choices, 1992, S. 53–57.

<sup>332</sup> *Ders.*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 4, 10; *ders.*, Capital choices, 1992, S. 57–58 i. V.m. den Tabellen auf S. 54–55.

<sup>333</sup> Indem es für etablierte Gesellschaften stark auf die laufenden Gewinne achte und das Unternehmensziel den gegenwärtigen Aktienkurs über den langfristigen Unternehmenswert stelle. Dies erkläre, warum das durchschnittliche Investitionsniveau hinter Deutschland und Japan zurückfalle.

<sup>334</sup> *Porter*, Capital choices, 1992, S. 62–65.

<sup>335</sup> *Porter*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 4, 11–12; *ders.*, Capital choices, 1992, S. 65–67.

<sup>336</sup> *Ders.*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 4, 12; *ders.*, Capital choices, 1992, S. 76.

<sup>337</sup> *Ders.*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 4, 12; *ders.*, Capital choices, 1992, S. 74–76, nannte als derart kontraproduktive Vorschläge insbesondere: mehr Macht für institutionelle Investoren über das Management, ohne deren Ziele zu ändern, Besteuerung von Aktientransaktionen, Abschaffung der Quartalsberichterstattung, stärkere Nutzung von Aktienoptionen bei der Managervergütung ohne Ausübungsbeschränkungen und Subventionen für bestimmte Sektoren.

<sup>338</sup> *Ders.*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 4, 12–13; *ders.*, Capital choices, 1992, S. 77–78: Um *underinvestment* und zugleich *overinvestment* zu reduzieren, müssen (1) das makroökonomische Umfeld stabilisiert und das Sparkapital erhöht werden, (2) durchgängig „wahre Eigentümerschaft“ gefördert werden, durch höhere Beteiligungen und mehr Engagement der Aktionäre, aber auch seitens der Direktoren, Arbeitnehmer, Kunden und Lieferanten, (3) die Ziele dieser Gruppen besser angeglichen werden,

Investoren und Unternehmen: Der Politik riet er vorwiegend dazu, bestimmte regulatorische Beschränkungen abzubauen sowie langfristiges Anlegen und Investieren steuerlich attraktiver zu gestalten, von institutionellen Investoren forderte *Porter* größere, längerfristige Beteiligungen mit informiertem Engagement, und Unternehmen empfahl er, den Einfluss wesentlicher Anspruchsgruppen zu stärken sowie Vergütung und internes Management umzugestalten.<sup>339</sup>

Ein weiteres äußerst prominent besetztes Forum, das 1992 Reformvorschläge zu *Short-termism* veröffentlichte, war die Twentieth Century Fund Task Force on Market Speculation and Corporate Governance.<sup>340</sup> Ihr knapp 20 Seiten langer Bericht, veröffentlicht unter anderem zusammen mit einem ausführlichen *background paper* *Robert Shillers*,<sup>341</sup> erschien erst im November 1992, als die Ergebnisse von *Porters* umfassendem Projekt über „Capital choices“ bereits weitgehend vorlagen, und stieß wohl aus diesem Grund und angesichts der geringeren Verbreitung auf weniger Resonanz. Die Empfehlungen deckten sich zudem ganz wesentlich mit denjenigen *Porters* und *Jacobs*: langfristigeres Engagement der Aktionäre börsennotierter Gesellschaften, insbesondere durch Förderung von *relational investing* im Bilanz- und Steuerrecht; weitergehende Offenlegung der Managervergütung; Erleichterung der Koordination engagierter Aktionäre; mit der Haltdauer abnehmende Kapitalertragsteuer; aufkommensneutrale Abschaffung der steuerlichen Diskriminierung von Eigenkapital durch Streichung der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen bei gleichzeitiger Senkung der Steuern auf Unternehmensgewinne.<sup>342</sup>

#### bb) *Mainstream und erstarkende Gegenstimmen*

Wie populär die von *Porter* artikulierte Sicht damals war, veranschaulicht beispielhaft ein Blick auf die Artikel, welche 1992, im Erscheinungsjahr von *Porters* „Capital choices“, in der *Harvard Business Review* erschienen, einem der weltweit einflussreichsten Managementmagazine.<sup>343</sup> Thematisiert wurde mehrfach die erfolgreiche japanische

---

(4) der Zugang zu Informationen über die tatsächliche Unternehmensleistung, auch qualitativer Art, verbessert werden und (5) die Interaktion von Kapitalgebern mit Unternehmen ebenso wie diejenige in Unternehmen produktiver gestaltet werden.

<sup>339</sup> *Ders.*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 4, 14–15; eingehend *ders.*, *Capital choices*, 1992, S. 79–97. Anders als zuvor *Jacobs* meinte *Porter*, dass auch ein Großteil des amerikanischen Managementsystems hinterfragt werden müsse, darunter seine starke Verwendung anreizbasierter Vergütungssysteme (*Porter*, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), 65, 67), während *Jacobs* eine anreizbasierte Vergütung mit stärker langfristiger Ausrichtung gerade als förderungswürdig, wenn auch nicht als zentral im Kampf gegen *Short-termism* angesehen hatte.

<sup>340</sup> O. A., *The report of the Twentieth Century Fund Task Force on Market Speculation and Corporate Governance*, 1992. Mitglieder der Taskforce waren unter anderen mit James Tobin und Robert Shiller ein bereits damaliger sowie ein zukünftiger Ökonomie-Nobelpreisträger (Verleihungen 1981 und 2013), Partner führender Kanzleien und Investmentbanken sowie Vertreter der Anlageindustrie.

<sup>341</sup> O. A., *The report of the Twentieth Century Fund Task Force on Market Speculation and Corporate Governance*, 1992, S. 27 ff.

<sup>342</sup> O. A., *The report of the Twentieth Century Fund Task Force on Market Speculation and Corporate Governance*, 1992, S. 5–7.

<sup>343</sup> Die *Harvard Business Review* war 1992 ein wesentliches Publikationsorgan für Warnungen vor *Short-termism*, ähnlich wie später erneut in der Diskussion nach der Finanzkrise von 2007/2008. Es lassen sich aber unschwer ähnliche Warnungen aus anderen Publikationen zitieren, etwa *Zuckerman*, *U. S. News & World Report* 113 (20.07.1992), 68 („Our businesses are obsessed by short-term profits, hurting investment for the long haul.“, sodann mit Verweis auf die Vorschläge von Michael Porter).

Automobilindustrie,<sup>344</sup> eine aufkommende japanische Kultur von Hightech-Start-ups,<sup>345</sup> der Innovationsansatz verarbeitender japanischer Hochtechnologieunternehmen,<sup>346</sup> man stellte die japanische Wirtschaft als der Rolle eines Schülers der USA entwachsen dar und nun ihrerseits bereit, die verarbeitende Industrie der USA partnerschaftlich zu unterstützen<sup>347</sup> („Japan as teacher, America as student“<sup>348</sup>), beschrieb den „Eurocapitalism“ als für die Zukunft in vielfacher Weise besser aufgestellt als die USA und Japan<sup>349</sup> und beleuchtete, ob Deutschland als „model for managers“ tauglich.<sup>350</sup> Demgegenüber kritisierte man die Behändigkeit amerikanischer Unternehmen insbesondere im Vergleich zu japanischen,<sup>351</sup> als Bestätigung der Warnungen von *Hayes/Abernathy*,<sup>352</sup> forderte US-Manager auf, sich nicht mit vorgeblichen Kapitalkostennachteilen gegenüber Japan zu entschuldigen,<sup>353</sup> und empfahl ihnen gar, ihre strategische Kompetenz anhand eines Zehn-Fragen-Profiles basierend auf dem strategischen Denken des preußischen Generals *Helmut von Moltke* zu evaluieren.<sup>354</sup> Zudem war die Forderung nach einer amerikanischen Technologiepolitik (Industriepolitik), um insbesondere gegenüber japanischen Unternehmen bestehen zu können bzw. den vermeintlichen Niedergang abzuwenden, Gegenstand kontroverser Beiträge.<sup>355</sup> Angesichts all dessen zeigte sich *Hayes* Ende 1992 geradezu verwundert, wie stark seine ursprünglich kontroversen Thesen aus „Managing our Way to Economic Decline“ mittlerweile Mainstream und Teil der *conventional wisdom* geworden seien.<sup>356</sup>

Ungeteilte Zustimmung fand diese Sicht allerdings selbst in der Harvard Business Review des Jahres 1992 nicht. Zum einen erschienen durchaus zahlreiche Artikel, welche

<sup>344</sup> Zu *Honda Stalk/Evans/Shulman*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 57 ff., insb. S. 65–66; o. A., Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 66; allgemein und insbesondere zu *Honda Wheelwright/Clark*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 70, 73, 81–82.

<sup>345</sup> *Webber*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992).

<sup>346</sup> *Kodama*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 70 ff.; ferner *Drucker*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 95, 97, 102, der japanische Unternehmen in verschiedenen Bereichen (Kaizen, Organisation der Produktentwicklung) als führend beim Übergang in die moderne Wissensgesellschaft herausstreicht.

<sup>347</sup> *Morita*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 76 ff., insb. S. 79–80.

<sup>348</sup> So die prägnante Zusammenfassung von *Kanter*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 8, 10.

<sup>349</sup> *Henzler*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 57 ff., allerdings durchaus mit differenzierter Sicht.

<sup>350</sup> *Wever/Allen*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 36 ff., mit durchaus differenzierter und im Ergebnis ablehnender Sicht, da das deutsche sozioökonomische System in Amerika nur sehr schwer zu imitieren sei.

<sup>351</sup> *Pearson*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 65 ff., mit Bezugnahmen auf Japan S. 67–69.

<sup>352</sup> So *Kanter*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 8.

<sup>353</sup> So *Kester/Luehrman*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 130 ff.; in ähnliche Richtung *Murphy, R. Taggart*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 136, der argumentiert, dass japanische Unternehmen ihr Investitionsverhalten nicht an Kapitalkostenberechnungen ausrichteten und daher entsprechende Vergleiche zur Erklärung verfehlt seien.

<sup>354</sup> *Hinterhuber/Popp*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 105 ff.

<sup>355</sup> Eine solche Politik einfordernd *Branscomb*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 24 ff., der damit ein starkes, in der Sache gemischtes Leserecho hervorrief, *Hillis, W. Daniel/Burton/Costello u. a.*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 140 ff.; sehr skeptisch zur Wirksamkeit einer solchen Politik gegen den verbreitet wahrgenommenen Niedergang *Phillips*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 104 ff., der von keiner Partei eine angemessene Ausgestaltung einer solchen Politik erwartet und nach einem historischen Rückblick und vergleichender Gegenüberstellung mit anderen Ländern abschließend meint, es sei für Manager sinnvoller „to learn how to live with an erratic and haphazard industrial policy and to concentrate on minimizing its negative impacts on their own company and industry.“ (S. 112).

<sup>356</sup> *Hayes*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 142.

die mutmaßlichen Vorbilder Deutschland und Japan differenziert beleuchteten,<sup>357</sup> zum anderen trafen einige Thesen von Vertretern des *Short-termism*-Problems auf mitunter heftige Kritik. Diese entzündete sich insbesondere an dem geltend gemachten *Short-termism* institutioneller Investoren<sup>358</sup> sowie an den Einwänden gegen eine Shareholder-Value-Orientierung, denen *Rappaport* entgegenhielt, dass selbige, richtig umgesetzt, gerade langfristig statt kurzfristig sei.<sup>359</sup> Beides war mit der Mainstream-Position in der *Short-termism* Debatte nicht unvereinbar, nur sollten etwaige Missstände eben nicht bei institutionellen Investoren oder der Managementforschung zu verorten sein.

Grundsätzlich ablehnende Stellungnahmen waren seltener. Historische Weitsicht bewies *Michael Prowse*, ein Kolumnist für die britische *Financial Times* in Washington: Er stellte die managementbezogene *Short-termism*-Debatte grundlegend infrage und beschrieb sie als Ausdruck eines – durchaus erwünschten, gar angestrebten – wirtschaftlichen Aufholprozesses Europas und Japans nach dem Zweiten Weltkrieg, zunehmender sozialer Ungleichheit in den USA sowie der sozialen Folgen des wirtschaftlichen Strukturwandels im Informationszeitalter (New Economy).<sup>360</sup>

Daneben gab es durchgängig einzelne Stimmen wider den Zeitgeist, die den vermeintlichen Niedergang der US-Wirtschaft grundsätzlich bestritten: So argumentierte *Charles L. Schultze*, Senior Fellow an der Brookings Institution und vor der Wahl *Reagans* Vorsitzender des Council of Economic Advisors, schon im Herbst 1983 im Brookings Review, dass die Deindustrialisierung der USA eine Chimäre sei. Tatsächlich habe sich die US-Wirtschaft seit den 1970er Jahren im Vergleich zu anderen reifen Volkswirtschaften gut entwickelt.<sup>361</sup> Der Erfolg Japans beruhe entgegen einer verbreiteten Sicht nicht auf staatlicher Industriepolitik.<sup>362</sup> Die Politik sei, erst recht im US-amerikanischen System, nicht besser als Marktkräfte in der Lage, förderungswürdige und zurückzuführende Industriezweige zu erkennen sowie deren weitere Entwicklung kohärent zu steuern,<sup>363</sup> zumal es keine Belege dafür gebe, dass Marktkräfte in den USA dazu neigten, Investitionsmittel ineffizient zu verteilen.<sup>364</sup> Entscheidend sei vielmehr eine ausbalancierte Geld- und

<sup>357</sup> Siehe *Henzler*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 24 ff. zur Bewältigung der wirtschaftlichen Unterschiede in West- und Ostdeutschland nach der Wiedervereinigung; *Cairncross*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 34 ff. zu Umfang und Anforderungen für Unternehmen infolge weitgehender Recycling-Vorgaben in Deutschland; *Wever/Allen*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 36 ff. mit Besprechung von sechs zeitgenössischen Büchern über die deutsche Wirtschaft und ihr institutionelles Umfeld; *Hilton*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 50 ff. zu Perspektiven und vor allem Grenzen eines europäischen Einigungsprozesses; *Cutts*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 48 ff. zu positiven und negativen Seiten von „Cartels and Keiretsu“ in Japan.

<sup>358</sup> Klar ablehnend zu der Argumentation, institutionelle Investoren trügen kurzsichtiges Verhalten (*Short-termism*) in Unternehmen, *Pound*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 83, 89.

<sup>359</sup> *Rappaport*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 84 ff.

<sup>360</sup> Eingehend und rückblickend überzeugend *Prowse*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 34 ff.

<sup>361</sup> *Schultze*, 2 Brookings Rev. 3, 4–6 (1983) verwies hierzu im Einzelnen auf die Entwicklung der Gesamtbeschäftigung sowie die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe (*manufacturing employment*), das Wachstum der Produktion des verarbeitenden Gewerbes, die Entwicklung der Exporte des verarbeitenden Gewerbes, einen Außenhandelsüberschuss der USA im Bereich der Hochtechnologieindustrie sowie die Entwicklung von gesamter und langfristiger Arbeitslosigkeit; temporäre Abwärtsbewegungen nach früher besseren Entwicklungen erklärte *Schultze* mit Veränderungen des realen Wechselkurses des Dollars und dem zyklischen Charakter der verarbeitenden Industrie. Probleme in einigen alten Industrien mit tiefsitzenden strukturellen Problemen seien nicht typisch für die amerikanische Industrie allgemein, und es gebe keine Anzeichen dafür, dass Arbeitnehmerschaft und Kapital nicht in der Lage seien, die notwendigen Veränderungen vorzunehmen.

<sup>362</sup> *Ders.*, 2 Brookings Rev. 3, 6–7 (1983).

<sup>363</sup> *Ders.*, 2 Brookings Rev. 3, 7–11 (1983).

<sup>364</sup> *Ders.*, 2 Brookings Rev. 3, 8 (1983).

Fiskalpolitik.<sup>365</sup> Ähnlich grundsätzliche Kritik fand sich vereinzelt bereits frühzeitig in der Managementliteratur.<sup>366</sup>

1992, zurzeit von *Porters* „Capital choices“, lag eine solche Auffassung im Kontext des bereits einsetzenden wirtschaftlichen (Wieder-)Aufstiegs noch deutlich näher. Dementsprechend stellte eine recht apodiktisch gehaltene Erwiderung zu *Porters* Aufsatz in der Harvard Business Review eine Kurzsichtigkeit des Kapitalmarktes und einen Niedergang der amerikanischen Wirtschaft in den 1980er Jahren generell in Abrede.<sup>367</sup> Mit dem Wiedererstarken der US-Wirtschaft auch im Vergleich zu anderen Industrienationen in den 1990er Jahren gewann diese Ansicht mehr und mehr Zulauf. Bedenken hinsichtlich einer kurzsichtigen Wirtschaft wurden daher spiegelbildlich schrittweise immer leiser geäußert.<sup>368</sup>

### cc) Meinungswechsel des Competitiveness Policy Council

Ähnliches galt auf der Ebene der Bundesgesetzgeber, nun unter der *Clinton*-Administration. Geradezu paradigmatisch für den Umschwung war der bemerkenswerte Haltungswechsel des Competitiveness Policy Council (im Folgenden: CPC), eines bundesstaatlichen Beratungsausschusses, der 1988 eingerichtet worden war.<sup>369</sup> In seinem ersten Bericht

<sup>365</sup> *Ders.*, 2 Brookings Rev. 3, 11–12 (1983).

<sup>366</sup> Insbesondere *Logue*, Cal. Management Rev. 28 (1985), 169, 170–175, der darlegt, dass die Verbreitung von DCF-Methoden in den USA nicht mit einem Rückgang der Ausgaben für Sachanlagen einhergegangen sei, aus persönlicher Wahrnehmung bestreitet, dass DCF-Methoden für Forschung & Entwicklung genutzt würden, eine gute Annahme von IPOs riskanter junger Unternehmen hervorhebt, auf die These eines effizienten Kapitalmarktes verweist und argumentiert, dass die internationale Wettbewerbsfähigkeit der US-Wirtschaft zwischen 1970 und 1980 im Vergleich zu den wesentlichen Konkurrenten gerade im Bereich der Hochtechnologie und der produzierenden Industrie nicht gesunken, sondern eher gestiegen sei. Zeitgenössische Vertreter der *Short-termism*-These sieht er in der Sache bestrebt, durch eine staatliche Industriepolitik Erleichterungen vom unbequemen Wettbewerb zu erlangen bzw. als Policy-Entrepreneur von der Einführung und Umsetzung einer solchen Politik zu profitieren.

<sup>367</sup> *Bernstein*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 17 ff. Bernstein argumentiert zwar auch mit Grafiken und groben empirischen Schätzungen. Diese können in der Sache aber nicht überzeugen. So schließt er von dem erwarteten langfristigen Dividendenwachstum ohne Weiteres auf die Wartebereitschaft von Investoren, bis eine Aktie eine vergleichbare Rendite wie eine langfristige Staatsanleihe erzielt, was die Möglichkeit kurzfristiger Kursspekulation völlig ignoriert. Zudem interpretiert er den Umstand, dass die Volatilität am Aktienmarkt langfristig keinem ansteigenden Trend folge, als Beleg für langfristige Zeithorizonte der Investoren, obgleich, wie er selbst einräumt, die Volatilität starken kurzfristigen Schwankungen unterliegt, was vielfältige Möglichkeiten kurzfristiger Kursspekulation eröffnet.

<sup>368</sup> *Brealey/Myers/Allen*, Principles of corporate finance<sup>12</sup>, 2017, S. 881: „Many found this argument [that the bank-based systems in Japan and Germany prevent the disease of short-termism, whereas firms in the US and the UK are held captive by shareholders’ demands for quick payoffs] persuasive in the late 1980s when the Japanese and German economies were especially robust [reference to *Michael Porter*, Capital Disadvantage, Harv. Bus. Rev. 1992, 65–82]. When the market-based economies surged ahead in the 1990s, views changed accordingly.“; *Wahal/McConnell*, J. Corp. Fin. 6 (2000), 307, 308.

<sup>369</sup> Der Competitiveness Policy Council war ein 12-köpfiger bundesstaatlicher Beratungsausschuss, dessen Mitglieder je zu einem Drittel vom Präsidenten (damals George Bush), gemeinschaftlich von dem Speaker und Minderheitsführer des US House of Representatives sowie gemeinschaftlich von dem Mehrheits- und Minderheitsführer des US Senate ernannt wurden. Der Council wurde mit dem Omnibus Trade and Competitiveness Act 1988 (P.L. 100-418), geändert durch den Customs and Trade Act 1990 (P.L. 101–382), eingerichtet, um Empfehlungen für nationale Strategien und zu bestimmten Politiken mit dem Ziel zu erarbeiten, die Produktivität und internationale Wettbewerbsfähigkeit der US-Industrien zu verbessern. Die Mitgliedschaft im Council sollte gleichmäßig auf Vertreter der Wirtschaft, Arbeitnehmerschaft, der einzel- und bundesstaatlichen Regierungen und der Öffentlichkeit aufgeteilt sein (*quadrupartite membership*). Zum Ganzen *Competitiveness Policy Council*, Building a Competitive America, March 1, 1992, S. iii sowie Kasten S. 10.

an Präsident und Kongress vom März 1992 beklagte der CPC noch ausführlich eine Erosion der amerikanischen Wettbewerbsfähigkeit,<sup>370</sup> der er sogar Bedeutung für die nationale Sicherheit beimaß,<sup>371</sup> untermalt mit einem Verweis auf nationale US-Traumata des 20. Jahrhunderts.<sup>372</sup> Für diese Lage machte der CPC drei Ursachen verantwortlich, darunter als erstes „und vielleicht grundlegendstes Problem“ *Short-termism*,<sup>373</sup> definiert als Amerikas Tendenz, mit einem kurzfristigen Horizont zu denken und zu handeln.<sup>374</sup> Der CPC bezog sich ausdrücklich auf *Porters* Forschungsprojekt und verwies auf zahlreiche anekdotische Belege.<sup>375</sup> Zu sechs Prioritätsbereichen für Verbesserungen zählte er unter anderem Sparen und Investitionen sowie Corporate Governance und Finanzmärkte,<sup>376</sup> mit dem mutmaßlichen Problem, dass die US-Kapitalmärkte Manager von langfristiger Marktanteilsmaximierung ablenken und auf kurzfristige Quartalsgewinne ausrichten könnten.<sup>377</sup> Ansatzpunkte für Gegenmaßnahmen<sup>378</sup> sollten *subcommittees* weiter untersuchen.<sup>379</sup> Eine ähnliche Haltung nahm das Committee on Time Horizons and Technology ein, das ebenfalls 1992 eine Studie zu „Time Horizons and Technology Investments“ veröffentlichte. In dieser mahnte es gleichfalls ernste Bedenken mit Blick auf kurze Zeithorizonte der Unternehmen an, die es namentlich durch unzulängliche Corporate Governance verursacht sah.<sup>380</sup>

<sup>370</sup> *Ders.*, Building a Competitive America, March 1, 1992, S. 1–4, 8–10, mit Verweis auf das Handelsdefizit, den Wechsel vom weltgrößten Gläubiger zum weltgrößten Kreditnehmer, internationale Vergleiche des Pro-Kopf-Einkommens, der Investitionsrate, der Ausgaben für zivile Forschung & Entwicklung, der Studentenleistung in Mathematik, der Kosten des Gesundheitssystems sowie der Sparquote. Allerdings erkannte der CPC (a. a. O., S. 8) auch an, dass die Produktivität im verarbeitenden Gewerbe in den 1980er Jahren schneller gewachsen war als in den meisten anderen Industrieländern und dass viele US-Hochtechnologieindustrien eine weltweit führende Position innehatten (Raumfahrt, Biotechnologie, Computer, Pharmazie- und Telekommunikationsausrüstung).

<sup>371</sup> *Ders.*, Building a Competitive America, March 1, 1992, S. 5.

<sup>372</sup> *Ders.*, Building a Competitive America, March 1, 1992, S. 7: „America’s competitive problem reflects slow erosion rather than sudden crisis. The problem has developed over decades and will take many years to correct. There is no Pearl Harbor or Sputnik to galvanize the nation into action. The Council believes that, in spite of broad public awareness of the nature of the problem, this lack of alarm and drama is a major reason why the United States, as a nation, has not yet developed and launched an effective response.“

<sup>373</sup> Die zwei weiteren Gründe waren perverse Anreize, darunter auch steuerrechtliche Nachteile für Sparen und Investitionen (*ders.*, Building a Competitive America, March 1, 1992, S. 13–14) sowie eine unzureichende Berücksichtigung der Globalisierung bei der Politikgestaltung (a. a. O., S. 14–15).

<sup>374</sup> *Ders.*, Building a Competitive America, March 1, 1992, S. 11.

<sup>375</sup> *Ders.*, Building a Competitive America, March 1, 1992, S. 11–12: Umfragen bei US-Managern, die Volatilität der Wirtschaft, häufige Änderungen im Steuerrecht, Handels- und Wechselkursregimen, Fehler der verarbeitenden Industrie, die geringe Sparquote und ein massives Budgetdefizit betreffend.

<sup>376</sup> Zudem Aus- und Weiterbildung, Technologie, Gesundheitskosten und Handelspolitik, siehe im Einzelnen *ders.*, Building a Competitive America, March 1, 1992, S. 17–26.

<sup>377</sup> *Ders.*, Building a Competitive America, March 1, 1992, S. 24.

<sup>378</sup> *Ders.*, Building a Competitive America, March 1, 1992, S. 27–34.

<sup>379</sup> *Ders.*, Building a Competitive America, March 1, 1992, S. 34–38.

<sup>380</sup> *National Academy of Engineering Committee on Time Horizons and Technology*, Time Horizons and Technology Investments, 1992. Das Committee konstatierte eine klare, empirisch belegte Rechtfertigung für Sorgen über unternehmerische Zeithorizonte, wies allerdings auch darauf hin, dass diese industrieabhängig stark variieren (a. a. O., S. 1, 12–14, mit instruktiver grafischer Aufbereitung auf S. 13). Als eine wesentliche Ursache machte das Committee mangelnde Fähigkeiten der Unternehmen aus, die Entwicklung geschäftlicher Anwendungen und Technologien zu managen, auch wenn es zugleich betonte, dass zahlreiche Faktoren wie das Wettbewerbsumfeld und die Erwartungen der Investoren bedeutsam seien. Das Committee empfahl vor allem eine Reihe von Corporate-Governance-Maßnahmen, um dem abzuhelpfen, darunter unabhängige *nominating committees* als Teil des Boards, eine stärker aktienabhängige Vergütung der Direktoren mit langen Laufzeiten bzw. Haltedauern entsprechender Aktien(-op-

Der Bericht der CPC Subcouncils ein Jahr später vertrat im Mehrheitsvotum allerdings plötzlich eine exakt gegensätzliche Haltung zur *Short-termism*-Diskussion:

Der Report des Subcouncil on Corporate Governance and Financial Markets sah weder die Finanzmärkte noch die Corporate Governance als Ursache eines Wettbewerbsproblems, vielmehr müssten Erstere bisweilen als Sündenbock herhalten.<sup>381</sup> Von *Porters* „Capital choices“-These eines Investitions- oder Kapitalallokationsdefizits zeigte sich der Subcouncil ebenso wenig überzeugt wie von *Porters* Empfehlungen. Die Kapitalmärkte funktionierten vielmehr effizient in dem Sinne, dass sie die Mittel zu den besten Projekten leiteten und dass die Aktienkurse die Zukunftsaussichten einer Gesellschaft widerspiegeln.<sup>382</sup> Die Corporate Governance einschließlich aktiver Aktionärsaufsicht habe sich seit der Übernahmewelle der 1980er Jahre erheblich verbessert, sodass weitere nötige Anpassungen dem Markt überlassen werden sollten.<sup>383</sup> Auf dieser Ebene solle auch die Kommunikation und die Bewertung anhand breiterer Leistungsmaße für Unternehmen ausgebaut werden, um Informationslücken über qualitative Faktoren<sup>384</sup> zu vermeiden.<sup>385</sup> Selbst ein Sondervotum von *Lipton* und *Lorsch*, dass *Porters* Diagnose eingangs noch entschieden zustimmte,<sup>386</sup> wies mit seinen Empfehlungen kaum Berührungspunkte zu *Porter* auf. Stattdessen konzentrierte es sich darauf, wie der geltende Rechtsrahmen das Verhältnis von Unternehmensleitung und Aktionären ausgestaltet.<sup>387</sup>

Entsprechend seiner geänderten Position unterbreitete der CPC in seinem zweiten Bericht zwar zahlreiche Vorschläge zur Verbesserung der US-Wettbewerbsfähigkeit, einschließlich staatlicher Förderung langfristiger Investitionen und Forschung & Entwicklung, allerdings ohne wirkliche Änderungen im Bereich Finanzmärkte oder Corporate Governance, für die man lediglich eine erweiterte Berichterstattung über nicht finanzielle Indikatoren anregte.<sup>388</sup> Auch in der nachfolgenden Anhörung vor dem US

---

tionen) von fünf bis zehn Jahren sowie eine entschiedener und klarere Investorenkommunikation (a. a. O., S. 3–4). Von der Bundesregierung forderte das Committee Anpassungen im Steuer- und Regulierungsrecht sowie eine langfristige Investitionspolitik (a. a. O., S. 4).

<sup>381</sup> *Corporate Governance Subcouncil*, in: Competitiveness Policy Council, Reports of the Subcouncils, March 1993, S. 129, 131, 138.

<sup>382</sup> *Corporate Governance Subcouncil*, in: Competitiveness Policy Council, Reports of the Subcouncils, March 1993, S. 129, 137–138; ebenso die „Concurring Views and Rejoinder“ von *Pound*, in: Competitiveness Policy Council, Reports of the Subcouncils, March 1993, S. 149, 149–151.

<sup>383</sup> *Corporate Governance Subcouncil*, in: Competitiveness Policy Council, Reports of the Subcouncils, March 1993, S. 129, 139–142, mit entsprechenden Empfehlungen für Unternehmen und Direktoren; dies bekräftigend *Pound*, in: Competitiveness Policy Council, Reports of the Subcouncils, March 1993, S. 149, 152–153.

<sup>384</sup> Etwa Kundenzufriedenheit, Arbeitnehmerweiterbildung, strategische Ausrichtung.

<sup>385</sup> *Corporate Governance Subcouncil*, in: Competitiveness Policy Council, Reports of the Subcouncils, March 1993, S. 129, 138, 142–143.

<sup>386</sup> *Lipton/Lorsch*, in: Competitiveness Policy Council, Reports of the Subcouncils, March 1993, 154.

<sup>387</sup> *Dies.*, in: Competitiveness Policy Council, Reports of the Subcouncils, March 1993, S. 154, 155–163.

<sup>388</sup> Siehe o. A., A Competitiveness Strategy for America, Joint Hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Joint Economic Committee, United States Senate, 1993, S. 4–10, 54–57 (Statements Fred Bergsten, Chairman Competitiveness Policy Council, davon ein Prepared Statement mit Wiedergabe der genauen Ziele und Politikempfehlungen des CPC aus dem 2. Bericht), S. 73–89 (Abdruck der Empfehlungen und des Summaries des 2. Berichts des CPC); o. A., Competitive Policy Council's Second Annual Report, „A Competitiveness Strategy for America“, Hearing Before the Committee on Small Business, House of Representatives, 1993, S. 4–11 (Statement Fred Bergsten).

Senat verfocht *Edward Regan*, der Vorsitzende des Corporate Governance Subcommittees, die ablehnende Position zur *Short-termism*-These.<sup>389</sup>

#### d) Fazit aus heutiger Sicht

Im Rückblick erscheint die US-*Short-termism*-Diskussion der 1980er und 1990er Jahre mit Blick auf ihre zeitliche Verortung ebenso wie ihre inhaltlichen Frontlinien stark vom damaligen Zeitgeist geprägt:

Zunächst währte man angesichts einer schlechten Entwicklung vor allem traditioneller Industrien, US-amerikanische Unternehmen investierten aufgrund von *Short-termism* in der Corporate Governance nicht langfristig und fielen deshalb hinter ihren Konkurrenten vor allem aus dem (scheinbar<sup>390</sup>) prosperierenden Japan und Deutschland zurück.<sup>391</sup> Daneben fürchtete man Wettbewerbsnachteile aus den Umwälzungen im Zuge der massiven Übernahmewelle der 1980er Jahre. Nachdem diese verebbt war und sich die US-Wirtschaft in den 1990er Jahren insbesondere relativ zu anderen Industrienationen sehr gut entwickelte, flaute die Diskussion wieder ab.<sup>392</sup> Als dann 1997/1998 die Ostasienkrise hereinbrach, begleitet von einer Wirtschaftskrise in Japan, geriet das bis dato als vorbildlich langfristig gepriesene japanische Corporate-Governance-Modell in den USA vollends aus der Mode, sodass *Rajan/Zingales* 1998 erstaunt feststellten:<sup>393</sup>

„Just a few years ago, it was fashionable to decry the short-sightedness of the American financial system, the widely alleged tendency of U. S. financial markets to ignore longer-term corporate prospects while focusing on quarterly earnings reports. There were repeated calls for the U. S. to adopt new laws that would permit financiers to take a longer view of their investments, and to move toward the more relationship-based investing model that prevails in Japan. It is amazing what a banking crisis or two will do to popular fashion. Now the talk is all about the virtues of ‘the market,’ the importance of competition and disclosure, and the horrors of crony capitalism.“

Die gängige Meinung zur Frage von *Short-termism* in der Corporate Governance korrelierte also ersichtlich mit der volkswirtschaftlichen Entwicklung,<sup>394</sup> welche die Debatte um kurzfristige Einflüsse zunächst befeuerte und später bei Umkehrung der Lage wieder

<sup>389</sup> O. A., A Competitiveness Strategy for America, Joint Hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Joint Economic Committee, United States Senate, 1993, S. 38–39, 64–67; siehe ferner a. a. O., S. 41 das Statement des Subcommittee-Mitglieds Williams zur Empfehlung erweiterter Berichterstattung über qualitative Faktoren. Anders allerdings Bergsten, Chairman des CPC, vor dem House of Representatives, siehe o. A., Competitive Policy Council’s Second Annual Report, „A Competitiveness Strategy for America“, Hearing Before the Committee on Small Business, House of Representatives, 1993, S. 22, mit Lob für Porters Studie und Äußerung der Befürchtung, institutionelle Investoren könnten den *Short-termism* in den Märkten verstärken.

<sup>390</sup> In Japan war die damalige blendende wirtschaftliche Lage tatsächlich wohl zumindest teilweise einem nicht nachhaltigen Boom geschuldet, der erst später im Rahmen der Ostasienkrise offenbar wurde.

<sup>391</sup> Knapp *Tonello*, Revisiting stock market short-termism, 2006, S. 5; *Blair*, Ownership and control, 1995, S. 6–7.

<sup>392</sup> *Blair*, Ownership and control, 1995, S. 8; *Wahal/McConnell*, J. Corp. Fin. 6 (2000), 307, 307–308; *Brealey/Myers/Allen*, Principles of corporate finance<sup>12</sup>, 2017, S. 881; dazu, dass sich die Befürchtungen Porters nicht bewahrheiteten, auch knapp *Bebchuk*, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1650 (2013).

<sup>393</sup> *Rajan/Zingales*, J. Appl. Corporate Finance 11 (1998), 40.

<sup>394</sup> *Wahal/McConnell*, J. Corp. Fin. 6 (2000), 307, 308 Fn. 2; vor allem mit Blick auf die auch von *Rajan/Zingales* in den Vordergrund gerückten Krisen am Aktienmarkt und bei Banken *Mayer*, in: OECD (Hrsg.), Corporate governance, value creation and growth, 2012, S. 33, 35; *Brealey/Myers/Allen*, Principles of corporate finance<sup>12</sup>, 2017, S. 881; *dies.*, Principles of corporate finance<sup>11</sup>, 2014, S. 874: „Many found this argument [that the bank-based systems in Japan and Germany prevent the disease of short-termism, whereas firms in the US and the UK are held captive by shareholders’ demands for quick pay-offs] persuasive in the late 1980s when the Japanese and German economies were especially robust [re-

abdrosselte. Verallgemeinernd betrachtet verlaufen rechtspolitische Diskussionen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht auch hierzulande oft ähnlich: „Änderungen der gesellschaftlichen Strömungen und Verhältnisse bleiben nicht ohne Auswirkungen auf das Aktienrecht. Geraten Unternehmen in wirtschaftliche Schwierigkeiten, wird nach Verbesserungen der aktienrechtlichen Vorschriften gerufen. Entsprechendes gilt beim Auftreten von Missbräuchen; [...]“<sup>395</sup>

Inhaltlich prallten in den USA während der Hochzeit der *Short-termism*-Debatte auf zwei Themengebieten konträre Bewertungen aufeinander:

Die heftige Missbilligung des damals gängigen *management by the numbers* durch *Hayes/Abernathy*, *Reich*, *Deming* sowie *Johnson/Kaplan* richtete sich in der Sache gegen das sog. M-Form-Management. Diese auf *Williamson* und *Chandler* zurückgehende Schule propagierte als effiziente Unternehmensorganisation multidivisionale Konzerne (*M-form*), deren Leitung sich auf eine zentrale mittel- bis langfristige Strategie- und Finanzplanung beschränkt und die eigentlichen Geschäftsführungsaufgaben den Spartenmanagern überlässt.<sup>396</sup> Die Kritik an der Umsetzung dieses Konzepts konnte sich durch die Abkehr von den Konglomeraten der 1960er Jahre im Rahmen der vierten Übernahmewelle bestätigt sehen.<sup>397</sup>

Mit Blick auf das zunehmend feindliche „Wie“, nicht das von *Hayes/Abernathy* begrüßte „Ob“ von Übernahmen, stritten parallel dazu im Schrifttum (Rechts-)Ökonomen, die auf die Effizienzmarkthypothese der Chicago School vertrauten, gegen vom Markt desillusionierte Praktiker. In der Rechtspolitik rang die konservativ-marktliberale *Reagan*-Administration mit partikular orientierten Gliedstaaten um Durchsetzung ihrer jeweiligen Interessen. Insoweit wirken die polaren Standpunkte heute vielfach aus der Zeit gefallen: Die damals hochgehaltene Effizienzmarkthypothese findet spätestens seit der Finanzkrise zumindest in ihrer Reinform kaum noch Anhänger,<sup>398</sup> die auf sie gestützten

---

ference to *Michael Porter*, *Capital Disadvantage*, *Harv. Bus. Rev.* 1992, 65]. When market-based economies surged ahead in the 1990s, views changed accordingly.“

<sup>395</sup> MüKo AktG Bd. 1<sup>3</sup> Bd. 1/*Habersack*, Einl. Rn. 12.

<sup>396</sup> *Chandler, Jr.*, *Strategy and Structure*, 1962, S. 42–51, 104–113, 130–162, 324 ff.; zu den wirtschaftsgeschichtlichen Gründen für die Herausbildung der *M-form* *Chandler*, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), 1, 11–13; *Williamson*, *Corporate control and business behavior*, 1970, S. 109 ff.; *Williamson*, *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*, 1975, S. 132, 136–151. *Williamson* stellte aufbauend auf Fallstudien und daraus abgeleiteten Befunden *Chandler*s die sog. *M-form hypothesis* auf, der zufolge die für Großunternehmen überlegene Organisationsstruktur multidivisional angelegt ist (*M-form*), mit quasiautonomen Geschäftsbereichen und einer zentralen Leitung, die sich auf strategische Entscheidungen, Bewertungs- und Kontrollaufgaben beschränkt sowie Ressourcen auf die Geschäftsbereiche verteilt (gleichsam einen internen Kapitalmarkt organisiert); prägnante Formulierung dieser Hypothese bei *Williamson*, *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*, 1975, S. 150: „The organization and operation of the large enterprise along the lines of the M-form favors goal pursuit and least-cost behavior more nearly associated with the neoclassical profit maximization hypothesis than does the U-form [unitary form, *d. Verf.*] organizational alternative.“ Näher zur These und zur Kritik *Hoskisson/Hitt*, *Strat. Mgmt. J.* 9 (1988), 605, 606 ff.; für einen knappen Überblick aus dem deutschen Schrifttum *Merkt*, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*<sup>3</sup>, 2013, S. 65–68 Rn. 101–106.

<sup>397</sup> Vgl. *Rappaport*, *Harv. Bus. Rev.* 56 (1978), 81, 82; aus heutiger Sicht *Merkt*, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*<sup>3</sup>, 2013, S. 67–68 Rn. 106 (dass Unternehmenskonglomerate in den 1980er Jahren als lukrative Übernahmziele gesehen wurden, spricht gegen die These, dass das M-Form-Management eine effiziente Art der Unternehmensorganisation ist).

<sup>398</sup> Zuvor schon *Stout*, 81 *Va. L. Rev.* 611, 649–650 (1995): „The rising tide of evidence against the CAPM and fundamental value efficiency has led some economists to conclude that orthodox efficient market theory is suffering ‘a near-death experience.’ One eminent theorist has gone so far as to describe the efficient market as ‘the most remarkable error in the history of economic theory.’“

*Reaganomics*, wiewohl in ihrer Bewertung umstritten, erscheinen nun verbreitet als zu radikal. Andererseits ist das Konzept der disziplinierenden Wirkung eines Marktes für Unternehmenskontrolle heute weithin als theoretische Referenz für die Analyse des Übernahmerechts anerkannt<sup>399</sup> und die Mehrheitsmeinung weit davon entfernt, Übernahmen zu verteufeln.

In ähnlicher Weise ist die pauschale Kritik an kennzahlenorientierten Managementpraktiken bereits mit dem Ende der ersten Welle der *Short-termism*-Debatte zunehmend differenzierter gesehen worden.<sup>400</sup> *Chandler* selbst stellte rückblickend Fehlentwicklungen durch die Ausrichtung der internen Kapitalbudgetierung und Leistungsbewertung an Finanzkennzahlen fest, insbesondere verkürzte Zeithorizonte von Managern. Er erblickte den Fehler aber ähnlich wie *Johnson/Kaplan* in „Relevance Lost“ weniger in den Techniken an sich als in der Art ihrer Anwendung.<sup>401</sup>

Ungeachtet ihrer zeitgebundenen Ausprägung hat die *Short-termism*-Debatte der 1980er Jahre aber wichtige, fortwirkende Erträge hervorgebracht:

Erstens hat die lebhafte Auseinandersetzung kurzfristige Orientierung als Forschungsgegenstand wieder<sup>402</sup> in das Blickfeld von Wirtschaftswissenschaft und Rechtsökonomie gerückt. Insbesondere regte die Debatte grundlegende Arbeiten an, in denen Ökonomen mithilfe von theoretischen Modellen Bedingungen aufzeigten, unter denen selbst rationale Investoren und Manager dauerhaft kurzsichtig handeln.<sup>403</sup> Auf diese Weise wurde unter anderem die Argumentation *Liptons* theoretisch untermauert, die Auseinander-

<sup>399</sup> Siehe nur *Hopt*, Europäisches Übernahmerecht, 2012, S. 84: „Der Markt für Unternehmenskontrolle wird ganz überwiegend als Faktor der externen Corporate Governance angesehen.“

<sup>400</sup> Siehe etwa *Baldwin/Clark*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 73 ff., die die These einer generellen Investitionsschwäche in den 1970er und 1980er Jahren zurückweisen (S. 76), Kapitalbudgetierungstechniken und der DCF-Methode einen wichtigen Nutzen bescheinigen sowie der Praxis eine sachgerecht zurückhaltende Anwendung beider Methoden mit Blick auf Forschung & Entwicklung (S. 79–84 oben). Allerdings seien Informationen über und damit Investitionen in die Entwicklung organisationaler Fähigkeiten (im Einzelnen definiert S. 89–95, 98–99) durch das Raster gefallen und vernachlässigt worden, worauf die Autoren dann den wettbewerblichen Abstieg zurückführen (S. 84 ff., 88 ff., mit Verweis auf verschiedene Fallstudien).

So recht überzeugen mag freilich (auch) diese These nicht. Für die Behauptung, es habe keine generellen Unterinvestitionen gegeben, verweisen *Baldwin/Clark* lediglich auf eine Studie *Jensens* (a. a. O., S. 76), die *overinvestment* anhand des Verhältnisses von Rendite und Kapitalkosten identifiziert. *Baldwin/Clark* gehen indes später selbst implizit davon aus, dass bestimmte, ihnen zufolge essenzielle, Investitionen in organisationale Fähigkeiten zunächst als gewinnmindernd erscheinen (S. 99 f.). Zudem erklärt die These einer Vernachlässigung organisationaler Fähigkeiten im gängigen Management der 1970er und 1980er Jahre nicht, warum in den USA nur einige Branchen unter Wettbewerbsnachteilen litten. Schließlich rekurrieren die Autoren, wenn auch nur knapp, letztlich doch entscheidend auf den Markt für Unternehmenskontrolle, um zu begründen, wie und warum die finanzkennzahlenorientierte Unternehmensführung und -bewertung das leitende Management von Investitionen in organisationale Fähigkeiten abhielt (siehe a. a. O., S. 83).

<sup>401</sup> Siehe *Chandler*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 1, 11, 13 (Anwendung zur Entstehungszeit der *M-form*) vs. S. 19–20 (Anwendung in den späten 1960er bis 1980er Jahren).

<sup>402</sup> Mit dem Übergang vom kardinalen zum ordinalen Nutzenbegriff waren die bis dato in der Ökonomie prominent vertretenen vorrangig psychologisch begründeten Überlegungen zu kurzsichtigem Verhalten von Menschen insbesondere in der Wirtschaft aus der Mode geraten, dazu 1. Teil, § 3 II.2.5., S. 47 ff.

<sup>403</sup> Siehe vorerst nur *Narayanan*, J. Fin. 40 (1985), 1469 ff.; *Narayanan*, J. Fin. 42 (1987), 1103 f.; *Stein*, J. Pol. Econ. 96 (1988), 61 ff.; *Stein*, QJE 104 (1989) 655; *Shleifer/Vishny*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148 ff.; *Thakor*, J. L. Econ. & Org. 6 (1990), 129 ff.; *Bebchuk/Stole*, J. Fin. 48 (1993), 719 ff.; *Holden/Subrahmanyam*, Rev. Financ. Stud. 9 (1996), 691 ff., die a. a. O., S. 692 Fn. 1 ausdrücklich an *Jacobs*, Short-term America aus dem Jahr 1991 anknüpfen; rückblickend *Wahal/McConnell*, J. Corp. Fin. 6 (2000), 307, 308; systematisierend *Bohlin*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197.

setzung um mögliche Ursachen und Folgen kurzer Zeithorizonte von Akteuren im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht versachlicht und auch bei Ökonomen hoffähig: So zeigen die Modelle, dass drohende Übernahmen auf imperfekten Märkten unter bestimmten plausiblen Annahmen sogar Manager, die im besten Interesse der Aktionäre handeln, zu einer objektiv kurzsichtigen, in ihrer Lage aber rationalen Unternehmensführung anhalten können.<sup>404</sup> Wenn speziell eine schuldenfinanzierte Übernahme zu gewärtigen ist, können potenzielle Zielunternehmen überdies zu „präventiv“ hoher Verschuldung und damit einer riskanten Finanzierungsstruktur veranlasst werden.<sup>405</sup> Dieser Effekt senkte in den USA der 1980er Jahre in bestimmten Sektoren das Investitionsniveau tatsächlich erheblich.<sup>406</sup> Weiterhin kann die langfristige Zusammenarbeit mit Anspruchsgruppen, deren Interessen sich vertraglich nur unvollkommen schützen lassen,<sup>407</sup> leiden, wenn ein Unternehmen keine Kontinuität in Eigenständigkeit und Führungspersonal gegenüber einer feindlichen Übernahme sicherstellen kann.<sup>408</sup> Schließlich sind die

<sup>404</sup> Siehe vorerst nur *Stein*, J. Pol. Econ. 96 (1988), 61 ff.; knapp referierend *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 53–54, die knapp auf die Schwierigkeiten eingehen, die Hypothese nachzuweisen, und im Übrigen betonen, dass feindliche Übernahmen selbst dann, wenn sie das Management zu kurzsichtiger Unternehmensführung anhalten, ein positives Element der Corporate Governance sein können, wenn andere effektive Möglichkeiten zur Disziplinierung des Managements fehlen; kritisch zum empirischen Befund, allerdings mit nur auszugsweiser Betrachtung *Romano*, in: *Hopt/Wymeersch* (Hrsg.), *European takeovers*, 1992, S. 3, 21.

<sup>405</sup> *Coffee, Jr.*, 84 Colum. L. Rev. 1145, 1223 (1984). In ähnlicher Weise könnte ein sehr aktiver Markt für Unternehmenskontrolle Manager auch zu anderen hoch riskanten Strategien drängen, *ders.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 62–63 (1986).

<sup>406</sup> Dazu bezogen auf den Zeitraum 1976 bis 1987 eingehend *Hall*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 110 ff. mit eigener Studie und ausführlicher Würdigung der verbundenen Literatur. Hall führt aus, dass vor allem LBOs und feindliche Übernahmen, nicht hingegen freundliche Übernahmen und Fusionen unter Gleichen, mit einer steigenden Verschuldung der Zielgesellschaften einhergingen bzw. potenzielle Zielgesellschaften vorbeugend zu einer entsprechenden finanziellen Umstrukturierung veranlassten. Dies war mit stark sinkenden Investitionen verbunden, sowohl in Forschung & Entwicklung als auch in (Sach-) Kapital. Betroffen waren vor allem Sektoren, die Hall im Anschluss an Chandler als solche mit stabiler Technologie und langfristigem Horizont klassifiziert; zu Chandlers insoweit übereinstimmendem historischem Befund siehe *Chandler*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 1, 44, 56–57, 58/59 vs. S. 22–23, 37–38, 55. Dabei, so Hall, teilte allerdings der Markt die Ansicht der *raiders*, dass das vorherige Investitionsniveau exzessiv war. (*Hall*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 110, 118, 121, 121–131, 131–132). Hall argumentiert hierzu, dass in den betroffenen Industrien Kostenwettbewerb dominiert habe. Darin erkennt Hall – abweichend von *Chandler*, ebd., der die investitionsenkende Wirkung „transaktionsorientierter“ Übernahmen sehr negativ einordnet – eine Stütze für Jensens Interpretation der Restrukturierungen anhand der Theorie von „Agency Cost of Free Cash Flow“ (*Jensen*, AEA Papers and Proceedings 76 (1986), 323 ff.; siehe dazu auch schon Fn. 194 auf S. 101 und den begleitenden Text). Diese sieht in (höherer) Verschuldung ein Instrument, um Manager anzuhalten, nur aktionärswertsteigernd zu investieren. Andererseits räumt Hall aber ein, dass die Studienlage nicht den Schluss zulasse, dass alle aufgegebenen Investitionen unprofitabel gewesen wären. Den Grund, warum massive Restrukturierungen gerade in den 1980er Jahren einsetzten, sieht Hall im Übrigen in hohen Zinsen, die ab 1980 die Nettokapitalrendite der produzierenden Industrie (*manufacturing*) unter die realen Kosten (gemessen an der Anleiherendite) gedrückt hätten.

<sup>407</sup> Es geht damit um sog. unvollständige oder relationale Verträge, verbunden mit vertragspezifischen Investitionen einer Seite bzw. Risikoteilung oder Förderung des Arbeitseifers; umfassender und instruktiver Überblick über die (rechts-)ökonomische Theorie unvollständiger Verträge bei *Hermalin/Katz/Craswell*, in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics*, 2007, Bd. 1, S. 3, 68–99.

<sup>408</sup> Aus der rechtswissenschaftlichen Literatur zunächst andeutend für Arbeitnehmer *Coffee, Jr.*, 84 Colum. L. Rev. 1145, 1223 (1984), sodann bezogen vor allem auf das obere Management eingehend *ders.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 23–24, 70–71, 73–81 (1986). Für die ökonomische Literatur grundlegend *Shleifer/Summers*, in: *Auerbach* (Hrsg.), *Corporate takeovers*, 1988, S. 33 ff., insb. S. 35, 37–38, 40, 42, 45–46, sowie nachfolgend die empirischen Betrachtungen S. 46–56. Kritisch zu *Shleifer/Summers* die Kommentare von *Holmström*, in: *Auerbach* (Hrsg.), *Corporate takeovers*, 1988, S. 56 ff. und *Williamson*,

von *Lipton* thematisierten Anreize zu kurzfristigem Verhalten im Wettbewerb verschiedener Fonds sowie aus der Vergütung von Fondsmanagern heutzutage ein regulatorisch allgemein erkanntes Problem.<sup>409</sup>

Auch in anderen Bereichen der Wirtschaftswissenschaft erhielt die *Short-termism*-Problematik alsbald verstärkte Beachtung, etwa in der Bilanzwissenschaft,<sup>410</sup> dem Marketing<sup>411</sup> sowie im strategischen Management,<sup>412</sup> und bei alledem prominent in empirischen Arbeiten, insbesondere dazu, wie sich (Aktien-)Beteiligungen institutioneller Investoren auf den Umfang mutmaßlich langfristiger Investitionen der (Aktien-)Gesellschaften in Forschung & Entwicklung auswirken,<sup>413</sup> sowie zu Methoden und Renditeanforderungen, mit denen Spitzenmanager Investitionen bewerten<sup>414, 415</sup>.

Zweitens brachte die *Short-termism*-Debatte der 1980er und 1990er Jahre einen Schub für die Vergleichung unterschiedlicher Corporate-Governance-Systeme in Rechts- und Wirtschaftswissenschaft sowie benachbarten Disziplinen. Die am ausgefeiltesten von *Porter* im „Capital choices“-Projekt vorgetragene Gegenüberstellung eines vergleichsweise langfristig ausgerichteten japanischen und eines eher kurzfristig orientierten angloamerikanischen Corporate-Governance-Systems (*dedicated vs. fluid capital*) mit unterschiedlichen Stärken bei der Finanzierung bestimmter Investitionsarten ist nach wie vor

---

in: Auerbach (Hrsg.), *Corporate takeovers*, 1988, S. 61 ff. sowie *Romano*, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *European takeovers*, 1992, S. 3, 17–19 unter Verweis auf verschiedene Studien, die, so Romano, nur dünne Belege für die These von Shleifer/Summers lieferten. Anders der zusammenfassende Abriss des Forschungsstands von *Becht/Bolton/Röell*, in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics*, 2007, Bd. 2, S. 829, 851–852, die auf Basis des gegenwärtigen begrenzten Forschungsstands definitive Aussagen für unmöglich erachten („It is therefore impossible to say conclusively whether current regulations permitting anti-takeover amendments, which both facilitate managerial entrenchment and provide protections supporting informal agreements, are beneficial overall.“).

<sup>409</sup> Siehe nur den britischen Walker Review und den Kay Report, dazu 4. Teil, § 4 I.2. und 3., S. 781 ff., 788 ff.

<sup>410</sup> Etwa *Dechow/Sloan*, *J. Accounting & Ec.* 14 (1991), 51 ff.

<sup>411</sup> *Narver/Slater*, *J. Marketing* 54 (1990), 20, 21–24, die die Hypothese testen, dass Marktorientierung ein eindimensionales Konstrukt sei, das sich aus drei Verhaltenskomponenten und zwei Entscheidungskriterien zusammensetze, darunter ein langfristiger Horizont, gemessen daran, ob Quartalsgewinne ein entscheidendes Ziel sind, ob schnelle Amortisierung gefordert wird und an einer langfristig positiven Marge. Die beiden Entscheidungskriterien, also auch der langfristige Horizont, fallen aber in der Reliabilitätsanalyse durch.

<sup>412</sup> *Das*, *Strat. Mgmt. J.* 8 (1987), 203 ff.; *Judge/Spitzfaden*, *Journal of Management Inquiry* 4 (1995), 179 ff.

<sup>413</sup> Nach *Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission*, Institutional ownership, tender offers, and long-term investments, April 19, 1985 zunächst *Graves*, *Academy of Management Journal* 31 (1988), 417 ff., sodann etwa *Hill/Snell*, *Academy of Management Journal* 32 (1989), 25 ff.; *Hansen/Hill*, *Strat. Mgmt. J.* 12 (1991), 1 ff.; später grundlegende Verfeinerung bei *Bushee*, 73 *Acc. Rev.* 305 (1998); differenzierend *Hoskisson/Hitt/Johnson u. a.*, *Academy of Management Journal* 45 (2002), 697 ff.

<sup>414</sup> Viel beachtet und prägend für weitere Arbeiten *Poterba/Summers*, *Sloan Manage. Rev.* 37 (1995), 43 ff.; nachfolgend etwa *Segelod*, *Int. J. Production Economics* 63 (2000), 243 ff.; *Liljeblom/Vaihekoski*, *Int. J. Production Economics* 117 (2009), 427 ff.; an der Schnittstelle zur Fallstudie *Carr/Tomkins*, *Manage. Acc. Res.* 7 (1996), 199 ff.; *Carr*, in: *Papadakis/Barwise* (Hrsg.), *Strategic Decisions*, 1998, S. 107 ff. Siehe zudem unten 3. Teil, § 4 III.1., S. 626 ff. zu Umfragestudien als Identifikationsstrategie für *Short-termism*.

<sup>415</sup> Zum Ganzen auch *Mitchell/Bromiley/Souder*, *A Comparison of Explanations for Firm Temporal Orientations* <[http://gfr-mo.dauphine.fr/fileadmin/mediatheque/masters/crepa/A\\_Comparison\\_of\\_Explanations\\_-\\_Org\\_Science\\_with\\_Cover.pdf](http://gfr-mo.dauphine.fr/fileadmin/mediatheque/masters/crepa/A_Comparison_of_Explanations_-_Org_Science_with_Cover.pdf)>, S. 3 (geprüft am 11.06.2020), allerdings mit teils unpassend erscheinenden Nachweisen.

sehr einflussreich.<sup>416</sup> Die damit in den 1980er und frühen 1990er Jahren verbundene Befürchtung eines wirtschaftlichen Abstiegs der USA gilt hingegen heute als überholt.<sup>417</sup> Insoweit wurde in den 1980er Jahren mitunter zu einseitig nach einer Bestätigung der publikumswirksamen Mainstream-Auffassung gesucht. Obgleich auf gewisse theoretische Argumente gestützt,<sup>418</sup> erwies sich die negative Einschätzung des als kurzfristig

---

<sup>416</sup> Siehe *Brealey/Myers/Allen*, Principles of corporate finance<sup>12</sup>, 2017, S. 881 f., die der These unterschiedlicher Stärken bei der Finanzierung inkrementeller Weiterentwicklung vs. radikaler Innovation zustimmen, sich aber eher skeptisch dazu äußern, bankbasierte Systeme als langfristiger zu charakterisieren; ferner in der Sache etwa auch *Helms/Fox/Kenagy*, I.C.C.L.R. 23 (2012), 45, 49, die einen Gegensatz zwischen kurzfristigen westlichen Managementpraktiken und asiatischen Unternehmensgruppen (Keiretsu) erkennen.

<sup>417</sup> Siehe nur *Edmans*, J. Fin. 64 (2009), 2481, 2485, 2504; *Frentrop*, Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 66 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>418</sup> Siehe exemplarisch *Burkart/Gromb/Panunzi*, QJE 112 (1997) 693 (konkreter Bezug zu *Short-termism* auf S. 719): Ihr Modell behandelt die Rolle gestreuten oder konzentrierten Aktieneigentums als Mittel, um einen Zielkonflikt zwischen hohem Managerermessen und intensiver Aktionärskontrolle zu lösen. Ein solcher Konflikt kann auftreten, wenn ein hohes Ermessen den Manager anhält, eine spezifische Investition, die den Unternehmenswert steigert, zu tätigen, weil er kraft seines Ermessens private Vorteile erlangen kann, die intensiv kontrollierende Aktionäre unterbinden würden. Im Grundmodell (S. 697 f.) besteht die erwünschte Managerinvestition darin, in der ersten von zwei Perioden Aufwand einzusetzen, um zu erfahren, wie profitabel alternative Projekte sind. In einer Erweiterung des Grundmodells interpretieren die Autoren den Konflikt zwischen Aktionärskontrolle und Managerinitiative als einen solchen zwischen Incentivierung durch Evaluation des Managers anhand der kurzfristigen Unternehmensergebnisse oder durch genauere, direkte Evaluation (S. 695, 715–719). Dem liegt unter anderem die Annahme zugrunde, dass ex ante allen Beteiligten unbekannt ist, ob das Unternehmen einen geeigneten Manager eingestellt hat, auch dem Manager selbst (S. 716). Die Aktionäre können Überwachungsaufwand einsetzen, um nach der ersten Periode mit gewisser Wahrscheinlichkeit die wahre Eignung des Managers zu erfahren (S. 716), wobei sich das kostenbedingt nur für Paketaktionäre lohnt (S. 717). Alternativ können sie den Manager anhand des Unternehmensgewinns in Periode 1 beurteilen. Geeignete Manager erwirtschaften in der ersten und zweiten Periode stets einen Gewinn, ungeeignete Manager erwirtschaften in Periode 1 mit gewisser Wahrscheinlichkeit, abhängig von ihrem Bemühen, einen positiven Gewinn und in Periode 2 stets einen Nullgewinn. Die Aktionäre werden und sollten daher nach Periode 1 einen als schlecht erkannten Manager entlassen. Der Anreiz des Managers, Qualität durch einen hohen kurzfristigen Gewinn zu signalisieren, hängt davon ab, wie dies seine Aussicht beeinflusst, den Posten zu behalten. Der Anreiz ist maximal in einer Streubesitzgesellschaft, weil die Entscheidung über eine Vertragsverlängerung dort allein auf dem Gewinnssignal basiert. Anders liegt es bei konzentriertem Anteilsbesitz. Vor diesem Hintergrund sagt das Modell voraus, dass die Aktienkonzentration mit der Diskrepanz zwischen kurz- und langfristigen Erträgen zunimmt: Sind die langfristigen Gewinne im Vergleich zu den kurzfristigen sehr hoch, ist es wichtiger, informiert zu sein, um einen ungeeigneten Manager zu entfernen (S. 718). Erschwert es allerdings das – als exogen angenommene – Rechtssystem, Blockpositionen aufzubauen, oder ist die Anteilseignerschaft aus anderen exogenen Gründen breit gestreut, dann folgt aus dem Modell eine höhere Gewichtung kurzfristiger Gewinne in den entsprechenden Gesellschaften. *Burkart/Gromb/Panunzi* verweisen hierzu auf die Argumentation von *Roe*, J. Fin. Ec. 27 (1990), 7 ff., dass das rechtliche Umfeld in den USA Blockbildungen behindere. Sie sehen, soweit man dem folgt, eine Übereinstimmung ihres Modells mit der [damals] verbreiteten Sichtweise, dass amerikanische Unternehmen mehr Wert auf kurzfristige Ziele legten als deutsche (S. 719).

Weiterhin etwa *Stulz*, Eur. Financial Management 2 (1996), 11, 18 ff., der argumentiert, dass bei Agency-Kosten infolge von Informationsasymmetrien zwischen Aktionären und Management Fremdkapital immer den Investmentumfang reduziert. Dies ist vorteilhaft, wenn der Cashflow hoch und gute Investmentmöglichkeiten beschränkt sind – das Management wird dann gezwungen, die überschüssigen Mittel auszuschütten –, aber nachteilig, wenn der Cashflow im Vergleich zu guten Investmentmöglichkeiten gering ist. In Japan sei der Anteil der Fremdkapitalfinanzierung höher, aber weil das Fremdkapital von großen Banken stamme, die zugleich Aktionäre sind, seien Informationsasymmetrien, damit Agency-Kosten und letztlich Kapitalkosten geringer als für US-Firmen. Zudem gebe es in Japan anders als in den USA große Aktionäre mit einem Anreiz zu Monitoring statt wie in den USA zerstreute Aktionäre, die bei Problemen verkauften. Zwar existiere in den USA anders als in Japan ein aktiver Markt für

wahrgenommenen amerikanischen Corporate-Governance-Systems in Relation zu der idealisierenden Sicht auf das mit Japan und Deutschland verbundene Modell später als logisch nicht durchgängig schlüssig<sup>419</sup> und vor allem empirisch als nicht konsistent belegbar.<sup>420</sup> Das erfuhr auch *Hofstede*, der 1991, nach mehr als zehn Jahren intensiver

---

Unternehmenskontrolle. Dieser sei aber kein vollwertiger Ersatz, da Übernahmen teuer seien. Stulz führt dazu verschiedene empirische Studien an (S. 19 f.), deren Resultate er aber abweichend vom üblichen Ansatz interpretiert.

Schließlich zum Managerarbeitsmarkt *Campbell/Marino*, *Int. Economic Rev.* 35 (1994), 855, 856, die argumentieren, dass *myopic management* schwerer zu verhindern ist, wenn Manager auf dem Arbeitsmarkt mobil sind, weil sich hierdurch der Gestaltungsspielraum für langfristige Managervergütungen verengt. Hierzu verweisen sie darauf, dass die Mobilität von Managern in den USA relativ hoch sei, während in Japan interne Beförderungen vorherrschten und ein Wechsel zwischen Unternehmen kaum vorkomme.

<sup>419</sup> Siehe das theoretische Modell von *Edmans*, *J. Fin.* 64 (2009), 2481 ff. Edmans untersucht unter Bezugnahme auf entsprechendes Vorbringen während der US-*Short-termism*-Debatte in den 90er Jahren (dazu siehe S. 2484, 2504), ob ein Umfeld mit hoher Aktienliquidität und informierten, aber nicht engagierten institutionellen Investoren (*exit* statt *voice*) börsennotierte Unternehmen von sinnvollen langfristigen Investitionen abschreckt. Edmans geht von einem Modell mit drei Perioden sowie einem Paketaktionär und Kleinaktionären aus. Der Paketaktionär hat die Möglichkeit, sich in der 2. Periode mit gewissem Aufwand über den Fundamentalwert der Gesellschaft zu informieren, der in der 3. Periode allgemein bekannt wird. Er kann im Grundmodell jederzeit verkaufen, allerdings keine Leerverkäufe tätigen, und hat annahmegemäß keine Möglichkeit, das Management zu beeinflussen. Aus dem Modell folgt, dass hohe Aktienliquidität bei Vorhandensein informierter, aber einflussloser Paketaktionäre wohlfahrtsförderlich ist, weil die informierten Paketaktionäre dafür sorgen, dass Investitionen, die kurzfristig Kosten verursachen, aber langfristig den Fundamentalwert steigern, zutreffend in den Kurs eingepreist werden. Wenn die Blockholder nämlich die Profitabilität der Investition erkennen, werden sie in Periode 2 trotz Ausstiegsmöglichkeit nicht verkaufen. Ihr fortwährendes Halten der Aktie signalisiert gerade wegen der Ausstiegsmöglichkeit die Qualität der Aktie: „the power of loyalty relies on the threat of exit“ (S. 2484, 2496). Entgegen der Argumentation in der *Short-termism*-Diskussion der 1980er und 1990er Jahre ist demnach hohe Liquidität bei Vorhandensein informierter, aber einflussloser Blockholder positiv und nicht negativ. Das eigentliche Problem kleiner Aktionäre in einem liquiden Markt liegt nicht in der Trennung von Eigentum und Kontrolle, sondern von Eigentum und Information (S. 2484 f.).

Allerdings ist zu beachten, dass das Modell von recht spezifischen Annahmen ausgeht: Paketaktionäre sind gut informiert, sehen also die Vorgänge hinter Bilanzzahlen (siehe Fn. 2), haben aber gleichwohl keine Einflussmöglichkeit. Gibt man letztere Annahme auf, hätte höhere Liquidität gegebenenfalls wieder nachteilige Effekte, weil sie die Paketaktionäre verleiten könnte, das Management zu kurzfristigem Verhalten anzuhalten (S. 2497). Zudem haben Paketaktionäre im Modell die Möglichkeit und einen Anreiz, Aktien so lange zu halten, bis sich eine langfristige Investition monetär auszahlt und im Marktpreis niederschlägt. Paketaktionäre können im Modell also zwischenzeitliche Verluste aussitzen. Während dies in einem Dreiperiodenmodell trivial wirkt, erscheint die Gültigkeit der Annahme in der Realität bei institutionellen Investoren, die fremde Mittel anlegen und sich im ständigen Wettbewerb um Anlagegelder befinden, fraglich. Schließlich ist daran zu erinnern, dass das Modell von Paketaktionären abstrahiert, die selten oder nie aufgrund von Informationen handeln, etwa Indexfonds oder Familiengesellschaften, ebenso wie von Leerverkäufe(r)n und von Informationsintermediären wie Analysten, die ebenfalls dafür sorgen könnten, dass Informationen in den Kurs eingepreist werden, und so die inkrementelle Rolle von Paketaktionären verringern würden (S. 2500, 2504).

<sup>420</sup> Siehe für Studien, die gegen die in den 1980er Jahren verbreitete Ansicht sprechen, *Lee*, *Manage. Decis. Econ.* 26 (2005), 39, 47 (anhand von Daten aus dem Jahr 1995 ermittelt Lee, dass die Beziehung von konzentrierter Aktieneigentümerschaft und F&E-Produktivität gemessen an Patenten für die USA und Japan für ein hohes bzw. niedriges Niveau an F&E-Ausgaben unterschiedlich und dabei gegensätzlich ausfällt); ähnlich differenzierend *Lee/O'Neill*, *Academy of Management Journal* 46 (2003), 212 ff.; *Kaplan*, *J. L. Econ. & Org.* 10 (1994), 142 ff. (Untersuchung der Fluktuation von Vorstand und Aufsichtsrat in Relation zum Unternehmenserfolg in 42 der größten deutschen Gesellschaften der 1980er Jahre; Kaplan ermittelt, dass Wechsel in diesen Organen signifikant von Aktienrenditen und Verlusten abhängen, und zwar in etwa demselben Ausmaß wie in Japan und den USA. Er sieht dies als Beleg dafür, dass man – entgegen der damals noch verbreiteten Meinung – nicht vorschnell von anekdotisch beobachteten unterschiedlichen Strukturen der Corporate-Governance-Systeme auf eine unterschiedliche Leistungsfähigkeit z. B. bei der Investitionsfinanzierung schließen könne; zu dieser Studie auch *Tirole*,

The theory of corporate finance, 2006, S. 26, der das Ergebnis einer ähnlichen Beziehung von schlechter Wertentwicklung und Fluktuationsrate der Topmanager in den USA, Deutschland und Japan angesichts der institutionellen Unterschiede als überraschend bezeichnet); Kaplan, J. Pol. Econ. 102 (1994), 510 ff. (japanische und US-Manager erhalten durch die Vergütung ähnliche Anreize, aktuelle Erfolgsmaße zu beachten); tendenziell anders allerdings die Ergebnisse der Umfragestudie von Coates/Davis/Stacey, Manage. Acc. Res. 6 (1995), 125 ff.; Hall/Weinstein, The Myth of the Patient Japanese: Corporate Myopia and Financial Distress in Japan and the US, November 1996 (die Autoren ermitteln, dass japanische und US-Unternehmen in finanziell angespannten Situationen in etwa gleichem Umfang F&E-Ausgaben kürzen, die die Autoren als Haupt-Proxy für langfristige Investitionen verwenden (S. 4)); Hirschey/Skiba/Wintoki, J. Corp. Fin. 18 (2012), 496, 497, 517 (Die Autoren untersuchen die Verteilung und Entwicklung der F&E-Ausgaben börsennotierter Unternehmen in den USA im Zeitraum von 1976 bis 2010. Sie ermitteln, dass im Aggregat das Verhältnis von F&E-Ausgaben zu Unternehmensgewinnen von 24,6 % im Jahr 1976 auf 34,3 % im Jahr 2010 gestiegen ist. Ein wesentlicher Teil des Anstiegs ging auf junge, F&E-intensive Unternehmen zurück, insgesamt bleiben die F&E-Ausgaben aber auf Großunternehmen konzentriert. Im Ergebnis haben die betrachteten US-Unternehmen also entgegen der verbreiteten Befürchtungen beständig mehr in Forschung & Entwicklung investiert. Dabei erklärt die Profitabilität nur einen sehr kleinen Teil der Querschnittsunterschiede bei F&E-Ausgaben. Selbst in den wirtschaftlich schwierigen Phasen nach Platzen der Technologie-Blase (2000–2002) und in der Finanzkrise (2008–2010) finden sich keine Belege für eine systematische Absenkung der F&E-Intensität (Verhältnis von F&E-Ausgaben zum Umsatz). Allerdings ermitteln die Autoren auch gewisse Indizien dafür, dass private Unternehmen gemessen am Verhältnis zum Umsatz tendenziell mehr in F&E investieren als börsengehandelte Unternehmen).

Ferner zahlreiche Arbeiten zu Aktienkursreaktionen auf Ankündigung von Investitionen (siehe dazu 3. Teil, § 4 I. 1. b), S. 568 ff., Text bei Fn. 15 auf S. 569.

Für die damalige Ansicht tendenziell stützende empirische Arbeiten siehe Prowse, J. Fin. Ec. 27 (1990), 43 ff. (Prowse untersucht eine Stichprobe von 133 japanischen und 741 US-amerikanischen Unternehmen der verarbeitenden Industrie. Er ermittelt bei den japanischen Gesellschaften eine signifikante Korrelation zwischen den prozentualen Anteilen an den offenen Krediten und dem ausgegebenen Eigenkapital, die der größte Gläubiger einer Gesellschaft jeweils hält, wobei dieser Prozentsatz umso höher ist, je größer die unternehmensspezifische Möglichkeit für Aktionäre ist, Anlagen der Gesellschaft zu lasten der Gläubiger zu verändern, Letzteres approximiert mit drei Hilfsvariablen (S. 52). Diese Maße für den potenziellen Agency-Konflikt zwischen Aktionären und Gläubigern stehen gemäß einer Regressionsanalyse für die betrachteten US-Unternehmen in signifikant negativem Zusammenhang mit dem Verschuldungsgrad, nicht aber für die japanischen. Prowse vermutet daher, dass sich ein Teil des unterschiedlichen Verschuldungsgrades japanischer und amerikanischer verarbeitender Unternehmen mit unterschiedlich hohen Agency-Kosten zwischen Aktionären und Gläubigern und daraus resultierenden unterschiedlich hohen Fremdkapitalkosten erklärt); ähnlich Hoshi/Kashyap/Scharfstein, QJE 106 (1991) 33, die Belege dafür präsentieren, dass japanische Unternehmen der verarbeitenden Industrie, die mit einer großen Bank in einem Keiretsu-Netzwerk verbunden sind, in ihrer Investitionstätigkeit weniger liquiditätsabhängig sind als branchengleiche japanische Unternehmen ohne Keiretsu-Anbindung. Die Autoren erklären dies damit, dass die enge Verbindung zu einer Bank Informationsprobleme verringere und dadurch die Kapitalbeschaffung erleichtere. Die Autoren führen abschließend aus, dass ihre Ergebnisse nahelegen können, dass die betrachteten institutionellen Strukturen ein wichtiger Wettbewerbsvorteil japanischer Unternehmen gegenüber amerikanischen sind (S. 57). Sie raten insoweit aber zur Vorsicht. Es sei denkbar, dass der Glass-Steagall Act in den USA verhindere, dass sich effizientere Strukturen analog zu den japanischen herausbilden. Stattdessen könne aber auch das japanische System Ergebnis restriktiver Regulierung sein, die in Japan bis Mitte der 1970er Jahre durch Zinsobergrenzen und Schranken für Kapitalaufnahme im Ausland zu einem Umfeld beschränkter Liquidität geführt habe, das Unternehmen mit enger Verbindung zu einer Bank weniger beeinträchtigte. Zu den jeweiligen Vor- und Nachteilen von netzwerk- und marktorientierten Corporate-Governance-Systemen bei der Lösung von Agency-Konflikten auch Moerland, J. Ec. Beh. & Org. 26 (1995), 17 ff.); Jacobson/Aaker, J. Accounting & Ec. 16 (1993), 383 ff. (die Autoren untersuchen, wie die Aktienrenditen von US-amerikanischen und japanischen Gesellschaften beeinflusst wurden, wenn der Return on Investment (ROI) oder das Umsatzwachstum von einem Wert abwich, den die Autoren als ex ante erwarteten Wert berechneten, gestützt auf die jährlichen makroökonomischen Bedingungen in dem jeweiligen Land und die vergangene Entwicklung der Gesellschaft, formalisiert mit einem vektorautoregressiven Modell erster Ordnung der betrachteten Variablen. Die Autoren interpretieren ihre Ergebnisse als Zeichen dafür, dass der japanische Aktienmarkt Informationen schneller einpreise als der US-amerikanische, und sehen darin eine Übereinstimmung mit der Hypothese, dass japanische Investoren, die üblicherweise enge Verbindungen zu

*Short-termism*-Debatte, zu seinen bis dato vier Dimensionen nationaler Kulturen entsprechend dem damaligen Mainstream als fünfte Dimension „Long-term versus short-term Orientation“ (LTO) hinzugefügt hatte,<sup>421</sup> mit den angloamerikanischen Ländern auf der kurzfristigen Seite, den asiatischen Staaten auf der langfristigen und Europa in der Mitte.<sup>422</sup> Hofstede begründete die Aufnahme der LTO-Dimension, die er später unter anderem zur Erklärung der Ziele von Spitzenmanagern heranzog,<sup>423</sup> damit, dass sie mit wirtschaftlichem Wachstum korreliere.<sup>424</sup> Dies musste er nachfolgend aber deutlich einschränken, als der für den Zeitraum 1970 bis 1995 beobachtete Zusammenhang mit der Asienkrise ab 1995 bis 2005 zusammenbrach.<sup>425</sup>

Auch wenn demnach heute manches anders eingeordnet oder akzentuiert wird, sind nicht wenige der Erkenntnisse aus der *Short-termism*-Debatte der 1980er/1990er Jahre in nüchterner Zusammenschau heute noch bedeutsam.<sup>426</sup> Generell ist zudem ihr Wert als Katalysator für die Fortentwicklung des Wissensstands nicht zu unterschätzen.

---

den Gesellschaften hätten, in die sie investieren, besser informiert seien als ihre US-amerikanischen Kollegen. Mit Blick hierauf argumentieren die Autoren unter Verweis auf das Signal-Jamming-Modell von Stein, QJE 104 (1989) 655, dass größere Informationsasymmetrien in den USA Anreize für einen kurzfristigen Managementstil setzen könnten, der der langfristigen Wettbewerbsfähigkeit schadet.); Mueller/Reardon, Southern Ec. J. 60 (1993), 430 (die Autoren unternehmen eine Schätzung der Erträge von Investitionen von 699 Gesellschaften über den Zeitraum von 1970 bis 1987/1988, wobei sie mehrere starke Annahmen verwenden [insbesondere: Effizienzmarkthypothese, a. a. O., S. 432, 444 f.; einheitlicher Abschreibungssatz, a. a. O., S. 433; Abstrahierung von steuerrechtlich bedingten Bewertungsanpassungen, a. a. O., S. 450]. Sie gelangen zu dem Ergebnis, dass die Investitionen zu deutlich unterproportionalen Marktwertsteigerungen führten und die reinvestierten Mittelzuflüsse geringere Erträge abwarfen als externe Mittel, insbesondere als Fremdkapital. Die erwirtschaftete Rendite habe unter den Opportunitätskosten der Aktionäre gelegen. Deshalb, so die Autoren, wäre eine größere Marktwertsteigerung möglich gewesen, wenn Unternehmen in stärkerem Maße Investitionsmittel für Aktienrückkäufe verwendet hätten. Die Autoren interpretieren die daraus folgende Präferenz der Anleger für weniger Investitionen – etwas überraschend – als übereinstimmend mit der These, dass amerikanische Unternehmen aufgrund hoher Kapitalkosten zu wenig investieren, weil eine Aktionärsvorliebe für Aktienrückkäufe nicht notwendig makroökonomisch optimal sei.).

<sup>421</sup> Hofstede, *Cultures and organizations*, 1991, S. 159 ff., noch mit der Bezeichnung „Confucian Dynamism“; näher, auch zur Entstehungsgeschichte und zu vorherigen abweichenden Begrifflichkeiten Hofstede/Minkov, *Asia Pacific Bus. Rev.* 16 (2010), 493, 493–496; Hofstede/Hofstede/Minkov, *Cultures and organizations*<sup>3</sup>, 2010, S. 235–276; Fang, *Int. J. Cross Cult. Manage.* 3 (2003), 347, 348–350, 351–354. Zu nachfolgenden Validierungsbemühungen Hofstede/Minkov, *Asia Pacific Bus. Rev.* 16 (2010), 493, 496 ff.

<sup>422</sup> Hofstede/Minkov, *Asia Pacific Bus. Rev.* 16 (2010), 493, 496; zu späteren Verschiebungen a. a. O., S. 500. Sehr kritisch zu dieser Dimension Fang, *Int. J. Cross Cult. Manage.* 3 (2003), 347, 350–351, 354 ff. Zur allgemeinen Diskussion um Hofstedes Ansatz und seine Ergebnisse siehe die Kritik von McSweeney, *Human Relations* 55 (2002), 89 ff. m. w. N.; Replik von Hofstede, *Human Relations* 55 (2002), 1355 ff.; Triplik von McSweeney, *Human Relations* 55 (2002), 1363 ff.; vermittelnd Williamson, *Human Relations* 55 (2002), 1373 ff.

<sup>423</sup> Hofstede/Deusen, Cheryl A. Van/Mueller u. a., *J. Int. Bus. Stud.* 33 (2002), 785 ff., insb. S. 795–800.

<sup>424</sup> Hofstede/Minkov, *Asia Pacific Bus. Rev.* 16 (2010), 493, 496.

<sup>425</sup> Dies., *Asia Pacific Bus. Rev.* 16 (2010), 493, 501–502. Hofstede/Minkov (a. a. O.) sowie fast identisch Hofstede/Hofstede/Minkov, *Cultures and organizations*<sup>3</sup>, 2010, S. 264–267 halten gleichwohl an der These einer Korrelation mit gewissen Einschränkungen fest: „LTO-WVS [die LTO-Dimension gemessen anhand der Daten des World Values Survey, dazu a. a. O., S. 499] explains why societies moved from rags to riches, but not from riches to more riches. The successful East Asian dragons, now on the rich side, were hit by the 1997 regional economic crisis which abruptly cut their economic ascent.“

<sup>426</sup> Siehe etwa zur Rezeption von Hofstedes Konzept auch in der neuen *Short-Termism*-Debatte nach der Finanzkrise Irving, 19 *Australian Acc. Rev.* 278, 287 (2009); in der Sache auch Helms/Fox/Kenagy, *I.C.C.L.R.* 23 (2012), 45, 49; allgemein zum Stand der interkulturellen Forschung über das Verhalten in

#### 4. Short-termism-Diskussion der frühen 2000er Jahre: Bilanzskandale und Dotcom-Blase

Die in den 1980er und 1990er Jahren begonnene Auseinandersetzung um *Short-termism* ebte mit dem internationalen wirtschaftlichen (Wieder-)Aufstieg der USA ab, ohne im eigentlichen Sinne zu enden. Insbesondere die Wirtschaftswissenschaft beschäftigte sich, wie die vorstehend zitierten Nachweise zeigen, weiterhin theoretisch und empirisch mit der Thematik. Auf das Feld der Rechtswissenschaft und Rechtspolitik trat der *Short-termism*-Topos mit wiedererstarkter Intensität und neuen Facetten erst wieder ab 2001, vor allem infolge mehrerer schwerer Bilanzskandale.<sup>427</sup> Neben diesen spielte die Krise zahlreicher junger börsennotierter Gesellschaften aus der Internetwirtschaft (*dotcom bubble*) zunächst eine untergeordnete Rolle.

##### a) Regulierungsdefizit

Vor allem seit 1997 zeigte sich mehr und mehr, dass das Bilanzierungssystem der US-GAAP erhebliche Defizite barg. Von Anfang 1997 bis Mitte 2002 mussten circa 10 % aller börsennotierten Unternehmen ihre nach GAAP aufgestellten und geprüften Jahresabschlüsse mindestens einmal berichtigen (*restatement*).<sup>428</sup> Verantwortlich dafür waren zunehmende Unregelmäßigkeiten bei der Bilanzierung (Steigerung um 145 %), insbesondere falsche Erlösrealisierungen sowie Kosten- oder Ausgabenausweise,<sup>429</sup> die verstärkt große Gesellschaften betrafen.<sup>430</sup> Aktien betroffener Gesellschaften erfuhren im Zuge entsprechender *restatements* hohe Kursverluste, und es mehrten sich Anzeichen für ein erodierendes Anlegervertrauen.<sup>431</sup> Die spektakuläre Spitze des Eisbergs bildeten 2001 und 2002 die Skandale um *Enron* und *Worldcom*, welche in kurzem Abstand die unrühmliche Marke der größten Unternehmensinsolvenz in der Geschichte der Vereinigten Staaten in eine bis dato ungekannte Höhe vorschoben.<sup>432</sup> Die dadurch unternehmensintern und -extern steigende Skepsis gegenüber Jahresabschlüssen erhöhte die wuchernde

---

Organisationen und die große Bedeutung von Hofstede's Fünf-Dimensionen-Konzept in diesem Gebiet siehe den umfassenden Überblick von *Tsui/Nifadkar/Ou*, *J. Management* 33 (2007), 426 ff.

<sup>427</sup> Dazu knapp *Duruigbo*, *Kentucky L. J.* 100 (2012), 531, 540.

<sup>428</sup> *GAO*, *Financial Statement Restatements*, October 2002, S. 4, 15, zugleich betonend, dass die Anzahl der Gesellschaften, die in einem bestimmten Jahr eine Berichtigung vornehme, nur einen kleinen Prozentsatz aller börsengehandelten Gesellschaften ausmache; *Merkt*, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*<sup>3</sup>, 2013, S. 31 Rn. 46.

<sup>429</sup> *GAO*, *Financial Statement Restatements*, October 2002, S. 19–22.

<sup>430</sup> *GAO*, *Financial Statement Restatements*, October 2002, S. 4, 14, 17; *Coates, IV*, *J. Econ. Persp.* 21 (2007), 91, 92–93, mit Grafik und weiteren Nachweisen.

<sup>431</sup> *GAO*, *Financial Statement Restatements*, October 2002, S. 5–6, 24–31 (Kursverluste), 32–41 (Investorenvertrauen); *Kim*, 40 *Harv. J. on Legis.*, 235 (2003) m. w. N. in Fn. 3 zu entsprechenden Aussagen in bzw. vor dem US-Kongress und dem Senat; zur entsprechenden empirischen Forschung *Coates, IV*, *J. Econ. Persp.* 21 (2007), 91, 93–94: dort Messung von Liquidität und Investorenvertrauen anhand der Handelsaktivität, Markttiefe und Bid-Ask-Spreads, wobei vor allem Letztere vor dem Sarbanes-Oxley Act anstiegen und nach dessen Annahme stark sanken. Während die Kursverluste nach Berichtigungen auch im Zeitraum 2002 bis 2005 auftraten, ergaben Erhebungen für diesen Zeitraum keine definitiven Anzeichen mehr, dass das Investorenvertrauen dadurch abnehme, *GAO*, *Financial Restatements*, July 2006, S. 6, 34–42; zum empirischen Befund zunehmenden Investorenvertrauens nach Annahme des SOX, gemessen an sinkenden Bid-Ask-Spreads, zunehmender Markttiefe und Umfragen, *Coates, IV*, *J. Econ. Persp.* 21 (2007), 91, 107.

<sup>432</sup> Überblick über die Skandale bei Enron sowie deren Bilanzprüfer Arthur Andersen, Worldcom, Adelphia, Qwest, Global Crossing und Tyco bei *Hamilton/Macey/Moll*, *Cases and Materials on Corporations*<sup>11</sup>, 2010, S. 541–547.

Zahl der Berichtigungen zunehmend größerer Unternehmen von 2002 bis 2005 sogar noch weiter, auf mehr als ein Sechstel aller börsennotierten Gesellschaften.<sup>433</sup> Es zeigte sich, besonders plakativ im Fall von *Enron*, dass die Jahresabschlussprüfung durch große Prüfungsgesellschaften mitunter eklatant als Kontrollinstanz versagt hatte.<sup>434</sup>

Die unmittelbare Schlussfolgerung war, dass das bestehende System mit seinen externen und internen Kontrollmechanismen offensichtlich nicht ausreichte, um Regeln gegen betrügerische Bilanzierungspraktiken und damit verbundenes Fehlverhalten durchzusetzen und Verstöße aufzudecken.<sup>435</sup> Hierauf reagierte der US-amerikanische Gesetzgeber unmittelbar und zeitnah<sup>436</sup> mit dem Sarbanes-Oxley Act (SOX): Dieser verschärfte bilanzrechtliche Vorschriften, welche zur Risikoverschleierung missbraucht worden waren, reformierte grundlegend die Aufsicht über Abschlussprüfungsgesellschaften und nahm Chief Executive sowie Chief Financial Officers persönlich in die Pflicht, für effektive interne Kontrollsysteme zu sorgen, inhaltlich kontrolliert durch Abschlussprüfer.<sup>437</sup> Zudem stärkte das Gesetz den unternehmensinternen Prüfungsausschuss sowie interne Berichtswege für Bilanzierungsprobleme, verbot Kredite an Executive Officers und ergriff Maßnahmen gegen Interessenkonflikte, die Prüfungsgesellschaften von wirksamer Kontrolle abhalten könnten.<sup>438</sup> Die mit dem SOX einhergehenden Compliance-Kosten erwiesen sich allerdings als erheblich und deutlich höher als zunächst geschätzt.<sup>439</sup>

#### b) Corporate-Governance-Missstände

Der Gesetzgeber bekämpfte damit, sieht man von krimineller Selbstbereicherung, wie sie bei *Enron* und *Tyco* vorgekommen war,<sup>440</sup> ab, allerdings eher Symptome als Ursachen: Er ergriff zwar Maßnahmen gegen irreführende oder gar betrügerische Zwischen-

<sup>433</sup> GAO, Financial Restatements, July 2006, S. 4, 11 ff. Dabei waren nun mit dem Ausweis von Kosten oder Ausgaben zusammenhängende Aspekte der häufigste Grund und wiederum im Einzelfall beachtliche, wenn auch bezogen auf das Gesamtmarktvolumen kleine Kursverluste der betroffenen Aktien die Folge, am stärksten bei Berichtigungen des Gewinnausweises (a. a. O., S. 5, 23–33).

<sup>434</sup> Dazu *Coates, IV*, J. Econ. Persp. 21 (2007), 91, 93–94.

<sup>435</sup> Näher *ders.*, J. Econ. Persp. 21 (2007), 91, 94–96, der rückblickend konstatiert, dass die private Rechtsdurchsetzung durch Investorenklagen nicht genügte, die SEC den Vollzugsbedarf auch aufgrund beschränkter Finanzmittel nicht erfüllt hatte und dass die sich selbst regulierenden Wirtschafts- und Rechnungsprüfer ihre zgedachte Rolle als Gatekeepers nicht wahrgenommen hatten, bedingt durch falsche Anreize im Wettbewerb sowie Interessenkonflikte; *Hamilton/Macey/Moll*, Cases and Materials on Corporations<sup>11</sup>, 2010, S. 547–548; zur Unzulänglichkeit der internen Kontrollmechanismen bei den Unternehmensskandalen der Jahrtausendwende *Bainbridge*, Corporate governance after the financial crisis, 2012, S. 139–141.

<sup>436</sup> Dies hat man teilweise als überstürzt und opportunistisch kritisiert, so etwa pointiert *Butler/Ribstein*, The Sarbanes-Oxley debacle, 2006, S. 7 („From Enron to SOX: Shoot First, Ask Questions Later“); *Romano*, 114 Yale L. J. 1521, 1543 f. (2005); *Hamilton/Macey/Moll*, Cases and Materials on Corporations<sup>11</sup>, 2010, S. 548 („rather hastily cobbled together“); dagegen *Coates, IV*, J. Econ. Persp. 21 (2007), 91, 112; speziell gegen Romanos Kritik überzeugend *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 701–706.

<sup>437</sup> *Coates, IV*, J. Econ. Persp. 21 (2007), 91, 96–104, 110–111; *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, S. 32–34 Rn. 49–52; *Bainbridge*, Corporate governance after the financial crisis, 2012, S. 155–166, 182–186.

<sup>438</sup> *Coates, IV*, J. Econ. Persp. 21 (2007), 91, 105, 111–112; *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, S. 33–34 Rn. 50–54; *Bainbridge*, Corporate governance after the financial crisis, 2012, S. 124–127, 142, 181, 186–188, 192–193.

<sup>439</sup> Dazu sowie zu den Folgen *Hamilton/Macey/Moll*, Cases and Materials on Corporations<sup>11</sup>, 2010, S. 551, 553 f.

<sup>440</sup> Dazu knapp *Coates, IV*, J. Econ. Persp. 21 (2007), 91, 101.

bilanzen und Jahresabschlüsse bzw. gegen mangelnde Kontrolle und Prävention seitens der Abschlussprüfer. Er widmete sich aber nicht den Ursachen, aus denen heraus Manager auch ohne eklatante kriminelle Energie dazu neigten, die Unternehmensberichterstattung zu manipulieren, wie man es seit 1997 zunehmend beobachtete. Als einen wesentlichen Treiber hierfür machten prominente Stimmen bereits deutlich vor dem Sarbanes-Oxley Act Anreize zu kurzfristigem Verhalten in Wettbewerbsumfeld und Vergütung aus. Dies gilt für Administration und Kongress ebenso wie für das Schrifttum.

#### aa) Administration und Legislative

Bereits im September 1998 fürchtete der damalige SEC-Chairman *Arthur Levitt*, das Motiv, die Gewinnerwartungen der Wall Street zu erfüllen, könne vernünftiges Wirtschaften außer Kraft setzen und die Qualität der Finanzberichterstattung untergraben, indem bilanzpolitische Spielräume bis an die Grenze zum Betrug ausgenutzt würden.<sup>441</sup> Unternehmen versuchten, Gewinnvorhersagen der Wall Street zu (über-)treffen, um die eigene Marktkapitalisierung und den Wert von Aktienoptionen zu steigern. Dazu mussten sie die Gewinnerwartungen von Analysten erfüllen, die wiederum ständige Ausblicke von den Gesellschaften erwarteten. Abschlussprüfer stellten sich nicht entgegen, um ihre Kunden zu halten. In alledem liege ein Problem der *financial community*, das nur durch einen umfassenden Kulturwandel lösbar sei, nicht durch ein Regierungsmandat.<sup>442</sup>

Im April 2002 betonte der nun amtierende SEC-Chairman *Harvey Pitt* noch wesentlich deutlicher als zuvor *Levitt*, dass die herkömmliche Vergütung mit Aktienoptionen Fehlanreize erzeugen könne, besonders problematisch dann, wenn sie kurzfristige Entwicklungen belohne.<sup>443</sup> Daher solle die Ausübung von Optionsrechten an ein stetiges und lang anhaltendes Wachstum gekoppelt werden. Letztlich wollte *Pitt* dies aber einem Beschluss der Aktionäre sowie einem Vergütungsausschuss unabhängiger Direktoren überlassen.<sup>444</sup> Hier, im unmittelbaren Vorfeld des SOX, zeigte sich also erneut die bereits unter *Levitt* propagierte SEC-Linie, gesetzliche Regeln auf Offenlegungspflichten und ein Verbot betrügerischer Verhaltensweisen zu beschränken, während weitergehende Standards vorrangig private Akteure entwickeln sollten.

Dessen ungeachtet schien die SEC aber ein *Short-termism*-Problem eher bei den Managern als den Aktionären zu sehen. Jedenfalls griff sie unter dem Eindruck der Skandale, die das Vertrauen in Manager erschüttert und das Image von Aktiengesellschaften allgemein ramponiert hatten,<sup>445</sup> frühere Initiativen<sup>446</sup> auf, den Einfluss der Aktionäre bei

<sup>441</sup> *Levitt*, The „Numbers Game“, September 28, 1998 <<https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>442</sup> *Levitt*, The „Numbers Game“, September 28, 1998 <<https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>> (geprüft am 11.06.2020); zu dieser Rede auch *Bratton*, 76 Tul. L. Rev. 1275, 1357 (2002), der die von *Levitt* kritisierten Missstände als Ausdruck eines aggressiv verfolgten Shareholder-Value-Konzepts sieht.

<sup>443</sup> *Pitt*, SEC Speech: Remarks at the Inaugural Lecture of the JD/MBA Lecture Series (H. Pitt), 2002 <<https://www.sec.gov/news/speech/spch547.htm>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>444</sup> *Ders.*, SEC Speech: Remarks at the Inaugural Lecture of the JD/MBA Lecture Series (H. Pitt), 2002 <<https://www.sec.gov/news/speech/spch547.htm>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>445</sup> *Zukin*, 33 Pepperdine L. Rev. 937, 940 (2006).

<sup>446</sup> Siehe zu gleichgerichteten Überlegungen der SEC von 1942, 1977, 1980 und 1992 *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Security Holder Director Nominations, proposed Oct. 23, 2003, 68 Fed. Reg. 60784, 60785 f. und aus der Literatur *Zukin*, 33 Pepperdine L. Rev. 937, 959–961 (2006); *Fairfax*, 84 Indiana L. J. 1259, 1273–1274 (2007); speziell zu Inhalt und Kontext der Initiative der SEC aus dem Jahr 1977, die auch andere Themen betraf, *Karmel*, 57 Brook. L. Rev., 58–61 (1991).

der Nominierung von Board-Kandidaten zu stärken.<sup>447</sup> Nach den bestehenden Regeln hatten Aktionäre zwar verschiedene Möglichkeiten, eigene Kandidaten in das Verfahren der Board-Wahl einzubringen. Diese waren aber ineffektiv.<sup>448</sup> Die SEC schlug daher im Oktober 2003 eine Regelung vor, die es Aktionären unter bestimmten Voraussetzungen ermöglichen sollte, einen eigenen Kandidaten in den Proxy-Unterlagen zu präsentieren, welche die Gesellschaft zur Vorbereitung der Hauptversammlung an die Aktionäre versendet.<sup>449</sup> Die SEC wollte hiermit die Verantwortlichkeit der Direktoren gegenüber den Aktionären stärken, verwandte zugleich aber viel Sorgfalt darauf, das Nominierungsrecht auf langfristige Aktionäre oder Aktionärsgruppen mit erheblichem wirtschaftlichen Interesse an der Gesellschaft zu beschränken,<sup>450</sup> im Kern durch ein Mindestquorum von 5 % der stimmberechtigten Aktien, kombiniert mit einer Haltedauer von mindestens zwei Jahren.<sup>451</sup> Damit orientierte sich die SEC an einem privatautonom umgesetzten Shareholder Director Nomination Plan, der auf Initiative von arbeitnehmernahen institutionellen Investoren zustande gekommen war.<sup>452</sup> Zudem waren Mindestheldauer und Mindestanteilsbesitz in abgeschwächter Form seit 1983 etablierte und erprobte Voraus-

<sup>447</sup> *Fisch*, 61 Emory L. J. 435, 442 (2012); *Karmel*, 60 Bus. Law. 1, 10 (2004); *Roe*, 2 Harv. Bus. L. Rev. 1, 9–10 (2012).

<sup>448</sup> Im Einzelnen *Zukin*, 33 Pepperdine L. Rev. 937, 957–959 (2006); *Fairfax*, 84 Indiana L. J. 1259, 1264–1267 (2007): Aktionäre konnten (und können) (1) einen Kandidaten dem *nominating committee* vorschlagen, welches über den Vorschlag nach pflichtgemäßem Ermessen befinden muss, (2) sie können einen eigenen Kandidaten auf der Hauptversammlung nominieren (allg. zur Möglichkeit eines sog. *floor proposals* *Keltsch*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012, S. 82–83) oder (3) dies vorab tun, indem sie Stimmrechtsvollmachten (Proxys) für ihn einwerben. Alle drei Varianten bergen indes erhebliche Nachteile: Die erste veranlasst das Board regelmäßig nicht, einen unverbindlichen Kandidatenvorschlag aufzugreifen, was sich rechtlich meist nicht angreifen lässt; die zweite ist wenig aussichtsreich, weil viele Aktionäre schon vor der Versammlung ihre Stimme abgeben und ein neuer Kandidat auf der Hauptversammlung daher zu spät kommt (dazu auch *ders.*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012, S. 83); die dritte ist außerordentlich teuer und aufwendig, weil Unterlagen an alle Aktionäre versandt werden müssen.

<sup>449</sup> *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Security Holder Director Nominations, proposed Oct. 23, 2003, 68 Fed. Reg. 60784, reprinted in [2003–2004 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 87101 (Oct. 23, 2003).

<sup>450</sup> Siehe allgemein *dies.*, Security Holder Director Nominations, proposed Oct. 23, 2003, 68 Fed. Reg. 60784, 60785–60787, 6813 f., 6816.

<sup>451</sup> Im Einzelnen setzte die SEC die angestrebte Beschränkung auf langfristige Aktionäre mit erheblicher Beteiligung an zwei Stellen um: erstens bei den Kriterien (*triggering events*) für die Anwendbarkeit des vorgeschlagenen Nominierungsverfahrens und zweitens bei den Anforderungen an Aktionäre, die das Recht zur Kandidatennominierung erhalten sollten. Als *triggering events* bestimmte die vorgeschlagene *rule* (1) mehr als 35 % Stimmverweigerung (*withhold votes*) für einen Board-Kandidaten oder (2) dass ein Aktionär oder eine Aktionärsgruppe, die mehr als 1 % der stimmberechtigten Aktien seit mindestens einem Jahr gehalten hat, den Beschlussvorschlag unterbreitet, Aktionären direkten Zugang zu den Proxy-Materialien der Gesellschaft zu geben, und mehr als 50 % der abgegebenen Stimmen dies billigen. Zudem stellte die SEC optional als weiteres *triggering event* in den Raum, (3) dass ein anderer Vorschlag eines Aktionärs oder einer Aktionärsgruppe, der die unter (2) genannten Voraussetzungen an Haltevolumen, Haltedauer und Zustimmungsquorum erfüllt, vom Board nicht umgesetzt wird (68 Fed. Reg. 60784, 60789–60792). Unter diesen Voraussetzungen sollte dann ein Aktionär oder eine Aktionärsgruppe, die mehr als 5 % der stimmberechtigten Aktien für mindestens zwei Jahre gehalten hat und bis zur Hauptversammlung weiter halten will, das Recht erhalten, einen eigenen Board-Kandidaten über die Proxy-Materialien der Gesellschaft aufzustellen (68 Fed. Reg. 60784, 60794). Für *investment companies* sollte dies mit der Maßgabe gelten, dass die erforderliche Haltedauer drei statt zwei Jahre beträgt (68 Fed. Reg. 60784, 60804).

<sup>452</sup> Näher dazu *Zukin*, 33 Pepperdine L. Rev. 937, 962–963 (2006).

setzungen für das allgemeine Recht eine Aktionärs, einen Beschlussvorschlag zur Veröffentlichung in den *proxy materials* der Gesellschaft zu unterbreiten (Rule 14a-8 (b)).<sup>453</sup>

Insgesamt galt der Regelungsvorschlag der SEC als Triumph der Befürworter stärkerer Aktionärsrechte.<sup>454</sup> Zugleich traf er auf erhebliche Kritik aus dem Lager der Unternehmen und der Anwaltschaft. Einer von zahlreichen Einwänden gegen die Recht- und Zweckmäßigkeit des Regelungsvorschlags<sup>455</sup> knüpfte an den Aspekt kurzfristigen Denkens an: Schon im bestehenden Rahmen seien Direktoren nicht zu wenig, sondern eher zu stark empfänglich für die kurzfristige Sicht jener Vermögensverwalter und Aktionäre, die sich auf Quartalsergebnisse konzentrieren.<sup>456</sup> Angesichts unterschiedlicher Zeithorizonte institutioneller Investoren sei zu befürchten, dass kurzfristig orientierte Aktionäre die Gesellschaft zu Maßnahmen drängen, die den Aktienkurs kurzfristig hochtreiben und somit eine profitträchtige Ausstiegsmöglichkeit eröffnen.<sup>457</sup> Eine zweijährige zurückliegende Haltedauer sei ungeeignet, um Aktionäre herauszufiltern, die sich wie verantwortliche Eigentümer verhalten, insbesondere mangels einer Treuepflichtbindung oder Haltevorgaben für die Zukunft.<sup>458</sup> Befürworter gestanden zu, dass der Vorschlag stark durch kurzfristige Investoren genutzt würde, vertrauten aber darauf, dass die Aktionärsversammlung abträgliche Vorstöße zurückweisen und im Ergebnis von stärkeren Einflussmöglichkeiten profitieren werde.<sup>459</sup> Letztendlich scheiterte der Regelungsvorschlag, auch weil sich in der SEC die befürwortenden demokratischen und die ablehnenden republikanischen Commissioners nicht auf einen Kompromiss einigen konnten.<sup>460</sup>

<sup>453</sup> Nach entsprechenden Vorüberlegungen aus der Wissenschaft (wohl erstmals *Manne*, 24 Stan. L. Rev. 481, 503 (1972)) führte die SEC 1983 ein Mindestbesitzquorum von 1 % der stimmberechtigten Aktien oder Aktien im Marktwert von 1.000 US-Dollar ein, kombiniert mit einer Mindestheldedauer von einem Jahr. Diese Voraussetzungen musste ein Aktionär allein oder zusammen mit anderen erfüllen, um einen zulässigen *shareholder proposal* unterbreiten zu können. Auf diese Weise sollte eine missbräuchliche Nutzung des Aktionärsantragsrechts verhindert werden. Eine solche fürchtete die SEC vor allem durch Aktivisten, die Aktien einer Gesellschaft lediglich erwarben, um die damit verbundenen Rechte zu erhalten und gestützt hierauf allgemeinere, nachhaltigkeitsbezogene Anliegen einzubringen, die man unter der damaligen Reagan-Administration als Sonderinteressen eingeordnete (*Keltsch*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012, S. 180–182, 184–186, mit kritischer Bewertung dieser Rechtfertigung, zudem a. a. O., S. 170 zur allgemeinen Haltung unter der Reagan-Administration gegenüber nachhaltigkeitsorientiertem Aktionärsaktivismus). 1998 erhöhte die SEC das Mindestbesitzerfordernis von 1.000 auf 2.000 US-Dollar, um der zwischenzeitlichen Geldentwertung Rechnung zu tragen (*ders.*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012, S. 222).

<sup>454</sup> *Zukin*, 33 Pepperdine L. Rev. 937, 966 (2006). Dies bedeutet nicht, dass sie deren Wunschvorstellung erfüllt hätte, siehe *Bebchuk*, 59 Bus. Law. 43, 47 (2003), der für weitergehende Vorschriften plädierte.

<sup>455</sup> Ausführliche Darlegung der Kritikpunkte bei *Lipton/Rosenblum*, 59 Bus. Law. 67 (2003); für eine knappere, neutral gehaltene Präsentation der Kernargumente siehe *Zukin*, 33 Pepperdine L. Rev. 937, 980–992 (2006).

<sup>456</sup> *Lipton/Rosenblum*, 59 Bus. Law. 67, 69 (2003); ähnlich *Karmel*, 60 Bus. Law. 1, 3, 7–8, 18–19 (2004).

<sup>457</sup> *Lipton/Rosenblum*, 59 Bus. Law. 67, 78 (2003); ähnlich *Lipton*, 60 Bus. Law. 1369, 1376, 1378 (2005), der argumentiert, diese und andere Reformvorhaben würden Aktionäre mit Sonderbelangen ohne Interesse am langfristigen Unternehmenswert stärken.

<sup>458</sup> *Lipton/Rosenblum*, 59 Bus. Law. 67, 73–74 (2003); in der Sache ganz ähnlich *Karmel*, 60 Bus. Law. 1, 13–14, 20–21 (2004), die deshalb vorschlägt, institutionellen Investoren als Gegengewicht zu erweiterten Rechten auch eine Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft aufzuerlegen.

<sup>459</sup> *Fairfax*, 84 Indiana L. J. 1259, 1271–1272 (2007).

<sup>460</sup> Dazu und zu vergeblichen Versuchen, einen Kompromiss zu erreichen, *Zukin*, 33 Pepperdine L. Rev. 937, 994 (2006); knapp *Fairfax*, 84 Indiana L. J. 1259, 1275 (2007); *Roe*, 2 Harv. Bus. L. Rev. 1, 10–11 (2012).

Die Problematik kurzfristiger Anreize behandelte auch das Government Accountability Office (GAO), eine überparteiliche Kontroll- und Beratungsbehörde im Dienst des Kongresses,<sup>461</sup> in einem Bericht kurz nach Erlass des SOX: Führungskräfte und Boards börsennotierter Gesellschaften müssten Globalisierung, technologischer Entwicklung und zugleich Quartalsergebnisprognosen gerecht werden. Diese Zwänge, kombiniert mit einer kurzfristig ausgerichteten Vergütung, führten oft zu einem Fokus auf kurzfristige Geschäftsergebnisse. Daraus könnten perverse Anreize entstehen, die Gewinnzahlen nach oben zu manipulieren sowie Risiken und Verpflichtungen durch eine intransparente Berichterstattung zu verschleiern.<sup>462</sup>

Obleich die Problematik kurzfristigen Handelns insbesondere durch Vergütungsanreize also gut bekannt war, enthielt sich der Sarbanes-Oxley Act entsprechenden inhaltlichen Vorgaben.<sup>463</sup> Dies ist insofern bemerkenswert, als sich das neu erlassene Verbot der Darlehensgewährung an Executive Officers wirtschaftlich ohne Weiteres mit bestimmten Vergütungsgestaltungen umgehen ließ.<sup>464</sup>

In den Anhörungen zum Sarbanes-Oxley Act wurde das Problem kurzfristigen Verhaltens infolge von Investoren- und Analystenerwartungen an Quartalsergebnisse im Verbund mit einer entsprechenden Managervergütung zwar mehrfach erörtert. Die Passagen fielen aber jeweils knapp aus, beschränkten sich zumeist auf eine kurze, inhaltlich weitgehend übereinstimmende Problembeschreibung und ergaben keine zusammenhängende Diskussion oder systematische Aufarbeitung.<sup>465</sup> Insgesamt deutlich stärker ange-

<sup>461</sup> Zu ihren allgemeinen Pflichten und Aufgaben siehe 31 U.S.C. Chapter 7, Subchapter II.

<sup>462</sup> GAO, Financial Statement Restatements, October 2002, S. 57.

<sup>463</sup> Siehe den Überblick zu Gesetzgebungsgeschichte und Inhalten bei *Kim*, 40 Harv. J. on Legis. 235 (2003); zu den dominierenden Themen in den Debatten um den Sarbanes-Oxley Act in Kongress und Repräsentantenhaus siehe die Tabellen von *Romano*, 114 Yale L. J. 1521, 1551–1554 (2005).

<sup>464</sup> Dazu *Coates, IV*, J. Econ. Persp. 21 (2007), 91, 111–112, der darauf verweist, dass der SOX wirtschaftliche Substitute für Kredite zuließ, etwa eine gleichzeitige Erhöhung der kurzfristigen zusammen mit einer Senkung der langfristigen Vergütung oder die Gewährung von Optionen oder Aktien mit Veräußerungssperren (*restricted stock*). Wohl nicht zuletzt aus diesem Grund kamen unmittelbar nach Erlass des SOX Befürchtungen vonseiten der Einzelstaaten auf, der Bundesgesetzgeber könnte mit dem im Sarbanes-Oxley Act enthaltenen Kreditverbot den Einstieg in eine bundesrechtliche Regulierung der Managervergütung vollzogen haben, siehe dazu sowie zu den Reaktionen in der Rechtsprechung Delawares von *Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 529–530.

<sup>465</sup> Siehe o. A., H.R. 3763 – The Corporate and Auditing Accountability, Responsibility and Transparency Act of 2002, Hearings before the Committee on Financial Services, U. S. House of Representatives, One Hundred Seventh Congress, Second Session, March 13, 20; April 9, 2002, 2002, S. 20 (starker Druck auf das Management, kurzfristige Quartalsergebnisse zu erfüllen, der langfristige Investitionen erschwert), 67–68 (Versuchung der Unternehmen, bei der Finanzberichterstattung zu manipulieren, insbesondere um kurzfristige Ergebnisse zu verbessern und Analysten- oder Investorenerwartungen zu erfüllen; starker Druck auf das Management, Quartalsergebnisschätzungen zu erfüllen), 76–77 (optionsbasierte Vergütung ermöglicht Managern Gewinne bei kurzfristig guten Ergebnissen, ohne von nachfolgenden *restatements* getroffen zu werden; erforderlich sind Anreize, für die lange Frist zu investieren anstatt zugunsten des nächsten Quartalsberichts; sodann zu darauf bezogener Vollzugsaktivität der SEC), 115 (wie können Regeln gestaltet werden, die langfristiges Gewinnwachstum statt kurzfristige Profite fördern), 144 (zur Notwendigkeit, kurzfristigen Gewinndruck zu mildern und zu vermeiden, dass Manager durch nicht nachhaltige Gewinne hohe Vergütungen einstreichen), 279 (zu starker Fokus des Marktes auf kurzfristige Ergebnisse, gefördert durch zeitnahe Veröffentlichungen), 305 (Kapitalmarktkultur, die kurzfristige Leistung belohnt, manchmal auf Kosten des langfristigen Fundamentalwertes), 440 (Druck der Quartalsberichte und entsprechende Vergütungsarrangements führen oft zu einem Fokus auf kurzfristige Geschäftsergebnisse, mit der Folge perverser Anreize zu Bilanzpolitik); Document No. 2: Corporate and Auditing Accountability, Responsibility, and Transparency Act of 2002, Report (Mr. Oxley) together with Minority, Additional and Dissenting Views, in: Manz (Hrsg.), Corporate fraud responsibility, 2003, Bd. 1, S. 47 (*minority views*: Vorkehrungen zum Anlegerschutz haben versagt, überwält-

sprochen wurde die Problematik kurzfristiger Orientierung in thematisch verbundenen Hearings im Vor- und Umfeld des SOX,<sup>466</sup> insbesondere in solchen zum *Enron*-Fall.<sup>467</sup>

tigt von der Versuchung, die Finanzberichterstattung zu manipulieren, um die kurzfristigen Ergebnisse zu verbessern und Analysten- oder Investorenerwartungen zu erfüllen).

Ferner Document No. 28: Consideration of S. 2773, 148 Cong. Rec. S. 6734–93 (daily ed. July 15, 2002), in: Manz (Hrsg.), *Corporate fraud responsibility*, 2003, Bd. 2, S. 6793 f., S. S6756 (Manager, etwa bei Enron, stellen ihre kurzfristige Vergütung über das langfristige Unternehmenswohl), S6758 (Fehlverhalten, um kurzfristige Gewinne hochzutreiben), S6761 (kurzfristiger Fokus, der langfristiges Prosperieren untergräbt, als Grund für die Bilanzskandale).

<sup>466</sup> Siehe beispielhaft o. A., *Corporate Accounting Practices: Is there a Credibility GAAP?*, Hearings before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services, U. S. House of Representatives, One Hundred Seventh Congress, May 1, 14, 2002, 2002, S. 13 (stark kurzfristige und exzessive Managervergütung), 26–27 (kurzfristiger Druck durch auf kurzfristige Resultate fixierte Investmentfonds sowie durch kurzfristige Verhaltensanreize aus der Managervergütung), 83–84 (Obsession mit kurzfristigen Gewinnen, Notwendigkeit, Informationen über langfristige Wertschöpfung stärker zu betonen, Problematik der Vergütung mit Aktienoptionen), 119 (stark kurzfristige und exzessive Managervergütung), 261, 267–268 (Markt exzessiv auf kurzfristige Gewinne fokussiert); o. A., *The Financial Accounting Standards Board Act*, Hearing before the Subcommittee on Commerce, Trade and Consumer Protection of the Committee on Energy and Commerce, House of Representatives, One Hundred Seventh Congress, Second Session, June 26, 2002, 2002, S. 198 (Aktienoptionen als begleitender Auslöser für Verhalten, das nicht im langfristigen Interesse der Aktionäre ist; *Short-termism* und Druck zu kurzfristiger Leistung nehmen zu).

<sup>467</sup> Siehe beispielhaft o. A., *The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse*, Hearing before the Permanent Subcommittee of Investigations of the Committee on Governmental Affairs, United States Senate, One Hundred Seventh Congress, May 7, 2002, 2002, S. 697–699, 701–704, 709–711, 714 (Testimony Ira Millstein: Ausführungen zur Problematik eines in der letzten Dekade stark gestiegenen kurzfristigen Drucks auf das Management, vom Markt erwartete Quartalsergebnisse zu liefern, kombiniert mit Vergütung, die vor allem durch Aktienoptionen kurzfristige Kurssteigerungen ins Zentrum stellt); o. A., *Protecting the Pensions of Working Americans: Lessons from the Enron Debacle*, Hearing before the Committee on Health, Education, Labor, and Pensions, United States Senate, One Hundred Seventh Congress, First Session, February 7, 2002, 2002, S. 2 (Manager wie bei Enron dürfen nicht ihren kurzfristigen Gewinn über langfristige Interessen der Arbeiter und Aktionäre stellen und dafür belohnt werden); o. A., *The Watchdogs Didn't Bark: Enron and the Wall Street Analysts*, Hearing before the Committee on Governmental Affairs, United States Senate, One Hundred Seventh Congress, Second Session, February 27, 2002, 2002, S. 53, 105 (Marktumfeld übt Druck zu kurzfristiger Rendite aus), 143 (aktienbasierte Vergütung gibt Anreize, kurzfristige Kursverläufe zu manipulieren); o. A., *Accounting Reform and Investor Protection*, Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Seventh Congress, Second Session, Volume I, February 12, 14, 26, and 27, 2002, 2002, S. 355 (Empfehlung langer Mindesthaltedauer von aktienbasierten Vergütungskomponenten oder entsprechender steuerlicher Anreize, um Manager zur Maximierung des langfristigen statt des kurzfristigen Shareholder-Value anzuhalten, sowie entsprechende Comply-or-Explain-Verpflichtung des Vergütungsausschusses), 363 (kurzfristige Aktienoptionsvergütungen; Markt strafe selbst minimale Verfehlung einer Ergebniserwartung brutal ab, weil er in zynischer Weise Rückschlüsse ziehe. Dies halte zu aggressiver Jahresabschlussgestaltung an und führe so zu *restatements*), 379–381, 384–385, 387 (Statement Ira Millstein: Ein in der letzten Dekade gestiegener Druck auf das Management, den Aktienkurs kurzfristig zu steigern und Quartalswartungen zu erfüllen, im Verein mit einer Vergütung, die auf kurzfristige Kurssteigerung ausgerichtet ist, hat die Balance hin zur Förderung des Eigeninteresses statt des langfristigen Shareholder-Value verschoben; übermäßiges Gewicht kurzfristiger Vergütungskomponenten, das kurzfristigen Marktdruck verstärkt; Empfehlung: Aktienoptionen sollten aufgegeben und Manager stattdessen anhand von Profitabilität oder Economic Value Added vergütet werden, für gewährte Aktien sollte das Board lange Haltedauern vorgeben und der Gesetzgeber entsprechende steuerliche Anreize erwägen); Document No. 113: Testimony of Annette Nazareth, Director Division of Market Regulation, U. S. Securities and Exchange Commission, December 11, 2002, in: Manz (Hrsg.), *Corporate fraud responsibility*, 2003, Bd. 10, S. 3 (Markt betont kurzfristige Ergebnisse, dies kann Manager zu Strategien veranlassen, die solche Gewinne auf Kosten langfristiger Aktionärsinteressen fördern); o. A., *Lessons Learned from Enron's Collapse: Auditing the Accounting Industry*, Hearing before the Committee on Energy and Commerce, House of Representatives, One Hundred Seventh Congress, Second Session, February 6, 2002, 2002, S. 167 (*restatements* als Symptom eines *earnings game* von Managern

Dort unterbreiteten die angehörten Experten auch konkrete Abhilfeschläge. Namentlich forderten sie lange Haltedauern für als Vergütung gewährte Aktien – freilich ohne insoweit die Rolle des Gesetzgebers zu konkretisieren – sowie steuerliche Anreize zu einer solchen Gestaltung.<sup>468</sup> Diese Erörterungen waren allerdings auf mehrere Anhörungen vor unterschiedlichen *committees* und *subcommittees* verteilt, sodass es nicht überrascht, dass die Vergütungsproblematik hierdurch kein Gegenstand konkreter Regelungen wurde.

### bb) Schrifttum

Das Schrifttum diagnostizierte insgesamt eine ähnliche Problemlage, wie sie in den Hearings zur Sprache gekommen war, indem es die Bilanzskandale auf drei zentrale Ursachen zurückführte: Erstens bemängelte man eine unzureichende Kontrolle durch Wirtschaftsprüfer und Wertpapieranalysten, die sich den Unternehmen gegenüber angesichts wirtschaftlicher Interessenkonflikte zu gefügig gezeigt hätten (*gatekeeper explanation*)<sup>469</sup> – dies entsprach grob dem Fokus des Sarbanes-Oxley Act.<sup>470</sup> Als zweites Problem erkannte man Anreize der Unternehmensmanager, ihre erfolgsabhängigen, insbesondere aktienbasierten Vergütungen mit kurzfristigen, nicht nachhaltigen Bilanzgewinnen zu steigern (*executive compensation explanation*), wobei allerdings unterschiedliche Thesen zur Ursache konkurrierten.<sup>471</sup> Drittens wurde auf Anreize institutioneller Investoren und Fondsmanager zu kurzfristigem Herdenverhalten hingewiesen, vor allem bedingt

---

und Analysten auf Kosten der Wirtschaft und Investoren); o. A., Enron and Beyond: Enhancing Worker Retirement Security, Hearing before the Subcommittee on Employer-Employee-Relations on the Committee on Education and the Workforce, House of Representatives, One Hundred Seventh Congress, Second Session, February 13, 2002, 2002, S. 49 (Klagen über zu große Betonung der kurzen Frist bei der Vergütung); o. A., The Enron Collapse: Implications to Investors and the Capital Markets, Hearings before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, And Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services, U. S. House of Representatives, One Hundred Seventh Congress, Second Session, February 4, 5, 2002, 2002, S. 492 (kurzsichtiger (*myopic*) Fokus von Managern und Finanzmärkten durch Etablierung des Gewinns pro Aktie (*earnings per share*, EPS) als zentralem Evaluierungsindikator).

<sup>468</sup> Siehe Fn. 467 auf S. 145, insbesondere das Statement von Ira Millstein; kritisch zu den Ausführungen Ira Millsteins zum Aspekt unabhängiger Prüfungsausschüsse in den Hearings zum Sarbanes-Oxley Act *Romano*, 114 Yale L. J. 1521, 1575–1576 (2005), die Millstein insoweit eine einseitig verzerrende Darstellung vorwirft; *Romano* folgend *Butler/Ribstein*, The Sarbanes-Oxley debacle, 2006, S. 16. Diese Kritik erscheint indes überzogen. Von Millstein in einer Kongressanhörung eine ähnlich ausgewogene wissenschaftliche Darstellung wie in seinen vorherigen umfassenden Aufsätzen zu erwarten, geht an dem Erkenntnisinteresse der Abgeordneten in einer Anhörung zahlreicher unterschiedlicher Stimmen völlig vorbei und verkennt den knappen Zeitrahmen, der einem einzelnen Experten zur Verfügung steht.

<sup>469</sup> *Coffee*, 89 Cornell L. Rev. 269, 287–297, 300–302, 308 (2004); *Macey*, 89 Cornell L. Rev. 394, 403–405 (2004); *Healy/Palepu*, J. Econ. Persp. 17 (2003), 3, 15–16, 19–21; *Gordon*, 69 U. Chicago L. Rev. 1233, 1237–1239 (2002); eingehende und sorgfältige Aufarbeitung bei *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 651–656.

<sup>470</sup> Daher insoweit positiv zu dessen Maßnahmen *Coffee*, 89 Cornell L. Rev. 269, 304 (2004), der allerdings stärker abschreckende Sanktionen für Gatekeeper vermisst, die sich an Bilanzmanipulationen beteiligen. Durchgängig scharf kritisch hingegen *Romano*, 114 Yale L. J. 1521, 1526, 1529–1543 (2005).

<sup>471</sup> *Bratton*, 76 Tul. L. Rev. 1275, 1327–1328 (2002); *Healy/Palepu*, J. Econ. Persp. 17 (2003), 3, 13–14; *Coffee*, 89 Cornell L. Rev. 269, 297–298, 308 (2004); *Bebchuk/Fried*, Pay without performance, 2004, S. 183–184 (im Rahmen ihrer *managerial power hypothesis*); zuvor bereits ebenso, aber sehr knapp *Bebchuk/Fried/Walker*, 69 U. Chicago L. Rev. 751, 829–830 (2002); *Bolton/Scheinkman/Xiong*, 30 J. Corp. L. 721 (2005) (mit abweichender Erklärung im Sinne eines *optimal contracting* kurzfristiger Aktionäre); *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 674–675; in der Sache ähnlich *Gordon*, 69 U. Chicago L. Rev. 1233, 1235, 1245–1247 (2002), der auf die

dadurch, dass ihre Mittelzuflüsse und damit Gebühren davon abhängen, wie die Quartalsergebnisse ihrer Fonds relativ zu anderen vergleichbaren Fonds und Indizes abschneiden (*herding and investor bias explanations*).<sup>472</sup> Vor allem die zweite und dritte dieser Ursachen betreffen Verhaltensweisen, die aus Sicht der jeweiligen Akteure (Unternehmens- bzw. Fondsmanager, *agents*) in ihrem spezifischen Umfeld kurzfristig rational waren, für die letztlich Betroffenen (Unternehmen bzw. Anleger, *principals*) aber mittel- und langfristig desaströse Folgen haben mussten und sich insofern bezogen auf das Gesamtsystem als kurzsichtig kennzeichnen lassen.

Der Sarbanes-Oxley Act sparte die beiden letztgenannten Punkte allerdings im Wesentlichen aus<sup>473</sup> und konzentrierte sich auf den ersten. Die Reform setzte mit anderen Worten vorrangig darauf, eine Versuchung der Manager, die Unternehmensberichterstattung mit Blick auf kurzfristige Vergütungskomponenten oder kurzfristiges Investorenverhalten rechtswidrig zu schönen, durch eine gestärkte Kontrolle der Gatekeeper im Zaum zu halten. Dieser Ansatz stieß vor allem hinsichtlich der Managervergütung stellenweise auf Kritik.<sup>474</sup> Andere hingegen beschrieben die Rückforderung variabler Vergütung (*clawback*) bei Jahresabschlusskorrekturen als hilfreich,<sup>475</sup> kennzeichneten die unterlassene Regelung von Managervergütung und Aktienoptionen wohlwollend als bewusste Ausparung kontroverser Gebiete<sup>476</sup> und haben positive Wirkungen der getroffenen Maßnahmen auf Investorenvertrauen, Finanzberichterstattung, Kapitalkosten, Ressourcenallokation sowie Wachstum hervorgehoben.<sup>477</sup> Tatsächlich bestanden (und bestehen) erhebliche Meinungsverschiedenheiten darüber, wie die evidenten Problemfelder der Managervergütung zu bewerten sind: Die Wirtschaftswissenschaft geht traditionell von einem Arm's-Length-Contracting-Modell (*optimal contracting view*) aus, dem zufolge die Aktionäre mit Managern Verträge schließen, die Letztere anhalten, den

---

Problematik übermäßiger Risikofreude von Managern hinweist, die hohe Zuwendungen von Aktienoptionen erhalten.

<sup>472</sup> *Coffee*, 89 Cornell L. Rev. 269, 298–300, 308–309 (2004); siehe auch schon zuvor *Coffee*, 91 Colum. L. Rev. 1277, 1324–1326 (1991); *Macey*, 89 Cornell L. Rev. 394, 407–410 (2004); *Healy/Palepu*, J. Econ. Persp. 17 (2003), 3, 18–19; auch zu weiteren Agency-Problemen und verhaltensökonomischen Effekten, die Analystenprognosen beeinflussen könnten, *Langenvoort*, 97 Northwestern U. L. Rev. 135, 149–152 (2002); *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 649–650; *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, S. 31–32 Rn. 47.

<sup>473</sup> *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 691; *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, S. 35 Rn. 55. Der Sarbanes-Oxley Act brachte zwar einige Regelungen, die unmittelbar oder mittelbar Aspekte der Managervergütung betrafen, insbesondere verbot das Gesetz Darlehen einer Gesellschaft an seine Directors und Executive Officers, und führte eine Rückzahlungsverpflichtung (*clawback*) für Boni oder andere Formen anreizbasierter Vergütung (nur) für den Fall ein, dass eine Gesellschaft aufgrund von Fehlverhalten ihren Jahresabschluss berichtigen muss (näher *Bainbridge*, Corporate governance after the financial crisis, 2012, S. 124–127, 129–131; zur Clawback-Regelung *Bebchuk/Fried*, Pay without performance, 2004, S. 185). Der Sarbanes-Oxley Act machte aber keine Vorgaben für die Ausgestaltung einer Vergütung mit Aktienoptionen oder für andere Formen anreizbasierter Entlohnung.

<sup>474</sup> *Coffee*, 89 Cornell L. Rev. 269, 305–307 (2004), der insoweit fordert, vor allem institutionellen Investoren mehr Einfluss zu geben, namentlich durch ein bindendes Say-on-Pay-Votum oder durch erweiterte Aktionärsrechte, Kandidaten für das Board zu nominieren.

<sup>475</sup> *Bebchuk/Fried*, Pay without performance, 2004, S. 185.

<sup>476</sup> *Coates, IV*, J. Econ. Persp. 21 (2007), 91, 112; in der Sache ebenso *Bainbridge*, Corporate governance after the financial crisis, 2012, S. 118–120.

<sup>477</sup> *Coates, IV*, J. Econ. Persp. 21 (2007), 91, 92.

Nutzen der Aktionäre zu maximieren.<sup>478</sup> Anhänger dieser Sicht meinen, dass Vergütungsvereinbarungen grundsätzlich die Kosten der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Aktionären und Managern unter den gegebenen Umständen bestmöglich senken, d. h. so gut, wie es ein imperfektes Corporate-Governance-System zulässt, das mit Informations- und Transaktionskosten sowie einem gewachsenen Rechtsrahmen umgehen muss.<sup>479</sup> Auf der anderen Seite des Spektrums führt die 2002 von *Bebchuk* und Co-Autoren eindrucksvoll dargelegte *managerial power hypothesis* den Status quo mit enorm gestiegenen Managergehältern darauf zurück, dass einflussreiche Manager in der Lage sind, ihre Vergütungsvereinbarungen gleichsam über die Köpfe der Aktionäre hinweg selbst zu schreiben.<sup>480</sup> Auch soweit man dies für überzeugend belegt erachtet, ist allerdings offen, ob die Empfehlungen, welche *Bebchuk et al.* aus ihrem Befund ableite(te)n, die Corporate Governance tatsächlich verbessern würden.<sup>481</sup> Dessen ungeachtet gaben die Skandale um Enron der letztgenannten Sicht Auftrieb, ohne ihr allerdings, wie der kontroverse *proxy access proposal* der SEC von 2003 zeigte, zum Durchbruch zu verhelfen.

### c) Theorieversagen?

#### aa) Effizienzmarkthypothese und Markt für Unternehmenskontrolle

Bei diesen unmittelbaren Ursachen der Bilanzskandale blieb die Debatte indes nicht stehen. Praktisch alle kundigen Marktakteure, von institutionellen Investoren bis zu Analysten, hatten die Bilanzmanipulationen bei *Enron* trotz erkennbarer Warnsignale übersehen und das Unternehmen sogar astronomisch hoch bewertet.<sup>482</sup> Damit gab der Enron-

<sup>478</sup> Näher *Weisbach*, 45 J. Econ. Lit. 419, 420–424 (2007), mit Gegenüberstellung von *Bebchuk*s Managerial-Power-Hypothese und der herkömmlichen Untersuchungsperspektive.

<sup>479</sup> Instruktiver Überblick bei *Sheehan*, in: Thomas/Hill (Hrsg.), *Research Handbook on Executive Pay*, 2012, S. 255, 256–257 m. w. N.; knapp *Hill/Thomas*, in: dies. (Hrsg.), *Research Handbook on Executive Pay*, 2012, S. 1, 1–2; im Ansatz bereits *Jensen/Meckling*, J. Fin. Ec. 3 (1976), 305, 309, 323, 353. Zu beachten ist, dass sich mit diesem Ansatz auch der starke Anstieg der Managervergütung mit Aktienoptionen Anfang der 2000er Jahre erklären lässt. Siehe dazu namentlich *Bolton/Scheinkman/Xiong*, 30 J. Corp. L. 721 (2005), die argumentieren, dass das Aufkommen des Internets in dieser Zeit zu einer größeren Spreizung der Bewertung bestimmter Aktien durch Investoren geführt hat, sodass die spekulative Komponente in den Aktienkursen also zunahm. Hierdurch sei es für kurzfristig investierte Aktionäre optimal geworden, ihre CEOs mit hohen, kurzfristigen Optionsvergütungen dazu zu bewegen, die spekulative Komponente des Aktienkurses zu steigern, selbst wenn der dadurch erzielte Kursanstieg nicht dauerhaft ist. Denn dies versprach den kurzfristigen Aktionären Aussicht auf eine profitable Verkaufsmöglichkeit.

<sup>480</sup> *Bebchuk/Fried/Walker*, 69 U. Chicago L. Rev. 751 (2002) (speziell über Fehlanreize zu kurzfristigem Verhalten S. 829–830); *Bebchuk/Fried*, 30 J. Corp. L. 647 (2005) (speziell über Fehlanreize zu kurzfristigem Verhalten S. 666); *Bebchuk/Fried*, J. Appl. Corporate Finance 17 (2005), 8 ff. (speziell über Fehlanreize zu kurzfristigem Verhalten S. 18); *Bebchuk/Fried*, Pay without performance, 2004 (speziell über Fehlanreize zu kurzfristigem Verhalten S. 183–185). Entsprechende Kritik war in der Sache bereits zuvor geäußert worden, siehe *Blair*, *Ownership and control*, 1995, S. 10.

<sup>481</sup> Siehe *Weisbach*, 45 J. Econ. Lit. 419, 426–428 (2007), der darauf verweist, dass sich der Status quo selbstständig entwickelt, seit langer Zeit gehalten und mit Blick auf die wirtschaftliche Entwicklung durchaus als sehr leistungsfähig erwiesen hat. Deshalb erscheine es sehr fraglich, ob das gegenwärtige Corporate-Governance-System, ungeachtet seiner Unzulänglichkeiten, mit regulatorischen Maßnahmen unzweideutig zu verbessern ist. Für eine geraffte Zusammenfassung übereinstimmender und abweichender Empfehlungen, welche die Optimal-Contracting-Sicht und die Managerial-Power-Hypothese für den Rechtsrahmen der Managervergütung geben, siehe *Sheehan*, in: Thomas/Hill (Hrsg.), *Research Handbook on Executive Pay*, 2012, S. 255, 258–259.

<sup>482</sup> Illustrativ *Healy/Palepu*, J. Econ. Persp. 17 (2003), 3, 17–18, die anhand einer beispielhaften Modellrechnung veranschaulichen, dass Enron, um sein Kurshoch aus dem Jahr 2000 zu rechtfertigen, über

Skandal, vor dem Hintergrund des florierenden Forschungszweigs der Verhaltensökonomie und der kurz zuvor geplatzten Dotcom-Blase, einen nahezu unabweisbaren Anlass, die Gültigkeit der Effizienzmarkthypothese kritisch zu hinterfragen,<sup>483</sup> welche in den 1970er/1980er Jahren in der US-amerikanischen Rechtswissenschaft noch weithin anerkannt gewesen war.<sup>484</sup> Enrons Prüfstete durch Arthur Andersen ließen sich zwar noch für eine schlichte Täuschung des Marktes ins Feld führen, ihre mangelnde Verlässlichkeit war indes, räumte man rückblickend ein, zumindest Branchenkennern deutlich erkennbar.<sup>485</sup>

War auf die Effizienz der Preisbildung am Aktienmarkt kein Verlass, mussten darauf aufbauende Grundpfeiler des US-amerikanischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts (erneut) darauf hinterfragt werden, ob sie Unternehmen zu (Fehl-)Verhalten anhielten, das kurzfristig individuell rational, langfristig aber dem Corporate-Governance-System und damit der Wirtschaft hochgradig abträglich sein könnte. In Betracht kamen insbesondere Institute, die bereits Gegenstand der *Short-termism*-Debatte der 1980er/1990er Jahre gewesen waren. Dies betraf zuvörderst den Markt für Unternehmenskontrolle. Die Kontroverse, inwieweit Verwaltungsorgane einer Gesellschaft (Direktoren) das Recht haben sollten, diese gegen Ansinnen aktivistischer Aktionäre mit relativ kurzfristigen Renditezielen abzuschotten, hatte bereits ab 1997 wieder Fahrt aufgenommen. In dieser Zeit entbrannte ein heftiger Streit um *shareholder adopted bylaws* als mögliches Instrument, um den Raum für Verteidigungsmaßnahmen (*poison pills*) wesentlich einzuschränken, welchen die Rechtsprechung Direktoren gewährte.<sup>486</sup> Zudem riefen Befürworter eines liberalen Übernahmerechts nach dem Bundesgesetzgeber, der ein optionales, übernahmefreundlicheres Regime schaffen sollte, kombiniert mit einer zwingenden Wahlmöglichkeit der Aktionäre.<sup>487</sup> Gängigen Abwehrmaßnahmen sprach diese Auffassung praktisch jegliche gesamtwirtschaftliche Rechtfertigung ab.<sup>488</sup> Im Kern standen sich dabei weiter die Ansichten mit den gleichen Protagonisten gegenüber, die bereits in den 1980er

---

Jahrzehnte enorme, für ein Unternehmen dieser Größe völlig unrealistische Wachstumsraten hätte erzielen müssen.

<sup>483</sup> Eingehend *Langenvoort*, 97 *Northwestern U. L. Rev.* 135 (2002); *Gordon*, 69 *U. Chicago L. Rev.* 1233, 1235–1236 (2002); *Strine, Jr.*, 57 *Bus. Law.* 1371, 1400 (2002); *Gevurtz*, 30 *William Mitchell L. Rev.* 1261, 1270 (2004); *Stout*, 60 *Bus. Law.* 1435, 1436, 1439–1444 (2005); rückblickend *von Hein*, *Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland*, 2008, S. 642–644.

<sup>484</sup> Siehe die Zitate und Nachweise in Fn. 192 auf S. 101.

<sup>485</sup> *Gordon*, 69 *U. Chicago L. Rev.* 1233, 1236–1240 (2002); *Strine, Jr.*, 57 *Bus. Law.* 1371, 1400 (2002).

<sup>486</sup> Für die Befürworter eines übernahmefreundlicheren Rechtsrahmens zunächst *Gordon*, 19 *Cardozo L. Rev.* 511 (1997), mit Kritik an der herkömmlichen, für Gordon zu managerfreundlichen Rechtsprechung Delawares und befürwortend in Bezug auf den neuen Mechanismus der *shareholder adopted bylaws*, die Manager unter bestimmten Bedingungen vorgeben, eine *poison pill* zurückzunehmen oder nur mit Zustimmung der Aktionäre zu aktivieren; zur Zulässigkeit solcher *bylaws* im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht einschließlich wichtiger Folgefragen instruktiv *Coffee, Jr.*, 51 *U. Miami L. Rev.* 605 (1997), der solche *bylaws* im Kern wohl ebenfalls positiv sah, aber die Rolle der Gewerkschaften als Triebkräfte kritisierte; sodann *Gilson*, 26 *Del. J. Corp. L.* 491 (2001), mit instruktiver, im Ergebnis deutlich kritischer Analyse der Entwicklung der Rechtsprechung in Delaware und der These, dass die damals ausstehende rechtliche Bewertung von *shareholder adopted bylaws* eine willkommene Möglichkeit zu deren Neuausrichtung böte; dezidiert Widerspruch hiergegen umgehend von *Lipton/Rowe*, 27 *Del. J. Corp. L.* 1 (2002), die *Gilsons* Thesen als Fortführung einer seit Längerem geführten Attacke der Anhänger der Effizienzmarkthypothese gegen den laut *Lipton/Rowe* wohl abgewogenen Ansatz Delawares zurückweisen; hierauf wiederum die sofortige Duplik von *Gilson*, 27 *Del. J. Corp. L.* 37 (2002), in der er unter anderem einen engen Konnex seiner Position zur Effizienzmarkthypothese bestritt.

<sup>487</sup> *Bebchuk/Ferrell*, 87 *Va. L. Rev.* 111 (2001); dagegen *Lipton*, 69 *U. Chicago L. Rev.* 1037 (2002).

<sup>488</sup> *Bebchuk*, 152 *U. Penn. L. Rev.* 713 (2003).

Jahren aufeinandergeprallt waren: jene, die großes Zutrauen in die wirtschaftliche Effizienz eines freien Marktes für Unternehmenskontrolle zeigten und das geltende Gesellschaftsrecht an dieser Referenz maßen, gegen diejenigen, angeführt von *Martin Lipton*, die mit der Effizienzmarkttheorie schädliches kurzfristiges Renditestreben verbanden und einen Grundpfeiler des (US-)Gesellschaftsrechts (der *corporate form*) darin erkannten, dass eine Initiative der Direktoren selbst für grundlegende Unternehmensveränderungen nötig ist, während sich die Entscheidungskompetenz der Aktionäre neben der Billigung entsprechender Vorschläge auf die Direktorenwahl beschränkt.<sup>489</sup> Dessen ungeachtet deuteten sich im Zuge der Bilanzskandale gewisse Verschiebungen an: *Gordon* äußerte als Vertreter der ersten Gruppe noch 1997 dezidiert festes Vertrauen in den Kapital- bzw. Übernahmemarkt als Lieferant akkurater, wenn auch nicht perfekter Signale über den Wert einer Gesellschaft und die Qualität ihrer Direktoren.<sup>490</sup> *Gilson* musste sich 2002, als er argumentierte, Märkte seien ein besserer (effizienterer) Entscheidungsmechanismus für feindliche Übernahmen als Board-Wahlen,<sup>491</sup> neben dem mangelnden wirtschaftlichen Erfolg vieler Übernahmen den Börsencrash von 1987, die Verhaltensökonomie und Studien zu positiven Wirkungen von Verteidigungsmaßnahmen gegen Übernahmen bei inakkurater Preisbildung am Aktienmarkt entgegenhalten lassen.<sup>492</sup> Die Anhänger eines freien Übernahmemarktes wandten dagegen ein, dass ein Zielkonflikt zwischen potenziell überlegenen Informationen der Direktoren auf einem ineffizienten Markt und ihren möglichen Anreizen zu eigennützigem Verhalten bestehe. Letztere seien, schlossen Vertreter dieser Meinung schnell, gewichtiger.<sup>493</sup> Das gleiche Argument – stärker ins

<sup>489</sup> Zutreffend *Lipton/Rowe*, 27 Del. J. Corp. L. 1, 3, 8–12 (2002), sodann speziell am Beispiel von bzw. bezogen auf *Gilsons* Thesen a. a. O., S. 31–55, insb. S. 41–44. *Lipton/Rowe* betonten dabei mehrfach, dass sich der Gesetzgeber und die Rechtsprechung Delawares im Gesellschaftsrecht ausdrücklich gegen die Effizienzmarkthypothese entschieden hätten.

<sup>490</sup> *Gordon*, 19 Cardozo L. Rev. 511, 512 (1997): „Control markets are important because they potentiate the use of capital market signals, particularly stock price changes, in the monitoring of managerial performance; in turn, responsiveness to capital market signals makes the firm a more vigorous competitor [...]. Although hardly perfect, capital market signals provide a better measure of the firm's economic performance than product market signals, the alternative. Stock prices quickly impound publicly available information about the firm's expected profits; if something happens that investors believe will affect a firm's profitability in two years, that will be reflected in today's stock price.“

<sup>491</sup> *Gilson*, 26 Del. J. Corp. L. 491, 502–504 (2001).

<sup>492</sup> *Lipton/Rowe*, 27 Del. J. Corp. L. 1, 22, 33–39 (2002).

<sup>493</sup> Siehe die Duplik von *Gilson*, 27 Del. J. Corp. L. 37, 40–46 (2002), der argumentiert, dass seine Position, anders als die von *Easterbrook/Fischel*, weniger stark von relativer Markteffizienz abhängt. Denn sie spreche Verteidigungsinstrumenten die legitime Funktion zu, dem Management Zeit zu verschaffen, um bessere Angebote einzuholen oder die Aktionäre davon zu überzeugen, dass das Unternehmen eigenständig mehr wert sei. Hierdurch werde die Marktpreisbildung verbessert. Letztlich sollten aber, so *Gilson*, die Aktionäre entscheiden. Hierin liege eine Abwägung zwischen der besseren Information des Managements über den Unternehmenswert (d. h. dem Problem fehlender vollständiger Markteffizienz) einerseits und Prinzipal-Agenten-Problemen zwischen Aktionären und Management andererseits, die Letztere veranlassen könnten, eine Übernahme eigennützig zu blockieren. *Gilson* argumentiert, dass empirische Indizien für eine überwiegende Agency-Problematik sprechen. Die Verhaltensökonomie ändere daran nichts, weil sie vorrangig das Verhalten von Individuen und weniger Marktprozesse betreffe. Folglich verschlimmere sie das Agency-Problem stärker als dasjenige der Marktineffizienz. Inhaltlich ebenso mit breiterer Darlegung der Argumentationselemente *Bebchuk*, 69 U. Chicago L. Rev. 973, 997–1007 (2002).

Vorschnell war und ist diese Gewichtung insofern, als sie Agency-Probleme zwischen institutionellen Investoren und Endanlegern außen vor lässt. *Ders.*, 69 U. Chicago L. Rev. 973, 1003 (2002) argumentiert sogar, die starke Präsenz institutioneller Investoren spreche umso mehr dafür, den Aktionären die Entscheidung über ein Übernahmeangebot zu überlassen. *Bebchuk* weist dabei im Grunde zu Recht

Gewicht fallende Fehlanreize des Managements – führten Befürworter eines liberalen Übernahmerechts gegen Bedenken an, weitergehende Entscheidungsbefugnisse der Aktionäre gegenüber Übernahmevorhaben könnten Direktoren von langfristigen Investitionen abbringen und zu kurzfristigen Strategien anhalten.<sup>494</sup> Die Anhänger des Status quo zeigten sich davon wenig beeindruckt,<sup>495</sup> wobei *Lipton* auf den *Enron*-Fall als Beispiel dafür verwies, dass Aktionären entscheidende Informationen fehlen können.<sup>496</sup> Auf der Gegenseite sah umgekehrt *Henry Manne*, der Mitbegründer der These eines heilsamen Marktes für Unternehmenskontrolle, keinen Anlass, von einer extrem regulierungsaversen Position abzurücken.<sup>497</sup>

Andere Anhänger eines liberalen Übernahmerechts zeigten sich nach *Enron* nachdenklicher. So räumte mit *Jonathan Macey* ein anderer entschiedener Verfechter etwas widerwillig die Grenzen der Leistungsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle ein: Der intensive Druck auf Managementteams könne, obgleich in aller Regel förderlich, in seltenen Fällen Manager und ihre Berater zu Bilanzmanipulationen veranlassen. Wenn dies nicht durch unabhängige Gatekeeper oder von einem effizienten Markt aufgedeckt werde, sondern die Mehrheit den geschönten Zahlen Glauben schenke, könne auch der Markt für Unternehmenskontrolle keine Abhilfe schaffen. Denn eine überbewertete Gesellschaft ist kein lohnendes Übernahmeziel.<sup>498</sup> Auch *Michael Jensen* stellte aus diesem Grund bald fest, dass der Markt für Unternehmenskontrolle kein Mittel gegen Agency-Probleme bei überbewerteten Gesellschaften biete.<sup>499</sup> *Macey* erkannte weiterhin, dass bei Kapitalknappheit sogar jedes Unternehmen einen Anreiz habe, seine (kurzfristigen) Ergebnisse zu schönen bzw. nicht im Verhältnis zu anderen Manipulatoren zu verschlechtern. Das darin liegende Gefangenendilemma könne das Anlegervertrauen in sämtliche Unternehmen untergraben und nur durch Regulierung zum Guten gewendet

---

darauf hin, dass institutionelle Investoren kundige Marktteilnehmer sind, mit Kenntnissen und Beratungsressourcen, die es ihnen ermöglichen sollten, nur Übernahmeangebote zu akzeptieren, die den Fundamentalwert der Zielgesellschaft nicht (deutlich) verfehlen. Er übergeht aber, dass den Institutionellen – analog zu den Direktoren der Zielgesellschaft – möglicherweise entsprechende Anreize fehlen. Insbesondere könnten Fondsmanager, die quartalsweise evaluiert und/oder direkt oder indirekt anhand ihrer Quartalsrenditen entlohnt werden, Anreize haben, sichere kleine Gewinne (Übernahmeprämien) selbst sehr aussichtsreichen, aber relativ langfristigen und damit unsichereren Strategien einer eigenständigen Zielgesellschaft vorzuziehen.

<sup>494</sup> *Bebchuk*, 69 U. Chicago L. Rev. 973, 1011–1013 (2002); in der Sache ebenso *Bebchuk*, 152 U. Penn. L. Rev. 713, 720 f., 728 (2003).

<sup>495</sup> Siehe *Lipton*, 69 U. Chicago L. Rev. 1037 (2002), der als Replik auf *Bebchuk*s Beitrag einen breiten Rück- und Überblick über die Debatte um Übernahmen und Abwehrinstrumente des Boards gibt und dabei unter anderem auf S. 1041–1042 an dem Argument festhält, dass eine latente Übernahmedrohung Boards zu kurzfristigem Management anhalte und dadurch ohne die Möglichkeit von Verteidigungsmaßnahmen zu überwiegenden volkswirtschaftlichen Kosten führen würde.

<sup>496</sup> *Ders.*, 69 U. Chicago L. Rev. 1037, 1063–1064 (2002).

<sup>497</sup> Siehe *Manne*, 52 Emory L. J. 1381 (2003), der praktisch sämtliche seit den 1930er Jahren eingeführten Elemente der Finanzmarktregulierung infrage stellte und zumindest als Arbeitshypothese eine Rückkehr zu einem vollkommen freien Markt nahelegte, dessen effiziente Preisbildung *Manne* dabei wie selbstverständlich zugrunde legte. Gegen *Manne*s Überlegungen überzeugend von *Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 693–697.

<sup>498</sup> *Macey*, 89 Cornell L. Rev. 394, 395–397, 406–407 (2004). Siehe aber auch *Strine, Jr.*, 57 Bus. Law. 1371, 1399–1400 (2002), der argumentiert, dass *Enron* den Ansatz des einzelstaatlichen Gesellschaftsrechts infrage stelle, Direktoren aufgrund überlegener Informationen und Kenntnisse zur Beurteilung des Unternehmenswertes ein weitgehendes Recht einzuräumen, über eingehende Übernahmeangebote zu entscheiden.

<sup>499</sup> *Jensen*, Financial Management 34 (2005), 5, 14.

werden.<sup>500</sup> Derart systematische Effekte könnten freilich nahelegen, den Markt für Unternehmenskontrolle schon an sich pessimistisch einzuschätzen: Wenn der Druck des Marktes Manager wie von *Macey* beschrieben zu gewinnsteigernder Bilanzpolitik bis an oder über die Grenze der Legalität drängen kann, so handelt es sich um ein potenziell systematisches Phänomen mit Auswirkungen auf alle börsennotierten Gesellschaften.<sup>501</sup>

Abseits des wissenschaftlichen Mainstreams fanden sich dementsprechend weitergehende Stimmen: Sie konstatierten – insoweit ähnlich wie *Macey* – eine Fokussierung auf kurzfristige Gewinne. Diese sahen sie in der Übernahmewelle der 1980er Jahre begründet, einschließlich der dazugehörigen Rechtsprechung zu Managerpflichten bei einem anstehenden Kontrollwechsel, und beides im Verein mit der Bedeutungszunahme institutioneller Investoren.<sup>502</sup> Diese Faktoren hätten dazu geführt, dass der stärker langfristige und Stakeholder-Interessen einbeziehende *old managerialism*<sup>503</sup> einem *new managerialism* gewichen sei.<sup>504</sup> Letzteren charakterisierten Shareholder-Value-Rhetorik, eine Ausrichtung an kurzfristigen Aktienkursreaktionen, aggressive Bilanzpolitik und exorbitante Managervergütung durch Aktienoptionen.<sup>505</sup> Indes diene auch der *new managerialism* tatsächlich nicht den Aktionärsinteressen.<sup>506</sup> Dieser Sicht zufolge hatte der Kulturwandel also Stakeholder schlechter-, aber die Shareholder nicht bessergestellt.

#### bb) Shareholder-Value

Die soeben wiedergegebene Argumentation deutet bereits an, dass neben dem Markt für Unternehmenskontrolle im Zuge von *Enron* auch die von Rechtsökonomien und Investoren hochgehaltene<sup>507</sup> Shareholder-Value-Maxime unter Beschuss geriet.<sup>508</sup>

Ein moderater, mit der herrschenden wissenschaftlichen Sicht kompatibler Strang der Kritik richtete sich nicht gegen das theoretische Konzept an sich, sondern seine Umsetzung in der Praxis. In den Bilanzskandalen um *Enron* erkannte namentlich *Bratton* eine „Dark Side of Shareholder-Value“.<sup>509</sup> Seit den 1990er Jahren hätten Manager nicht die akademisch-ökonomische Definition des Shareholder-Value verinnerlicht, welche auf Produktivitäts- und Fundamentalwertsteigerungsziele, sondern eine breitere Norm, die zusätzlich große kurzfristige Aktienkursgewinne aus den „Kapriolen“ naiver Händ-

<sup>500</sup> *Macey*, 89 Cornell L. Rev. 394, 414–417, 420–422 (2004).

<sup>501</sup> Dies begründeten schon mehr als zehn Jahre vor *Enron* die Modelle von Jeremy Stein in zwei der angesehensten ökonomischen Fachzeitschriften: *Stein*, J. Pol. Econ. 96 (1988), 61 ff.; *Stein*, QJE 104 (1989) 655. Dass bzw. warum, wie von *Macey* vertreten, ein intensiver Markt für Unternehmenskontrolle regelmäßig förderlich sei und nur selten zu rechtswidrigen Manipulationen anhalte, setzte *Macey* also eher voraus, als zu begründen, warum der Nutzen systematisch und die Nachteile nur ausnahmsweise eintreten sollten.

<sup>502</sup> *Dallas*, 76 Tul. L. Rev., 1364–1366, 1373–1383 (2002).

<sup>503</sup> *Dies.*, 76 Tul. L. Rev., 1366–1373 (2002).

<sup>504</sup> Zu den dafür verantwortlich gemachten Entwicklungen *dies.*, 76 Tul. L. Rev., 1373–1377 (2002).

<sup>505</sup> *Dies.*, 76 Tul. L. Rev., 1377–1383 (2002).

<sup>506</sup> *Dies.*, 76 Tul. L. Rev., 1365 (2002).

<sup>507</sup> Siehe noch *Blair*, *Ownership and control*, 1995, S. 13: „Although some corporate critics have always railed against the evils of the profit motive, the position of finance model advocates – that shareholders own the corporations and that maximizing the value of shares is equivalent to maximizing the wealth created by corporations – has come to dominate policy debates. Scholars and policymakers rarely challenge this core belief [...]“

<sup>508</sup> Siehe *Strine, Jr.*, 57 Bus. Law. 1371, 1395–1396 (2002).

<sup>509</sup> *Bratton*, 76 Tul. L. Rev. 1275 (2002); ähnlich *Dallas*, 76 Tul. L. Rev., 1406 (2002): „dark side of shareholder primacy“, die einen unter anderem von Shareholder-Value-Rhetorik geprägten *new managerialism* beobachtet, der allerdings den Aktionärsinteressen nicht wirklich diene.

ler (*noise trader*) umfasst habe.<sup>510</sup> Der Druck des Marktes zu kurzfristiger Maximierung habe dabei überwogen.<sup>511</sup> Für Aktieninvestoren habe die Praxis der Shareholder-Value-Maximierung in den letzten Jahren eine Obsession mit kurzfristiger Rendite bedeutet, für Manager bestehe sie dementsprechend in aggressiver Gestaltung der Finanzzahlen.<sup>512</sup> Enron und ähnliche Fälle hätten insoweit lediglich seit Längerem bestehende Missstände wieder offengelegt.<sup>513</sup>

Diese Argumentation mag auf den ersten Blick als vorschnelle Verallgemeinerung von Missständen bei einzelnen Skandalunternehmen erscheinen, vor dem Hintergrund allgemeiner Anwendungsprobleme mit Bilanzvorschriften. Tatsächlich sah sich aber drei Jahre später sogar *Alfred Rappaport*, der Begründer des Shareholder-Value-Konzepts, veranlasst, vor einer obsessiven Ökonomie kurzfristiger Wertsteigerung<sup>514</sup> und einer Perversion des Shareholder-Value-Konzepts wie bei *Enron* und ähnlichen Fällen zu warnen.<sup>515</sup> Die Idee, dass die Hauptverantwortung des Managements in der Maximierung des langfristigen Shareholder-Value liege, werde im Prinzip weitgehend anerkannt, aber in der Praxis unzureichend umgesetzt.<sup>516</sup> Tatsächlich seien Manager von kurzfristigen Gewinnen besessen. Hierdurch schädigten sie den Shareholder-Value doppelt: indem sie wertsteigernde Investitionen unterließen oder verzögerten und indem sie kurzfristig schönende Bilanzpolitik betrieben, wie sie letztlich zu den großen Bilanzskandalen geführt habe.<sup>517</sup> *Rappaport* plädierte daher für eine Reform der Unternehmensberichterstattung sowie dafür, aktienbasierte Managervergütung und Anreize für Fondsmanager langfristiger zu gestalten.<sup>518</sup>

Zugleich gaben Bilanzskandale und Dotcom-Blase radikaleren Stimmen Auftrieb, die seit den 1990er Jahren für eine *communitarian* oder *progressive school of corporate law*<sup>519</sup> eintraten. Diese Strömung erhob grundlegende Bedenken gegen Shareholder-Value als Unternehmenszielbestimmung und forderte, einen erweiterten Kreis von Stakeholdern einzubeziehen,<sup>520</sup> womit sie eine etablierte Strömung in der Managementliteratur auf-

<sup>510</sup> *Bratton*, 76 Tul. L. Rev. 1275, 1283–1284, 1358–1359 (2002).

<sup>511</sup> *Ders.*, 76 Tul. L. Rev. 1275, 1359 (2002).

<sup>512</sup> *Ders.*, 76 Tul. L. Rev. 1275, 1284, 1357 (2002); in der Sache ganz ähnlich *Karmel*, 60 Bus. Law. 1, 3, 7–8 (2004).

<sup>513</sup> *Bratton*, 76 Tul. L. Rev. 1275, 1358 (2002).

<sup>514</sup> *Rappaport*, 61 Financial Analysts J. 65 (2005): „The Economics of Short-Term Performance Obsession“.

<sup>515</sup> *Ders.*, 61 Financial Analysts J. 65, 72 (2005): „Many commentators point to the deliberately deceptive accounting practices of Enron, WorldCom, Adelphia Communications, and other recent business failures and contend that the underlying cause is management’s infatuation with shareholder value. This claim fails to capture the essence of the shareholder-value approach. The actions taken by these companies added no value; [...]. Shareholder value did not fail management; management failed shareholder value. Most CEOs champion the goal of maximizing shareholder value but without embracing the essential determinant of value-risk-adjusted, long-term cash flows. Instead, they are obsessed with Wall Street’s earnings-expectations machine and short-term share price.“

<sup>516</sup> *Ders.*, 61 Financial Analysts J. 65, 69 (2005).

<sup>517</sup> *Ders.*, 61 Financial Analysts J. 65, 69 (2005).

<sup>518</sup> *Ders.*, 61 Financial Analysts J. 65, 70–76 (2005).

<sup>519</sup> Programmatisch die Aufsatzsammlung von *Mitchell* (Hrsg.), *Progressive corporate law*, 1995.

<sup>520</sup> Für einen knappen Abriss und instruktive Verweise auf wichtige Vertreter dieser Strömung siehe *Blair/Stout*, 85 Va. L. Rev. 247, 253–254 (1999), die zugleich ihre „Team Production Theory of Corporate Law“ in verschiedener Hinsicht abgrenzen. Für eine eingehende Begründung eines Stakeholder-Ansatzes siehe bereits *Blair*, *Ownership and control*, 1995, S. 202 ff.; später etwa *Stout*, 60 Bus. Law. 1435, 1444 ff. (2005).

griff.<sup>521</sup> Allen voran *Lawrence E. Mitchells* 2001 veröffentlichter radikaler Generalangriff auf das Shareholder-Value-Konzept<sup>522</sup> konnte von der *Short-termism*-Diskussion nach den Bilanzskandalen der Jahrtausendwende profitieren und sich bestätigt sehen:<sup>523</sup> Der Hauptgrund für die *corporate irresponsibility* amerikanischer Gesellschaften sei ihr Drang zu kurzfristiger Aktienkursmaximierung, ein Ergebnis, das keine verständige Person wirklich wolle.<sup>524</sup> Die Wurzel des Problems liege in der rechtlichen Struktur der Corporation: Diese halte Manager zu kurzfristiger Kursmaximierung an, indem sie ihre Freiheit einschränke, sich verantwortlich und moralisch zu verhalten.<sup>525</sup> Hierdurch sowie durch die Haftungsbeschränkung werde die Corporation zu einer „perfekten Externalisierungsmaschine“<sup>526</sup>

<sup>521</sup> Zum Aufstieg des Stakeholder-Konzepts in der Managementforschung seit Anfang der 1990er Jahre knapp *Donaldson*, *Business Ethics Quarterly* 12 (2002), 107, 107–108.

<sup>522</sup> *Mitchell*, *Corporate irresponsibility*, 2001; *Mitchell*, 48 *Vill. L. Rev.* 1189 (2003); zuvor schon *Mitchell*, 45 *Vand. L. Rev.* 1263 (1992). In ähnliche Richtung *Dallas*, 76 *Tul. L. Rev.*, 1383 ff. (2002), die aufbauend auf ihrer Kritik an einem von Shareholder-Value-Rhetorik und kurzfristiger Aktienkursmaximierung geprägten *new managerialism* für erweiterte Vielfalt (*diversity*) von Corporate Boards plädiert, um Stakeholder-Interessen besser Rechnung zu tragen und die Entscheidungsqualität zu verbessern.

<sup>523</sup> Siehe *Langenvoort*, 70 *Geo. Wash. L. Rev.*, 968 (2002): „Were I not to know better, sadly, it might seem that the recent Enron fiasco was just a publicity stunt for Larry Mitchell’s *Corporate Irresponsibility: America’s Newest Export*. So much of what the book says rings true with what we are learning about Enron’s obsession with using short-term earnings numbers to prompt (with the aid of an elaborate set of smoke and mirrors) a grossly inflated stock price.“

<sup>524</sup> *Mitchell*, *Corporate irresponsibility*, 2001, S. 3.

<sup>525</sup> *Ders.*, *Corporate irresponsibility*, 2001, S. 3. Mitchell räumt ein, dass das Ziel der Aktienkursmaximierung als solches nicht im US-Gesellschaftsrecht festgeschrieben ist, es sei aber die heutzutage bestimmende Ethik (a. a. O., S. 4). Dies führt Mitchell neben sozialen und ökonomischen Normen entscheidend auf die Struktur der Corporation zurück, die ganz auf die Aktionäre ausgerichtet ist (S. 98): Mitchell verweist auf das allein Aktionären zustehende Stimmrecht, das Institut des *derivative suit*, mit dem allein Aktionäre gegen Direktoren vorgehen können, um ihre finanziellen Interessen zu verteidigen (anders als Stakeholder, selbst bei *multi-constituency statutes*, S. 104–105), sowie die Möglichkeit der Aktionäre, die Corporation im Fall einer *tender offer* auch über die Köpfe der Direktoren hinweg zu verkaufen; ferner nennt Mitchell aktienbasierte Vergütungen (S. 99–111). Die Aktionäre wiederum legen nach Mitchell breit diversifiziert an, allein nach Risiko-Rendite-Kriterien (dazu auch sogleich Fn. 526) und mit kurzer Haltedauer. Selbst aktivistische Pensionsfonds als relativ langfristige Investoren hätten absolut gesehen kurze Haltedauern, betonten den Shareholder-Value (S. 169, 174–182), und vergüteten Portfoliomanager anhand kurzfristiger Benchmarks (S. 182–184). Diese kurzfristige Ausrichtung der Aktionäre überträgt sich also nach Mitchell aufgrund ihrer alleinigen Corporate-Governance-Rechte auf die Corporation. In der Sache ähnlich, aber sehr knapp *Cragg*, *Business Ethics Quarterly* 12 (2002), 113, 114–115, der der dominierenden Agency-Theorie vorwirft, „moralisch trunkiert“ zu sein.

<sup>526</sup> *Mitchell*, *Corporate irresponsibility*, 2001, S. 49. Dies begründet Mitchell damit, dass die Haftungsbeschränkung dazu führe, dass sich Aktionäre nicht um die Qualität ihrer Mitgesellschafter scherten, sich breit diversifizierten und dadurch von den Unternehmen und den Auswirkungen von deren Geschäftstätigkeit auf Menschen völlig entfernten (a. a. O., S. 60–64, mit einer beschränkten Ausnahme für Anleger in sozial verantwortlich investierenden Investmentfonds), kurz: „limited liability breeds irresponsibility.“ (S. 64; diese Argumentation findet sich auch andernorts ohne Berufung auf Mitchell, etwa bei *Greenfield*, 3 *J. Bus. & Tech. L.* 427, 430 (2008) m. w. N.). Zudem verweist Mitchell auf die Bedeutungszunahme institutioneller Investoren. Diese stützten ihre Anlagepolitik auf die moderne Portfoliotheorie und das Capital Asset Pricing Model (CAPM), welche die Bewertung einer Aktie auf Risiko- und Renditewerte reduzieren, sodass Unternehmen nicht als einzigartige, sondern austauschbare Anlageoptionen erschienen (140–145). Mitchell zufolge hält der sonstige Rechtsrahmen keine Instrumente bereit, um die so angelegte „Unverantwortlichkeit“ (*irresponsibility*) gegenüber den konkreten Folgen unternehmerischer Geschäftstätigkeit auszugleichen: Die Rechtsregeln, um Unternehmen auf Schadensersatz zu verklagen, genügten nicht, um Unternehmen in Verantwortung zu nehmen (a. a. O., S. 57–58), und entgegen der Argumentation der modernen Ökonomie seien die Betroffenen mangels ausreichender Verhandlungsmacht auch nicht in der Lage, sich vertraglich gegen Externalitäten von Unternehmen, mit denen sie in Beziehung stehen, zu schützen (a. a. O., S. 59–60).

zulasten aller, außer Aktionären und Managern.<sup>527</sup> Verschlimmert werde der in der Unternehmensstruktur eingebaute *Short-termism* dadurch, dass die Corporation in fast allen Rechtsbeziehungen mit den Rechten und Freiheiten einer natürlichen Person ausgestattet sei, ohne ein moralisches und soziales Gewissen zu besitzen, welches die Geschäftstätigkeit natürlicher Personen steuere.<sup>528</sup>

Eine langfristige Ausrichtung, die Zukunftsinvestitionen ebenso umfasse wie eine Sorge darum, dass Gewinne verantwortlich und moralisch erzielt werden, sei für Gesellschaft und Wirtschaft besser.<sup>529</sup> *Mitchells* Vorschlag, um dies zu erreichen, fußt auf der umstrittenen Annahme, dass die meisten Unternehmensdirektoren, Manager und Arbeitnehmer anständig sind<sup>530</sup> und, wenn man ihnen Vertrauen und Fairness entgegenbringt, mit einem ebensolchen Verhalten reagieren werden.<sup>531</sup> Die Struktur des Gesellschaftsrechts und wesentliche Prämissen der Gesellschaftsrechtswissenschaft gründeten indes auf der Idee, dass man Akteure in Unternehmen nicht vertrauen kann.<sup>532</sup> Dementsprechend meint *Mitchell*, dass Manager, um eine langfristige, moralisch verantwortliche Unternehmensausrichtung zu erhalten, von dem strukturellen Druck der Aktionäre und Kapitalmärkte befreit werden müssen.<sup>533</sup> Der beste Weg hierzu sei ein Kulturwandel in der Wirtschaft. Wenn Überzeugung nicht wirke, solle aber in den Rechtsrahmen eingegriffen werden: *Mitchell* empfahl ein sich selbst perpetuierendes Board,<sup>534</sup> eine erhebliche

---

<sup>527</sup> *Mitchell*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 3. Zu dieser Beurteilung gelangt Mitchell über einen Verweis auf die Argumentation Dworkins, dass Vermögenszuwachs kein Wert an sich sei, sondern nur als Mittel oder „Zwischenziel“ unter Bezugnahme auf andere Werte gerechtfertigt werden könne (a. a. O., S. 85–90). Für Mitchell scheitert hieran die Argumentation, dass eine Maximierung des Aktionärsvermögens alleiniges Ziel der Corporation sein solle (a. a. O., S. 90–91). Zwar benötige die Gesellschaft ein gewisses Maß an Vermögen, um ihre Ziele zu erreichen, und an sich könne man Unternehmen durchaus als Instrumente ansehen, die nur den beschränkten Zweck haben, das nötige Vermögensquantum zu erwirtschaften (S. 92). Diese Betrachtung sei indes nur überzeugend, solange die Corporation in ihrer eigenen Sphäre gehalten werde. Das sei indes angesichts der Personifikation der Corporation mit Gewährleistung praktisch aller verfassungsrechtlich verbürgten Rechte und Freiheiten in der Realität nicht der Fall (S. 92). Wenn man, so Mitchell, die „schlafende Macht“ zur Regulierung der Corporation nutzen würde, um sie zur Internalisierung ihrer Externalitäten zu zwingen, könne die skizzierte Rechtfertigung vielleicht ausreichen. Aber selbst dann sei sie unvollständig, weil ein Großteil der Bevölkerung viel Zeit in einer Corporation verbringe, also in deren Rahmen für Werte und Zielverfolgung. Hierdurch habe man eine Gesellschaft geschaffen, in der die meisten Menschen einen Großteil ihrer Zeit damit verbrächten, ein Ziel zu verfolgen, das kein Wert an sich sei. Aufgrund der so vermittelten Prägung verschlimmere das Ziel der Shareholder-Value-Maximierung die radikale Autonomie und Verfolgung von Eigeninteressen, welche bereits in Amerika bestehe, und zerstöre das soziale Gefüge (S. 93–94).

<sup>528</sup> *Ders.*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 3.

<sup>529</sup> *Ders.*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 3.

<sup>530</sup> Noch relativ vorsichtig *ders.*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 13: „Fourth, I beginn with the assumption that most corporate directors, officers and employees are, for the most part, decent people, at least no less decent than the rest of us. Generally they want to do the right thing as they perceive it through their own moral and ethical constructs, at least as much as the rest of us.“; wesentlich entschiedener dann *ders.*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 51: „The simple fact is that most corporate managers are good people who very much want to be good.“

<sup>531</sup> *Mitchell*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 50–51; dagegen, gestützt auf psychologische Erwägungen zu den typischen Persönlichkeitseigenschaften von hochrangigen Unternehmensmanagern in wachsenden Industrien *Langenvoort*, 70 Geo. Wash. L. Rev. 968, 975 (2002).

<sup>532</sup> *Mitchell*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 50.

<sup>533</sup> *Ders.*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 3.

<sup>534</sup> *Mitchell*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 111–128; ebenso bereits *Mitchell*, 45 Vand. L. Rev. 1263, 1301 ff. (1992); hilfsweise schlägt *Mitchell*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 129–132 fünfjährige Wahlperioden für das Board vor, mit einem Stimmrecht weiterer Anspruchsgruppen neben den Aktionären, etwa Arbeitnehmer und Gläubiger.

Umstellung der Finanzberichterstattung<sup>535</sup> und eine Reform der Kapitalertragsteuer mit starker Lenkungswirkung.<sup>536</sup> Angesichts dieser selbst für Stakeholder-Value-Befürworter überaus radikalen Vorschläge,<sup>537</sup> die entsprechend schnell auf Widerspruch trafen,<sup>538</sup> verwundert es etwas, dass *Mitchell* kaum zwei Jahre später dem im Vergleich geradezu zurückhaltenden Sarbanes-Oxley Act das Potenzial zusprach, die Investment- und Managementethik kurzfristiger Aktienkurssteigerungen zu durchbrechen.<sup>539</sup>

Interessant ist, dass *Mitchell* das angloamerikanische Corporate-Governance-Modell, porträtiert als kurzfristig und sozial unverantwortlich, mit einem langfristigen, sozial verantwortlichen europäischen kontrastierte, in weitgehender Übernahme des Konzepts von *Michel Albert*.<sup>540</sup> Wie dieser warnte *Mitchell*, dass sich auch in Europa das amerikanische Modell zunehmend durchsetze.<sup>541</sup>

Andere, der Progressive-Corporate-Law-Schule nahestehende Stimmen plädierten dafür, eine mit Shareholder-Value-Rhetorik begründete Praxis kurzfristiger Kursmaximierung durch erweiterte Vielfalt (*diversity*) von Corporate Boards zu bekämpfen.<sup>542</sup> Sie betrachteten Managementphilosophie und Entlohnungsvereinbarungen als einen Ausschnitt der Unternehmenskultur, die bei Enron zu unethischem Verhalten geführt habe.<sup>543</sup>

<sup>535</sup> *Mitchell*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 132–134: Verlängerung der Periodizität auf zwei bis fünf Jahre, gegebenenfalls angepasst an die Gegebenheiten der in Rede stehenden Industrie; S. 157–161: Erweiterung der Möglichkeiten, langfristige Investitionen zu aktivieren, und Berücksichtigung sozialer Faktoren bei der Ermittlung des Unternehmensergebnisses.

<sup>536</sup> *Ders.*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 4, näher S. 162–164: gleitende Besteuerung von Kapitalmarkttransaktionen in Abhängigkeit von dem Umschlagszeitraum bzw. der Haltedauer, z. B. mit prohibitiven Sätzen für Gewinne aus Transaktionen, die innerhalb von 24 Stunden realisiert werden.

<sup>537</sup> Vgl. demgegenüber die frühen Reformvorschläge von *Blair*, Ownership and control, 1995, S. 325–338: weites Ermessen für das Management (S. 325), *constituency directors* von kritischen Stakeholdern (S. 326), Entwicklung übergreifender Erfolgsmaße für die Unternehmensberichterstattung (S. 327 f.), teilweise Vergütung der Arbeitnehmer mit *restricted stock* (S. 329 f.), unter anderem zeitabhängige Mehrstimmrechte (S. 331 f.), erweiterte Offenlegung bestimmter Investitionen (S. 333 f.), Abschaffung regulatorischer Hindernisse für eine langfristige Anlagepolitik institutioneller Investoren (S. 334 f.), Verbreiterung der Zielvorgaben für Pensionsfonds-Manager (S. 335–337).

<sup>538</sup> Mit gewichtigen Gründen *Millon*, 70 Geo. Wash. L. Rev. 890 (2002), der überzeugend argumentiert, dass die verbreitete und problematische Praxis kurzfristiger Aktienkursmaximierung (dazu a. a. O., S. 892–900) nicht durch die rechtliche *shareholder primacy* vorgegeben werde (900–905). Vielmehr werde sie durch andere Anreize belohnt, insbesondere die gegenwärtige Praxis der Managervergütung, auch wenn *Millon* diese nicht notwendig als kausalen Faktor erachtet (S. 905–912). *Mitchells* Abhilfeschlag erachtet *Millon* aus verschiedenen Gründen für fragwürdig. Wirklich helfen könne nur ein Kulturwandel (S. 913–920).

<sup>539</sup> So ausführlich *Mitchell*, 48 Vill. L. Rev. 1189 (2003). A. A. etwa *Greenfield*, 3 J. Bus. & Tech. L. 427, 432 (2008), der fürchtet, die strikteren Berichtsstandards des Sarbanes-Oxley Act könnten reales kurzfristiges Management sogar verschlimmern, weil nun weniger Möglichkeiten bestünden, kurzfristigen Erwartungen durch buchmäßige Bilanzkosmetik gerecht zu werden („[...] now in order to appear to manage in the short term, one must actually manage for the short term.“ [Hervorhebungen im Original]).

<sup>540</sup> Insoweit, als *Mitchell* die europäische Corporate Governance als relativ langfristig und die angloamerikanische als relativ kurzfristig kennzeichnete, deckte sich seine (Außenseiter-)Position im Ergebnis mit der (Mainstream-)Sichtweise der 1980er und frühen 1990er Jahre, trotz fundamentaler Unterschiede im Übrigen.

<sup>541</sup> *Mitchell*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 262–275. *Mitchell* geht allerdings unzutreffend davon aus, *Albert* habe einen letzten Sieg des europäischen, rheinischen Modells prognostiziert. Tatsächlich ging *Albert* gerade davon aus, dass das angloamerikanische Modell vordringe und das rheinische zu verdrängen drohe (näher unten 2. Teil, § 2 II. 1. c), S. 321 f., sowie 2. Teil, § 2 II. 2., S. 322 ff.).

<sup>542</sup> *Dallas*, 76 Tul. L. Rev. (2002).

<sup>543</sup> Eingehend *dies.*, 35 Rutgers L. J. 1 (2003), konkret zum Aspekt des Vergütungssystems a. a. O., S. 34–40 (allgemein), S. 46–52 (Enron); in der Sache ähnlich, gestützt vor allem auf psychologische Er-

In gewisser Weise redeten die Progressives allerdings an den Anhängern des herkömmlichen Shareholder-Value-Konzepts vorbei.<sup>544</sup> So hatte mit *Michael Jensen* einer der Hauptvertreter der rechtsökonomischen Shareholder-Value-Maxime bereits 1998 in einem Konferenzbeitrag, der 2000 in einem Tagungsband<sup>545</sup> und 2002 erneut aufsatzförmig erschien,<sup>546</sup> klargestellt, dass es ihm um langfristige Wertmaximierung gehe und Stakeholder-Belange zu berücksichtigen seien („enlightened value maximisation“ und „enlightened stakeholder theory“<sup>547</sup>). *Jensen* betonte, Wertmaximierung sei der einzige handhabbare Maßstab dafür, wie gut eine Organisation ihre Strategie umsetze, sage aber nichts darüber aus, wie man geschäftlichen Erfolg erreiche. Arbeitnehmer und Manager brauchten daher eine konkretere Struktur, die ihnen helfe, der Versuchung zu widerstehen, das kurzfristige Finanzergebnis oder gar („even more silly“) den Gewinn pro Aktie zu maximieren – derartiges sei ein sicherer Weg zu Wertvernichtung.<sup>548</sup> Die Erkenntnisse der Stakeholder-Theoretiker seien hilfreich, um solche Strukturen zu geben. *Jensen* bestand aber mit seiner „enlightened stakeholder theory“ auf einem eindeutigen, objektiven Erfolgsmaßstab, für den nur der langfristige Marktwert in Betracht komme.<sup>549</sup> *Jensen* räumte ein, dass der Markt möglicherweise kurzfristig Handlungen und Chancen der Manager nicht Rechnung trage, weil er die Folgen einer Unternehmenspolitik denkwürdig solange nicht vollständig kenne, bis sie sich in Einzahlungen niederschlagen. Es sei dann Aufgabe der Direktoren, Manager und Arbeitnehmer, der Versuchung zu widerstehen, dem Druck der Eigen- und Fremdkapitalmärkte nachzugeben, wenn diese Märkte nicht die private Information wie sie selbst besitzen.<sup>550</sup>

Im Grunde waren (und sind) sich also alle Diskutanten einig, dass die lange Frist maßgeblich ist und neben den Aktionären anderen Anspruchsgruppen wesentliche Bedeutung zukommt. Die eigentlichen Differenzen bestanden (und bestehen) über drei andere, miteinander verwobene Fragen:

Zum Ersten vertraten beide Lager offenbar unterschiedliche Ansichten dazu, ob Markt-wertmaximierung im Sinne *Jensens* in einem komplexen Umfeld überhaupt ein handhabbares Kriterium darstellt oder eher von den eigentlich wichtigen Faktoren ablenkt

---

kenntnisse, *Langenvoort*, 70 *Geo. Wash. L. Rev.* 968 (2002) (bündig S. 972: „If I am right about this, then the seeds of corporate irresponsibility are endogenous ones, not the product of external norms such as law or shareholder primacy.“; zur Problematik der fehlenden Unabhängigkeit von Direktoren als Beitrag zum Enron-Debakel *Dallas*, 40 *San Diego L. Rev.* 781, 784–786, 794 f., 819 (2003).

<sup>544</sup> Ebenso bereits *Blair*, *Ownership and control*, 1995, S. 11 i. V.m. S. 12 f.: „The debate about Corporate Governance is shaped by three different clusters of views about how government arrangements affect the performance of corporations and their ability to generate wealth and about how corporate governance rules should be reformed. [Dazu im Folgenden S. 12 f.: Shareholder-Value-Maxime (bei Blair ‚Finance Model‘), Market-Myopia-Standpunkt und Stakeholder-Value-Vertreter, *d. Verf.*] Each view starts from a different set of assumptions about whether and how U. S. corporations might be performing suboptimally. Because these underlying assumptions are fundamentally at odds with each other, the debate has been confusing and not very productive. But these critical assumptions are rarely examined, and, consequently, the advocates of various reforms often talk past each other.“

<sup>545</sup> *Jensen*, in: Beer/Nohria (Hrsg.), *Breaking the code of change*, 2000, S. 37 ff.

<sup>546</sup> *Ders.*, *Business Ethics Quarterly* 12 (2002), 235 ff.

<sup>547</sup> *Ders.*, *Business Ethics Quarterly* 12 (2002), 235, 245–247; *ders.*, in: Beer/Nohria (Hrsg.), *Breaking the code of change*, 2000, S. 37, 49–51.

<sup>548</sup> *Ders.*, *Business Ethics Quarterly* 12 (2002), 235, 245; *ders.*, in: Beer/Nohria (Hrsg.), *Breaking the code of change*, 2000, S. 37, 50.

<sup>549</sup> *Ders.*, *Business Ethics Quarterly* 12 (2002), 235, 246; *ders.*, in: Beer/Nohria (Hrsg.), *Breaking the code of change*, 2000, S. 37, 51.

<sup>550</sup> *Ders.*, *Business Ethics Quarterly* 12 (2002), 235, 246; *ders.*, in: Beer/Nohria (Hrsg.), *Breaking the code of change*, 2000, S. 37, 51.

bzw. gar Fehlentwicklungen begünstigt, die seinen Nutzen überwiegen.<sup>551</sup> Letzteres könnte nicht nur im Fall temporärer Unterbewertung auftreten, sondern, wie auch *Jensen* erkannte, ebenso bei etwaiger starker Überbewertung, getrieben z. B. durch Bilanzpolitik und Analystenerwartungen.<sup>552</sup>

Zweitens hatten und haben beide Lager unterschiedliches Zutrauen in die Leistungsfähigkeit des Marktes. Im Kern geht es hier darum, ob ein liquider (Eigen- und Fremdkapital-<sup>553</sup>) Markt, der jedenfalls kurzfristig falsche Preissignale liefern kann, gleichwohl langfristig den besten verfügbaren Indikator für die Leistung eines Unternehmens bereitstellt. *Jensen* würde dies bejahen, *Mitchell*, der jede direkte Verbindung zwischen Unternehmensleitung und Marktbewertung kappen und überdies kurzfristige Handelsaktivitäten unterdrücken wollte, wohl verneinen. Andere Stakeholder-Value-Vertreter mit moderateren Vorschlägen wie *M. Blair*<sup>554</sup> würden wohl für eine vermittelnde Lösung plädieren.

Drittens hatten beide Lager unterschiedliches Zutrauen in Manager. Dies bedingte unterschiedliche Einschätzungen dazu, welches das kleinere Übel darstellt: ein starker Einfluss eines jedenfalls temporär ineffizienten Marktes oder eine starke Stellung des Managements, rekrutiert aus Menschen mit all ihren Fehlern und Schwächen. *Mitchell* hielt Letzteres für besser, weil er in Managern im Regelfall wohlwollende Stewards erblickte.<sup>555</sup> Demgegenüber vertraute *Jensen* stärker dem Markt, weil er bei Managern systematische Agency-Probleme witterte. Hieraus erklärt sich die oben skizzierte, etwas widersprüchliche Position *Jensens*, von besser informierten Managern zu fordern, kurzfristigem Marktdruck zu widerstehen, ohne ihnen eine gewisse Abschirmung zuzubilligen, die dies effektiv ermöglichen würde.

#### d) Fazit aus heutiger Sicht

Die *Short-termism*-Diskussion der frühen 2000er Jahre hat die bis dato geführte Debatte thematisch teilweise fortgesetzt, teils aber auch deutlich verschoben:

In den 1980er und frühen 1990er Jahren standen mutmaßliche Managementfehler und Wettbewerbsnachteile in Relation zu aufstrebenden Konkurrenten aus Europa und Asien im Zentrum, zudem der Markt für Unternehmenskontrolle angesichts einer spektakulären Übernahmewelle. Um die Jahrtausendwende rückten die Bilanzskandale um Enron und Zweifel an der Effizienzmarkthypothese andere Aspekte in den Vordergrund:

Erstens gerieten aktienbasierte Instrumente der Managervergütung und korrespondierend dazu Analystenerwartungen als Perversion des Shareholder-Value-Gedankens und Treiber kurzfristigen Verhaltens in die Kritik. Ebenso erhielten Anreize der Fondsmanager verstärktes Augenmerk, auf die *Lipton* zwar schon in den 1980er Jahren hingewiesen hatte, allerdings mit eher geringer Resonanz.

<sup>551</sup> Dazu in einem Kommentar zu *Jensen Senge*, in: Beer/Nohria (Hrsg.), *Breaking the code of change*, 2000, S. 59, 61–75.

<sup>552</sup> Hierzu *Jensen*, *Financial Management* 34 (2005), 5 ff., der für das Problem der *agency cost of overvalued equity* keine echte Lösung bieten kann, abgesehen von der abstrakten Empfehlung, Überbewertungen möglichst direkt zu verhindern, wobei er an die Manager bzw. Direktoren appelliert, sich dem *earnings management game* zu verweigern, sich stattdessen auf langfristige Werttreiber zu konzentrieren und entsprechende Vergütungsvariablen zu verwenden; in der Sache weitgehend inhaltsgleich bereits *Fuller/Jensen*, *J. Appl. Corporate Finance* 14 (2002), 41 ff.

<sup>553</sup> Siehe *Jensen*, *Business Ethics Quarterly* 12 (2002), 235, 236.

<sup>554</sup> Dazu oben Fn. 537 auf S. 156.

<sup>555</sup> Deswegen sehr kritisch gegenüber Mitchells Vorschlag *Millon*, 70 *Geo. Wash. L. Rev.* 890, 913–915 (2002).

Zweitens klassifizierte man nun mit Bilanzmanipulationen auch delinquentes Verhalten als Ausdruck kurzfristiger Orientierung. *Short-termism* umfasste damit mehr als schlicht nachteiliges Verhalten im langfristigen Wettbewerb. Die Verbindung von *Short-termism* zu strafbaren Handlungen mit dem Ziel schneller Gewinne wurde zwar stellenweise schon in den 1980er Jahren hergestellt, etwa zu *insider trading*.<sup>556</sup> Sie bildete damals aber kein wesentliches Thema.

Drittens erweiterten einige Stimmen die *Short-termism*-Diskussion um Aspekte sozial verantwortlichen Unternehmertums.<sup>557</sup> Damit verbanden sie eine Kritik an der Shareholder-Value-Maxime, ohne allerdings klarzustellen, ob bzw. inwieweit sich diese eher gegen deren – anerkanntermaßen defizitäre – praktische Umsetzung richtete, gegen das theoretische Konzept an sich oder gegen seine praktische Handhabbarkeit.

Insbesondere die letzte Erweiterung der *Short-termism*-Kritik erscheint wenig glücklich: Die Kerndebatte um *Short-termism* betraf bis dato und betrifft nach wie vor Fragen der Wettbewerbsfähigkeit. *Short-termism* in diesem Sinne ist für die Wirtschaft selbst, verstanden als Unternehmen und Anleger in einer bestimmten Volkswirtschaft, monetär nachteilig (wenn auch nicht notwendig für alle Akteure innerhalb dieser beiden Gruppen), weil er den erwirtschafteten Wohlstand unnötig verkleinert. In der Debatte um sozial verantwortliches Unternehmertum gegenüber Stakeholdern geht es hingegen im Kern um Fragen, die kurz-, mittel- oder langfristig wirkende externe Effekte betreffen und/oder die unter Rückgriff auf moralisch-ethische Wertungen beantwortet werden müssen. Diese Fragen sind in einer globalisierten Wirtschaft berechtigt und wichtig, erfordern aber gegebenenfalls andere Überlegungen und Lösungskonzepte als der „klassische“ *Short-termism*. Beides in einer Debatte unter demselben Schlagwort „*Short-termism*“ zu vermengen, erscheint daher wenig sinnvoll.

Zutreffend ist allerdings, dass sich beide Fragenkreise partiell überschneiden. Dies gilt z. B. dann, wenn ein Unternehmen seinen Stakeholdern keine langfristige Perspektive bietet und dadurch schlechter mit solchen Anspruchsgruppen zusammenarbeiten kann, auf deren Beiträge es zu besserer Wertschöpfung angewiesen ist.<sup>558</sup> Das im Raum stehende opportunistische Verhalten der Manager oder Aktionäre verhindert in diesem

---

<sup>556</sup> Siehe etwa o. A., Hostile takeovers, Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One-Hundredth Congress, First Session, on the Examination of the Need for Reform of the Procedures and Practices of Insider Trading, Financing of Hostile Takeovers and their Effects on the Economy and International Competitiveness, 1987, S. 42 (Statement von Felix G. Rohatyn, Senior Partner Lazard Frères, ohne Verwendung des Begriffs *Short-termism*: „[...] the behavior of financial institutions is mostly geared to short-term results. [...] Insider trading is but one manifestation of this cancer.“); siehe auch aus australisch-britischer Sicht *Stapledon*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 187, 218–219 zum Fall *AWA Ltd. v. Daniels*, (1992) 7 ACSR 759, in dem der Devisenmanager des Elektronikunternehmens AWA Spekulationsverluste verschleierte, ohne dass die auf Schadensersatz verklagten Bilanzprüfer dies entdeckt hatten; allerdings hatte auch das leitende Management unzureichend intern kontrolliert. In dem relevanten Zeitraum drohte AWA eine feindliche Übernahme, weshalb Stapledon in der mangelnden internen Kontrolle des zunächst scheinbar hohe Gewinne produzierenden Devisenmanagers einen möglichen Fall von *Short-termism* sieht.

<sup>557</sup> Siehe dazu auch *Duruigbo*, Kentucky L. J. 100 (2012), 531, 540 („This priority of attention [in the short-termism phenomenon] has been attributed to the financial scandals of 2001–2002 that highlighted the harmful effects of short-termism as well as the growing interest in the potentially positive role that environmental, social, and governance (ESG) factors can play in improving long-term performance.“).

<sup>558</sup> Dazu siehe bereits oben die Nachweise in Fn. 407, 408 auf S. 133 sowie den begleitenden Text im 2. Teil, § 1 I.3.d), S. 130 ff.

Beispiel eine höhere Wertschöpfung und widerspricht zugleich sozial verantwortlichem Unternehmertum.

## II. Vereinigtes Königreich

### 1. Hintergrund

Auch Großbritannien erlebte nach Ende des Zweiten Weltkrieges zunächst ähnlich wie die USA, wenn auch auf geringerem Niveau, geradezu „goldene Jahre“,<sup>559</sup> in denen der Wohlfahrtsstaat entstand,<sup>560</sup> Vollbeschäftigung herrschte und ein zuvor unbekannter Wohlstand wuchs.<sup>561</sup> Vor allem im Vergleich mit der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts bedeuteten die politischen und gesellschaftlichen Veränderungen nach 1945 eine Erfolgsgeschichte. Neben der Errichtung des Wohlfahrtsstaates<sup>562</sup> verfolgte die 1945 gewählte Labour-Regierung das Ziel, die Wirtschaft effektiv zu steuern,<sup>563</sup> und griff dazu auf Verstaatlichungen<sup>564</sup> (*mixed economy*<sup>565</sup>), höhere Steuern, gelenkte Investitionen, Rationierung und Handelskontrollen zurück.<sup>566</sup> Nach anfänglichen Schwierigkeiten und

<sup>559</sup> „Golden Age“, dazu etwa *Bowden*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 175, 177 inkl. Fn. 4 sowie sogleich Fn. 560, 561.

<sup>560</sup> 1948 führte die Labour-Regierung den nationalen Gesundheitsdienst (National Health Service) ein und der National Insurance Act trat in Kraft. Hierdurch bestand für die gesamte Bevölkerung ein Anspruch auf Leistungen bei Krankheit, Arbeitslosigkeit und im Alter, wodurch – nur, aber immerhin – eine Grundversorgung gesichert war, zum Ganzen einschließlich der Finanzierung und Unterschieden zum deutschen System *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 224–225.

<sup>561</sup> *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 221; im europäischen Kontext *Eatwell*, *Whatever happened to Britain?*, 1982, S. 10–13.

<sup>562</sup> Dazu knapp *Moon*, in: Habisch/Wegner/Schmidpeter u. a. (Hrsg.), *Corporate Social Responsibility Across Europe*, 2005, S. 51, 53, auch zu Vorarbeiten der konservativen Vorgängerregierung sowie vor allem zu den Auswirkungen auf das soziale Engagement von Unternehmen.

<sup>563</sup> *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 223 unten, 225 unten; auch zu damit verbundenen Problemen *Kastendiek/Stinshoff*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 95, 96, 99.

<sup>564</sup> *Busch*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 415–416: Bank of England (1946), Kohleindustrie (1947), Eisenbahnen (1948), Stahlindustrie (1951); *Müller*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 434, 439 nennt außerdem die daseinsvorsorgenden Bereiche der Gas- und Elektrizitätswirtschaft (1948, 1949) sowie den zivilen Luftverkehr (1946); *Maurer*, *Geschichte Englands*<sup>3</sup>, 2014, S. 460 ergänzt zudem Busunternehmen, U-Bahn, Kanäle, die Verbundsysteme von Strom, Gas und Öl, Überseekabel, Reisebüros, das gesamte Transportwesen (private Lastkraftwagen durften nur noch im Radius von 25 Meilen operieren) sowie den Bergbau; zu den beteiligten Premierministern, den dahinterstehenden wirtschaftspolitischen Zielen sowie Rückwirkungen auf die Corporate Governance *Bowden*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 175, 181–184. *Müller*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 434, 439 betont, dass dieses Verstaatlichungsprogramm damals in Europa nicht einzigartig war, sondern z. B. von ähnlichen Maßnahmen in Frankreich begleitet wurde.

<sup>565</sup> Dazu *Müller*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 434, 439–440, der hervorhebt, dass die Schaffung eines namhaften öffentlichen Unternehmenssektors damals in Großbritannien durchaus politischer Konsens war und letztlich von Labour auch nicht mit einer wirtschaftssteuernden Zielsetzung verbunden wurde. Vielmehr wurden die verstaatlichten Gesellschaften als *public corporations* behandelt, in denen die operative Freiheit des Managements weitgehend gewahrt blieb. Ebenso *Maurer*, *Geschichte Englands*<sup>3</sup>, 2014, S. 460: Verstaatlichungsprogramm ging im Großbritannien der Nachkriegszeit weitgehend im politischen Konsens vorstatten; allg. *Moon*, in: Habisch/Wegner/Schmidpeter u. a. (Hrsg.), *Corporate Social Responsibility Across Europe*, 2005, S. 51, 53: „The conventional view of post-war business-government relations was of partnership in policy-making for enhancing production or for regulation commercial activity [...]“

<sup>566</sup> *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 226, 228. Ende 1951 stellten die Konservativen wieder die Regierung, korrigierten einige Verstaatlichungen (näher *Maurer*, Ge-

einer starken Abwertung des Pfunds trug diese Strategie Früchte.<sup>567</sup> Die günstige, freilich Stop-and-go-Zyklen folgende<sup>568</sup> wirtschaftliche Entwicklung hielt bis in die 1960er Jahre an<sup>569</sup> und es herrschte allgemein eine gewisse Zufriedenheit.<sup>570</sup> Großbritannien hatte nach Kriegsende zwar seine Weltmachtstellung an USA und Sowjetunion verloren,<sup>571</sup> war aber weiterhin eine Großmacht und den anderen europäischen Staaten deutlich überlegen.<sup>572</sup> Dies galt auch wirtschaftlich: Noch 1950 war das britische Brutto-sozialprodukt doppelt so hoch wie das bundesdeutsche und betrug das 2,5-Fache des französischen.<sup>573</sup>

Ab den 1960er Jahren nahmen indes die wahrgenommenen wirtschaftlichen Probleme zu: Zum einen hatte die gute Nachkriegsentwicklung unrealistische Erwartungen dauerhafter Wachstumsraten von mindestens 4 % entstehen lassen, genährt durch das damals in den westlichen Industrieländern populäre Konzept der keynesianischen Feinsteuerung der Wirtschaft.<sup>574</sup> Zum anderen und vor allem wuchs die internationale Konkurrenz, deren höhere Produktivität zunehmend ins allgemeine Bewusstsein drang.<sup>575</sup> Befördert wurde dies ab Ende der 1950er Jahre durch nun verfügbare internationale Statistiken, welche es ermöglichten, die wirtschaftliche Entwicklung verschiedener Länder zu vergleichen. Sie wiesen für Großbritannien zwar Wachstumsraten des BIP pro Kopf nahe oder über 2 % aus, die aber von 1951 bis 1980 deutlich hinter denjenigen Deutsch-

---

sichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 464: Reprivatisierung der Eisen- und Stahlindustrie sowie des Lastverkehrs auf der Straße), nahmen im Übrigen aber keine großen Veränderungen vor, näher *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 240–241, auch dazu, dass es bereits damals eine Strömung bei den Konservativen gab, die für eine weitere Zurückdrängung staatlicher Eingriffe in die Wirtschaft eintrat, sich aber erst unter Thatcher durchsetzen konnte.

<sup>567</sup> Vgl. *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 228.

<sup>568</sup> Dazu näher *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 416.

<sup>569</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 229; *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 464: 1950er Jahre in Großbritannien eine Zeit der Vollbeschäftigung und des steigenden Lebensstandards.

<sup>570</sup> *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 464.

<sup>571</sup> *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 414; besonders deutlich wurde dies später im Suezkrieg, dazu *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 242–249; wirtschaftlich hatten die USA bereits vor dem Ersten Weltkrieg alle anderen Länder überholt, *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 1685 Anmerkung 117.

<sup>572</sup> Vgl. *Kastendiek/Stinshoff*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 95, 98 („stärkste Wirtschaftskraft in Europa“); *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 230, 236.

<sup>573</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 235.

<sup>574</sup> Dazu einschließlich der großen Probleme bei der Umsetzung dieses Konzepts *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 258–259; zu diesem Konzept als Grundlage der britischen Wirtschaftspolitik der 1950er Jahre knapp *Kastendiek/Stinshoff*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 95, 99; *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 415. Siehe ferner die instruktive Analyse von *Müller*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 434, 441–444, der zeigt, dass Verstaatlichung und Subventionierung bis Ende der 1970er Jahre durchaus charakteristische Interventionsformen britischer Regierungen sowohl der Labour Party als auch der Konservativen waren, die britische Wirtschaftspolitik in dieser Zeit also keineswegs *market capitalism* aus dem Lehrbuch darstellte, sondern interventionistisch geprägt war.

<sup>575</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 250, 258.

lands, Frankreichs, Japans und teils auch der USA zurückblieben.<sup>576</sup> In der Folge fiel Großbritannien um 1970 beim Bruttoinlandsprodukt pro Kopf hinter Deutschland und Frankreich zurück, Länder, die es bis dato seit der Industrialisierung stets weit übertrafen hatte.<sup>577</sup> Auch beim Weltexport lag Großbritannien bald hinter der Bundesrepublik.<sup>578</sup> Der Wachstumsrückstand lag anfangs an Nachholprozessen des Kontinents, spätestens ab den 1970er Jahren aber auch an Fehlern in der Wirtschaftspolitik<sup>579</sup> und radikalen Gewerkschaften.<sup>580</sup> Die ersten zwei Drittel der 1970er Jahre waren durch Wirtschaftswachstum bei enormer Inflation und einer daraus resultierenden Lohn-Preis-Spirale geprägt.<sup>581</sup> Da das Wachstum deutlich hinter den Werten der Nachkriegszeit zurückblieb, der Staatshaushalt mangels Ausgabenanpassung ein hohes Defizit aufwies, die traditionellen Industrien einen anhaltenden Niedergang erlebten<sup>582</sup> und die Währung unter Druck stand, musste Großbritannien 1976 wie zuvor schon 1964 und 1968<sup>583</sup> um einen IWF-Kredit bitten. Dies galt „geradezu als Schande“<sup>584</sup> und war mit Konsolidierungsaufgaben

<sup>576</sup> *Ders.*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 250, mit Wiedergabe einer Tabelle auf S. 251, sowie nachfolgend S. 257 f.; *Kastendiek/Stinshoff*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 95, 100; *Crafts*, *Ec. J.* 106 (1996), 172, 172–176.

<sup>577</sup> Siehe die Statistik bei *Busch*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 411. Diese zeigt auch, dass Deutschland bedingt durch die Wiedervereinigung 1990 und 2000 im BIP pro Kopf wieder hinter Großbritannien zurückfiel, bedingt durch das Hinzukommen der nach der Wiedervereinigung wirtschaftlich sehr schwachen östlichen Bundesländer. Siehe aber auch *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), *Hitler, Mein Kampf*, 2016, 1560 Anmerkung 46 zu der bereits in den 1880er Jahren in der britischen Gesellschaft verbreiteten Angst vor der Konkurrenz der deutschen Industrie, die 1913 mit ihrem Anteil an der weltweiten Industrieproduktion Großbritannien übertraf, das allerdings im Welthandel sowohl 1880 wie auch 1913 noch mit deutlichem Abstand vorne lag.

<sup>578</sup> Siehe *Busch*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 416: 1973 produzierte Großbritannien als ehemals führende Industrienation nur noch 9,1 % des Weltexports von Industriegütern, während die USA und BRD 15,1 % bzw. 22,3 % desselben erwirtschafteten; ähnliche Zahlen bei *Maurer*, *Geschichte Englands*<sup>3</sup>, 2014, S. 469: 1954 noch 20-%-Anteil am Weltexport von Industriegütern, 1967 gesunken auf 12 % und 1975 auf weniger als 9 %.

<sup>579</sup> Dazu *Maurer*, *Geschichte Englands*<sup>3</sup>, 2014, S. 469, der argumentiert, dass man sich gerade in den traditionellen Branchen wie Kohle, Stahl, Schiffs- und Automobilbau sowie Textilien bei wirtschaftlichen Schwierigkeiten an einen helfenden Staat gewöhnt hatte, der arbeitsplatzsichernde Subventionen gab, Umstrukturierungen förderte und das Risiko übernahm. Weiterhin verweist *ders.*, *Geschichte Englands*<sup>3</sup>, 2014, S. 470–471 auf die politisch bedingte Akzeptanz hoher Lohnforderungen bei verstaatlichten Unternehmen abseits ökonomischer Rationalität, eine Aufblähung staatlicher Verwaltungen sowie vor allem auf eine hohe, auf Umverteilung gerichtete Besteuerung als „entscheidender Faktor für die [niedrige] Produktivität“.

<sup>580</sup> So *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 395; *Maurer*, *Geschichte Englands*<sup>3</sup>, 2014, S. 469–470; neutrale Sicht der Rolle der Gewerkschaften bei *Kastendiek/Stinshoff*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 95, 101–102, 103–104.

<sup>581</sup> Näher *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 265, 274–275: 1975 Inflation von 24 % bei Lohnanstieg von 23 %, 1976 Inflation von 16 % bei Zinsen von 15 %; *Busch*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 418: 1975 Inflation von 24,2 %, bis inklusive 1981 Inflation im zweistelligen Bereich.

<sup>582</sup> Siehe am Beispiel der Autoindustrie, die stark Marktanteile an Deutschland verlor, *Busch*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 416; allgemein *Maurer*, *Geschichte Englands*<sup>3</sup>, 2014, S. 469, der die Bereiche Kohle, Stahl, Schiff- und Automobilbau sowie Textilien nennt.

<sup>583</sup> Auch damals war die Zahlungsbilanz Großbritanniens bedrohlich negativ geworden. Näher dazu, der Reaktion der Politik und der letztlich erforderlichen Abwertung des Pfunds um 15 % im Jahr 1968 *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 261–262; *Busch*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 416–417, der die Abwertung des Pfunds mit 14 % beziffert.

<sup>584</sup> *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 275.

verbunden.<sup>585</sup> Die Labour-Regierung schwenkte auch deshalb in der Folge auf eine stärker monetaristische Wirtschaftspolitik um. Sie konnte die Inflation dadurch begrenzen, allerdings um den Preis realer Einkommensverluste, hoher Arbeitslosigkeit<sup>586</sup> und eines Konflikts mit ihrer Hausmacht, den Gewerkschaften.<sup>587</sup>

Seit Ende der 1960er Jahre wurde aus dem zutage tretenden Verlust der vormaligen wirtschaftlichen Führungsposition, der in Kontrast zu hohen Erwartungen an keynesianische Steuerung stand, ein relativer Niedergang abgeleitet. Diesen sah man auch in vielen anderen Gebieten (Militär, Forschung & Entwicklung, Kunst & Kultur). Man diskutierte ihn entsprechend lebhaft in Politik,<sup>588</sup> Wirtschaft und Gesellschaft, wobei Vertreter unterschiedlicher Seiten unterschiedliche Mängel beklagten.<sup>589</sup> Vergleichbare Diskussionen anhand eines nationalen Vergleichs mit Deutschland und den USA hatte es zuvor schon mehrfach gegeben, etwa um die Jahrhundertwende (1900), für die das unablässige Vergleichen der wirtschaftlichen, technischen, wissenschaftlichen und kulturellen Errungenschaften der „fortgeschrittenen“ Länder kennzeichnend gewesen war,<sup>590</sup> sowie in den 1930er Jahren.<sup>591</sup> In den 1960er/1970er Jahren trug die Debatte aber wohl mehr als zuvor zu einem allgemeinen Depressionsgefühl bei, das seinerseits wirtschaftliche Stimmung und Konsumlaune nicht förderte.<sup>592</sup> Ende der 1970er Jahre galt Großbritannien ökonomisch gar als „armer Mann“ Europas,<sup>593</sup> man sprach von der „Englischen Krankheit“.<sup>594</sup> Die Diskussion wurde dabei auch überspitzt: Nachdem man die grundlegende Trendwende zum Negativen zunächst übersehen hatte, wurde sie später oft übertrieben herausgestrichen.<sup>595</sup>

<sup>585</sup> *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 419.

<sup>586</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 275; zum Anstieg der Arbeitslosigkeit sowie zu den negativen Folgen für die britische verarbeitende Industrie *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 419.

<sup>587</sup> Dazu *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 472.

<sup>588</sup> *Kastendiek/Stinshoff*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 95, 100 („Der relative economic decline war seit den sechziger Jahren das dominante Thema der britischen Politik.“).

<sup>589</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 250–251, der dazu konstatiert, dass zwar Einigkeit über das Ob des Niedergangs herrschte, im Übrigen aber große Meinungsverschiedenheiten bestanden.

<sup>590</sup> *Herbert*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 27.

<sup>591</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 257; *The Editors*, *Bus. Hist. Rev.* 84 (2010), 637. Der Vergleich Großbritanniens mit England in den 1930er Jahren scheint mit Blick auf den Aktienmarkt auch in Keynes' „General Theory“ durch, wobei Keynes allerdings die Verhältnisse an der Londoner Börse als günstiger, da weniger dem kurzfristigen Handel förderlich, kennzeichnete, 1. Teil, § 1 III. 1. d), S. 52 ff., siehe insbesondere den Text bei Fn. 248–249 auf S. 133–134.

<sup>592</sup> *Plastisch Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 418: „Gegen Ende der 1960er Jahre war die ökonomische Leistungsschwäche des eigenen Landes jedermann in Großbritannien bewusst, und das Klagen darüber trug beinahe ebenso zum allgemeinen Missvergnügen bei wie die Tatsache selbst.“; zum Gefühl des wirtschaftlichen Erfolgs Anfang der 2000er Jahre als Beitrag zu einer guten wirtschaftlichen Stimmung und Konsumlaune im Gegensatz zu dem allgemeinen Depressionsgefühl der 1960er und 1970er Jahre *ders.*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 430.

<sup>593</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 269.

<sup>594</sup> *Kastendiek/Stinshoff*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 95, 103; *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 469.

<sup>595</sup> *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 469.

Die Lage gipfelte im *winter of discontent* des Jahres 1978 in heftigen, langen Streiks,<sup>596</sup> die im Ergebnis dazu führten, dass 1979 die Konservativen unter *Margaret Thatcher* die bisherige Labour-Regierung mit einem überwältigenden Wahlsieg ablösten.<sup>597</sup>

*Margaret Thatcher* verfolgte zwar entgegen einer verbreiteten Wahrnehmung kein klares theoretisches oder politisches Konzept,<sup>598</sup> war aber in ihrer Politik von der festen Überzeugung geprägt, Staat und Gewerkschaften zurückzudrängen,<sup>599</sup> den nachfrageorientierten *Keynesianismus* durch eine *monetaristisch* inspirierte Wirtschaftspolitik<sup>600</sup> mit einer Schlüsselstellung des freien Marktes zu ersetzen und „viktorianische“ Werte<sup>601</sup> wiederzubeleben.<sup>602</sup> Sie stand damit für ähnliche Ansichten wie *Ronald Reagan*, der kurz nach *Thatcher* in den USA das Präsidentenamt errang.<sup>603</sup> *Thatcher* senkte gleich zu Beginn die Einkommenssteuer, erhöhte dafür die Mehrwertsteuer<sup>604</sup> und bald zur Inflationsbekämpfung auch die Zinsen. Hierdurch wurden indes Exporte, vor allem der verarbeitenden Industrie, und die Investitionstätigkeit hart getroffen sowie die industrielle Basis des Landes nachhaltig geschwächt („Deindustrialisierung“).<sup>605</sup> Insbesondere in den Industriegebieten des Nordens stieg die Arbeitslosigkeit dadurch stark.<sup>606</sup> Der anhal-

<sup>596</sup> Plastisch *Kastendiek/Stinshoff*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 95, 102/103 („in dem alle Streikrekorde der Nachkriegszeit eingestellt wurden“). Hinzu kamen nationale Bewegungen in Schottland, abgeschwächt in Wales, vor allem aber in Nordirland, dazu *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 277–278.

<sup>597</sup> *Busch*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 419; *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 275–279, 309.

<sup>598</sup> *Kastendiek/Stinshoff*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 95, 105.

<sup>599</sup> Tatsächlich stärkte *Thatcher* allerdings den Staat auch insofern, als ihre Regierung Entscheidungen und Befugnisse, die auf lokaler oder regionaler Ebene immer wieder auf Widerstand trafen, zentralisierte, mit der Folge, dass die Zentralisierung in Großbritannien bis heute besonders ausgeprägt ist, dazu *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 331. Zudem stieg die Staatsquote, die *Thatcher* eigentlich senken wollte, lange Zeit beständig, unter anderem durch steigende Staatsausgaben für Arbeitslosenunterstützung, dazu *Busch*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 421. Schließlich setzte auch die Regierung *Thatcher* zumindest in gewissem Maße weiter öffentliche Mittel für Großunternehmen ein, die Labour durch Verstaatlichung gerettet hatte, etwa für *British Leyland* (dies betonend *Bowden*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 175, 181), wobei allerdings kontinuierlich eine Reprivatisierung durch Teilverkäufe betrieben wurde.

<sup>600</sup> Eine monetaristische Wirtschaftspolitik im engeren Sinne erwies sich mit Blick auf die Kontrolle der Geldmenge als sehr schwierig umsetzbar und wurde daher bereits 1982 aufgegeben, auch wenn das Ziel Inflationsbegrenzung beibehalten wurde, *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 312–313; *Kastendiek/Stinshoff*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 95, 105; *Busch*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 420–421: von einem ständig verfehlten engen Geldmengenziel schließlich Übergang zu einem Zielkorridor.

<sup>601</sup> Zu den damit gemeinten Eigenschaften *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 338/339.

<sup>602</sup> *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 310–311; ganz ähnlich *Maurer*, *Geschichte Englands*<sup>3</sup>, 2014, S. 473.

<sup>603</sup> Entsprechend ihrer gemeinsamen politisch-ideologischen Überzeugung kooperierten *Thatcher* und *Reagan* später eng, vor allem in der Außenpolitik, dazu näher *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 327.

<sup>604</sup> *Maurer*, *Geschichte Englands*<sup>3</sup>, 2014, S. 473.

<sup>605</sup> Illustrativ *Busch*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 422: Zwischen 1979 und 1987 ging die Beschäftigung in der verarbeitenden Industrie um 28,6 % zurück, wobei die Verluste zu Anfang der 1980er Jahre am stärksten waren; *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 312–313; *Crafts*, *Ec. J.* 106 (1996), 172, 172, 177 ff.

<sup>606</sup> *Brüggemeier*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 314; zu der damit einhergehenden Spaltung des Landes *ders.*, *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, 2010, S. 316:

tende Rückgang der Schwerindustrie und anderer traditioneller Industrien, der oftmals der Regierung *Thatcher* zugeschrieben wird, war allerdings auch Ausdruck von Entwicklungen, mit denen sich alle westlichen Länder auseinandersetzten, wobei die Regierung *Thatcher* besonders radikal vorging.<sup>607</sup> Die Politik der Konservativen unter *Thatcher* und später *Major* beschleunigte den Rückgang, wird aber nicht als deren Ursache gesehen.<sup>608</sup> Daneben privatisierte *Thatcher* in großem Umfang und populärer Manier staatliches Wohneigentum und Industriebetriebe,<sup>609</sup> wodurch sie eine weit überdurchschnittliche Quote von Hauseigentümern und einen breiter gestreuten Aktienbesitz erreichte, entsprechend dem Ideal der *property owning democracy*.<sup>610</sup>

Wirtschaftlich zeitigte *Thatchers* Politik nach einer Rezession in den Anfangsjahren beeindruckend erscheinende Erfolge, mit Wachstumsraten zwischen 1985 und 1989 von 4–5 %, sinkender Arbeitslosigkeit und gebändigter Inflation.<sup>611</sup> Kritiker stellten dem langjährig zurückbleibende Investitionsquoten<sup>612</sup> und hohe soziale Kosten gegenüber.<sup>613</sup> 1990 kam das Wachstum indes zum Stillstand, um im Folgejahr sogar um 3 % zu sinken, bei

---

weiterhin große Mehrheit für die Labour-Partei bei den Angestellten der überlebten Schwerindustrie und in den krisengeschüttelten alten Industriegebieten von Nordengland, Wales und Schottland, hingegen Dominanz der Konservativen im wohlhabenden Süden, wo die Reformen früh Erfolge zeigten.

<sup>607</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 310. Für die Einschränkung der Gewerkschaftsmacht gilt dies entgegen der damals und wohl auch heute noch verbreiteten Wahrnehmung hingegen nur bedingt. Jedenfalls brachten die Gesetze, mit denen *Thatcher* die Handlungsmöglichkeiten der Gewerkschaften beschränkte, nach verbreiteter Ansicht im Ergebnis weitgehend Maßnahmen, die in anderen Ländern wie Deutschland bereits bestanden, sich dort bewährt hatten und heute gut vertretbar erscheinen, dahingehend *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 321–322; in der Sache ebenso *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 421; deutlich negativere Sicht hingegen bei *Ludlam*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 456, 456–459.

<sup>608</sup> Siehe die Wertung von *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 343.

<sup>609</sup> Zur Privatisierungspolitik im industriellen Bereich sowie der damit einhergehenden Notwendigkeit und Umsetzung von Regulierung *Müller*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 434, 446 ff.; siehe aber auch *Graham*, in: Hancher/Moran (Hrsg.), Capitalism, culture, and economic regulation, 1989, S. 199, 215 zu gesellschaftsrechtlichen Techniken (unter anderem *golden shares*, Beteiligungen, Direktoren), mit denen die *Thatcher*-Regierung zumindest bei einigen Gesellschaften nach Privatisierungen Einfluss behielt, auch wenn sie teils zusicherte, diesen nicht zu nutzen; für einen enthusiastischen Bericht über den Erfolg des Programms siehe rückblickend *Moore*, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), 115 ff., der unter *Thatcher* zehn Jahre Minister gewesen war und die Anfänge des Privatisierungsprogramms verantwortet hatte.

<sup>610</sup> Näher *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 315; *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 421, beide auch dazu, dass die umfassende Privatisierungspolitik anfangs nicht geplant war, sondern erst angesichts der guten Aufnahme erster Privatisierungsschritte und fiskalischer Notwendigkeiten systematisch ausgeweitet wurde. Siehe aber auch zur weiteren Entwicklung *Charkham/Ploix*, Keeping better company<sup>2</sup>, 2005, S. 307–308, die darlegen, dass einerseits die Zahl der Aktionäre durch *Thatchers* Privatisierungspolitik von 3 Mio. im Jahr 1979 auf 15 Mio. stieg, andererseits aber der Anteil des privaten Sektors (privater Haushalte) am britischen Aktienmarkt stark fiel, von fast 70 % im Jahr 1957 auf ca. 20 % im Jahr 1989, wobei 74 % der privaten Aktionäre aus relativ wohlhabenden Schichten stammten.

<sup>611</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 329; *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 423–434, der die deutlich sinkende Inflation auf den Beitritt Grossbritanniens zum EWS im Oktober 1990 zurückführt.

<sup>612</sup> Eine vergleichsweise geringe Investitionsneigung hatte allerdings auch schon die Zeit des empfundenen Niedergangs ab den 1960er Jahren geprägt, siehe *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 416.

<sup>613</sup> Siehe *Kastendiek/Stinshoff*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 95, 106–108.

einer Inflation von 10 % und rasch steigenden Arbeitslosenzahlen.<sup>614</sup> Nachdem *Thatcher* im November 1990 den Parteivorsitz an *John Major* abgeben musste<sup>615</sup> und dieser 1992 die Wahlen überraschend gewann,<sup>616</sup> erzwangen Währungsspekulanten am Black Wednesday im Herbst 1992 den Rückzug des Pfunds aus dem EWS sowie umgehend dessen dramatische Abwertung, die als Zeichen britischer Schwäche gesehen wurde und die EU-Skepsis stärkte,<sup>617</sup> der Wirtschaft aber zugutekam.<sup>618</sup>

Die Labour Party konnte erst 1997 nach einer tiefgreifenden programmatischen Erneuerung als New Labour wieder in der Downing Street Einzug halten, dann allerdings mit einem überwältigenden Sieg.<sup>619</sup> Der politische Wechsel ist eher aus einer Umbruchstimmung in Großbritannien zu erklären,<sup>620</sup> nicht aus der Entwicklung der britischen Wirtschaft. Diese wuchs von 1994 bis 2007 fast doppelt so stark wie die deutsche, bei niedriger Inflation und einer deutlich niedrigeren Arbeitslosigkeit als auf dem Kontinent.<sup>621</sup> Auch New Labour bezeichnete den Markt nun als wichtiges Instrument, um das Gemeinwohl zu fördern, wie es traditionell Liberale und Konservative vertreten.<sup>622</sup> *Tony Blair* und sein Schatzkanzler und Nachfolger *Gordon Brown* wollten sich darauf konzentrieren, ein günstiges, stabiles Klima für wirtschaftliches Wachstum zu schaffen und Investitionen zu fördern, ohne aktive Industriepolitik zu betreiben, deutlich herausgestellt durch die Unabhängigkeit der Bank of England ab 1997.<sup>623</sup>

Zu dem jahrelangen Wachstum der Wirtschaft trug vor allem bei, dass London seine Stellung als weltweites Finanzzentrum ausbaute. Die Voraussetzungen hierfür hatte

<sup>614</sup> Näher zu Ursachen (überhitzte Konjunktur) und politischen Folgen *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 332–333.

<sup>615</sup> Knapper Überblick über die Gründe bei *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 475.

<sup>616</sup> Näher *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 333–336.

<sup>617</sup> Dazu *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 424, sowie weiterhin dazu, dass der Vorgang die Reputation der Konservativen hinsichtlich ihrer wirtschaftlichen Kompetenz nachhaltig beschädigte.

<sup>618</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 337–338.

<sup>619</sup> Näher *Kastendiek/Stinshoff*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 95, 108–112; *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 340–343, 345; *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 480–485.

<sup>620</sup> Vgl. *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 348; getrieben wurde diese namentlich durch die Aufdeckung von Korruptionsskandalen und illegalen Waffengeschäften sowie Schwierigkeiten bei der Handhabung der Krise um BSE-verseuchtes Rindfleisch, näher *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 479.

<sup>621</sup> Mit Jahreszahlen zum Wachstum des realen BIP *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 347; weitere Zahlen und Hintergrundinformationen zur guten wirtschaftlichen Entwicklung bei *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 426–430.

<sup>622</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 344.

<sup>623</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 362; näher zur Unabhängigkeit der Bank of England sowie der kurz darauf verkündeten Reform der Finanzaufsicht *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 425; eingehend zu den rechtlichen Grundlagen und Einzelheiten dieser Reformen durch den Bank of England Act 1998 bzw. den Financial Services and Markets Act 2000 *Keller*, Die Entwicklung des britischen Bankensystems, 2010, S. 65–74. Instruktiv dazu, zum Grad der operativen Unabhängigkeit der Bank of England im internationalen Vergleich sowie zur Genese der politischen Entscheidung darüber auch *Petring*, in: Merkel/Egle/Henkes u. a. (Hrsg.), Die Reformfähigkeit der Sozialdemokratie: Herausforderungen und Bilanz der Regierungspolitik in Westeuropa, 2007, S. 119, 125–126. Er führt aus, dass die Entscheidung, der Bank of England operative Unabhängigkeit zu gewähren, von Brown und Blair weitgehend handstreichartig ohne Kabinetts- und Fraktionssitzung getroffen wurde, um das Vertrauen der Finanzmärkte in die neue Regierung zu stärken.

*Margaret Thatcher* 1986 durch die Liberalisierung der London Stock Exchange geschaffen (Big Bang).<sup>624</sup> Hierauf bauten zunächst *Major* und dann New Labour auf, indem sie dem Finanzsektor leistungsfähige Institutionen, aber auch niedrige Steuern und eine große Freiheit von Regulierung boten.<sup>625</sup> Die seit *Thatcher* und auch unter *Blair/Brown* liberal geprägte Wirtschaftspolitik wirkte sich in den 1990er Jahren und noch bis 2006 überwiegend positiv auf die wirtschaftliche Entwicklung aus.<sup>626</sup> Das Platzen der New-Economy-Blase im Jahr 2000 verkräftete die britische Wirtschaft weit besser als vergleichbare Staaten.<sup>627</sup> Neben dem Finanzsektor expandierten die Dienstleistungen,<sup>628</sup> insbesondere im kreativen (tertiären) Bereich.<sup>629</sup> Der sekundäre Sektor setzte hingegen seinen Niedergang fort.<sup>630</sup> Dies erregte wenig Besorgnis, solange – bis zur Finanzkrise ab 2008 – die anderen Sektoren genügend Arbeitsplätze zur Verfügung stellten.<sup>631</sup> Auch der Rückzug des Staates erscheint seit 2008 nicht mehr nur positiv.<sup>632</sup>

## 2. Vorläufer der Short-termism-Debatte

### a) 1930er Jahre: Macmillan Gap

Im Vereinigten Königreich zeigte sich früh ein gewisser Antagonismus zwischen der in London konzentrierten Finanzwirtschaft (der City) und der Realwirtschaft (Industry). Dabei ging es zunächst noch nicht ausdrücklich um den Vorwurf kurzfristigen Denkens, wohl aber um einen Mangel an langfristiger Finanzierung.

Einen viel beachteten, wiewohl noch knappen Einzug in offizielle Untersuchungen hielten entsprechende Sorgen mit dem Bericht des Committee on Finance and Industry, nach seinem Vorsitzenden *Macmillan Committee* genannt. Es bestand überwiegend aus Ökonomen, darunter *John Maynard Keynes*<sup>633</sup> als einem der prägenden Köpfe,<sup>634</sup> und

<sup>624</sup> *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 423. Der Begriff verdeckt freilich, dass Großbritannien auch zuvor schon relativ wenig staatliche Regulierung im Banken- und Finanzsektor bevorzugt hatte, siehe *Busch* (a. a. O., S. 422). Die Kernmaßnahme des Big Bang bestand in der Deregulierung der Börse. Insbesondere wurden die Mindestprovisionen für Broker abgeschafft, damit einhergehend die bis dato strenge Trennung von Brokern und Jobbern (sog. *single capacity*) aufgehoben und zudem ein computergestütztes Handelssystem eingeführt. Die dadurch verschärfte Wettbewerbsbedingungen, die Aufnahme des Eigenhandels durch Broker (vormals den Jobbern vorbehalten) sowie die nötigen EDV-Investitionen erforderten eine breitere Kapitalbasis, weshalb sich die Börse für auswärtige Mitglieder öffnete; zum Ganzen *Keller*, Die Entwicklung des britischen Bankensystems, 2010, S. 52, 75–78.

<sup>625</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 363.

<sup>626</sup> *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 493.

<sup>627</sup> *Ders.*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 485.

<sup>628</sup> *Busch*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 428.

<sup>629</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 363–364, sowie S. 395; *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 495.

<sup>630</sup> *Maurer*, Geschichte Englands<sup>3</sup>, 2014, S. 495.

<sup>631</sup> *Brüggemeier*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 364–365, 367.

<sup>632</sup> *Ders.*, Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert, 2010, S. 398.

<sup>633</sup> Die Mitglieder waren: H. P. Macmillan, Thomas Allen, Ernest Bevin, Lord Bradbury, R. H. Brand, T. E. Gregory, J. M. Keynes, Lennox B. Lee, Cecil Lubbock, Reginald McKenna, J. T. Walton Newbold, Walter Raine, J. Frater Taylor sowie A. A. G. Tulloch, mit G. Ismay vom Finanzministerium (Treasury) als Secretary, siehe die Minute of Appointment vom 05.11.1929 in *Macmillan Committee*, Report, June 1931, S. vi.

<sup>634</sup> *Stamp*, Ec. J. 41 (1931), 424: „It is currently rumoured that the persons most closely associated with the draft descriptive matter were Professor Gregory, Mr. Keynes and Mr. Brand, but the Chairman hovered round at close quarters to make the work of the pundits intelligible to the average ordinary mind.“

wurde im November 1929 von einer Minderheits-Labour-Regierung mit sehr weiten *terms of reference* ernannt.<sup>635</sup> Im Ursprung erfolgte dies vor dem Hintergrund geldpolitischer Fragen sowie einer ausgeprägten Wirtschaftsflaute seit den 1920er Jahren (*doll-drums*) mit anhaltender Arbeitslosigkeit.<sup>636</sup> Nahezu zeitgleich mit der Konstituierung des Komitees wandelten sich diese Umstände indes dramatisch zum Schlechteren, als die Wall Street Ende Oktober 1929 einbrach und die weltweite Große Depression begann.<sup>637</sup> Als das Komitee im Juni 1931 seinen Bericht vorlegte, war die Arbeitslosigkeit zweieinhalb bis dreimal so hoch wie bei seiner Ernennung.<sup>638</sup>

Der Fokus des Berichts lag an sich in erster Linie auf der Geldpolitik,<sup>639</sup> nachhaltige Aufmerksamkeit erzielte aber vor allem ein Abschnitt darüber, wie der Kapitalmarkt für Inlandsinvestitionen zu verbessern sei.<sup>640</sup> <sup>641</sup> Der City sprach das Komitee schon historisch keine besonderen Verdienste bei der Industrialisierung zu. Das benötigte Kapital für die anfangs relativ kleine Industrie sei privat durch Familiengesellschaften im Verein mit unabhängigen Banken, oft Familienbanken, sowie von vermögenden Investoren aufgebracht worden, die eigenständig handelten und bewerteten.<sup>642</sup> Dies kontrastierte

<sup>635</sup> Der Arbeitsauftrag ist abgedruckt in der Minute of Appointment vom 05.11.1929 in *Macmillan Committee*, Report, June 1931, S. vi: „[...] to inquire into banking, finance and credit, paying regard to the factors both internal and international which govern their operation, and to make recommendations calculated to enable these agencies to promote the development of trade and commerce and the employment of labour.“ Tatsächlich war das Committee vor allem mit Blick auf Vorschläge für politische Maßnahmen selbst unsicher, und seine Mitglieder waren stellenweise unterschiedlicher Auffassung darüber, wie weit die *terms of reference* reichten, siehe *dass.*, Report, June 1931, Rn. 427 S. 185.

<sup>636</sup> *Gordon*, Journal of Money, Credit and Banking 4 (1972), 957, 958–961; *Macmillan Committee*, Report, June 1931, Rn. 12–14, S. 6 f., und später eingehend Rn. 99 ff., S. 46 ff.

<sup>637</sup> Hierzu sowie zu den Folgen für den Untersuchungsauftrag *Macmillan Committee*, Report, June 1931, Rn. 12, 15–17, S. 6–8.

<sup>638</sup> So *Gordon*, Journal of Money, Credit and Banking 4 (1972), 957, 961; knapp andeutend *Williamson*, National crisis and national government<sup>1</sup>, 2003, S. 255. Noch moderatere Zahlen bis 1930 bei *Macmillan Committee*, Report, June 1931, Rn. 104 S. 47 (1929: im Schnitt 10,3 % Arbeitslosigkeit; 1930: im Schnitt 15,9 % Arbeitslosigkeit).

<sup>639</sup> Siehe allgemein *Gordon*, Journal of Money, Credit and Banking 4 (1972), 957, 969; *Baron Piercy of Burford*, J. R. Statist. Soc. A 118 (1955), 1. In dem Bericht des Macmillan Committee wird dies am deutlichsten im Part II, „Conclusions and Recommendations“ (*Macmillan Committee*, Report, June 1931, S. 106–186). Dieser widmet sich zunächst in drei Kapiteln verschiedenen Facetten der Geldpolitik (Zielen des Geldsystems, Vorschlägen zur internationalen und inländischen Geldpolitik), gefolgt von einem vierten Kapitel mit Vorschlägen zum Kapitalmarkt für Inlandsinvestitionen sowie einem fünften Kapitel mit Vorschlägen zu Information und Statistik. Der Part I („Historical and Descriptive“, *dass.*, Report, June 1931, S. 2–105) nimmt hingegen eine stärker übergreifende Perspektive ein und behandelt neben geldpolitischen Aspekten (Goldstandard, Geldsystem Großbritanniens, Auswirkungen der Geldpolitik auf das Preisniveau und die Kreditversorgung der Wirtschaft) die Problematik der Arbeitslosigkeit, die Lage von Produktion und Industrie einschließlich Ungleichgewichten zwischen Angebot und Nachfrage sowie den internationalen Handel. Das Committee hielt eine solche breitere Erörterung ausdrücklich für geboten (siehe *dass.*, Report, June 1931, Rn. 4, S. 2: „[...] the problems of finance underlie the whole field of human activities. Merely to deal in the abstract with the technique of the existing financial system, domestic and international, without relating it to the actual economic circumstances of the moment, would serve little purpose.“).

<sup>640</sup> *Macmillan Committee*, Report, June 1931, S. 161–174: Part II, Chapter IV „Proposals Relating to the Capital Market for Home Investment“.

<sup>641</sup> *Baron Piercy of Burford*, J. R. Statist. Soc. A 118 (1955), 1.

<sup>642</sup> *Macmillan Committee*, Report, June 1931, Rn. 377, S. 162; zustimmend *Frost*, Oxford Economic Papers 6 (1954), 181, 184, der dies als Gemeinplatz bezeichnet; allg. aus historischer Sicht *Pollard*, Britain’s prime and Britain’s decline, 1989, S. 92; aus US-Perspektive *Chandler*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 1, 7–8, der als Grund den Wunsch der Gründer und ihrer Familien ausmacht, die volle Kontrolle über die Gesellschaft zu behalten; im Rahmen der späteren Diskussion um *Short-termism* und mög-

das Komitee mit der Lage in Deutschland, Frankreich und den USA, wo die Banken wesentlich sowie langfristig orientiert zu Finanzierung und Entwicklung der heimischen Industrie beitragen, ungeachtet erheblicher Unterschiede in den Rahmenbedingungen dieser Länder.<sup>643</sup> Das Komitee bezog klar Position dazu, welche Beziehung zwischen Banken und Industrie in der Gegenwart am nützlichsten für die Gesellschaft sei: Die finanzielle und industrielle Welt sollten durch geeignete Organisationen eng integriert sein. Britische Industrieunternehmen seien ohne kontinuierliche, langfristige Beziehungen zu Banken und die damit einhergehende Möglichkeit weitsichtiger Planung gegenüber ihren amerikanischen und deutschen Wettbewerbern erheblich benachteiligt. Die zukünftige Entwicklung der britischen Industrie sei stark davon abhängig, eine ähnliche Zusammenarbeit zu entwickeln.<sup>644</sup> Hierzu hielt das Komitee eine neue unabhängige, privatwirtschaftliche Institution für notwendig, aber auch mehr Kooperationsbereitschaft der Industriellen.<sup>645</sup> Zugleich versprach sich das Komitee von einer engeren Zusammenarbeit von Finanzwirtschaft und Industrie ertragreichere und sicherere Anlagemöglichkeiten für Investoren im Inland,<sup>646</sup> lockte aber auch mit Vorteilen für die City selbst.<sup>647</sup> Am Schluss des Kapitels thematisierte das Komitee mit gerade einmal rund 300 Wörtern ein Problem, das nachfolgend unter dem Schlagwort *Macmillan Gap* bekannt wurde, nämlich große Schwierigkeiten kleiner und mittlerer Unternehmen, selbst mit offensichtlich soliden Wertpapieren langfristiges Kapital in einer Höhe aufzunehmen, für die aus Kostengründen keine öffentliche Platzierung an der Londoner Börse lohnte.<sup>648</sup> Für solche Kapitalnachfragen, so das Komitee, interessierten sich weder der gewöhnliche Investor noch Investmenttrusts, da eine Anlage nicht frei handelbar sei und aufmerksame Beobachtung erfordere, noch ein Emissionshaus, das sein Kapital nicht langfristig

---

liche Gegenmaßnahmen *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 231–232. Als besondere Stärken der City of London als Finanzplatz identifizierte das Macmillan Committee den kurzfristigen Geldmarkt für die Anlage in- und ausländischer Mittel, die Finanzierung von in- und ausländischem Handel und Gewerbe (*trade and commerce*) sowie die Emission von ausländischen Bonds, ausdrücklich im Unterschied zur Finanzierung der britischen Industrie, *Macmillan Committee*, Report, June 1931, Rn. 376, S. 161.

<sup>643</sup> *Macmillan Committee*, Report, June 1931, Rn. 378–381, S. 162–164

<sup>644</sup> *Dass.*, Report, June 1931, Rn. 384 S. 165.

<sup>645</sup> *Dass.*, Report, June 1931, Rn. 385 S. 166 sowie Rn. 397–403, S. 171–173; was für eine Art unabhängiger Institution gemeint ist, bleibt an der ersten Stelle noch offen [„[...] some independent authority (such as a financial institution) [...]“], wird aber an der zweiten deutlicher. Dort (a. a. O., Rn. 403 S. 173) regt das Committee eine Kooperation führender privater Institute und der großen Banken an. Konkret solle die bestehende Bankers' Industrial Development Company von der Bank of England getrennt und als unabhängige, gewinnorientierte private Institution weitergeführt werden, ohne andere Institutionen von einer vergleichbaren Tätigkeit auszuschließen.

<sup>646</sup> *Dass.*, Report, June 1931, Rn. 386–389, S. 166–168; dies vor allem dadurch, dass Banken bei Aktienemissionen mehr ins Risiko gehen und dadurch sowie mit aufgebauter Reputation Investoren ohne Industriekenntnisse gute Anlagemöglichkeiten signalisieren. Gegenwärtig bestehe ein solcher Mechanismus nur bei Emissionen erstklassiger Gesellschaften oder Emissionen, die ausländische Banken betreuten, worin das Committee offenbar einen Grund für den starken Fluss britischen Kapitals ins Ausland sah. Zudem verwies es auf die erheblichen Verluste, die mit den britischen Aktien- und Schuldscheinemissionen des Jahres 1928 im Jahr 1931 zu verzeichnen waren (von der Gesamtsumme betrachtet 47 %). Ein Viertel der emittierenden Gesellschaften (70 von 284) war bereits abgewickelt, ein Achtel (weitere 36 von 284) hatte keinen nennenswerten Wert mehr.

<sup>647</sup> *Dass.*, Report, June 1931, Rn. 390 S. 168.

<sup>648</sup> *Dass.*, Report, June 1931, Rn. 404 S. 173–174, wobei das Committee die betroffene Größenordnung von kleinen Summen bis zu Beträgen von circa 200.000 Pfund oder mehr angab; zum Ganzen eingehend *Frost*, *Oxford Economic Papers* 6 (1954), 181 ff., speziell zur Problemdefinition des Committees S. 181–182 mit Fn. 2.

binden könne. Das *Macmillan Committee* schlug daher vor, eine Finanzierungsgesellschaft speziell für kleinere industrielle und gewerbliche Kapitalaufnahmen zu schaffen und eingehend zu untersuchen, wie andere Länder dieses Problem angehen.<sup>649</sup>

In diesem Abschnitt des Reports hat man später ein Bestreben erkannt, Vorzüge des (damaligen) deutschen Corporate-Governance-Modells nachzuahmen: Das *Macmillan Committee* sei von dem Nutzen der engen Beziehungen zwischen Banken und Industrie beeindruckt gewesen, welche in Deutschland, aber auch Amerika bestanden hätten. Da das Komitee keine Entsprechung in Großbritannien gesehen habe, habe es eine neue Institution vorgeschlagen, um diese Lücke zu schließen.<sup>650</sup>

Tatsächlich betonte der *Macmillan Report*, dass die Beziehungen zwischen britischer Finanzwirtschaft und Industrie nie so eng gewesen seien wie die entsprechenden Beziehungen in Deutschland und den USA<sup>651</sup> und dass, obgleich die Industrie in keiner Weise von den Banken geführt werden solle, sowohl die britische Industrie als auch die City of London von einer engeren Beziehung profitieren würden.<sup>652</sup> Das deutsche Modell weckte beim Komitee insofern ersichtlich starkes Interesse, und die Rolle der deutschen Banken wurde ihm von dem deutschen Bankier *Jakob Goldschmidt*<sup>653</sup> ebenso positiv wie überzeugungskräftig geschildert.<sup>654</sup> Zugleich erklärte das Komitee die unterschiedliche Art der Beziehungen von Finanzwirtschaft und Industrie in den erörterten Ländern aber vor allem aus ihren historischen Startbedingungen, wobei es das deutsche Modell als aus der Not knappen Kapitals geboren beschrieb.<sup>655</sup> Dies, der geldpolitische Schwerpunkt

<sup>649</sup> *Macmillan Committee*, Report, June 1931, Rn. 404 S. 174, dazu *Stamp*, Ec. J. 41 (1931), 424, 430–431; *Frost*, Oxford Economic Papers 6 (1954), 181, 181–182.

<sup>650</sup> *Baron Piery of Burford*, J. R. Statist. Soc. A 118 (1955), 1, 2.

<sup>651</sup> *Macmillan Committee*, Report, June 1931, Rn. 378, S. 162 sowie Rn. 381, S. 164.

<sup>652</sup> *Dass.*, Report, June 1931, Rn. 390 S. 168–169.

<sup>653</sup> Jakob Goldschmidt, ein deutsch-jüdischer Bankier, hatte nach Stationen bei H. Oppenheimer und der Nationalbank für Deutschland die Privatbank Schwarz, Goldschmidt & Co. mitgegründet, wechselte dann in das Direktorium der Nationalbank für Deutschland, die 1922 mit der Danat-Bank fusionierte. Goldschmidt wurde ihr alleinhaftender Gesellschafter. Daneben hatte er eine Vielzahl von Aufsichtsratsmandaten inne. Im Juli 1931, also praktisch zeitgleich zur Veröffentlichung des *Macmillan Report*, wurde die Danat-Bank auch aufgrund von spekulativen Rückkäufen eigener Aktien in der Verantwortung Goldschmidts zahlungsunfähig, wodurch eine deutschlandweite Bankenkrise ausgelöst wurde (zum Ganzen *Engelke/Maltschew*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 570, 576 f., § 14 Rn. 10–12; *Wikipedia* (Hrsg.), Jakob Goldschmidt, 10.11.2015 <<https://de.wikipedia.org/w/index.php?oldid=144828806>> (geprüft am 11.06.2020); *Wikipedia* (Hrsg.), Darmstädter und Nationalbank, 08.11.2015 <<https://de.wikipedia.org/w/index.php?oldid=147232676>> (geprüft am 11.06.2020); zur Problematik der Aktienrückkäufe eingehend *Terberger/Wettberg*, *Der Aktienrückkauf und die Bankenkrise von 1931*, März 2005, mit Blick auf die Danat-Bank und mögliche Erklärungen für die Rückkäufe insb. S. 12 ff.).

<sup>654</sup> Das *Macmillan Committee* hörte Jakob Goldschmidt als Experten zum deutschen Corporate-Governance-System, bevor die von ihm mitverantwortete Insolvenz der Danat-Bank und die dadurch ausgelöste Bankenkrise (dazu soeben Fn. 653) ruchbar wurden. Goldschmidts Ausführungen fand das *Committee* offensichtlich sehr erhellend und inspirierend. Es würdigte sie mit einem ausführlichen Zitat (*Macmillan Committee*, Report, June 1931, Rn. 378 S. 163), in dem Goldschmidt einen „entrepreneur spirit in banking“ als wesentlichen Beitrag zum industriellen Aufstieg Deutschlands herausstrich. Auch berief sich das *Committee* auf Ausführungen Goldschmidts mit Blick auf die angemessene Rolle der Banken – nämlich spezifisches Wissen über die Industrie zu erwerben und die Industrieunternehmen als Geschäftspartner fallweise zu unterstützen, sich dabei aber aus dem eigentlichen Management herauszuhalten (*dass.*, Report, June 1931, Rn. 390 S. 168 f.). In vergleichbarer Weise erwähnt der *Macmillan Report* soweit ersichtlich keinen anderen angehörten Experten, jedenfalls keinen ausländischen.

<sup>655</sup> *Macmillan Committee*, Report, June 1931, Rn. 378, S. 162–163. Im günstigsten Licht erscheint im Report wohl das amerikanische Modell, das dem englischen vergleichsweise nahekommt, in dem die Banken dem *Macmillan Committee* zufolge aber durch langfristige Geschäftsbeziehungen und Reputa-

des Berichts sowie die Zusammensetzung des Komitees legen nahe, dass es keine grundlegenden Änderungen der britischen Corporate Governance anstrebte oder überhaupt reflektierte. Vielmehr wollte das Komitee das britische System durch zusätzliche Finanzierungs- sowie bessere Anlagemöglichkeiten im Inland abrunden und damit zugleich die Wirtschaft beleben. Hingegen strebte es kein Hausbankensystem nach deutschem Vorbild an,<sup>656</sup> zumal eine zentrale Finanzierungsinstitution dies schwerlich hätte leisten können.

Auch wenn der Vorschlag also eher auf moderate Evolution statt Revolution gerichtet war, entfaltete er letztlich nur begrenzte Wirkung. Der Begriff des Macmillan Gap blieb auch noch Jahrzehnte später in der City geläufig. Den Vorschlag einer Finanzierungsgesellschaft für den Mittelstand nahmen, wenn auch teils mit deutlicher Verspätung, verschiedene, im Wesentlichen private Initiativen auf,<sup>657</sup> während eine offizielle Umsetzung nicht erfolgte.<sup>658</sup> 20 Jahre später wurde der Macmillan Gap noch prominent diskutiert, aber als wenig dringend eingeschätzt.<sup>659</sup> Erklären dürfte sich dies nicht zuletzt aus dem oben beschriebenen Umfeld der 1950er Jahre mit florierender Wirtschaft, steigendem Wohlstand und allgemeiner gesellschaftlicher Zufriedenheit. Als die wirtschaftliche Lage in den 1980er und 1990er Jahren getrübt ausfiel, rückten Finanzierungsnotwendigkeiten kleiner Unternehmen im Kontext einer erneuten *Short-termism*-Debatte wieder in den Vordergrund.<sup>660</sup>

---

tionsmechanismen trotzdem die Funktionen der deutschen Banken im deutschen System mit abdecken, *dass.*, Report, June 1931, Rn. 380–381, S. 163–164.

<sup>656</sup> Deutlich *Macmillan Committee*, Report, June 1931, Rn. 403, S. 173: „While, however, we do not propose a change in the character of present banking practice, we think that the co-operation of the big banks is required both in taking an interest in the share capital of such institution [einer Institution, die als Intermediär zwischen Industrie und Investoren handelt] and being ready to provide such credit facilities as the institution may require pending a public issue.“

<sup>657</sup> Siehe zu den einschlägigen privatwirtschaftlichen, teils durch die Bank of England unterstützten Initiativen im Anschluss an den Bericht sowie zu der 1945 ins Leben gerufenen Industrial and Commercial Finance Corporation Limited (ICFC) als verspäteter Umsetzung des Komitee-Vorschlags *Baron Piercy of Burford*, J. R. Statist. Soc. A 118 (1955), 1, 2–3; *Wilson Committee*, The financing of small firms, 1979, S. 9 Rn. 2. Aus der ICFC ging schließlich die heutige *3i Group* hervor, eine multinationale Private-Equity-Gesellschaft mit Börsennotierung in London.

<sup>658</sup> *Frost*, Oxford Economic Papers 6 (1954), 181 bezeichnet dies als „one of the milder ironies of economic history“. *Baron Piercy of Burford*, J. R. Statist. Soc. A 118 (1955), 1, 2 führt dies auch auf Änderungen der Beziehungen zwischen Banken und Industrie zurück („Here, too, the situation has changed; personal links between financial houses and large industrial concerns at Board level now are numerous and visible. This has resulted naturally from the changed attitude of the City towards home industrial business. And, no doubt, this has borne fruit in the way of increasing the access of companies to the capital market. The Committee’s institutional remedy has been completely forgotten.“).

<sup>659</sup> Siehe *Baron Piercy of Burford*, J. R. Statist. Soc. A 118 (1955), 1, 4 in seiner Antrittsrede als Präsident der Royal Statistical Society; ebenso mit eingehender Analyse *Frost*, Oxford Economic Papers 6 (1954), 181, 189–201. Siehe auch später *Ball*, National Westminster Bank Quarterly Review 8 (1991), 20, 24–25: „The Macmillan Committee reported over sixty years ago that special financing might be required for start-ups and new ventures, although my impression in recent years is that there has been an excess of money chasing too few viable projects.“; *Wilson Committee*, The financing of small firms, 1979, S. 9 Rn. 3: „The question was looked at again in 1971 by the Bolton Committee [...]. They concluded that the precise gap [...] had been largely filled [...], but that small firms were nevertheless still disadvantaged in seeking external finance compared with large firms.“

<sup>660</sup> Siehe *Trade and Industry Committee*, Second Report, April 1994, S. 61–67, 106–111; *DTI*, Innovation in Manufacturing Industry, June 1991, S. 12–13 Rn. 52–56; *United Kingdom Government*, Civil Research and Development, July 1987, S. 7 Rn. 30; *Edmonds/Hillyard/Twigger u. a.*, Investment, 20.11.1995, S. 37; *Middleton/Cowling/Samuels u. a.*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), Capital markets and corporate governance, 1994, S. 141 ff. mit mehrfacher Erörterung von *Short-termism* auf S. 142, 145, 150–151, 156–157; ferner *Walker*, Bank of England Quarterly Bulletin 25 (1985), 570, 571–573.

b) 1970er Jahre: *Wilson Review*

## aa) Überblick

In den 1970er Jahren verstärkte sich in Großbritannien wieder die Kritik an Rolle und Leistung der City.<sup>661</sup> Für die schlechte Entwicklung der britischen verarbeitenden Industrie machte man nicht zuletzt eine unzureichende Bereitschaft der Finanzinstitutionen verantwortlich, langfristiges Kapital für die Bedürfnisse der Wirtschaft bereitzustellen<sup>662</sup> – eine Sorge, die bald in den USA in abgewandelter Form unter dem Schlagwort *fluid capital* wiederkehren sollte. In Großbritannien trug sie – neben Forderungen aus der Labour Party, Verrechnungsbanken (*clearings banks*) zu verstaatlichen<sup>663</sup> – maßgeblich dazu bei, dass der Premierminister um die Jahreswende 1976/1977 ein Committee to Review the Functioning of Financial Institutions unter dem Vorsitz von *Harold Wilson* ernannte.<sup>664</sup> Dieses fortan zumeist als *Wilson Committee* bezeichnete Gremium konstituierte sich im Januar 1977.<sup>665</sup> Über die folgenden drei Jahre hielt es mehr als 55 Sitzungen ab, zu denen noch Sitzungen der *subcommittees* und *working parties* hinzukamen.<sup>666</sup> Dabei publizierte das Komitee frühzeitig und umfangreich: Es veröffentlichte sukzessive zwei Zwischenberichte<sup>667</sup> und drei spezielle Studien,<sup>668</sup> bei denen die Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen einen besonderen Schwerpunkt bildete, sowie 13 Bände mit „Evidence“. Dieses innovative Vorgehen sollte die öffentliche Debatte anregen, bedingte aber, dass der Inhalt des umfassenden Schlussberichts von 1980<sup>669</sup> in wichtigen Punkten vorab bekannt war und so an Wirkung einbüßte.<sup>670</sup> Hinzu kam, dass sich das Komitee angesichts seiner Größe von 18 Personen, die unterschiedliche

<sup>661</sup> *Ball*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, 18.

<sup>662</sup> *Moore*, J. R. *Statist. Soc. A* 144 (1981), 32; *Ball*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, 18; *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20.

<sup>663</sup> Dazu *Wilson*, J. R. *Statist. Soc. A* 144 (1981), 48, 49; *Bray*, J. R. *Statist. Soc. A* 144 (1980), 51. Das Wilson Committee wies sie später einstimmig zurück.

<sup>664</sup> Die offizielle Ernennung erfolgte durch ein Treasury-Protokoll vom 5. Januar 1977, das den Arbeitsauftrag (*terms of reference*) sowie die Mitglieder des Komitees aufführt (abgedruckt etwa in *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. i; *Wilson Committee*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 1). Der Arbeitsauftrag bestand darin: „To enquire into the role and functioning, at home and abroad, of financial institutions in the United Kingdom and their value to the economy; to review in particular the provision of funds for industry and trade; to consider what changes are required in the existing arrangements for the supervision of these institutions, including the possible extension of the public sector, and to make recommendations.“

Der Umstand, dass das erste Treffen des frisch ernannten Wilson Committee bereits am 18. Januar stattfand (*Wilson Committee*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 2 Rn. 3; *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. xvi), zeigt, dass die offizielle Ernennung wohl nur die formale Bestätigung einer bereits feststehenden Entscheidung war. Tatsächlich wird der Ernennungszeitpunkt des Komitees in *The National Archives*, Committee to Review the Functioning of Financial Institutions (Wilson Committee): Evidence Files and Registered Files (FI Series), 2008 <<http://discovery.nationalarchives.gov.uk/details/r/C3025>> (geprüft am 11.06.2020) bereits auf den 7. Oktober 1976 datiert.

<sup>665</sup> Siehe soeben Fn. 664 sowie *Moore*, J. R. *Statist. Soc. A* 144 (1981), 32.

<sup>666</sup> *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. xvii.

<sup>667</sup> *Wilson Committee*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977; *Wilson Committee*, The financing of small firms, 1979.

<sup>668</sup> *Wilson Committee*, The financing of North Sea oil, 1978; *Wilson Committee*, Survey of investment attitudes and financing of medium-sized companies, 1978; *Wilson Committee*, Studies of Small Firms' Financing, 1979.

<sup>669</sup> *Wilson Committee*, Report, July 1980.

<sup>670</sup> *Moore*, J. R. *Statist. Soc. A* 144 (1981), 32, 33.

Ansichten vertraten, nur schwer einigen konnte.<sup>671</sup> Zu allem Überfluss war es von einem Labour Prime Minister eingesetzt und von einem ehemaligen Labour Prime Minister geleitet worden, musste seinen Bericht aber nach einem Regierungswechsel einer konservativen Premierministerin vorlegen<sup>672</sup> – schon deshalb war kaum mit bereitwilliger Aufnahme zu rechnen.

Dessen ungeachtet leistete das *Wilson Committee* bemerkenswerte Arbeit. Sein stattdesiger Abschlussbericht enthält fundierte, für damalige Verhältnisse oft grundlegende Kapitel zu diversen bis heute zentralen Fragen von Corporate Governance, Unternehmensfinanzierung, Finanzmarktregulierung<sup>673</sup> und dazugehörigen Besteuerungsfragen, mit Seitenblicken insbesondere auf die USA, Deutschland, Frankreich und Italien. So stellte das Komitee die bis dato umfassendste (nicht nur) statistische Erhebung des britischen Finanzsektors zusammen,<sup>674</sup> auch wenn ein beteiligter Professor später klagte, dass die Qualität unter Zeitdruck gelitten habe.<sup>675</sup> Dabei zeichnete es insbesondere<sup>676</sup> die damals noch wenig beachtete<sup>677</sup> graduelle Verlagerung der Wertpapierinhaberschaft auf Finanzinstitutionen nach, vor allem auf Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften.<sup>678</sup>

<sup>671</sup> *Ders.*, J. R. Statist. Soc. A 144 (1981), 32. So war das Committee jeweils hälftig mit Blick darauf gespalten, inwieweit indexierte Anleihen gefördert werden sollten (*Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 239 Rn. 871) und ob, einen Vorschlag des Trade Union Congress aufgreifend, eine neue staatlich unterstützte Finanzierungsinstitution geschaffen werden sollte (*dass.*, Report, July 1980, S. 268–273 Rn. 976–1001, sowie die anschließende *note of dissent*, S. 274–287 Rn. 1001–1060).

<sup>672</sup> *Bray*, J. R. Statist. Soc. A 144 (1980), 51. Dementsprechend musste das Begleitschreiben zur Vorlage des Abschlussberichts an „The Rt Hon Margaret Thatcher, MP“ mit dem unglücklichen Hinweis beginnen: „We were appointed on 5 January 1977 by your predecessor, the Rt Hon James Callaghan, MP, with the terms of reference which [...]“ (*Wilson Committee*, Report, July 1980, S. i).

<sup>673</sup> Chapter 22: The regulation of the United Kingdom securities markets, *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 301–318.

<sup>674</sup> Zahlreiche Tabellen und Grafiken finden sich insbesondere auf den ersten 160 Seiten des Wilson Report (dieser behandelt den Aufbau des britischen Finanzsystems einschließlich seiner historischen Entwicklung, die verschiedenen Finanzinstitutionen und Finanzmärkte, Inflation, Pensionsfonds, die Börse, Bausparkasse, Beschäftigung und Außenhandelsbeitrag des Finanzsektors sowie Investitionen und Finanzierungsnachfrage mit den verschiedenen Finanzierungsquellen) sowie in den ausführlichen, insgesamt zehn Anhängen, die als separater Band, aber mit fortlaufender Paginierung erschienen sind. Diese gehen unter anderem nochmals und detaillierter auf jede einzelne Institution auf dem Finanzmarkt ein. Hervorzuheben sind zudem ein interessanter Abschnitt zur Entwicklung der Aktienumschlagsraten bzw. Haltdauern, aufgeschlüsselt nach *unit trusts*, *investment trust companies*, privaten, lokalen und anderen öffentlichen Pensionsfonds sowie langfristigen und allgemeinen Versicherungen (S. 545–556), und eine ausführliche rechtsvergleichende Tabelle zu dem Verhältnis von Zentralbank und Regierung in 20 Ländern (S. 557–572).

<sup>675</sup> *Moore*, J. R. Statist. Soc. A 144 (1981), 32, 33, auch dazu, dass das Wilson Committee ein eigenes *statistics panel* sowie ein *research panel* bildete, die allerdings personell nur bescheiden ausgestattet waren; dezidiert kritisch *Stibbard*, J. R. Statist. Soc. A 144 (1980), 53 f.

<sup>676</sup> Neben dieser Verschiebung stellte das Wilson Committee als zweite bis dato wenig beachtete Änderung ein starkes Wachstum der Einlagen von Bausparkassen fest, die mit einem Anteil von 37,8 % am inländischen Markt für Sterling-Einlagen nahezu mit dem Anteil des Bankensektors von 42,1 % gleichgezogen hatten, *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 71 f. Rn. 245–249 mit Chart 4 auf S. 67, sowie S. 595 Tabelle 10.7; knapp *Moore*, J. R. Statist. Soc. A 144 (1981), 32, 34–35. Allgemein zu Funktionsweise und Zunahme von Vermögenskraft der Bausparkassen *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 107 ff. Rn. 367 ff., auch konkret zu den rechtlichen Mechanismen S. 435–441 Rn. 3.127 ff. Zudem zeichnete das Wilson Committee eine Explosion der Anlagen der britischen Banken nach, die vor allem in ausländischen Anlagen im Zuge der Schaffung des Euro-Währungsmarktes erfolgte, *dass.*, Report, July 1980, S. 66–68 Rn. 233–237 mit Chart 4.

<sup>677</sup> So *Wilson*, J. R. Statist. Soc. A 144 (1981), 48, 49.

<sup>678</sup> *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 72–74 Rn. 250–256, zudem speziell zum Wachstum der Pensionsfonds a. a. O., S. 92 f. Rn. 307–310, S. 467 Tabelle 3.50 sowie speziell zur Zunahme der Wert-

Hiervon ausgehend diskutierte das Komitee Rolle, Bedeutung und Verantwortung breit diversifizierter Institutionen als Großaktionäre und Investoren, insbesondere Schwierigkeiten engagierter Einflussnahme,<sup>679</sup> sowie die Notwendigkeit eines verbesserten regulatorischen Rahmens für Pensionsfonds.<sup>680</sup>

Daneben beleuchtete es diverse weitere Akteure und Aspekte des Kapitalmarktes, das damals brennende Thema der Inflation, Investitions- bzw. Unternehmensfinanzierung, Wege zur Investitionsförderung, die Regulierung des Aktienmarktes (börsennotierte Unternehmen, Übernahmen), die Bank of England und staatliche Eigentumsformen.

All dies erörterte das Komitee, wie von seinem Mandat gefordert, stets bzw. auch mit Blick auf die verbreitete Befürchtung, in Großbritannien schränkten unzureichende Außenfinanzierungsquellen die Investitionstätigkeit von Unternehmen ein. Das Komitee teilte die Auffassung, dass die Investitions- und Innovationsbedingungen in Großbritannien hinter den meisten anderen entwickelten Ländern zurückblieben und dass der internationale Abstieg der britischen Wirtschaft auch an unzureichend effektiven Investitionen liege.<sup>681</sup> Zugleich befand das Komitee, dass kein allgemeiner Mangel an Finanzierungsmöglichkeiten herrsche, hier also nicht der hauptsächliche oder alleinige Grund

---

papieranlagen von Versicherungsgesellschaften a. a. O., S. 460–461, Tabelle 3.47; zuvor bereits *dass.*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 20–25 Rn. 69–81; allg. dazu auch Moore, J. R. Statist. Soc. A 144 (1981), 32, 33–34.

<sup>679</sup> Bereits *Wilson Committee*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 25–27 Rn. 85–89 handelte das Thema instruktiv ab. Das Wilson Committee beschrieb unter Berufung auf Eingaben von Branchenvertretern präzise die seither viel diskutierten Schwierigkeiten für engagiertes Auftreten institutioneller Investoren gegenüber dem Unternehmensmanagement: Kollektivhandlungsprobleme, zu geringe Personalausstattung und Branchenkenntnis, prohibitive Kosten eines solchen Engagements, die nicht gegenüber den eigenen Kunden zu rechtfertigen seien, sowie das Insiderrecht. Die institutionellen Investoren gingen daher von der Annahme aus, dass die eigentliche Disziplinierung eines ineffizienten Managements durch den Aktienmarkt erfolge, unterstützt durch Analysten. Etwas anderes gelte, wenn die Beteiligung der Institutionen nicht ohne negative Kurseffekte abgestoßen werden kann. Aus diesem Grund gebe es gelegentlich Interventionen institutioneller Investoren, meist in kollektiver Form. Dies erfolge meist in informeller, vertraulicher Weise. Dazu auch *Tylecote*, J. Ec. Studies 14 (1987), 51, 55.

Eine ausführliche Auseinandersetzung folgte dann insbesondere in Kapitel 19 „Institutional involvement with industry“, *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 248–256 Rn. 892–925. Das Committee skizzierte hier eingangs die unterschiedlichen Rollen großer institutioneller Investoren, insbesondere der Banken, in Deutschland und Großbritannien, wobei es das deutsche System nicht als Vorbild einordnete. Das Committee sprach zumindest institutionellen Investoren mit größeren Beteiligungen ein originäres Interesse daran zu, ihre Aktionärsrolle engagiert und verantwortlich auszufüllen. Zugleich sah es dabei aber wichtige Nachteile und Hindernisse, namentlich die Gefahr, langfristiges unternehmerisches Risiko zu ersticken, eine Belastung von Managementressourcen sowie die Schaffung einer Zweiklassengesellschaft von Aktionären mit einhergehenden Interessendivergenzen. Das Committee empfahl daher, Aktionärsengagement stärker auf die Jahreshauptversammlung (*annual general meeting*) zu konzentrieren (Rn. 907). Investment Protection Committees, mit denen sich institutionelle Investoren zwecks Einflussnahme zusammenschlossen, beschrieb es im Wesentlichen positiv (Rn. 909–913, auch mit Zahlenmaterial). Eine weitere geeignete Möglichkeit, wie institutionelle Investoren auf gute Unternehmensführung hinwirken könnten, sah das Committee darin, eine ausreichende Zahl von *non-executive directors* im Board sicherzustellen.

<sup>680</sup> Chapter 23: The prudential regulation of pension schemes, *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 319–326. Hierzu und zu weiteren Punkten, die das Wilson Committee in diesem Kontext erörterte, zusammenfassend Moore, J. R. Statist. Soc. A 144 (1981), 32, 34.

<sup>681</sup> *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 130 Rn. 445, 447, sowie S. 260–262 Rn. 937–946 („The need for more investment“; damit schloss es sich im Wesentlichen der Argumentation des Industrieverbandes CBI (Confederation of British Industry) an, siehe *dass.*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 10–11 Rn. 32–34.

für geringe Investitionen der Industrie liege. Diesen Befund schränkte es aber in zwei wichtigen Punkten ein:

Erstens gelte er nicht für kleinere Gesellschaften und ungewöhnlich riskante Investitionen, deren Finanzierungssituation das Komitee als unbefriedigend ansah.<sup>682</sup> Vor allem hinsichtlich kleiner Unternehmen wurde diese Sorge von praktisch allen Eingaben geteilt.<sup>683</sup> Bereits der Zwischenbericht unterbreitete dazu zahlreiche Abhilfeschläge,<sup>684</sup> welche der Abschlussbericht später wiederholte.<sup>685</sup>

Zweitens stellte das *Wilson Committee* als eines der wichtigsten Defizite des Finanzsystems fest, dass der Markt für langfristige festverzinsliche Anleihen als wichtige Quelle der Unternehmensfinanzierung austrockne.<sup>686</sup> Verantwortlich hierfür machte es neben ungenügender Profitabilität vor allem die hohe, schwankende Inflation und dadurch bedingt unberechenbare Darlehenskosten,<sup>687</sup> womit es Eingaben von City und Industry folgte.<sup>688</sup>

Das Komitee selbst war gespalten, wie lohnenswerte produktive Investitionen zu fördern seien: Die Mehrheit empfahl, die Marktnachfrage nach Produkten anzuregen, deren Befriedigung wiederum Kapitalinvestitionen erfordern würde. Ein Minderheitsvotum warb hingegen dafür, ähnlich wie zuvor das *Macmillan Committee*, eine neue Institution

<sup>682</sup> Zusammenfassend *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 257 Rn. 929; zu kleinen Unternehmen bereits *Wilson Committee*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 36–39 Rn. 132–139; *Wilson Committee*, The financing of small firms, 1979, S. 9 Rn. 4, S. 39 Rn. 2; *Moore*, J. R. Statist. Soc. A 144 (1981), 32, 34 f., 40–42.

<sup>683</sup> *Wilson Committee*, The financing of small firms, 1979, S. 1 Rn. 3: „[...] virtual consensus in the submission we have received that there are problems with arrangements for financing smaller businesses, whatever the availability of funds to industry and trade as a whole.“; siehe dazu auch *Middleton/Cowling/Samuels u. a.*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), Capital markets and corporate governance, 1994, S. 141, 146–147, 151–152, die diese Feststellungen im Rahmen einer Umfragestudie zur Lage Anfang der 1990er Jahre aufgriffen.

<sup>684</sup> *Wilson Committee*, The financing of small firms, 1979, S. 41–42. So empfahl der Zwischenbericht, kleinen Gesellschaften die Ausgabe rückzahlbarer Aktien zu erleichtern, um eine Kapitalaufnahme ohne Aufgabe der Kontrolle zu erlauben, probeweise ein Kreditgarantieprogramm aufzulegen, eine English Development Agency zu gründen, eine neue Form des *investment trust* zu fördern, dessen Anteile Einzelpersonen steuerbegünstigt erwerben können, und Märkte für nicht börsennotierte Wertpapiere (OTC-Märkte) zu fördern.

<sup>685</sup> *Dass.*, Report, July 1980, S. 372 Rn. 1408 mit Appendix 2, S. 388–391.

<sup>686</sup> *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 225 Rn. 808, 810; *Wilson Committee*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 18 Rn. 61.

<sup>687</sup> *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 228 f. Rn. 823–826, sowie resümierend S. 258 Rn. 931 zuvor bereits *dass.*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 18 Rn. 62. Das Komitee argumentierte, dass weniger die absolute Höhe der Inflation als deren unberechenbare zukünftige Entwicklung das Problem sei. Denn wenn ein Unternehmen bei hoher Inflation einen langfristigen Kredit zu einem entsprechend hohen Nominalzins aufnimmt und die Inflationsrate später fällt, bleibt der hohe Nominalzins stehen, sodass der Realzins und damit die effektive wirtschaftliche Belastung des Kreditnehmers steigen. Als eine mögliche Lösung für dieses Problem diskutierte das Komitee ausführlich indexierte Anleihen. Es empfahl, Hindernisse für indexgebundene langfristige Industrieanleihen zu lockern, hinsichtlich einer weitergehenden Förderung war es gespalten. Mit der unstrittigen (Mehrheits-)Empfehlung wollte es eine klärende Debatte über die Sinnhaftigkeit geeigneter Instrumente anregen, welche angesichts erheblicher Vor-, aber auch Nachteile zunächst notwendig erschien; zum Ganzen *dass.*, Report, July 1980, S. 230–239 Rn. 831–871 sowie *Moore*, J. R. Statist. Soc. A 144 (1981), 32, 35, 43–44 mit instruktiver konziser Darstellung der Vor- und Nachteile indexierter Unternehmensanleihen.

<sup>688</sup> Siehe *City Capital Markets Committee*, Evidence to the Wilson Committee on the supply of funds to industry and trade, 1977, S. 5; *CBI*, Industry and the City, August 1977, S. 5, 11.

für Industriekredite zu schaffen, bei der ein Drei-Parteien-Gremium private und öffentliche Gelder in aussichtsreiche Felder leiten sollte.<sup>689</sup>

### bb) Finanzierung und Short-termism

Ein Problem kurzfristiger Orientierung sprach das Komitee vor allem im 13. Kapitel „The operation of the capital market“ an. Im Ausgangspunkt bescheinigte das Komitee dem britischen Aktienmarkt eine informationseffiziente Preisbildung,<sup>690</sup> mit Ausnahmen allerdings für sehr riskante und für kleine Unternehmen, nicht zuletzt durch stark risikoaverses Anlageverhalten von Trustees.<sup>691</sup> Hiervon trennte es aber die Effizienz, mit der Finanzmittel auf die Kapitalnachfrager verteilt werden. Insoweit war das Komitee skeptisch gestimmt,<sup>692</sup> unter anderem angesichts einer stark gestiegenen Aktienumlaufgeschwindigkeit.<sup>693</sup> Vorwürfe exzessiver und abschreckender Kapitalmarktvolatilität, verursacht durch institutionelle Investoren,<sup>694</sup> überzeugten das Komitee zwar nicht. Wohl aber, so befand es, könne der Markt auf Informationen überreagieren, dadurch unverhältnismäßig schwanken und das Risiko eines Papiers nach oben verfälschen.<sup>695</sup> Das Komitee schilderte als häufig geäußerte Befürchtung, dass viele Investoren die Aussichten eines Unternehmens nicht langfristig genug betrachteten und vorrangig nach kurzfristigen Gewinnen strebten. Es skizzierte einige Gesichtspunkte dafür und dagegen, ersicht-

<sup>689</sup> Diese Empfehlung ging auf einen Vorschlag der Gewerkschaftsorganisation TUC (Trade Union Congress) zurück, welcher auf heftigen Widerstand der Wirtschaft gestoßen war, siehe *Wilson Committee*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 27–28 Rn. 93–95 sowie einerseits *TUC*, The Role of the Financial Institutions, 1979, S. 25–26, 41–43, 49 und andererseits *Floyd/Pawle/Quinn u. a.*, Finance for Industry, 1977, S. 1, 19–22. Zu diesem Punkt auch *Moore*, J. R. Statist. Soc. A 144 (1981), 32, 34; knapp auch *Ball*, in: NAPF (Hrsg.), Creative tension?, 1990, 18; *Ball*, National Westminster Bank Quarterly Review 8 (1991), 20.

<sup>690</sup> In dem Sinne, dass der Markt die momentan verfügbaren Informationen über die zukünftigen Aussichten eines Unternehmens sowie das damit verbundene Risiko schnell einpreist, sodass die Kurse verschiedener Aktien und damit die Kapitalkosten der dazugehörigen Unternehmen deren unterschiedliche Aussichten und Risiken widerspiegeln, ohne diese systematisch zu verzerren, siehe *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 185 Rn. 644, sowie den Annex „Efficient capital markets and portfolio theory“ auf S. 194 f. Rn. 671–677.

<sup>691</sup> *Dass.*, Report, July 1980, S. 185 f. Rn. 645–647. Ein Problem bei der Kapitalversorgung bzw. der Aktienkursbildung hinsichtlich sehr riskanter Unternehmen sah das Committee auch in dem Bedeutungsanstieg institutioneller Investoren begründet. Bei ihnen fürchtete man infolge ihrer Trustee-Bindung ein stark risikoaverses Anlageverhalten, siehe dazu *dass.*, Report, July 1980, S. 190 Rn. 660, S. 191 Rn. 664, S. 192 Rn. 666, S. 193 Rn. 670 a. E., S. 258 Rn. 933.

<sup>692</sup> So verwies es darauf, dass KGVs einen geringen Vorhersagewert für zukünftiges Gewinn- oder Dividendenwachstum hätten und dass unklar sei, ob Gesellschaften, die Mittel vom Markt erhalten, überlegenes Wachstum und Gewinne erzielen, *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 186 f. Rn. 649, 651. Mit der skeptischen Haltung zur Allokationsfunktion des Marktes schloss sich das Committee den Gewerkschaften an, vgl. *TUC*, The Role of the Financial Institutions, 1979, S. 17–19.

<sup>693</sup> Mit Blick auf die gestiegene Umlaufgeschwindigkeit (dazu eingehend Anhang 7, S. 545–556) zweifelte das Committee ausdrücklich daran, ob dies der Rendite der Institutionen oder einem gesunden Primärmarkt förderlich sei (S. 188 Rn. 653).

<sup>694</sup> Dahingehende Vorwürfe waren unter anderem vonseiten der Labour Party, aber auch kleineren Unternehmen erhoben worden. Sie hatten ein schwankendes, herdenartiges Anlageverhalten institutioneller Investoren geltend gemacht und argumentiert, der zunehmend intensive Sekundärmarkt handel durch institutionelle Investoren könne der Industrie schaden, indem die Unternehmen zu einer kurzfristigen Sicht ihrer Ziele gezwungen werden. Vereinigungen institutioneller Investoren, namentlich der Versicherungswirtschaft, hatten dem widersprochen, näher *Wilson Committee*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 22 Rn. 73–74, S. 25 Rn. 82.

<sup>695</sup> *Dass.*, Report, July 1980, S. 188 Rn. 654, S. 191 Rn. 663 (auch keine größere Volatilität durch institutionelle Investoren).

lich bemüht, eine Parteinahme mit sibyllinischer Formulierung zu vermeiden.<sup>696</sup> Ähnlich offen äußerte es sich dazu, inwieweit der Markt für Unternehmenskontrolle zu einer effizienten Nutzung vorhandener Ressourcen beiträgt.<sup>697</sup>

Auch im 19. Kapitel, das die Beziehung institutioneller Investoren zur Industrie behandelte, thematisierte das Komitee denkbaren kurzfristigen Druck. Es stimmte zwar verbreiteten Forderungen zu, dass sich institutionelle Aktionäre stärker engagieren sollten, wies aber auf zahlreiche Schwierigkeiten hin. Unter anderem betonte es, eine stärkere Disziplinierung des Managements durch Aktionäre müsse entgegen der herkömmlichen Annahme nicht notwendig positiv sein. Finanzanalysten könnten vorsichtiger eingestellt sein als Manager und weniger einfallsreich (*imaginative*) mit Blick auf langfristige Investitionschancen. Ob dies im Ergebnis – positiv – zu größerer Besonnenheit des Managements beitrage, oder – negativ – zu größerer Risikoscheu, sei offen.<sup>698</sup> Auch im 10. Kapitel finden sich kurze, aber deutliche Bemerkungen dazu, dass Geldgeber der Unternehmen sich konservativer und damit kurzfristiger verhalten als ihre Portfoliofirmen und dadurch Investitionen erschweren.<sup>699</sup>

Die weitgehend interpretationsoffene Stellungnahme des *Wilson Committee* zu dem Vorwurf, der private Kapitalmarkt könne langfristige Investitionen unter bestimmten Umständen zu niedrig bewerten, war offensichtlich Ausdruck interner Kontroversen (auch<sup>700</sup>) zu diesem Thema. Selbst durch die zurückhaltenden Ausführungen sah sich ein ehemaliger Berater des Komitees alsbald veranlasst zu mahnen, dieser Punkt könne übertrieben werden und bedeute nicht, dass der öffentliche Sektor bestimmte Projekte notwendig besser bewerte.<sup>701</sup> Zugleich wies er aber vorsichtig darauf hin, dass institutionelle Investoren mehr tun könnten, um die Risiken bestimmter Vorhaben zu verringern, indem sie diese besser untersuchten oder entsprechende Bemühungen förderten. Dies bedeute auch, den Umfang des bislang einbezogenen industriellen und technischen Sachverständs neu zu bewerten.<sup>702</sup>

---

<sup>696</sup> Das Committee bezeichnete es zunächst als möglich, dass durch eine kurzfristige Orientierung von Investoren Unternehmen, die keine sofortigen Gewinne erzielen, aber längerfristig Aussicht auf Tragfähigkeit und Wachstum haben, keine Mittel erhalten können, nur um sogleich zu betonen, dass es neben kurz- auch langfristig ausgerichtete Investoren gebe. Dies schränkte das Committee dann wiederum ein, indem es hervorhob, auch langfristige Investoren könnten Wert auf die Möglichkeit legen, ihre Meinung zu einer Anlage durch Verkauf auf dem Sekundärmarkt zu ändern. Selbst ein kurzfristiger Investor müsse aber indirekt längerfristige Aussichten beachten, weil der Preis nach einer Periode sich an den Aussichten der Folgeperioden orientiere. Andererseits, so das Committee, könne sich selbst der langfristige Investor gegen einen Kauf heute entscheiden, wenn er kurzfristig fallende Preise erwartet, und so von kurzfristigen Aussichten beeinflusst werden (*dass.*, Report, July 1980, S. 188 f. Rn. 655).

<sup>697</sup> *Dass.*, Report, July 1980, S. 189 f. Rn. 658 f. sowie S. 193 Rn. 669.

<sup>698</sup> *Dass.*, Report, July 1980, S. 251 Rn. 902. Diese nur eingeschränkt positive Sicht auf kollektives Engagement institutioneller Investoren war in den Eingaben namentlich von der Gewerkschaftsseite vertreten worden, siehe *TUC, The Role of the Financial Institutions*, 1979, S. 63, insb. Rn. 70.

<sup>699</sup> Siehe *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 140 Rn. 485, S. 150 Rn. 517: „[...] and financiers may conceivably make more cautious judgments and have shorter time horizons.“; „Many financiers, therefore, look for a return in the form of higher profits much sooner than industry itself would be prepared to contemplate.“

<sup>700</sup> Zu weiteren siehe oben Fn. 671 auf S. 173.

<sup>701</sup> So *Moore*, J. R. Statist. Soc. A 144 (1981), 32, 42, der als Berater des Committee fungiert hatte.

<sup>702</sup> *Ders.*, J. R. Statist. Soc. A 144 (1981), 32, 42.

cc) *Interessengruppengetriebene Polarisierung der Short-termism-Debatte*

Die laufende Veröffentlichungsaktivität des *Wilson Committee* hatte zwar Nachteile für die öffentliche Beachtung des Abschlussberichts, aber, zusammen mit der Veröffentlichung der Eingaben wichtiger Interessengruppen, rückblickend auch einen enormen Vorteil: Sie zeichnete viel transparenter als üblich nach, wie sich die Meinungsbildung des Komitees entwickelte und den Frontlinien der betroffenen Anspruchsgruppen Rechnung trug. Auf diese Weise verdeutlicht der *Wilson Review* exemplarisch, dass und wie die Debatte um kurzfristiges Denken in der Wirtschaft (*Short-termism*) schon in ihren Anfängen interessengruppengetrieben polarisierte.

Bereits im frühen Progress Report on the Financing of Industry and Trade deuteten sich die konkurrierenden Ansichten an:<sup>703</sup> Auf der einen Seite argumentierten der Industrieverband Confederation of British Industry (CBI), das City Capital Markets Committee und die konservative Denkfabrik The Bow Group, das Investitionsniveau sei niedrig, weil Gleiches für die (erwarteten) Gewinne gelte. Dazu beklagte die Industrie neben Inflation und ineffizientem Ressourceneinsatz vorrangig Unsicherheiten aus der Regierungspolitik und vor allem die Besteuerung, während ein Mangel an Außenfinanzierung allenfalls nachgeordnet bedeutsam sei.<sup>704</sup> Die CBI suchte, ebenso wie die Engineering Employers Federation und das Institute of Directors, durch Umfragen bei ihren Mitgliedern zu belegen, dass die Beziehungen dieses Sektors zur Finanzwirtschaft eng und zufriedenstellend seien.<sup>705</sup> Insbesondere Vertreter der City wiesen den Vorwurf kurzfristiger Orientierung scharf zurück: Spekulation kennzeichneten sie als positiv.<sup>706</sup> Die Kritik, volatile Aktienkurse und eine „Spielermentalität“ der Marktteilnehmer zwinge den Unternehmern schädliche kurzfristige Ziele auf, konterten sie mit Verweisen auf Besonderheiten des britischen Aktienmarktes sowie (noch) höhere Umschlagsraten unter anderem im vermeintlich langfristig eingestellten Japan und Deutschland.<sup>707</sup>

Die Gewerkschaftsvereinigung TUC (Trade Union Congress) argumentierte hingegen, die Rendite dürfte nicht das einzige Investitionskriterium sein, wobei sie kurz- und langfristige Ziele unterschied. Es könne Projekte geben, die nach normalen geschäftlichen Kriterien zurückgewiesen würden, aber langfristig vorteilhaft für die Wirtschaft seien, etwa mit Blick auf Beschäftigung und Zahlungsbilanz.<sup>708</sup> Dementsprechend versprach sich der TUC auch nur begrenzte Vorteile von mehr Engagement institutioneller Investoren ohne Einbeziehung breiterer Politikerwägungen.<sup>709</sup>

<sup>703</sup> Siehe dazu und zum Folgenden *Wilson Committee*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 10–11 Rn. 32–34; *Wilson Committee*, Report, July 1980, S. 140 ff. Rn. 485 ff.

<sup>704</sup> *Floyd/Pawle/Quinn u. a.*, Finance for Industry, 1977, S. 4–13, 16–18; *City Capital Markets Committee*, Evidence to the Wilson Committee on the supply of funds to industry and trade, 1977, S. 26–28, 30–31, 32–35; *CBI*, Industry and the City, August 1977, S. 4–7, 9, 11, 13–21, 26–27, 33.

<sup>705</sup> *CBI*, Industry and the City, August 1977, S. 23–25; *Wilson Committee*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 12–13 Rn. 39–40.

<sup>706</sup> *City Capital Markets Committee*, Evidence to the Wilson Committee on the supply of funds to industry and trade, 1977, S. 14–15.

<sup>707</sup> *Dass.*, Evidence to the Wilson Committee on the supply of funds to industry and trade, 1977, S. 28–30.

<sup>708</sup> *TUC*, The Role of the Financial Institutions, 1979, S. 19–21, insb. Rn. 38.

<sup>709</sup> *Ders.*, The Role of the Financial Institutions, 1979, S. 63 Rn. 70.

Augenscheinlich ließen sich damit beide Seiten von ihren Interessen leiten:<sup>710</sup> Industrie und City wiesen den Vorwurf kurzfristiger Orientierung als Grund für ausbleibende Investitionen zurück, betonten stattdessen das Gewinnerzielungsmotiv und wandten sich hiermit insbesondere gegen politische Eingriffe und steuerliche Belastungen. Demgegenüber nutzten die Gewerkschaften die Unterscheidung nach Zeithorizonten, um vernachlässigte Interessen ihrer Anspruchsgruppen (der Arbeitnehmerschaft) als Grund für mangelnde Investitionen darzustellen und um eine größere öffentliche Einflussnahme auf die Kapitalallokation zu rechtfertigen.

### c) Fazit

Der Bedarf langfristiger Unternehmensfinanzierung war in Großbritannien früh ein wichtiges Thema: Der *Macmillan Report* rückte es Anfang der 1930er Jahre begriffsprägend für kleine und mittlere Unternehmen ins öffentliche Bewusstsein, das *Wilson Committee* behandelte es von 1978 bis 1981 geradezu erschöpfend. Im *Macmillan Report* scheint das *Short-termism*-Thema zwar nur mittelbar durch. Jedenfalls *Keynes*, der als ein *Spiritus Rector* des *Macmillan Committee* gilt, wird das Problem kurzfristiger Orientierung des Kapitalmarktes aber in wesentlichen Punkten bereits im Kopf gehabt haben, kann er doch mit seinen Ausführungen in der 1936 erschienenen „*General Theory of Employment, Interest and Money*“ als Begründer der modernen ökonomischen *Short-termism*-Theorie des Kapitalmarktes gelten.<sup>711</sup> Das *Wilson Committee* sprach die Problematik kurzfristiger Orientierung ausdrücklich an. Insofern trifft es zu, wenn in der damaligen Diskussion um langfristige Finanzierung ein Zweig der *Short-termism*-Debatte gesehen wird.<sup>712</sup>

Dessen ungeachtet war die wesentliche Stoßrichtung beider Berichte eine andere: Sie behandelten in erster Linie einen Mangel langfristiger Mittel. Demgegenüber diskutierten sie nicht, bzw. nur als einen von vielen Unterpunkten, ein Problem kurzfristigen Handelns, das man zudem eher als Folge mangelnder Risikobereitschaft sah. Heute sind die ersten beiden Punkte<sup>713</sup> eng verschmolzen, der dritte<sup>714</sup> ist hingegen zurückgetreten: Insbesondere die Europäische Kommission hat in diversen Grünbüchern nach der Finanzkrise *Short-termism* als ein Hindernis für die langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft herausgestellt und Verbesserungen der langfristigen Finanzierungsmöglichkeiten umgekehrt als Ausweg (auch) aus einem *Short-termism*-Problem präsentiert.<sup>715</sup> Eine größere Risikoneigung wird dabei nicht (ausdrücklich) propagiert, nachdem die Finanzkrise riskante Spekulationen nachhaltig diskreditiert hat.

Zu beachten ist außerdem, dass sich die einschlägigen Passagen des *Macmillan Report* sowie das *Wilson Committee* vor allem auf die Mittelaufnahme am Primärmarkt

---

<sup>710</sup> Positiver, wenn auch grob vereinfachend könnte man auch sagen, dass beide Seiten von unterschiedlichen Wirkungsrichtungen ausgingen: City und Industrie argumentierten, sinkende Profitabilität habe zu sinkenden Investitionsanreizen und damit sinkenden Investitionen geführt, während namentlich der TUC argumentierte, sinkende bzw. unzureichende Investitionen hätten die Profitabilität der Wirtschaft ausgehöhlt, weshalb eine gezielte Investitionsoffensive nötig sei (dazu *ders.*, *The Role of the Financial Institutions*, 1979, S. 15 Rn. 17–18 („Doubling Manufacturing Investment“).

<sup>711</sup> Dazu unten 1. Teil, § 1 III. 1. a) und 2. b), S. 50 f., 61 ff.

<sup>712</sup> So vor allem *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20; *Nickell/Wadhvani*, *Myopia, the „Dividend Puzzle“, and Share Prices*, February 1987, S. 1.

<sup>713</sup> Mangel langfristiger Finanzierung und Problem kurzfristigen Handelns.

<sup>714</sup> Mangelnde Risikobereitschaft.

<sup>715</sup> Dazu unten 4. Teil, § 6 VII., IX., XI., XII., S. 868 ff., 879 ff., 888 ff., 890 ff.

und daneben auf das Handeln institutioneller Investoren am Sekundärmarkt beziehen. Während insoweit in beiden Berichten eine kurzfristige Ausrichtung der Kapitalgeber bzw. Kapitalmarktakteure mitschwingt, die wiederum Investitionsmöglichkeiten der Unternehmen einschränke, war kurzichtiges Handeln aus der (Real-)Wirtschaft selbst heraus noch Ende der 1970er Jahre in Großbritannien kein vorrangiges Thema. Dies verdeutlicht die Argumentation in der damals intensiven politischen und akademischen Debatte darüber, ob nach deutschem Vorbild eine dualistische Board-Struktur mit Verfahren der Arbeitnehmermitbestimmung eingeführt werden sollte.<sup>716</sup> Ihren Zenit erreichte diese Bewegung mit *Bullocks* „Report of the Committee of Inquiry on Industrial Democracy“<sup>717</sup> von 1977.<sup>718</sup> Diesem erschien der Gedanke an eine „intrinsisch“ kurzfristige Orientierung von Board-Mitgliedern, Aktionären oder Arbeitnehmervertretern uneinsichtig und geradezu abwegig:

„We do not see why a board comprising employee as well as shareholder representatives should be unable to strike an adequate balance between short and long term interests. A board consisting of shareholder representatives is said to be able to strike the correct balance between the short and the long term interest of equity investors in determining, for example, the size of dividends. If employee representatives are unable to strike a similar balance on wage and employment policies, it must either be because they and their constituents are more short-sighted than shareholders and their representatives, or because the real economic interests of employees lie, relatively speaking, in the short term and those of shareholders in the long term. Neither proposition is self-evident, let alone proved. To put it no higher, there does not seem to be any reason to believe that employee representatives will not have as clear a perception of where their constituents' best interests lie, or that the stake held by employees in the long term health of the company is less than that of shareholders.“<sup>719</sup>

### 3. Short-termism-Diskussion ab Mitte der 1980er und frühen 1990er Jahre

#### a) Parallelen und Besonderheiten im Vergleich zu den USA

Ab Mitte der 1980er Jahre setzte leicht verzögert zu den USA im Vereinigten Königreich mit neuen Akzenten eine verstärkte Diskussion über die kurzfristige Orientierung der Corporate Governance und damit verbundene Wettbewerbsnachteile ein.<sup>720</sup> Die As-

<sup>716</sup> Moore, in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 913, 933. Entsprechende Bestrebungen waren eine Reaktion auf die damals ungünstige Entwicklung der britischen Wirtschaft, aber auch Teil eines positiven Programms, um Arbeitnehmern mehr Kontrolle über ihre Arbeitsbedingungen zu sichern, *Davies*, *Mod. L. Rev.* 38 (1975), 254. *Kahn-Freund*, *Ind. Law J.* 6 (1977), 65, 73–75 führt zwei andere Gründe an, die in der Sache dem zweiten von Davies genannten entsprechen: Erstens sei die alte Unterscheidung zwischen sozialen und wirtschaftlichen Zielen der Arbeiterklasse zusammengebrochen, was sich insbesondere bei Rationalisierungsentscheidungen zeige; zweitens hätten Verhandlungen auf Werksebene zunehmend an Bedeutung gewonnen (S. 73). Sobald man erkenne, dass unternehmerische oder Managemententscheidungen das Schicksal der Arbeitnehmer des Unternehmens unmittelbar beeinflussen können, wirkten reine Konsultationen psychologisch wie eine Scharade (S. 75).

<sup>717</sup> *Bullock*, *Report of the Committee of Inquiry on Industrial Democracy*, 1977. Für eine Zusammenfassung der Mehrheitsempfehlungen des *Bullock Report*, einer abweichenden Stimme sowie des Berichts der Minderheit siehe *Kahn-Freund*, *Ind. Law J.* 6 (1977), 65, 65–71; eingehend zum Inhalt des *Bullock Report* sowie seiner Aufnahme in Politik und Gesellschaft (vehemente Ablehnung durch Konservative und Arbeitgeber, geteilte Meinungen bei Labour und Gewerkschaften) *Clift/Gamble/Harris*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 51, 76–81.

<sup>718</sup> Moore, in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 913, 933.

<sup>719</sup> *Bullock*, *Report of the Committee of Inquiry on Industrial Democracy*, 1977, S. 53 Rn. 40, zu der Befürchtung, Arbeitnehmervertreter im Board könnten höhere Löhne und eine höhere Beschäftigung zulasten langfristiger Wachstumsinvestitionen durchsetzen.

<sup>720</sup> Siehe *Davies*, *57 Brook. L. Rev.*, 129 (1991).

pekte, welche die Debatte antrieben, waren im Ausgangspunkt die gleichen wie in den USA, unterlag doch das Vereinigte Königreich in dieser Zeit ähnlichen Einflüssen wie sein transatlantischer Verwandter. Die Gemeinsamkeiten im Groben dürfen allerdings auch nicht den Blick auf wichtige historische, wirtschaftliche und rechtliche Besonderheiten verstellen.

#### aa) *Declinism und Corporate Governance*

Erstens schienen dieselben volkswirtschaftlichen Statistiken, welche in den USA Niedergangssorgen begründeten, sogar noch deutlicher einen Abstieg Großbritanniens, insbesondere im Vergleich zu Deutschland und Japan, offenzulegen. Wiederum ging es um niedrigere Wachstumsraten, niedrigere Investitionen in Sachkapital und neue Produkte sowie einen geringeren Anteil von Forschungs- & Entwicklungsausgaben am BIP bzw. an der Industrieproduktion, die das Bild seit den 1960er Jahren prägten.<sup>721</sup> Besonders deutlich zeigte sich der Niedergang bei der verarbeitenden Industrie,<sup>722</sup> etwa in den Bereichen Elektrotechnik, Maschinenbau und Automobilindustrie,<sup>723</sup> welche unter *Thatcher*

---

<sup>721</sup> *Patel/Pavitt*, National Institute Ec. Rev. 122 (1987), 72 ff. (Einbuße an Wettbewerbsfähigkeit infolge zu geringer Innovationsanstrengungen); *Pavitt/Patel*, Oxf. Rev. Econ. Policy 4 (1988), 35, 40 ff. (tendenziell schwache Entwicklung in Großbritannien im Vergleich zu Westdeutschland und Japan, aber mit großen Unterschieden zwischen einzelnen Industrien); *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 4; *Sharp/Walker*, Political Quarterly 62 (1991), 318, 324–327; *O'Mahony*, National Institute Ec. Rev. 139 (1992), 46 ff. (Produktivitätsrückstand gegenüber der deutschen verarbeitenden Industrie seit den 1960er Jahren); *Prentice*, in: ders. (Hrsg.), Contemporary issues in corporate governance, 1993, S. 25, 31 (allgemeiner Eindruck, dass das bestehende Corporate-Governance-System kurzfristige Ergebnisse betont und keine adäquate industrielle und wirtschaftliche Leistungsbilanz hervorgebracht hat; Ausgaben für R&D im internationalen Vergleich würden diese Schlussfolgerung stützen); *Demirag*, Eur. J. Fin. 1 (1995), 41 m. w. N.; *Eltis*, Ec. J. 106 (1996), 184, 184–193 (zu geringe Investitionen in neue Produkte als Ursache für den Niedergang der verarbeitenden Industrie bis in die 1980er Jahre); *Singh*, Cambridge J. Ec. 13 (1989), 103, 108 ff. (zur Deindustrialisierung in Großbritannien im Lichte des internationalen Wettbewerbs bzw. der Verschiebungen zwischen Entwicklungs- und Industrieländern); *Gamble/Kelly*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), The political economy of the company, 2000, S. 21, 43 (Beobachtung des relativ größeren Erfolgs deutscher und japanischer Gesellschaften als Treiber von *Short-termism*-Befürchtungen und einer damit zusammenhängenden Debatte um die Corporate Governance, namentlich *shareholder vs. stakeholder approaches*); aus US-Sicht auch *Porter*, The competitive advantage of nations, 1990, S. 498.

<sup>722</sup> Eingehend zu den hieran anknüpfenden Sorgen in Politik und Wirtschaftswissenschaft sowie mit einer empirischen Bestandsaufnahme zum „Ob“ eines solchen Niedergangs *Singh*, Cambridge J. Ec. 1 (1977), 113 ff.; populärwissenschaftliche Aufbereitung der Debatte bei *Eatwell*, Whatever happened to Britain?, 1982, S. 51–56, 127–128, jeweils nachfolgend mit Ursachensuche.

<sup>723</sup> Zu dem rapiden Rückgang von Unternehmensaufwendungen für Forschung & Entwicklung sowie der Patentierungsaktivität in diesen Bereichen siehe etwa *Pavitt/Patel*, Oxf. Rev. Econ. Policy 4 (1988), 35, 45; speziell zur Automobilindustrie *Carr*, Britain's competitiveness, 1990, der in einer viel beachteten Studie den Rückstand der britischen Autoindustrie, aber auch anderer verarbeitender Industrien nachzeichnete; zusammenfassend *ders.*, Britain's competitiveness, 1990, S. 191: „There is in conclusion a remarkable degree of congruency between the experiences of UK vehicle component manufacturers 'examined under the microscope', and the broader experiences of British businesses in respect to the specific themes explored in this study. [...] The three key weaknesses which remain in the case of vehicle component manufacture also seem to apply more generally: an inadequate level of investment and technological development, inadequate attention to basic operational matters, and an inadequate response to internationalization.“; zur Autoindustrie siehe auch die umfragebasierten Vergleichsstudien von *Carr*, National Institute Ec. Rev. 139 (1992), 79 ff.; *Carr/Tomkins/Bayliss*, European Management Journal 12 (1994), 102 ff.; *Carr/Tomkins*, Manage. Acc. Res. 7 (1996), 199 ff.; *Carr*, in: Papadakis/Barwise (Hrsg.), Strategic Decisions, 1998, S. 107 ff. sowie die Fallstudie von *Bowden/Maltby*, Financ. Hist. Rev. 5 (1998), 179 ff. zur später nur mit staatlicher Hilfe vor der Insolvenz bewahrten British Motor Cor-

einen Niedergang zugunsten des Dienstleistungssektors und insbesondere der City erfuhr.<sup>724</sup>

*Short-termism* im britischen System der Corporate Governance machte man weithin als einen Hauptgrund für dieses schlechte Abschneiden aus,<sup>725</sup> wie in den USA oft mit diametralen Einschätzungen über die Ursachen des Phänomens: Diese verortete man entweder im Aktienmarkt bzw. bei institutionellen Investoren und Übernahmen oder in den Unternehmen selbst bzw. bei deren Management.<sup>726</sup> Allerdings gab es Debatten über einen relativen wirtschaftlichen Abstieg in Großbritannien schon seit Längerem (*declinism*)<sup>727</sup>

---

poration; zur Debatte um die volkswirtschaftliche Bedeutung eines Niedergangs der verarbeitenden Industrie Mayes, National Institute Ec. Rev. 122 (1987), 47 ff.

<sup>724</sup> Sharp/Walker, Political Quarterly 62 (1991), 318, 318–320.

<sup>725</sup> Nickell, The performance of companies, 1995, S. 22.

<sup>726</sup> Demirag, Eur. J. Fin. 1 (1995), 41; Gamble/Kelly, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), The political economy of the company, 2000, S. 21, 43 (resultierende Bedenken gegen Übernahmen); ferner Nickell/van Reenen, in: Steil/Victor/Nelson (Hrsg.), Technological innovation and economic performance, 2002, S. 178, 191–192; Williams, National Westminster Bank Quarterly Review 8 (1991), 31, 32; Tylecote, in: Friedman (Hrsg.), Ascent and decline in the world-system, 1982, S. 41, 54–55; Prentice, in: ders. (Hrsg.), Contemporary issues in corporate governance, 1993, S. 25, 29–30 (Meinungsspektrum zur Rolle der Aktionäre in der Short-termism-Debatte von Einschränkung bis zu mehr Aktivismus); Capie/Collins, Have the banks failed British industry?, 1992, S. 15–17 (Short-termism-Vorwürfe gegen Finanzinstitutionen und den Aktienmarkt referierend, die die Autoren später zurückweisen); Nickell, The performance of companies, 1995, S. 22 (Short-termism-Vorwürfe gegen angloamerikanische Kapitalmärkte in Relation zu Deutschland und Japan referierend; auf S. 23–33 untersucht Nickell die theoretische und empirische Basis dieser Vorwürfe und erachtet sie im Ergebnis als ungeklärt); Bowden/Maltby, Financ. Hist. Rev. 5 (1998), 179 ff. (Fallstudie zur British Motor Company zu Short-termism in der britischen Autoindustrie; die Autoren sehen dabei keine Belege für kurzichtiges Verhalten der Finanzmärkte oder Aktionäre, aber Anzeichen von *managerial myopia*, die aufgrund mangelhafter interner Corporate Governance nicht angegangen wurden).

Vor allem in ökonomischen Fachpublikationen wurden die Frontlinien stellenweise auch etwas abweichend formuliert, indem man als Ursachen für den Niedergang neben den Themen der *Short-termism*-Debatte, also mangelnden Investitionen in Ausrüstung und neue Produkte sowie finanzielle bzw. renditebezogene Kurzsichtigkeit, andere volkswirtschaftliche Aspekte diskutierte, namentlich Mängel des Ausbildungssystems und eine fragmentierte Struktur der Industrie, siehe Eichengreen, Ec. J. 106 (1996), 213; Synthese aus beidem bei Pavitt/Patel, Oxf. Rev. Econ. Policy 4 (1988), 35, 51–53, die „Technologically Dynamic versus Myopic Systems“ gegenüberstellen und für eine Neigung in die eine oder andere Richtung vier Gründe angeben: eine kurzfristige Renditebewertung der Kapitalgeber, eine strikte M-Form-Organisation, fehlende technologische und Marktcompetenz des Unternehmensmanagements sowie insbesondere eine technisch unzureichende Ausbildung der Arbeitnehmer. In ähnlicher Weise machten keynesianisch orientierte Stimmen letztlich übergreifend die Funktionsweise des Marktmechanismus in Großbritannien für den Abstieg verantwortlich, wobei sie unter anderem einen Einfluss des Aktienmarktes zu kurzfristigem Denken und einen mangelnden Beitrag der Banken zu langfristiger Finanzierung kritisierten (so Eatwell, Whatever happened to Britain?, 1982, S. 159–160, der deshalb (a. a. O., S. 143 ff.) ein umfassendes, industriepolitisch gelenktes Umsteuern fordert; ähnlich übergreifend wohl auch Lonie/Sinclair/Power u. a., in: Ghosh/Khaksari (Hrsg.), Managerial finance in the corporate economy, 1995, S. 343, 344).

Beide Sichtweisen wurden auch verbunden, etwa von Sykes, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), Capital markets and corporate governance, 1994, S. 111, 112, 114–115. Er erblickte in Fehlentwicklungen der britischen und US-amerikanischen Corporate Governance einen wesentlichen Grund für den wirtschaftlichen Abstieg im Vergleich zu Deutschland und Japan, nannte für diesen anfangs aber auch noch zahlreiche weitere Ursachen, darunter eine größere makroökonomische Stabilität, niedrigere Inflation sowie besser aus- und fortgebildete Arbeiter in Deutschland und Japan als in Großbritannien.

<sup>727</sup> Zu den Entwicklungslinien dieser Diskussion Tomlinson, Ec. Hist. Rev. 49 (1996), 731 ff.; mit Bezug auf die 1880er Jahre Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a. (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 1560 Anmerkung 46.

und in breiterer Form,<sup>728</sup> während dieses Phänomen in den USA in den 1980er Jahren neu war.<sup>729</sup> Der Kapitalmarkt stand dementsprechend in Großbritannien anders als in den USA nicht nur aktuell, sondern auch historisch in der Kritik, wobei es lange nicht eigentlich um kurzfristige Orientierung ging. So diskutierte man wirtschaftsgeschichtlich bereits Merkmale des britischen Kapitalmarktes ab 1870, insbesondere einen übermäßigen Kapitalexport, als Ursache dafür, dass Großbritannien seinen Vorsprung in der Industrialisierung eingebüßt und, so die These, einen wirtschaftlichen Niedergang erlebt habe.<sup>730</sup> Ähnliche Vorwürfe wiederholten sich, als britische institutionelle Investoren den Anteil ihrer US-Portfoliositionen innerhalb weniger Jahre vervielfachten, nachdem die Devisenkontrolle des Exchange Control Act Ende 1979 abgeschafft worden war.<sup>731</sup> Daneben führte man eine kurzfristige Ausrichtung von Wirtschaft und Kapitalmarkt stellenweise auf historische Strukturen und Werte der *upper class* zurück.<sup>732</sup>

#### bb) Übernahmen und institutionelle Investoren: City vs. Industry

Zweitens erlebte die britische Wirtschaft Anfang der 1980er Jahre parallel zu den USA eine neue Welle von Übernahmen, die in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts ab 1987 bis 1989 mit einem historischen Hoch ihren Scheitelpunkt erreichte.<sup>733</sup> Eine im historischen

<sup>728</sup> Die Sorgen um *declinism* waren sogar Gegenstand einer BBC-Fernsehserie, die verbunden mit dem viel beachteten, unter dem gleichen Titel wie die Serie erschienenen Buch von *Eatwell*, *Whatever happened to Britain?*, 1982, Untertitel: „The Economics of Decline“, produziert wurde, siehe *ders.*, *Whatever happened to Britain?*, 1982, S. 7.

<sup>729</sup> *Elbaum/Lazonick*, in: dies. (Hrsg.), *The decline of the British economy*, 1986, S. v, S. v.

<sup>730</sup> Dies begründeten in unterschiedlicher Form etwa *Kennedy*, *Industrial structure, capital markets and the origins of British economic decline*, 1990, zur Rolle der Kapitalmärkte insb. S. 110–147; *Best/Humphries*, in: *Elbaum/Lazonick* (Hrsg.), *The decline of the British economy*, 1986, S. 223 ff.; zusammen mit anderen Faktoren auch *Elbaum/Lazonick*, in: dies. (Hrsg.), *The decline of the British economy*, 1986, S. 1, 15–16; *Elbaum/Lazonick*, *J. Eco. History* 44 (1984), 567 ff.; kritisch speziell zur These *Kennedys Kindleberger*, *Weltwirtschaftliches Archiv* 124 (1988), 590, 591–592, der a. a. O., S. 590 auch knapp andere vorgetragene Erklärungen aufzählt; kritisch sowohl zu *Kennedy* als auch zu *Elbaum/Lazonick Moorhouse*, *Work, Employment & Society* 3 (1989), 105, 109–112; partielle methodische Kritik an *Kennedys* Ansatz bei *Corley*, *Ec. J.* 98 (1988), 555 f. Für einen allgemeinen knappen Überblick über den kontroversen Meinungsstand *Best/Humphries*, in: *Elbaum/Lazonick* (Hrsg.), *The decline of the British economy*, 1986, S. 223, 223 m. w. N.; eingehend und instruktiv *Pollard*, *Britain's prime and Britain's decline*, 1989, S. 58–114.

<sup>731</sup> Hierzu *Leigh-Pemberton*, *Bank of England Quarterly Bulletin* 24 (1984), 200, 202, der den Vorwurf als „simplistic and misconceived“ zurückweist; für weiteres Zahlenmaterial zum Anstieg überseischer Anlagen siehe auch bereits *o. A.*, *Bank of England Quarterly Bulletin* 21 (1981), 369 ff.

<sup>732</sup> So *Tylecote*, in: *Friedman* (Hrsg.), *Ascent and decline in the world-system*, 1982, S. 41, 46–48, 50–51, 52–56, der argumentiert, dass die frühen Industriellen, welche in die *upper class* aufsteigen wollten und dort auch schließlich aufgenommen wurden, ihre Kinder auf die Eliteschulen schickten, die keine technische Ausbildung vermittelten, welche für die Oberschicht auch als unangemessen angesehen wurde. Dies und das niedrige Ansehen der Industrie hätten bewirkt, dass die Ehrgeizigen und Fähigen eine entsprechende Tätigkeit mieden. Stattdessen, so *Tylecote*, zogen sich die Eigentümer vom Management zurück und die Kontrolle ging schrittweise auf Versicherungen und Pensionsfonds, beeinflusst durch die City of London, über. Diesen habe ausreichendes Branchenwissen und eine Bereitschaft zu risikoreichen Investitionen in neue, schwer einschätzbare Technologien gefehlt. Aus diesem Grund und infolge mangelnder technischer Ausbildung des professionellen Topmanagements sei der Fokus auf eine kurzfristige finanzielle Kontrolle gelegt worden.

<sup>733</sup> Die Angaben über den Verlauf fallen in der Literatur im Detail unterschiedlich aus. *Sudarsanam*, *Creating value from mergers and acquisitions*<sup>2</sup>, 2010, S. 28 datiert den Höhepunkt der Welle auf das Jahr 1989, während die frühe Untersuchung von *Cosh/Hughes/Lee u. a.*, *Int. J. Ind. Org.* 7 (1989), 73, 75–77 den Scheitelpunkt bereits auf 1986/87 legt; anders aber die Grafiken speziell zu grenzüberschreitenden Übernahmen von oder durch britische Gesellschaften bei *Cosh/Hughes*, *Empirica* 23 (1996), 279,

Vergleich recht geringe Transaktionszahl stand dabei für ein finanzielles Rekordvolumen – die Größe der Übernahmen fiel also beträchtlicher aus als je zuvor.<sup>734</sup> Schon im Zeitraum von 1980 bis 1987 waren fast stets bzw. überwiegend Übernahmen verantwortlich, wenn börsennotierte bzw. nicht börsennotierte Gesellschaften ihre Unabhängigkeit verloren.<sup>735</sup> Die Wahrnehmung der Ursachen unterschied sich allerdings diesseits und jenseits des Atlantiks:

In den USA standen einerseits eine Abkehr von der nun altmodischen Konglomeratstruktur des „M-Form-Management“ und andererseits die negativ besetzten *corporate raiders* im Vordergrund. Das Vereinigte Königreich verzeichnete zwar ebenfalls massive Restrukturierungen in der verarbeitenden Industrie sowie im Zuge des Big Bang im Finanzdienstleistungssektor.<sup>736</sup> Auch importierten nach dem Big Bang US-Investmentbanken neue Finanzierungstechniken (LBOs) und erprobten einige der aus den USA bekannten räuberischen Taktiken. Beides fand im Vereinigten Königreich aber in geringerem Umfang statt.<sup>737</sup> Zudem fehlte in Großbritannien der in den USA polarisierende Widerstreit zwischen einem föderalen und mehreren lokalen Regelgebern um die Hoheit über die Corporate Governance bei Übernahmen. Dafür rückte die Bedeutung institutioneller Investoren früher und stärker in den Vordergrund. Diese hatten ihren Anteil an britischen börsennotierten Gesellschaften allein von 1969 bis 1985 von gut 34 auf knapp 59 % erhöht, allen voran Pensionsfonds und in geringerem Maße Versicherungsgesell-

---

284–285, die wiederum einen Scheitelpunkt für das Jahr 1989 ausweisen; *Franks/Mayer*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 194 unten datieren den Scheitelpunkt auf 1988; wie die Grafiken bei Sudarsanam (a. a. O., S. 27, 29) zeigen, hängt die zeitliche Verortung nicht zuletzt von der Art der Messung ab. Siehe auch speziell zur Übernahmeaktivität der 1960er und frühen 1970er Jahre *Cosh/Hughes/Singh*, in: Mueller (Hrsg.), *The determinants and effects of mergers*, 1980, S. 227, 232–236: Nach den Übernahmewellen der 1960er Jahre (Höhepunkt nach Anzahl und Wert der Transaktionen 1968) und 1970er Jahre (Höhepunkt nach Transaktionsanzahl und -volumen 1972) sank die Übernahmeaktivität 1975 zunächst auf einen mehrjährigen Tiefpunkt, an den sich ein Auf und Ab auf niedrigem Niveau anschloss (ganz ähnlich *Sudarsanam*, *Creating value from mergers and acquisitions*<sup>2</sup>, 2010, S. 26–28; *Franks/Mayer*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 194–195). Sodann nahmen Anzahl und inflationsbereinigter Wert der Transaktionen ab 1982 stetig zu.

<sup>734</sup> *Cosh/Hughes/Lee u. a.*, *Int. J. Ind. Org.* 7 (1989), 73, 75; *Franks/Mayer*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 195–196; *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 10.

<sup>735</sup> Siehe *Mayer/Alexander*, *Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms*, August 1991, S. 17, die über den Zeitraum 1980–1987 untersuchen, wie sich 133 nicht börsennotierte Gesellschaften aus den Times 1000 im Vergleich zu drei Gruppen börsennotierter Gesellschaften entwickelten, die – bezogen auf 1980 – nach Branche und/oder Größe gepaart ausgewählt wurden. Im betrachteten Zeitraum verschwanden je nach Stichprobe 25 bis 33 % der betrachteten börsennotierten Gesellschaften, und zwar in fast allen Fällen durch Übernahmen. Von den nicht börsennotierten Gesellschaften verschwanden 35 %, davon 65 % (30 von 46) durch eine Übernahme.

<sup>736</sup> *Sudarsanam*, *Creating value from mergers and acquisitions*<sup>2</sup>, 2010, S. 28; dazu, dass diese Umstrukturierungen nicht erst nach, sondern bereits vor Umsetzung des Big Bang stattfanden, siehe knapp *Walker*, *Bank of England Quarterly Bulletin* 27 (1987), 247; zu den wesentlichen Neuerungen des Big Bang *Keller*, *Die Entwicklung des britischen Bankensystems*, 2010, S. 52, 75–78 bzw. oben Fn. 624 auf S. 167.

<sup>737</sup> *Sudarsanam*, *Creating value from mergers and acquisitions*<sup>2</sup>, 2010, S. 28; ähnlich *King*, in: *Fairburn/Kay* (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 99, 111 („Its (the City Code’s) flexibility has ensured that the UK has not experienced the proliferation of defensive measures that has occurred in the US [...]“). Hier könnte auch eine Rolle gespielt haben, dass Großbritannien parallel zu dem 1965 eingeführten Fusionskontrollregime in weiten Teilen der späten 1960er und mittleren 1970er Jahre auch andere Politiken verfolgte, die darauf abzielten, Fusionen als Teil einer Strategie zur Wiederbelebung der britischen Industrie zu fördern (*Hughes/Mueller/Singh*, in: Mueller (Hrsg.), *The determinants and effects of mergers*, 1980, S. 315, 317–318).

schaften.<sup>738</sup> Bezogen auf die 200 größten Aktiengesellschaften bildeten institutionelle Investoren nunmehr den häufigsten Eigentümer eines Blocks von mindestens 5%.<sup>739</sup> Bei mittelgroßen Gesellschaften (Plätze 200–600 der Top-600) war ihre Blockhäufigkeit sogar fast doppelt so hoch, die nächstgrößte nach dem Management und deren einziges ernst zu nehmendes Gegengewicht.<sup>740</sup>

Angesichts dieser Entwicklungen kamen Befürchtungen auf, die Wirtschaft könne unter übermäßigem Druck institutioneller Investoren geraten, ihre Ergebnisse kurzfristig zu steigern, wenn bzw. weil die Investoren in intensivem Wettbewerb um Anlagegelder die kurzfristigen Ergebnisse ihrer Portfolios betonen.<sup>741</sup> Hieraus ergaben sich zugleich Zweifel an der Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle,<sup>742</sup> wenn institutionelle Investoren Übernahmeprämien unabhängig von Fundamentalbewertungen nicht widerstehen könnten.<sup>743</sup> Der darin liegende *Short-termism* erschien nicht zuletzt dann problematisch, wenn man mit – damals neuen – ökonomischen Stimmen davon ausging, der Preisbildungsprozess auf dem Aktienmarkt sei ineffizient, von anhaltenden Ungleichgewichten geprägt und Übernahmeangebote seien eher auf kurzfristige Profitabilitätsänderungen als langfristige Trends zurückzuführen.<sup>744</sup> Hinzu kam, dass die als überlegen angesehenen Wettbewerber in Kontinentaleuropa ein deutlich geringeres Niveau vor allem feindlicher Übernahmen verzeichneten, falls diese überhaupt vorkamen.<sup>745</sup> Die Forschungs- und Entwicklungsausgaben der britischen Wirtschaft waren hingegen just während der intensiven Fusionswelle von 1967 bis 1969 jäh gefallen

<sup>738</sup> *Cosh/Hughes/Lee u. a.*, Int. J. Ind. Org. 7 (1989), 73, 77; der Trend hatte bereits vorher begonnen und dauerte auch nach 1985 an, siehe die Zahlen bei *Davies*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 69, 70: 1963 hielten Finanzinstitutionen 22,1 % an Aktien börsennotierter britischer Gesellschaften, 1985 waren es 59,5 % und 1990 61,3 %. Zu möglichen Gründen für diese Entwicklung siehe *ders.*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 69, 72–73: hohe Inflation, die Aktien im Vergleich zu festverzinslichen Anleihen attraktiver machte, Anstieg von Einkommen und Ersparnissen nach dem Zweiten Weltkrieg, lange Zeit nur geringe staatliche Pauschalrente mit geringen Pauschalbeiträgen.

<sup>739</sup> *Cosh/Hughes/Lee u. a.*, Int. J. Ind. Org. 7 (1989), 73, 77.

<sup>740</sup> *Dies.*, Int. J. Ind. Org. 7 (1989), 73, 77–78.

<sup>741</sup> *Ball*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 18, 18–19; *Sykes*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 111, 113–115, 117; *Nickell/van Reenen*, in: *Steil/Victor/Nelson* (Hrsg.), *Technological innovation and economic performance*, 2002, S. 178, 191–192.

<sup>742</sup> *Williams*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 31, 36; *Gamble/Kelly*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 21, 43.

<sup>743</sup> *Cosh/Hughes/Lee u. a.*, Int. J. Ind. Org. 7 (1989), 73, 80–81; *Ball*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 18, 18–19; mit Blick auf die kurzfristige Evaluation der Fondsmanager und die nur bei einer Übernahme realisierbare Kontrollprämie auch *Plender*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 33, 36–37.

<sup>744</sup> *Cosh/Hughes/Lee u. a.*, Int. J. Ind. Org. 7 (1989), 73, 80–81 (die Autoren finden in ihrer Studie a. a. O., S. 82–98 allerdings keine Belege für diese *Short-termism*-Sicht, sondern ermitteln in ruhigen Übernahmeweiten einen leicht positiven Einfluss institutioneller Investoren auf die Rendite von Übernahmehorizonten, der allerdings in Übernahmewellen verschwindet); ähnlich *Cosh/Hughes*, *Empirica* 23 (1996), 279, 280. Kein *Short-termism*-Problem sahen konsequenterweise diejenigen, die an der Effizienzmarkthypothese festhielten, so etwa der Chairman einer „major financial institution“, *Ball*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 18, 20–21. Dies stimmte mit der Bewertung des Übernahmemarktes durch die konservativ-marktfreundliche Thatcher-Regierung der 1980er Jahre überein, dazu siehe *Bowden*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 175, 185.

<sup>745</sup> *Franks/Mayer*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 194–199 sowie ergänzend S. 201–205 zu anderen Formen des Eigentums- und Kontrollwechsels; knapp *Sykes*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 111, 116.

und bis 1972 zurückgegangen. Die anschließende langsame Erholung war 1980 noch weit davon entfernt, das reale Niveau von Mitte der 1960er Jahre wieder zu erreichen.<sup>746</sup> Diese Entwicklungen ließen sich in größerem Zusammenhang auch als Produkt eines historisch gewachsenen Bankensystems verstehen, das nur geringe Investitionsmittel bereitstellte, wodurch der Aktienmarkt dominieren konnte, Manager zu kurzfristigem Denken anhielt und Investitionen erschwerte.<sup>747</sup> Mitunter interpretierte man die Entwicklung auch als Ausdruck eines Widerstreits zwischen City und Industry, bei dem die mächtige City überproportionalen Druck auf die Politik ausübte, die wirtschaftlichen Bedingungen zugunsten der City und zum Nachteil der Industrie zu gestalten.<sup>748</sup> Tatsächlich prägte und polarisierte ein City-Industry-Konflikt die *Short-termism*-Debatte, indem sich beide gegenseitig des kurzfristigen Denkens bezichtigten.<sup>749</sup>

### cc) Rezeption US-amerikanischer Beiträge

Drittens erzielten die hervorstechenden Publikationen der US-*Short-termism*-Diskussion der 1980er Jahre, wie sie namentlich aus der Feder von *Hayes/Abernathy*, *Rappaport* und *Drucker* in der *Harvard Business Review* und in der *Business Week* erschienen, auch im Vereinigten Königreich ihre Wirkung. Zwar erschienen die Zeitschriften formal in den USA. Aber die einheitliche Sprache, vergleichbar hoch entwickelte Finanzmärkte,<sup>750</sup> ähnliche ökonomische und wirtschaftspolitische Konzepte sowie parallele Entwicklungen bei Übernahmen und institutionellen Investoren einschließlich einer zunehmenden Beteiligung US-amerikanischer institutioneller Investoren am britischen Aktienmarkt<sup>751</sup> bewirkten eine enge Verzahnung der damaligen Debatten über *Short-termism*.<sup>752</sup>

<sup>746</sup> Zu diesem empirischen Befund im internationalen Kontext *Hughes/Mueller/Singh*, in: Mueller (Hrsg.), *The determinants and effects of mergers*, 1980, S. 315, 329. Siehe aber auch a. a. O., S. 330 dazu, dass fusionsaktive Firmen im Vergleich zu anderen Unternehmen während der gesamten Nachkriegszeit bei ihren internen Investitionen relativ hohe Wachstumsraten aufwiesen. Die Autoren sehen insbesondere hierdurch die Vorstellung in Zweifel gezogen, dass Fusionen neue Investitionen im Vereinigten Königreich behindert hätten, kennzeichnen dies aber als wichtiges Forschungsfeld; skeptischer hingegen später *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, 8.

<sup>747</sup> *Eichengreen*, *Ec. J.* 106 (1996), 213, 217; in der Sache ganz ähnlich *Williams*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 31, 32–33, der kurzfristigen Druck des Aktienmarktes hervorhebt und dies als Grund für einen geringen Anteil von Forschungsausgaben am BIP hervorhebt. Siehe auch bereits *Macmillan Committee*, Report, June 1931, S. 375–383, S. 161–165 zum geringen Beitrag der City of London zur Finanzierung der britischen Industrie, anders als zur Finanzierung von Handel und Gewerbe, und im Unterschied zum Beitrag der Banken in Deutschland, Frankreich und den USA zur Entwicklung der dortigen Industrien.

<sup>748</sup> So etwa *Kitson/Michie*, *Ec. J.* 106 (1996), 196, 204–205; ähnlich *Eatwell*, *Whatever happened to Britain?*, 1982, S. 65–66.

<sup>749</sup> Zutreffend beobachtend *Sykes*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 111, 113, allerdings ohne Belegstellen; klar aufzeigen lassen sich diese Frontlinien aber an Publikationen von Interessengruppen, die ab Ende der 1980er Jahre in dichter Folge erschienen, näher 2. Teil, § 1 II.3. b)aa), S. 188 ff.

<sup>750</sup> Siehe aus zeitgenössischer Perspektive *Cosh/Hughes/Singh*, in: Mueller (Hrsg.), *The determinants and effects of mergers*, 1980, 227: „[...] the United Kingdom and the United States have the most developed and sophisticated stock markets.“

<sup>751</sup> Dazu *Stapledon*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 197–198.

<sup>752</sup> Siehe für einen Gegner der *Short-termism*-These *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 1, der die Debatte im UK und den USA als einheitlich präsentiert und die Ubiquität des *Short-termism*-Themas in der Wirtschaftspresse mit Überschriften von Beiträgen *Rappaports*, *Dobrzynskis*, *Druckers* und von *Hayes/Abernathy* aus *Business Week* und *Harvard Business Review* untermauert (ohne dabei

Auch empirische Forschung zu diesem Thema wurde übergreifend wahrgenommen.<sup>753</sup> Die in den USA geführte Debatte um höhere Kapitalkosten im angloamerikanischen Raum im Vergleich insbesondere zu Japan fand in Großbritannien allerdings soweit ersichtlich nur relativ selten Wiederhall,<sup>754</sup> anders als die Forschung zu Unterschieden in der Unternehmensfinanzierung.<sup>755</sup>

Ungeachtet dieser Rezeption und vieler inhaltlicher Berührungspunkte verliefen allerdings die konkreten Reformbestrebungen diesseits und jenseits des Atlantiks spürbar unterschiedlich. Dies erklärt sich zum einen daraus, dass in den USA Bestrebungen zur Änderung des Rechtsrahmens für Übernahmen und Corporations stark durch die spannungsgeladene Dichotomie bundes- und einzelstaatlicher Interessen bzw. Normgeber geprägt waren. Diese fehlte in Großbritannien, wo angesichts eines einheitlichen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts Kodizes als Steuerungsinstrument aussichtsreicher erschienen. Zum anderen zeigte sich die politische Landschaft in Großbritannien mit der Labour Party und einem engagierten Trade Union Congress aufgeschlossener für Reformvorschläge, die tendenziell dem linken politischen Spektrum näherlagen, selbst wenn diese unter *Thatcher* keine und selbst unter New Labour letztlich nur eng begrenzte Aussichten auf Verwirklichung hatten. Insbesondere auf theoretischer Ebene gab es aber auch Vorschläge, die sowohl in Großbritannien als auch in den USA diskutiert wurden.<sup>756</sup> In beiden Ländern etablierten sich zudem unabhängige Direktoren als Maßnahme, um die Funktionalität des Boards zu erhöhen; dies stand allerdings in Großbritannien deutlich stärker im Kontext der *Short-termism*-Diskussion als in den USA.

#### b) Etablierung des Themas ab 1987

Gegen Ende der 1980er Jahre nahm die Diskussionswelle in beachtlicher Weise Fahrt auf, ähnlich wie in den USA mit zahlreichen viel beachteten Publikationen. Eine Besonderheit der britischen Debatte liegt darin, dass die relativ frühen und insofern besonders stark beachteten Schriften und Sammelwerke weniger in wissenschaftlich eingebundenen Publikationsorganen erschienen als unter der Verantwortung von Interessenverbänden aus City und Industry. Hiermit dürften Unternehmen und Finanzwirtschaft auf pro-

---

die Titelzeilen Autoren zuzuordnen); für einen Vertreter der *Short-termism*-These Sykes, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 111 ff., der die britische und US-amerikanische Corporate Governance mit ihren (vermeintlichen) Schwächen gegenüber Deutschland und Japan weitgehend gleichsetzt bzw. in einem Atemzug nennt und dabei mehrfach auf Jacobs „Short-term America“ sowie daneben auf Drucker verweist.

<sup>753</sup> Siehe etwa den Kurzübersicht von *Keasey/Thompson/Wright*, in: Keasey (Hrsg.), *Corporate governance*, 1997, S. 1, 5–7.

<sup>754</sup> Etwa bei *Plender*, in: Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 33, 37–38; nur knapp als ergänzenden Grund für den Abstieg aufzählend Sykes, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 111, 112; Einschätzung wie hier, dass dieser Diskussionsstrang vor allem in den USA verbreitet war, bei *Keasey/Thompson/Wright*, in: Keasey (Hrsg.), *Corporate governance*, 1997, S. 1, 6.

<sup>755</sup> Zu dieser als wesentlichem Element der (britischen) Corporate-Governance-Debatte *Prentice*, in: ders. (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 25, 33–35.

<sup>756</sup> In beiden Ländern diskutiert wurde insbesondere der radikale Vorschlag von *Lipton/Rosenblum*, 58 U. Chicago L. Rev. 187 (1991), wohl auch, weil bereits *Lipton/Rosenblum* (a. a. O., S. 248, 252) eine Umsetzung auch für das Vereinigte Königreich thematisierten (teils kritisch zum Aufsatz aus der britischen Literatur etwa *Davies*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 69, 74–77; neutral berichtend *Prentice*, in: ders. (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 25, 29), sowie der Beitrag von *Gilson/Kraakman*, 43 Stan. L. Rev. 863 (1991) (zu seiner Rezeption in Großbritannien siehe Fn. 978 und 981 auf S. 222 mit dem begleitenden Text).

grammatische Stellungnahmen aus der Politik reagiert haben: So beklagte nicht nur die Labour Party in ihrem Grundsatzdokument für die Wahl des Jahres 1987, die kurzfristige Perspektive der City nötige der Industrie einen ebensolchen Horizont auf und behindere Investitionen in langfristige Forschung & Entwicklung.<sup>757</sup> Die Liberal Party hatte sich kurz zuvor ähnlich geäußert.<sup>758</sup> Auch Äußerungen aus der konservativen Regierung ließen Verständnis für Klagen über *Short-termism* institutioneller Investoren erkennen.<sup>759</sup> Vor allem der City, aber auch Großunternehmen musste es vor diesem Hintergrund, die vielfältigen Regulierungsinitiativen in den USA vor Augen, ratsam erscheinen, frühzeitig Einfluss auf die britische Debatte zu nehmen. Dies taten sie auch durchaus erfolgreich. Einzelne, allerdings prominente wissenschaftliche Stellungnahmen erschienen zunächst aufsatzförmig, bevor das Thema in größerer Dichte im Rahmen von Monografien oder Sammelwerken zu übergreifenden Themen behandelt wurde.

#### aa) Interessenverbände

Den Auftakt zu einer intensiveren *Short-termism*-Diskussion setzte 1987 der viel beachtete Bericht „Investing in Britain’s Future“<sup>760</sup> einer Arbeitsgruppe des britischen Industrieverbandes (Confederation of British Industry, CBI). Den Anlass für den Report gab eine CBI-Konferenz des Vorjahres, auf der der Streit zwischen City und Industry nahezu eskaliert war.<sup>761</sup> Daraufhin hatte der CBI eine City/Industry Task Force ins Leben gerufen, der CEOs bzw. Direktoren großer Unternehmen aus Finanz- und Realwirt-

<sup>757</sup> *Labour Party*, Making the City Safe, March 1987, ausführliches Zitat hieraus wiedergegeben bei *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 6 sowie *CBI City/Industry Task Force*, Investing for Britain’s future, 1987, S. 15; zu diesem Labour-Politikdokument auch *Story/Walter*, Political economy of financial integration in Europe, 1997, S. 241 [Primärquelle dem Verfasser nicht zugänglich]; siehe zudem das 1987 Labour Party Manifesto (abrufbar unter *labourmanifesto.com*, 1987 Labour Party Manifesto <<http://labourmanifesto.com/1987/1987-labour-manifesto.shtml>> (geprüft am 27.10.2020)), unter der Überschrift „New Strength for Industry“.

<sup>758</sup> Siehe *CBI City/Industry Task Force*, Investing for Britain’s future, 1987, S. 15 mit einem Zitat aus einem Dokument einer Schrift von zwei Politikern der britischen Liberaldemokraten [*Ashdown/Holme*, Investing in our future, 1986, in der CBI-Schrift fälschlich mit der Autorenangabe „Liberal Party“].

<sup>759</sup> Vgl. *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 5–6, mit einem einschlägigen Zitat aus einer Rede von Nigel Lawson von Juni 1986 (Schatzkanzler unter Thatcher bis 1989); zudem Michael Heseltine (damals President des Board of Trade unter Major, zuvor Minister unter Thatcher) in der Haushaltsdebatte des Jahres 1993: „We now hear less than we did two or three years ago about short-termism as a feature of our industrial and commercial life. To a large extent, this is because we have got inflation down, yet I do not doubt for one moment that deep-seated short-term attitudes are prevalent in our affairs; or that this is one important strand in understanding why we as a nation have performed less well than many of our competitors. Such attitudes have led us to invest less than we might in technology and advanced means of production. They have encouraged growth in companies by acquisition and financial engineering, rather than through organic development and building on products and markets. They have led us to place far too great an emphasis on comparisons of near-term financial results in judging our companies, instead of considering the strength of management and its underlying strategy.“ (Hansard, Budget Resolutions and Economic Situation, Debate 22 March 1993 Vol. 221, cc 630-714, Column 637, abrufbar unter <<http://www.publications.parliament.uk/pa/cm199293/cmhansrd/1993-03-22/Debate-3.html>> (geprüft am 27.10.2020).

<sup>760</sup> *CBI City/Industry Task Force*, Investing for Britain’s future, 1987.

<sup>761</sup> Nicht nur hatten einige führende Industriemanager die City erheblich kritisiert (*Moorhouse*, Work, Employment & Society 3 (1989), 105, 106; *CBI City/Industry Task Force*, Investing for Britain’s future, 1987, S. 9), darüber hinaus hatte ein Beschlussvorschlag gegen kurzfristiges Denken von Regierung und Finanzindustrie ein Patt hervorgebracht, eine kritische Resolution zur Übernahmeaktivität war sogar verabschiedet worden (*CBI City/Industry Task Force*, Investing for Britain’s future, 1987, S. 13). Ein Vertreter der Bank of England hatte diese Polarisierung zwischen City und Industry beklagt und da-

schaft angehört, ergänzt um je einen Angehörigen von Anwaltschaft und Wirtschaftsprüfung sowie den Finance- und Management-Professor *Paul Marsh*.<sup>762</sup> Das Ergebnis fiel ausnehmend beschwichtigend aus:<sup>763</sup> Die verbreitete Wahrnehmung der City als kurzfristig orientiert führte die Taskforce auf verschiedene populäre „Mythen“ zurück.<sup>764</sup> Zwar räumte die Taskforce ein, dass sich Fondsmanager gegebenenfalls unter kurzfristigem Druck sehen, meinte aber, sie könnten die langfristigen Aussichten von Unternehmen gleichwohl nicht ignorieren.<sup>765</sup> Das marktbasierende angloamerikanische Finanz- und Corporate-Governance-System rückte die Taskforce dementsprechend im Vergleich zu den kontinentaleuropäischen und japanischen Pendanten in ein günstiges Licht.<sup>766</sup> City und Industry, so der Bericht, arbeiteten beide zum Wohle der Wirtschaft.<sup>767</sup> Die Taskforce machte dabei allerdings eine Kommunikationslücke aus, in der sie den wesentlichen Grund für Missverständnisse zwischen Finanz- und Realwirtschaft erblickte.<sup>768</sup> Hierfür schlug sie zahlreiche Abhilfemaßnahmen vor.<sup>769</sup> Mit Blick auf den Übernahmemarkt unterbreitete die Taskforce ebenfalls Anregungen, die aber im Wesentlichen bereits laufende bzw. angekündigte Vorhaben des Department of Trade and Industry sowie des Accounting Standards Committee unterstützten. Die Taskforce zeigte sich damit offen für behutsame Anpassungen der bestehenden Regulierung, während sie grundlegende bzw. tiefere Eingriffe ablehnte.<sup>770</sup>

Als Annex zu ihrem Bericht veröffentlichte die Taskforce die Ergebnisse einer Umfrage bei großen und mittleren Unternehmen aus der verarbeitenden Industrie zu *Short-termism*.<sup>771</sup> Grob zusammengefasst bejahte (nur) eine knappe Mehrheit eine ausreichend langfristige und strategische Bewertung ihres Unternehmens durch Finanzinstitutionen,

---

zu aufgefordert, bei Problemen für ein besseres Funktionieren des Systems zu sorgen (*dies.*, Investing for Britain's future, 1987, S. 7 (Vorwort David Nickson)).

<sup>762</sup> Alle Mitglieder der Taskforce sind aufgelistet in *CBI City/Industry Task Force*, Investing for Britain's future, 1987, S. 4–5 sowie erneut mit Kurzbiografien auf S. 51–54.

<sup>763</sup> *Moorhouse*, Work, Employment & Society 3 (1989), 105, 106–108, der eine vernichtende, aber mit pointiertem Sarkasmus geradezu erfrischend vorgetragene Kritik des Berichts abliefern.

<sup>764</sup> *CBI City/Industry Task Force*, Investing for Britain's future, 1987, S. 17–27 Rn. 18–62. Diese von der Taskforce behaupteten „Mythen“ waren im Einzelnen: 1. The 'City' has been largely responsible for short-term performance pressures; 2. Financial institutions are not long-term investors in companies; 3. The City is not prepared to raise funds for small businesses or high-risk ventures; 4. The cost of City facilities has risen since the Big Bang; 5. British companies grow by acquisition rather than by investing in new assets; 6. Takeover activity inhibits business performance.

<sup>765</sup> *Dies.*, Investing for Britain's future, 1987, S. 20 Rn. 30–31.

<sup>766</sup> *Dies.*, Investing for Britain's future, 1987, S. 29–32, insb. S. 31–32 Rn. 80–83.

<sup>767</sup> *Dies.*, Investing for Britain's future, 1987, S. 3.

<sup>768</sup> *Dies.*, Investing for Britain's future, 1987, S. 10, 29 Rn. 63–64, S. 32–33 Rn. 86–88.

<sup>769</sup> *Dies.*, Investing for Britain's future, 1987, S. 33–39 Rn. 86–125. Diese bezogen sich auf die Kapitalmarktkommunikation der Unternehmen, Verbreitung und Funktion unabhängiger *non-executive directors* (im Bedarfsfall auch als Bindeglied zu den Aktionären), die Qualität von Analysten, den Dialog zwischen Unternehmen und Trustees ihrer Pensionsfonds, die Presseberichterstattung sowie institutionelle Plattformen für einen Austausch von City und Industry.

<sup>770</sup> *Dies.*, Investing for Britain's future, 1987, S. 41–47.

<sup>771</sup> Näher *dies.*, Investing for Britain's future, 1987, S. 55 Rn. 2: Der Fragebogen wurde an Chief Executives von 200 Unternehmen vor allem aus der verarbeitenden Industrie (*manufacturing*) versandt, von denen 109 antworteten. 75 % der Antwortenden waren zumindest auch in der produzierenden Industrie (*manufacturing*) tätig. Große Unternehmen antworteten überproportional häufig: Die durchschnittliche Stichprobenfirma hatte 24.000 Beschäftigte und einen Jahresumsatz von 1,2 Mrd. Pfund. Nur zehn Antwortende hatten einen Umsatz unter 100 Mio. Pfund, allerdings insgesamt 25 einen Umsatz unter 250 Mio. Pfund.

ein knappes Drittel machte ein Problem kurzfristiger Orientierung geltend.<sup>772</sup> Zugleich zeigte sich, dass ca. die Hälfte der Unternehmen ihre Investitionshorizonte seit den späten 1970er Jahren verkürzt hatten<sup>773</sup> und dass mehr als zwei Drittel der Befragten in den vergangenen drei Jahren an Übernahmen beteiligt waren, zumeist direkt (64 %), im Übrigen jedenfalls als diskutierter/s potenzieller/s Erwerber oder Ziel (67 %).<sup>774</sup> Die Taskforce fragte auch nach der Kommunikation mit bzw. Beziehung zu institutionellen Investoren, wo sie, passend zu ihrem Bericht, Defizite konstatierte.<sup>775</sup>

Den Bericht der Taskforce hat eine prominente Stimme nicht zu Unrecht als wichtig hervorgehoben, weil er den Versuch finanzieller und industrieller Interessen verkörpert, in einem strittigen Thema eine gemeinsame Position zu entwickeln. Dabei verortete der Konsens die Probleme vorwiegend in der Industrie statt bei der Finanzwirtschaft. Allerdings darf der eigentliche Sachbericht der Taskforce wohl schon angesichts der Umfrageergebnisse im Anhang nicht ohne Weiteres als repräsentative Stimme aus der Wirtschaft eingeordnet werden. Die Taskforce selbst wies ein deutliches Übergewicht von Personen auf, die durch Board-Mandate oder als Dienstleister mit der City verbunden waren, während Vertreter kleiner und mittlerer Unternehmen fehlten,<sup>776</sup> die indes größtenbedingte besonders übernahmeanfällig waren. Die Literatur ebenso wie ein Ausschuss des House of Commons berichteten von anderen Umfragen, denen zufolge eine deutliche Mehrheit der befragten britischen Manager Bedenken mit Blick auf kurzfristige Orientierung teilte.<sup>777</sup> Auch eine stichprobenhafte Umfrage von *Cosh et al.*, veröffentlicht als Paper des eher Labour-orientierten Institute for Public Policy Research,<sup>778</sup> zeichnete ein gemischteres Bild: Danach waren mehrere der zehn befragten Unternehmen der Ansicht, dass institutionelle Investoren die kurzfristige Rendite übermäßig betonten.<sup>779</sup> Alle Befragten sahen sich als potenzielle Übernahmeziele und überwachten daher fortlaufend, teils täglich, die Einträge in ihre Aktienregister.<sup>780</sup> *Short-termism* er-

<sup>772</sup> *Dies.*, *Investing for Britain's future*, 1987, S. 56. Dazu passend gab auch ein Drittel der Befragten an, eine Schwäche des eigenen Aktienkurses oder Ratings sei eine erhebliche Beschränkung für langfristige Investitionen. Dabei ist zu beachten, dass separat nach dem Aspekt „mangelndes Kapital“ gefragt wurde, den nur 10 % als erhebliche Beschränkung nannten, siehe *dies.*, *Investing for Britain's future*, 1987, S. 57–58.

<sup>773</sup> Durch höhere Mindestrenditen für oder eine geforderte schnellere Amortisation von Investitionsvorhaben, *CBI City/Industry Task Force*, *Investing for Britain's future*, 1987, S. 56.

<sup>774</sup> *Dies.*, *Investing for Britain's future*, 1987, S. 57.

<sup>775</sup> *Dies.*, *Investing for Britain's future*, 1987, S. 58–59.

<sup>776</sup> Siehe die Kurzbiografien der Taskforce-Mitglieder in *dies.*, *Investing for Britain's future*, 1987, S. 51–54.

<sup>777</sup> *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 212–213 Fn. 23 verweist auf eine CBI-Umfrage ein Jahr später, über die die *Financial Times* berichtete und der zufolge 64 % der befragten Manager angaben, dass institutionelle Investoren ihre Gesellschaften nicht langfristig und hinsichtlich der Strategie bewerten. Eine weitere Umfrage bei *finance directors* der 750 größten britischen Unternehmen ergab, dass über 90 % der Befragten eine Neigung zu kurzfristigen Ergebnissen als zumindest teilweise berechtigte Kritik des britischen Corporate-Governance-Systems ansahen und den Institutionen der City eine exzessive Beachtung kurzfristiger Gewinne vorwarfen, dazu *Stapledon* (ebd.) sowie *Trade and Industry Committee*, *Second Report*, April 1994, S. 69 Rn. 155.

<sup>778</sup> Siehe die Umschlagseite von *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, wo sich das Institute of Public Policy Research selbst als „alternative to the free market think tanks“ einordnet.

<sup>779</sup> *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 16.

<sup>780</sup> *Dies.*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 16.

achteten aber auch sie als schwierig zu definieren und wenn überhaupt eher als Problem anderer Unternehmen denn als eines von ihnen selbst.<sup>781</sup> Andererseits sprach eine Umfrage im Auftrag der Association of British Chambers of Commerce im Jahr 1991 bei 261 kleinen Unternehmen zu ihrem Verhältnis zu Banken deutlich gegen vorschnelle Schuldzuweisungen. Die Autoren stellten ein *Short-termism*-Problem in Form einer starken Tendenz zu kurzfristiger Finanzierung fest, verbunden mit einem Verhältnis von kleinen Unternehmen zu Banken, welches die Studie als „sterile, uncommunicative and unimaginative“ sowie von exzessiver Distanz geprägt charakterisierte. Dies schien aber auf Einstellungen beider Seiten zu beruhen, weshalb die Autoren vorsichtig folgerten, dass beide Seiten für die Lage verantwortlich seien.<sup>782</sup>

Einen ausgewogenen Beitrag zur *Short-termism*-Debatte legte im Februar 1990 die National Association of Pension Funds in Form einer Aufsatzsammlung namhafter Autoren vor.<sup>783</sup> Ähnlich wie zuvor der CBI-Bericht behandelten viele Beiträge das eher unverfängliche Thema der Kommunikation und Zusammenarbeit von Industrie und City,<sup>784</sup> das Industrievertreter auch andernorts betonten.<sup>785</sup> Einige verdeutlichten indes, wie kontrovers einige jüngere Entwicklungen der Corporate Governance waren. Besonders beachtenswert ist zunächst ein Beitrag von *Adrian Cadbury*,<sup>786</sup> der bald darauf im Mai 1991 den Vorsitz des Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (*Cadbury Committee*) übernehmen<sup>787</sup> und damit einen Grundlagentext der modernen Corporate Governance ausarbeiten sollte.<sup>788</sup> *Cadbury* hob eingangs hervor, dass sich die Beziehung

<sup>781</sup> *Dies.*, in: Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 17.

<sup>782</sup> *Middleton/Cowling/Samuels u. a.*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 141, 143, 150, 153, 156–157; im Ergebnis abweichende Interpretation der Ergebnisse bei *Lomax*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 161, 173–174, der der Ergebnisdarstellung von Middleton et al. weitgehend folgt, aber den Schluss zieht, dass die Spannungen Ausdruck mitunter unterschiedlicher Risikoeinschätzungen von Banken und kleinen Unternehmen in einem Kreditmarkt seien, dessen Risiken hoch und schwierig angemessen zu bepreisen seien. *Lomax* ging im Übrigen auch für große Unternehmen davon aus, dass eine engere Beziehung zu Banken wie in Deutschland nicht gewollt sei, *Lomax*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 161, 176; ebenso aus historischer Sicht *Chandler*, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), 1, 7–8, der in dem Wunsch der Gründer und ihrer Familien, die volle Kontrolle über ihre Gesellschaft zu behalten, den Grund für die zurückhaltende Inanspruchnahme des Londoner Geldmarktes durch die britische Industrie sieht. Insgesamt übereinstimmend mit dem Befund von Middleton et al. die Schilderung von *Charkham/Ploix*, *Keeping better company?*, 2005, S. 304–305 sowie das Fazit von *Capie/Collins*, *Have the banks failed British industry?*, 1992, S. 76 f.

<sup>783</sup> *NAPF* (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990.

<sup>784</sup> *Weedon*, in: *NAPF* (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 1 ff. empfahl insoweit eine moderate Annäherung an die Verhältnisse in Kontinentaleuropa, insbesondere Deutschland, während *Artus*, in: *NAPF* (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 12 ff. gewisse Spannungen für unvermeidbar hielt, ebenso wie *Ball*, in: *NAPF* (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 18, 19. *Plastow*, in: *NAPF* (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 70 ff. berichtete aus der Praxis und mit naturgemäß werbender Darstellung über die Investorenkommunikation der von ihm geführten Vickers Plc, ebenso wie *Tombs*, in: *NAPF* (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 79 ff. für Rolls Royce.

<sup>785</sup> So etwa *Williams*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 31, 37.

<sup>786</sup> *Cadbury*, in: *NAPF* (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 27 ff.

<sup>787</sup> Siehe *Cadbury Committee*, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, Appendix I, S. 60.

<sup>788</sup> Zu den Anlässen für die Einrichtung des Cadbury Committee siehe *Shaw*, in: Hopt (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 1997, S. 21, 23: Abnehmendes Vertrauen in die Finanzberichterstattung und in die effektive Kontrolle des Managements durch *company boards* vor dem Hintergrund mehrerer prominenter Unternehmenszusammenbrüche.

zwischen *ownership* und (Unternehmens-)Management seit den 1950er Jahren grundlegend gewandelt habe, indem an die Stelle von Familien- und Einzelaktionären institutionelle Investoren getreten seien. *Cadbury* zufolge änderte dies aber im Ergebnis allein die Art und Weise der Kommunikation und Kontrolle, nicht deren Ziel und Zeithorizont. Zwar führte *Cadbury* zunächst aus, Familien- und Einzelaktionäre seien langfristig und loyal im Unternehmen engagiert gewesen und hätten bei ihrer Beurteilung gewöhnlich mit dem Management übereingestimmt, das sich oft (auch) aus ihren Reihen rekrutierte.<sup>789</sup> Demgegenüber seien institutionelle Investoren ihren Geldgebern verpflichtet und an sich jeweils einzeln frei, in die lukrativste Anlage zu investieren. Aber, so *Cadbury*, in ihrer Gesamtheit gelte das angesichts ihrer hohen Beteiligung an britischen Aktiengesellschaften weniger, und mit zunehmender Informationseffizienz werde es sogar für einzelne Investoren schwer, Aktien schlecht laufender Gesellschaften ohne erhebliche Verluste zu verkaufen.<sup>790</sup> *Cadbury* sah deshalb institutionelle Investoren kollektiv als „eingeschlossene“ Eigentümer und auch jeweils einzeln zunehmend in dieser Rolle.<sup>791</sup> Hieraus folgerte er, dass die gemeinsamen Interessen von institutionellen Investoren und Zielgesellschaften zunähmen und beide an beständigem Wachstum und Einkommen interessiert seien.<sup>792</sup> Institutionelle Investoren hatten dieser Argumentation zufolge letztendlich ganz ähnliche Interessen wie Familienaktionäre, allerdings nicht deren operative Detailkenntnisse. Die entscheidende Frage war danach, wie sie gleichwohl bestmöglich beurteilen könnten, welche Gesellschaften das langfristige Wachstumsziel erreichen. Hierzu empfahl ihnen *Cadbury*, sich auf die Qualität des Boards und bestimmte Grundsätze guter Unternehmensführung zu konzentrieren.<sup>793</sup>

*Jonathan Charkham*, damals Berater des Governor der Bank of England, später als einer der Gründungsväter der Corporate Governance gewürdigt,<sup>794</sup> zeichnete ein differenzierteres und weniger hoffnungsvolles Bild. *Charkham* unterschied drei Investorentypen: die *commodity school*, welche allein nach kurzfristigen Kursbewegungen und Finanzkennzahlen handelt, ohne das Geschäftsmodell zu beachten, die *fundamentalist school* sachlich informierter, langfristiger Investoren sowie den *speculating investor*, ein Hybrid, der im Grunde einen langfristig-strategischen Horizont hat, aber unterjährig mehrfach kurzfristig taktisch handelt.<sup>795</sup> Der Ansatz der *commodity school*, so *Charkham*, zerstöre die Idee des Companies Act, dass das Board den Aktionären rechenschaftspflichtig ist, weil sie voraussetze, dass die Aktionäre bereit sind, Informationen abseits kurzfristiger Marktrelevanz aufzunehmen. Hierdurch falle eine Kontrollinstanz im Gefüge

<sup>789</sup> *Cadbury*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, 27.

<sup>790</sup> *Ders.*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 27, 28.

<sup>791</sup> *Ders.*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 27, 28.

<sup>792</sup> *Ders.*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 27, 28–29.

<sup>793</sup> *Ders.*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 27, 29–33: intensiver Dialog zwischen Gesellschaften und ihren Großaktionären (S. 29), Fokus auf die Effektivität des *company board*, namentlich Trennung von Chairman und Chief Executive Officer (S. 29 f.), Anteil unabhängiger, von außen kommender Direktoren (S. 30 f.), Einstellung neuer Board-Mitglieder gestützt auf externe Berater (S. 32).

<sup>794</sup> So in ihrem Nachruf *Simpson*, *Financial Times* vom 02.06.2006, eine Co-Autorin Charkhams (*Charkham/Simpson*, *Fair shares*, 1999). Charkham wirkte im Cadbury Committee mit, war Mitglied mehrerer Boards großer Unternehmen und verfasste ein erstmals 1994 erschienenes viel beachtetes rechtsvergleichendes Buch zur Corporate Governance, das sich durch eine instruktive, praxisorientierte Verbindung historischer, rechtlicher und wirtschaftlicher Aspekte auszeichnet (*Charkham*, *Keeping good company*, 1994; überarbeitete Neuauflage noch kurz vor Charkhams Tod *Charkham/Ploix*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005).

<sup>795</sup> *Charkham*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 34, 34–35.

der Corporate Governance aus, und die Verantwortung bleibe allein bei Board und Markt.<sup>796</sup> Letzterer wähle aber allzu oft eine unzureichende und unwirtschaftliche *ownership solution* für ein *management problem*.<sup>797</sup> Zudem verstärke der *commodity approach* den Wettbewerbsnachteil des britischen Corporate-Governance-Systems, der darin bestehe, im Vergleich zu dem deutschen und japanischen mehr Wert auf Gewinnausschüttung statt Investitionen zu legen. Denn geduldiges Kapital entstehe durch Investorenvertrauen, das wiederum größtenteils auf Wissen und Erfahrung gründe.<sup>798</sup> Die tiefere Ursache für den *commodity approach* erkannte *Charkham* erstens in dem Dogma, dass Fonds ihre Risiken breit streuen müssen, wodurch es unmöglich werde, die Fundamentaldaten der Portfolioaktien tiefgründig zu studieren, und zweitens in der kurzfristigen, relativen Beurteilung der Fondsmanager, die zu kurzfristigem Denken und Herdenverhalten zwinge.<sup>799</sup> Einen Ausweg sah *Charkham* allein darin, dass institutionelle Investoren, wenn sie Missstände erkennen, gegebenenfalls koordiniert aktiv werden, räumte aber ein, dass Kollektivhandlungsprobleme dies behinderten.<sup>800</sup>

Auch andere Beiträge beklagten einen zu kurzfristigen Horizont von Investmentmanagern als Quelle von *Short-termism*,<sup>801</sup> unzureichende Investitionen und exzessive Übernahmen.<sup>802</sup> Teils sahen sie darin allerdings wiederum eher ein Kommunikationsdefizit zwischen Investoren und Unternehmen, wobei sie Letzteren die Obliegenheit zuwiesen, es durch eine veränderte Investor-Relations-Arbeit zu beheben.<sup>803</sup>

Ebenfalls 1990 veröffentlichte die International Fund Managers' Association eine eingängig geschriebene, sehr einflussreiche<sup>804</sup> und später mehrfach nachgedruckte Auftragsstudie von *Paul Marsh*, „Short-Termism on Trial“.<sup>805</sup> *Marsh* brandmarkte das „populäre Verdikt“, der Aktienmarkt lege zu viel Gewicht auf laufende Gewinne sowie Dividenden und werte langfristig investierende Gesellschaften ab, als schlichte „rough justice“ ohne empirische Belege.<sup>806</sup> Diese sprächen vielmehr dafür, dass der Aktienmarkt im Wesentlichen effizient sei und lang- wie kurzfristige Folgen im Schnitt korrekt diskontie-

<sup>796</sup> *Ders.*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 34, 35–36.

<sup>797</sup> *Ders.*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 34, 38.

<sup>798</sup> *Ders.*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 34, 37.

<sup>799</sup> *Ders.*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 34, 39.

<sup>800</sup> *Ders.*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 34, 40–41.

<sup>801</sup> So etwa *Hopkinson*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 47, 50.

<sup>802</sup> *Laing*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 59 ff.

<sup>803</sup> *Jacomb*, in: NAPF (Hrsg.), *Creative tension?*, 1990, S. 53 ff., deutlich insb. auf S. 55.

<sup>804</sup> Marshs Beitrag diene vielfach als Blaupause für die Argumentation derjenigen, die der *Short-termism*-These keine Berechtigung zuerkennen, siehe nur die vielfache Zitierung von Marsh bei *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20 ff.; *Davies*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 69, 79. Dementsprechend mussten sich auch Anhänger der *Short-termism*-These mit Marsh auseinandersetzen, siehe den Überblicksaufsatz von *Demirag*, *Eur. J. Fin.* 1 (1995), 41, 43, 48. Zudem wird Marshs Studie aufgrund ihrer eingängigen Zusammenstellung des Argumentationsmaterials auch generell als Grundlagentext zur *Short-termism*-Diskussion in Großbritannien genannt, vgl. *Grinyer/Russell/Collison*, *Br. J. Management* 9 (1998), 13, 13 Fn. 2, sowie weitere Zitierungen S. 14–16.

<sup>805</sup> *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990. Eine inhaltlich und in der argumentativen Struktur übereinstimmende, aber etwas kürzer und sachlicher formulierte Fassung seiner Argumentation veröffentlichte Marsh zwei Jahre später als Lexikonbeitrag (*ders.*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money & Finance*, 1992, Bd. 3, S. 446 ff.). Dieser fand allerdings deutlich weniger Beachtung als die vorangegangene selbstständige Schrift.

<sup>806</sup> *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 8–20.

re.<sup>807</sup> Wenn Unternehmen kurzfristig investierten, dann seien Industrielle und Unternehmensmanager die Delinquenten.<sup>808</sup> *Marsh* erörterte sodann äußeren „Zwang“ als „mildern den Umstand“ für ein solches Verhalten. Dabei erkannte er Kommunikationsfehler bzw. die mangelnde Qualifikation einiger Analysten an,<sup>809</sup> hingegen ausdrücklich nicht die quartalsweise Evaluierung von Fonds,<sup>810</sup> hohe Aktienumschlagsraten<sup>811</sup> oder Übernahmen.<sup>812</sup>

<sup>807</sup> *Ders.*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 19 f. *Marsh* (a. a. O., S. 8 f., 15 f.) ging dabei zentral von dem Argument aus, dass es nicht darauf ankomme, welche (kurzfristigen) Aspekte Analysten und Fondsmanager in den Vordergrund stellten und wie sie sich offenbar verhielten, sondern allein darauf, wie sich die Aktienkurse bewegten und ob sie kurz- ebenso wie langfristige Aussichten angemessen widerspiegeln. Insoweit konnte *Marsh* dann auf den gut belegten Befund hinweisen, dass keine Strategie oder Investorengruppe zuverlässig in der Lage ist, den Markt zu schlagen, sowie auf Studien aus der US-*Short-termism*-Debatte, die anhand bestimmter Stichproben offenbar zeigten, dass Aktienkurse positiv auf angekündigte Investitionsvorhaben reagierten; ebenso nachfolgend *ders.*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money & Finance*, 1992, Bd. 3, S. 446, 447–448. Zu der erheblichen Kritik an der Aussagekraft dieser Studien, die *Marsh* nicht thematisierte, siehe eingehend oben Fn. 270 auf S. 115 m. w. N. *Marsh* ausdrücklich zustimmend *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20, 22, 25–26.

<sup>808</sup> *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 22–23.

<sup>809</sup> *Ders.*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 28–30; *ders.*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money & Finance*, 1992, Bd. 3, S. 446, 449.

<sup>810</sup> *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 30–34. Hier argumentierte *Marsh* in der Sache weitgehend mit der Effizienzmarkthypothese, ohne diese ausdrücklich anzusprechen: Fondsmanager würden danach beurteilt, wie sich der Marktwert ihres Portfolios relativ zu einem Marktindex oder anderen Fonds entwickelt. Der Fondsmanager könne eine herausgehobene Leistung nicht dadurch erzielen, dass er „die Zukunft leer verkauft“, sondern nur, indem er unterbewertete Aktien kauft bzw. überbewertete veräußert, wozu eine sorgfältige Investmentanalyse der kurz- und langfristigen Aussichten erforderlich sei. Dabei überführe der Markt die eigennützigen Anstrengungen der Fondsmanager in ein gesamtgesellschaftlich wertvolles Ziel, indem neue Erkenntnisse schnell eingepreist würden. Die Maximierung der kurzfristigen Fondsrendite falle auf diese Weise mit einer Maximierung der langfristigen Rendite zusammen (S. 32). Bei der Bewertung von Fonds sammle man zwar Quartalsdaten, vergleiche die Leistungen aber bezogen auf ein Jahr oder länger. Zudem sei es zwar nicht sinnvoll, Fondsmanager aufgrund weniger Quartalsergebnisse zu beurteilen, wohl aber sei es aus Sicht der Trustees sinnvoll, die Fonds selbst quartalsweise zu evaluieren, weil dies Entscheidungen über Beitragsraten, ermessensabhängige Leistungen usw. beeinflussen könne (S. 33). Fondsmanager würden überdies deutlich seltener ausgetauscht als oft behauptet, und wenn, dann erfolge dies durch Pensionsfonds-Trustees, liege also in der Verantwortung der Unternehmen, nicht der Finanzinstitutionen (S. 33) – eine Argumentation, die auch andernorts Zustimmung fand, siehe *Short/Keasey*, in: Keasey (Hrsg.), *Corporate governance*, 1997, S. 18, 38. Übereinstimmende Argumentation etwas kürzer gefasst bei *Marsh*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money & Finance*, 1992, Bd. 3, S. 446, 449.

<sup>811</sup> *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 34–40. Hier argumentierte *Marsh*, dass Liquiditäts- und informationsgetriebener Aktienumschlag sinnvoll und notwendig sei, dass ein Zusammenhang zwischen Umschlagsrate und Volatilität nicht belegt sei, dass die Investitionshorizonte institutioneller Investoren und ihre Anlagehorizonte in einzelnen Aktien zu trennen seien und dass die Umschlagsrate in Großbritannien verglichen mit anderen Ländern nicht übermäßig hoch sei (insbesondere zum letztgenannten Punkt ebenso *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20, 22–23). Gewisse Probleme erkannte *Marsh* mit Einschränkungen insoweit an, als eine hohe Umschlagsrate es den Aktionären möglicherweise erschwere, die ihnen zugedachte Rolle und Verantwortung in der Gesellschaft wahrzunehmen (dazu *Marsh*, a. a. O., S. 38 f.); inhaltlich gleichlautend *Marsh*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money & Finance*, 1992, Bd. 3, S. 446, 449–450.

<sup>812</sup> *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 43–49. Dabei räumte *Marsh* (a. a. O., S. 47–49) zwar gewisse Einschränkungen für die Vorteilhaftigkeit eines aktiven Übernahmemarktes ein, wies sie aber zugleich als nicht durchschlagend zurück: Erstens seien Übernahmen zwar im Durchschnitt förderlich, es treffe aber zu, dass viele scheiterten und gelegentlich auch gut geführte Unternehmen übernommen würden. Zweitens sei es denkbar, dass die Vorteile aus Übernahmen für Aktionäre durch Einbußen anderer Anspruchsgruppen aufgewogen würden; hierfür gebe es aber keine Belege. Drittens seien Übernahmen eines der effektivsten Disziplinierungsinstrumente, aber auch ein sehr kostspieliges. Falls es möglich sei, durch verbesserte Beziehungen zwischen Gesellschaften und Investoren sowie bessere Cor-

*Marsh* ging sodann auf andere „Verdächtige“ ein.<sup>813</sup> Er befand für möglich, dass der populäre, wenn auch aus seiner Sicht ungerechtfertigte Glaube an ein *Short-termism*-Problem sowie Kommunikationsdefizite zwischen institutionellen Investoren und Unternehmensmanagern Letztere tatsächlich zu kurzfristigem Verhalten bewegen können.<sup>814</sup> Für wichtiger erachtete *Marsh* aber eine Neigung von Unternehmensmanagern, die kurze Frist unabhängig von jeglichem Druck der Finanzmärkte zu bevorzugen (*managerial Short-termism*). Hierzu verwies *Marsh* im Wesentlichen auf die Faktoren, welche in der US-Diskussion über *Short-termism* als Managementfehler seit den 1980er Jahren im Vordergrund standen: kurze Zeithorizonte in der Be- bzw. Anstellung, der internen Leistungsmessung, der Kapitalbudgetierungs- und Projektbewertungssysteme sowie infolge der Beziehungen zwischen zentralem Management und nachgeordneten Unternehmensbereichen, wobei er jeweils die USA bzw. Großbritannien auf der einen und Japan auf der anderen Seite gegenüberstellte.<sup>815</sup> Die wesentliche Rolle wies *Marsh* aber einem Mangel an profitablen Investitionsmöglichkeiten zu.<sup>816</sup> Dieser lasse sich nicht mit unterschiedlichen Zinssätzen oder Risikoprämien erklären<sup>817</sup> und nur sehr begrenzt durch einen Kapitalkostenvorteil deutscher und japanischer Gesellschaften infolge eines höheren Fremdkapitalanteils.<sup>818</sup> Die eigentlichen Gründe verortete *Marsh* – wenig überraschend – bei historischen Bedingungen sowie wirtschafts- und bildungspolitischen Weichenstellungen, dem „Arbeitsklima“ bzw. Gewerkschaften und Managementfehlern.<sup>819</sup> Bei allem konstatierte er aber deutliche Verbesserungen ab den 1980er Jahren.<sup>820</sup> Ausgehend von diesem Befund wies *Marsh* Vorschläge, das britische Finanzsystem dem deutschen oder japanischen Modell anzunähern, als unrealistisch zurück und lehnte konsequenterweise fiskalische Maßnahmen gegen *Short-termism* (Transaktionssteuern, Änderungen der Unternehmensbesteuerung oder Kapitalertragsteuer) ebenso als kontraproduktiv ab wie eine erhebliche Einschränkung des Marktes für Unternehmenskontrollen.<sup>821</sup> Hingegen akzeptierte *Marsh* eine gewisse Berechtigung von Vorschlägen, die auf

---

porate Governance die Notwendigkeit von Übernahmen zu reduzieren, sei das daher eindeutig vorzuziehen. Übereinstimmende Argumentation und Einschränkungen bei *dems.*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money & Finance*, 1992, Bd. 3, S. 446, 450–451. *Marsh* ausdrücklich zustimmend *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20, 23; allerdings erkennt *Ball* (a. a. O., S. 26) für bestimmte Konstellationen berechnete Bedenken an, weil es zu drastisch und gelegentlich unangemessen erscheinen könne, einen Manager- mit einem Eigentümerwechsel zu verbinden, und mit Blick auf stark fremdkapitalfinanzierte Übernahmen, die Ausgabe von *junk bonds* sowie hohe Gebühren für Vermittler.

<sup>813</sup> *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 50–79.

<sup>814</sup> *Ders.*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 50–52.

<sup>815</sup> *Ders.*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 52–63; *ders.*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money & Finance*, 1992, Bd. 3, S. 446, 451.

<sup>816</sup> *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 63.

<sup>817</sup> *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 64–67; *Marsh*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money & Finance*, 1992, Bd. 3, S. 446, 451; ganz ähnlich *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20, 27, der offenbar die gesamtwirtschaftliche Sparquote für entscheidend erachtet.

<sup>818</sup> *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 68–71.

<sup>819</sup> *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 71–77; *Marsh*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money & Finance*, 1992, Bd. 3, S. 446, 451.

<sup>820</sup> *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 77–79. Letztlich also ab den finanzmarktfreundlichen Reformen (Big Bang) und Deregulierungsbestrebungen der Thatcher-Regierung.

<sup>821</sup> *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 80–85; *Marsh*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money & Finance*, 1992, Bd. 3, S. 446, 451–452; ebenso *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20, 28.

bessere Beziehungen zwischen Investoren und Unternehmen abzielten, insbesondere durch einen intensiveren Dialog zwischen Management und Aktionären, bessere Corporate Governance (namentlich unabhängige *non-executive directors*), mehr Engagement sowie eine höhere Loyalität der Investoren. Zugleich betonte *Marsh* aber Kosten und Schwierigkeiten der Umsetzung<sup>822</sup> und verwies abschließend auf eine wichtige Rolle der Regierung, das makroökonomische Umfeld zu verbessern.<sup>823</sup>

Schließlich lässt sich hier eine Studie des marktliberalen Institute of Economic Affairs nennen, die *Short-termism* und weiteren Vorwürfen gegen Finanzinstitutionen, insbesondere Banken, mit historischen Betrachtungen entgegentrat.<sup>824</sup>

### bb) Ökonomie

Die akademische *Short-termism*-Debatte im Vereinigten Königreich war zunächst, anders als ihr US-Pendant, ganz überwiegend wirtschaftswissenschaftlich geprägt, mit fließendem Übergang zu interessengruppengesponserten Beiträgen im rechtspolitischen Diskurs. Die reichhaltige ökonomische Literatur lässt sich grob fünf Themensträngen zuordnen:

#### (1) Volkswirtschaftliche Dokumentation und Analyse des decline

Erstens dokumentierten wirtschaftshistorische Arbeiten sowie eher gegenwartsbezogene Studien aus volkswirtschaftlichem Blickwinkel den wahrgenommenen Niedergang (*decline*) der britischen Wirtschaft, insbesondere der verarbeitenden Industrie, spürten seinen Ursachen nach, untersuchten gesamtwirtschaftliche Bedeutung und Folgen und bemühten sich um Lehren für die Zukunft.<sup>825</sup>

#### (2) Managementforschung

Hieran knüpften als zweiter Strang Beiträge aus der Betriebs- und Managementforschung an. Interviewgestützte (Fall-)Studien analysierten Management und Managementparameter ausgewählter Unternehmen oder Unternehmensgruppen in der verarbeitenden Industrie, oft im Vergleich zu ausländischen Wettbewerbern, um induktiv die Ursachen des Niedergangs zu ermitteln. Dabei standen vielfach kurz- versus langfristige Kontroll- und Planungsstrategien im Vordergrund.<sup>826</sup> Stärker übergreifende Beiträge versuchten,

<sup>822</sup> *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 85–101; etwas abweichend *ders.*, in: Newman/Murray/Eatwell (Hrsg.), The new Palgrave Dictionary of Money & Finance, 1992, Bd. 3, S. 446, 452: Hier verwies *Marsh* nicht mehr auf Umsetzungskosten, sondern mahnte, realistisch zu sehen, was diese Maßnahmen erreichen könnten, und vor allem nicht durch eine Debatte über *Short-termism* von dem eigentlichen gemeinsamen Anliegen abzulenken, die internationale Wettbewerbsfähigkeit, Innovationskraft und Marktorientierung der britischen Wirtschaft zu erhöhen. Dieses Ziel entspreche sowohl den Anliegen der *Short-termism*-Kritiker als auch dem Wohl der Aktionäre.

<sup>823</sup> *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 102–103.

<sup>824</sup> *Capie/Collins*, Have the banks failed British industry?, 1992 (*Short-termism*-Vorwürfe referieren die Autoren a. a. O., S. 15–17).

<sup>825</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 II.3.a)aa), S. 181 ff., einschließlich der Nachweise in Fn. 721–732 auf S. 181–183 sowie etwa *Temple/Urga*, Oxford Economic Papers 49 (1997), 207 ff.

<sup>826</sup> So insbesondere für die Autoindustrie mit besonderer Betonung kurzfristiger finanzieller Kontrollstrategien vs. langfristigen Planungsstrategien *Carr/Tomkins/Bayliss*, Manage. Acc. Res. 2 (1991), 89 ff.; *Carr/Tomkins/Bayliss*, European Management Journal 12 (1994), 102 ff.; *Carr/Ng*, Manage. Acc. Res. 6 (1995), 347 ff.; *Carr/Tomkins*, Manage. Acc. Res. 7 (1996), 199 ff.; *Carr*, in: Papadakis/Barwise (Hrsg.), Strategic Decisions, 1998, S. 107 ff.; vorwiegend zu Produktivität und Ausbildung zudem *Carr*,

Quellen kurzfristigen Drucks von außerhalb oder innerhalb des Unternehmens zu eruieren, womit man die Frontlinien der interessengruppenmoderierten Debatte aufgriff. In Betracht kam eine Vielzahl unterschiedlicher Faktoren:<sup>827</sup> Potenzielle externe Treiber erblickte man in hohen Kapitalkosten, den Zielen von Aktionären und einflussreichen Stakeholdern, der Qualität der Informationen der Kapitalgeber, der Empfänglichkeit des Unternehmens für deren Ansichten z. B. aufgrund von Übernahmen oder Aktienemissionsplänen, in Bilanzierungsvorschriften zur Aktivierungsfähigkeit immaterieller Güter, der „Greifbarkeit“ beabsichtigter Investitionen sowie in der Vorhersagbarkeit zukünftiger Eigenkapitalrenditen.<sup>828</sup> Mit Blick auf denkbare interne Faktoren kurzfristigen Drucks brandmarkte man in Großbritannien ähnlich wie in den USA *financial control style management*, in dessen Rahmen die zentrale Unternehmensleitung eigenständigen Divisionen Gelder für Investitionen und Budget, basierend auf den jeweiligen kurz- und mittelfristigen Finanzergebnissen, zuteilt.<sup>829</sup> In ähnlicher Weise kritisierte man eine übermäßige Ausrichtung von Unternehmen auf Finanzziele zulasten von kundenorientierter Produktentwicklung und Umsatz.<sup>830</sup> All diese Faktoren wurden als Determinanten von Kultur und Subkulturen in Unternehmen bzw. bei Kapitalmarktakteuren verstanden und dann Rechtskreise (Großbritannien, USA vs. Kontinentaleuropa) sowie bestimmte Industrien (je nach Prosperieren) entsprechend der damals verbreiteten Sicht als lang- oder kurzfristig geprägt eingeordnet.<sup>831</sup>

---

National Institute Ec. Rev. 139 (1992), 79 ff.; mit Blick auf technische Ausstattung und Expertise in der metallverarbeitenden Industrie *Daly/Hitchens/Wagner*, National Institute Ec. Rev. 111 (1985), 48 ff., und mit ähnlichem Fokus zur Möbelindustrie *Steedman/Wagner*, National Institute Ec. Rev. 122 (1987), 84 ff. sowie zu Herstellern von Damenoberbekleidung *dies.*, National Institute Ec. Rev. 128 (1989), 40 ff.; zur Planung und Bedeutung von Marketing in britischen Unternehmen, das aufgrund einer übermäßig finanziellen Orientierung der CEOs unzureichend und nicht ausreichend langfristig gepflegt werde, die Umfragestudie von *Doyle*, Journal of Marketing Management 3 (1987), 121 ff.; zur produzierenden Industrie mit Blick auf den Investitionsprozess, insbesondere möglicher interner *Short-termism*-Treiber *Barton/Brown/Cound u. a.*, Long Range Planning 25 (1992), 43 ff.

<sup>827</sup> *Demirag/Tylecote*, Br. J. Management 3 (1992), 7, 8–16; *Demirag/Tylecote/Morris*, J. Bus. Fin. & Acc. 21 (1994), 1195, 1199–1209; *Demirag/Tylecote*, European Management Journal 14 (1996), 201 ff.

<sup>828</sup> *Demirag/Tylecote*, Br. J. Management 3 (1992), 7, 8–9; weitgehend ähnlich *Demirag/Tylecote/Morris*, J. Bus. Fin. & Acc. 21 (1994), 1195, 1199–1207, die Inflation, Steuern und Subventionen ergänzen; ähnlich auch *Tylecote*, J. Ec. Studies 14 (1987), 51, 52–57, 59–60.

<sup>829</sup> *Tylecote*, J. Ec. Studies 14 (1987), 51, 58; *Demirag/Tylecote*, Br. J. Management 3 (1992), 7, 13–15; *Demirag/Tylecote/Morris*, J. Bus. Fin. & Acc. 21 (1994), 1195, 1207–1209; *Carr/Tomkins/Bayliss*, European Management Journal 12 (1994), 102 ff.; *Demirag*, Eur. J. Fin. 1 (1995), 41, 49–51; *Lonie/Sinclair/Power u. a.*, in: Ghosh/Khaksari (Hrsg.), Managerial finance in the corporate economy, 1995, S. 343, 349; *Demirag*, Technology Analysis and Strategic Management 8 (1996), 21, 23. Anders noch *Goold/Campbell*, Long Range Planning 20 (1987), 42 ff., die gestützt vor allem auf ausführliche Interviews mit Topmanagern 20 börsennotierter britischer Unternehmen drei Managementstile für diversifizierte Unternehmen herausarbeiten – *strategic planning*, *strategic control* und *financial control* – und instruktiv die Vor- und Nachteile jedes Stils betrachten. Sie legen dar, dass jeder Ansatz von bestimmten Gesellschaften erfolgreich praktiziert werde und jeder Ansatz seine Vorzüge und Nachteile habe. Idealerweise werde der geeignete Ansatz mit Blick auf die Merkmale des jeweiligen Tochterunternehmens, aber auch die Notwendigkeit konzernweit abgestimmter Kommunikation und Anreize gewählt und gegebenenfalls im Zeitablauf an veränderte Wettbewerbsbedingungen angepasst.

<sup>830</sup> So mit speziellem Bezug zu Marketing die Umfragestudie bei Times-1000-Gesellschaften von *Doyle*, Journal of Marketing Management 3 (1987), 121 ff., insb. S. 121–122, 125 sowie die Zusammenfassung S. 131–132.

<sup>831</sup> Siehe *Demirag/Tylecote*, Br. J. Management 3 (1992), 7 ff., etwa S. 9–10, 12, 18–19; *Demirag/Tylecote/Morris*, J. Bus. Fin. & Acc. 21 (1994), 1195 ff., etwa S. 1197, 1201 f., 1209 f.; durchgängig

(3) *Institutionelle Investoren, Investitionsbewertung und Analystenverhalten*

Drittens war (und ist) die britische Diskussion wesentlich von der Befürchtung geprägt, dass institutionelle Investoren, die selbst quartalsweise bewertet werden, ihren Portfoliounternehmen einen ähnlich kurzfristigen Horizont aufzwingen, indem sie bei Rückschlägen sofort verkaufen und jede mögliche Übernahmeprämie realisieren.<sup>832</sup> Umfragestudien zum Vereinigten Königreich belegten, dass institutionelle Investoren oft eine große Zahl von Aktienpositionen hielten und selbst bei wesentlichen Anteilen an einzelnen kleinen und mittleren Gesellschaften oft kein partnerschaftliches Engagement pflegten.<sup>833</sup> Zudem betonte der Marktstandard offenbar zunehmend eine kurzfristige Leistungsbewertung der Institutionen, mit der Folge eines entsprechenden kurzfristigen Drucks auf die Fondsmanager, wenn auch mit Unterschieden nach Branche und Personen.<sup>834</sup> Andererseits sprachen Interviewstudien mit einer Auswahl der größten britischen Finanzinstitutionen dafür, dass in der Praxis zumindest zwischen diesen und großen börsennotierten Gesellschaften kontinuierliche informelle Kontakte bestanden und in geeigneten Situationen für Einflussnahme genutzt wurden.<sup>835</sup>

Aufgrund der Parallelen zu den USA und des oft einheitlichen Diskurses in anglo-amerikanischen ökonomischen Fachzeitschriften sind die Übergänge zwischen britischer und US-amerikanischer Diskussion dabei oftmals fließend, im Vereinigten Königreich

---

*Tylecote*, J. Ec. Studies 14 (1987), 51 ff.; ferner auch *ders.*, in: Friedman (Hrsg.), *Ascent and decline in the world-system*, 1982, S. 41 ff., etwa S. 48, 52–56.

<sup>832</sup> *Charkham*, *Corporate governance and the market for companies*, 1989, S. 12–13; ähnlich *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 13; *Plender*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 33, 36–37; ebenso argumentierte nach *Demirag*, Eur. J. Fin. 1 (1995), 41, 42–43 ein Beratungsgremium des Department of Trade and Industry (*Innovation Advisory Board*, *Innovation: City Attitude and Practices*; dem Verfasser nicht zugänglich).

<sup>833</sup> *Jackson*, Bank of England Quarterly Bulletin 27 (1987), 253, 257, 260 berichtet über eine Umfrage der Bank of England bei den 18 größten Fondsmanagern im Vereinigten Königreich, mit der die Zentralbank Vorwürfen kurzfristigen Verhaltens auf den Grund gehen wollte. Die Ergebnisse zeigten unter anderem, dass Fondsmanager zwar an engen Kontakten zum Management interessiert waren, ihre Stimmrechte aber kaum ausübten und allenfalls bei außergewöhnlich großen Beteiligungspositionen zu Engagement bei Fehlentwicklungen bereit waren; *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 14 gewinnen in ihrer Umfrage den Eindruck, dass Investoren die Initiativverantwortung primär bei den Unternehmen sahen; zudem machten sie mögliche Konflikte mit anderen Abteilungen des Investors und die Problematik des Insiderhandels geltend.

<sup>834</sup> Die bereits erwähnte, von *Jackson*, Bank of England Quarterly Bulletin 27 (1987), 253, 253–254, 256, 260 berichtete Umfrage der Bank of England bei den 18 größten Fondsmanagern im Vereinigten Königreich ergab unter anderem, dass Fondsmanager sich zunehmend kurzfristigem Ergebnisdruck ausgesetzt sahen, insbesondere von Pensionsfonds beauftragte externe Fondsmanager sowie Manager von *unit trust* und *investment trusts*. Diese Trusts wiesen auch die höchste Umschlagsrate auf, wobei diese bedingt durch gesunkene Transaktionskosten und die Übernahmewelle allgemein stieg. Gleichwohl gaben die befragten Manager relativ lange Anlagehorizonte von zwei bis fünf Jahren an, in Abhängigkeit von der Branche. Der Umfrage von *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 15 zufolge (befragt wurden vier große Versicherungen, vier große selbstverwaltende Pensionsfonds, Investmentabteilungen von vier Handelsbanken und drei Clearinghäuser, ein Wertpapiermakler und ein großer Investmentfonds; zudem die British Insurance Association sowie die National Association of Pension Funds) konnten sich z. B. selbstverwaltende Pensionsfonds kurzfristigem Druck besser entziehen als Geschäftsbanken. Außerdem seien zumindest einige Investmentfonds in der Lage, einige Aktienpakete langfristig zu halten.

<sup>835</sup> So die Interviewstudie von *Holland*, J. Bus. L. 127 (1996) bzw. *ders.*, *Corporate Governance* 6 (1998), 249 ff. mit Managern einer Auswahl von 27 der 35 größten britischen Finanzinstitutionen.

wurden aber bestimmte Aspekte stärker beachtet. Eine kurzfristige Ausrichtung der Fondsmanager konnte dadurch entstehen, dass die Quartalsresultate der Fondsmanager für Mittelzu- und -abflüsse bzw. das berufliche Fortkommen bedeutsam sind. Insbesondere *Charkham* sah einen Beitrag aber auch in der Rechtsprechung zur Pflichtenbindung von Trustees.<sup>836</sup> Der Wirtschaftsjournalist *Plender* betonte überdies einen grundlegenden, im Trust-Recht ungelösten Interessenkonflikt von Pensionsfonds-Trustees dadurch, dass die (kurzfristige) Rendite des Fonds die (kurzfristig) erforderlichen Zuwendungen der Muttergesellschaft bestimmt.<sup>837</sup> Die Gegenposition, unter anderem von *Cadbury* vertreten, erwartete angesichts der stark gestiegenen Anteilskonzentration bei institutionellen Investoren, dass diese eine zunehmend langfristige Perspektive einnehmen.<sup>838</sup>

Einschlägige, zumeist theoretische ökonomische Untersuchungen beschäftigten sich mit mehreren Fragen: der Sinnhaftigkeit und den Folgen einer relativen Beurteilung von Agenten, insbesondere Fondsmanagern, durch Prinzipale,<sup>839</sup> damit, wie sich kurze Anlagehorizonte der Agenten auf die Preisbildung am Aktienmarkt auswirken,<sup>840</sup> sowie mit der Frage, inwieweit die kurzfristige relative Evaluierung von Fondsmanagern zu ineffizientem Herdenverhalten führen und dadurch den Aktienmarkt destabilisieren könnte.<sup>841</sup> Empirische Arbeiten prüften im Anschluss an entsprechende Studien zu den USA auch für das Vereinigte Königreich, inwieweit institutionelle Investoren, darunter namentlich Pensionsfonds, Renditeentwicklung und Corporate Governance wichtiger Beteiligungen (positiv) beeinflussten oder im Gegenteil zu *Short-termism* beitrügen, wobei sich weder das eine oder noch das andere bestätigen ließ.<sup>842</sup>

<sup>836</sup> *Charkham*, Corporate governance and the market for companies, 1989, S. 12 unter Verweis wohl auf *Cowan v Scargill* [1985] Ch 270 („the coal miners’ case in April 1984“); vermittelnd *Dimsdale*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), Capital markets and corporate governance, 1994, S. 13, 25.

<sup>837</sup> *Plender*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), Takeovers and short-termism in the UK, 1990, S. 33, 42–43; *Plender* dürfte sich damit auf die damals verbreiteten sog. *defined benefits schemes* bezogen haben, also Modelle mit Leistungszusage, bei denen der Arbeitgeber das Anlagerisiko trägt (näher, ausgehend vom englischen Recht, *Law Commission*, Fiduciary duties of investment intermediaries, 2014, S. 13–14 Rn. 2.6–2.10; allg. *Roth*, Private Altersvorsorge, 2009, S. 24).

<sup>838</sup> So neben *Cadbury*, in: *NAPF* (Hrsg.), Creative tension?, 1990, S. 27, 28–29 (dazu näher im vorstehenden Absatz, Text bei Fn. 786–793 auf S. 191–192) etwa *Ball*, National Westminster Bank Quarterly Review 8 (1991), 20 ff.; *Holland*, Corporate Governance 6 (1998), 249, 261 (aufbauend auf einer Interviewstudie); im Ergebnis auch *King*, in: *Fairburn/Kay* (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, S. 99, 115 Fn. 6 (keine Belege für sachwidrigen kurzfristigen Fokus institutioneller Investoren oder des Aktienmarktes); vorsichtig *Prentice*, in: ders. (Hrsg.), Contemporary issues in corporate governance, 1993, S. 25, 32–33; beide Positionen referierend *Demb/Richey*, European Management Journal 12 (1994), 287, 288, die unter anderem die Situation in Großbritannien, Japan, Deutschland, den USA und Australien ansprechen, aber vor allem US-Literatur rezipieren.

<sup>839</sup> Grundlegend *Bhattacharya/Pfleiderer*, J. Ec. Theory 36 (1985), 1 ff. Instruktiver allgemeiner Überblick über diese vor allem theoretische Literatur aus dem Zeitraum zwischen 1983 und 2002 bei *Sciubba*, in: *Knight/Satchell* (Hrsg.), Performance Measurement in Finance, 2002, S. 285, 290–292 inkl. Fn. 10 zur Gestaltung des gebührenbezogenen Verdienstes von Fondsmanagern in Abhängigkeit von einer Benchmark; knapper *Gümbel*, Euro. Econ. Rev. 49 (2005), 599, 601–602; speziell unter dem Gesichtspunkt von kurzfristigem Verhalten im Sinne der *Short-termism*-Debatte *Demirag*, Eur. J. Fin. 1 (1995), 41, 43–44.

<sup>840</sup> *Froot/Scharfstein/Stein*, J. Fin. 47 (1992), 1461 ff.; ferner auch *Scharfstein/Stein*, Am. Ec. Rev. 80 (1990), 465 ff.

<sup>841</sup> Für einen Abriss der einschlägigen Literatur aus dem Zeitraum zwischen 1983 und 2002 siehe wiederum *Sciubba*, in: *Knight/Satchell* (Hrsg.), Performance Measurement in Finance, 2002, S. 285, 287–288, 292–293.

<sup>842</sup> *Faccio/Lasfer*, J. Corp. Fin. 6 (2000), 71 ff. untersuchten für den Zeitraum von 1992 bis 1996, wie sich an der London Stock Exchange notierte Unternehmen, an denen britische Pensionsfonds (oc-

Zudem lag es nahe, die zunehmend von institutionellen Investoren dominierten Finanzmärkte könnten langfristige Investitionen in Sachanlagen sowie Forschung & Entwicklung (F & E, engl. R & D) unterbewerten.<sup>843</sup> In die britische *Short-termism*-Debatte traten insoweit vorrangig Studien zu zwei Themenkomplexen ein: erstens dazu, wie Kurse auf die Ankündigung von Ausgaben für Forschung & Entwicklung reagierten, was zuerst für die USA,<sup>844</sup> nachfolgend aber auch für das Vereinigte Königreich untersucht wurde.<sup>845</sup> Hinzu kamen zweitens vorrangig auf die USA bezogene Untersuchungen, wie sich Beteiligungen institutioneller Investoren auf die Ausgaben der (Aktien-)Gesellschaften für (mutmaßlich langfristige) Forschung & Entwicklung auswirken.<sup>846</sup> Zudem unternahm man (auch) für Großbritannien empirische Tests darauf, ob der Aktienmarkt gegenwärtige Cashflows in Form von Dividenden überbewertete bzw. zukünftige Cashflows zu gering gewichtete (im Vergleich zu einem bestimmten, theoretisch korrekten Bewertungsmodell)<sup>847</sup> und, darauf aufbauend, inwieweit eine damit verbundene etwaige

---

*cupational pension funds*) mindestens 3 % hielten (dies waren zumeist eher kleine Unternehmen), im Vergleich zu einer nach Industrie und Unternehmensgröße zusammengestellten Kontrollgruppe entwickelten. Die Studie ergab, dass Pensionsfonds ihre Beteiligungen langfristig hielten, Unternehmen der Testgruppe aber nicht in stärkerem Maße Empfehlungen des Cadbury und des Greenbury Code befolgten (a. a. O., S. 90, 93, 98), zudem waren sie nicht profitabler, die Beziehung zwischen einem Pensionsfonds-Blockanteil und der Wertentwicklung im Vergleich zur Kontrollgruppe erwies sich sogar als schwach negativ. Die Autoren fanden somit keine Indizien für eine positive Monitoring-Funktion von Pensionsfonds (wohl aber in gewissem Maße für andere institutionelle Aktionäre und Anleihegläubiger, a. a. O., S. 98). Andererseits zahlten die Unternehmen der Testgruppe aber auch keine höheren Dividenden, worin die Autoren ein Indiz gegen *Short-termism*-Bedenken sahen (a. a. O., S. 93). Im Ergebnis damit übereinstimmend ermittelten *Franks/Mayer/Renneboog*, *J. Fin. Intermed.* 10 (2001), 209 ff. anhand von Stichproben über den Zeitraum von 1988 bis 1993 bzw. von 1988 bis 1990 keinen wesentlichen positiven Monitoring-Einfluss von Blockholdern (Studie ohne Bezug zur *Short-termism*-Debatte).

<sup>843</sup> Referierend *Keasey/Thompson/Wright*, in: Keasey (Hrsg.), *Corporate governance*, 1997, S. 1, 5–6.

<sup>844</sup> Dazu bereits oben Fn. 420 auf S. 136 im zweiten Absatz; vor allem die dort genannte Studie des Office of the Chief Economist der Securities and Exchange Commission von *Jarell et al.* wurde in der britischen Debatte gerne als Argument gegen eine Kurzsichtigkeit des Aktienmarktes angeführt, so etwa von *King*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 99, 115 Fn. 6; *Littlechild*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 301, 311; *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 19 mit Endnote 18 (S. 108); *Short/Keasey*, in: Keasey (Hrsg.), *Corporate governance*, 1997, S. 18, 43; auch zu weiteren US-Studien *Marsh*, in: Dimsdale/Prevezzer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 66, 71. Ablehnend aber *Nickell*, *The performance of companies*, 1995, S. 28, 29–30, der betont, dass *managerial myopia* gerade steigende Aktienkurse nach Investitionsankündigungen erwarten lasse. Wenn Manager nämlich, wie im Myopia-Modell von *Stein*, *QJE* 104 (1989) 655, eine höhere Diskontrate als der Markt anlegten, müsse jedes Investitionsvorhaben der Gesellschaft intern eine höhere Diskontraten-Hürde nehmen als jene, die der Markt anwendet. Folglich werde jedes Investment, das das Unternehmen durchführt, den Gegenwartswert der Gewinne, berechnet mit der Diskontrate des Marktes, erhöhen.

<sup>845</sup> *Jones/Danbolt*, *Applied Economics Letters* 10 (2003), 933 ff. untersuchen ein kleines Sample aus 54 Ankündigungen von F & E-Projekten aus dem Zeitraum von September 1991 bis September 1996. Sie ermitteln, dass damit positive Überrenditen verbunden sind, die allerdings signifikant kleiner ausfallen, wenn ein Unternehmen einen nennenswerten Anteil institutioneller Investoren als Aktionäre aufweist (mehr als 5 % bzw. mehr als 15 %). Die Autoren führen als denkbare Erklärung eine kurzfristige Orientierung institutioneller Investoren im Vereinigten Königreich an.

<sup>846</sup> Dazu oben Fn. 413 auf S. 134, zur Kritik an der Stichprobenszusammensetzung Fn. 270 auf S. 115, ferner Fn. 420 auf S. 136 im zweiten Absatz; aus Sicht der britischen Debatte einschlägige Studien referierend etwa *Short/Keasey*, in: Keasey (Hrsg.), *Corporate governance*, 1997, S. 18, 44.

<sup>847</sup> *Nickell/Wadhvani*, *Myopia, the „Dividend Puzzle“, and Share Prices*, February 1987; *Miles*, *Ec. J.* 103 (1993), 1379 ff.; zu den Grenzen dieses Ansatzes *Mayer/Alexander*, *Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms*, August 1991, S. 1; zu diesen und ähnlichen Studien auch näher 4. Teil, § 4 IV., S. 803 ff.

Kurzichtigkeit des Aktienmarktes auf Unternehmensinvestitionen durchschlagen könnte.<sup>848</sup> Ein weiterer Test mit ähnlichem Erkenntnisinteresse bestand darin, große nicht börsennotierte Gesellschaften mit mutmaßlich ähnlichen börsennotierten Gesellschaften zu vergleichen und nach systematischen Unterschieden hinsichtlich der Entwicklung von Investitionen und Umsatz, Arbeitsproduktivität, Übernahmeaktivität, Rentabilität, Dividendenpolitik, Finanzierung sowie Gewinnen Ausschau zu halten, die Rückschlüsse auf die Berechtigung der *Short-termism*-These geben könnten.<sup>849</sup>

Kaum Beachtung fanden in der *Short-termism*-Debatte hingegen die seit Mitte der 1960er Jahre zahlreichen empirischen bilanzwissenschaftlichen Studien zu den Werteffekten von Investitionen in Forschung & Entwicklung,<sup>850</sup> obgleich zumindest einige dieser Arbeiten ihre Relevanz auch<sup>851</sup> für diese Kontroverse betonten.<sup>852</sup> Ähnliches galt für den umfangreichen Forschungszweig zu der Frage, warum Unternehmen Dividenden ausschütten – diese Literatur wurde nur selten mit der *Short-termism*-Debatte verknüpft,<sup>853</sup> obgleich die Befürchtung verbreitet war, ein Druck zu entsprechenden Zah-

<sup>848</sup> Mullins/Wadhvani, Euro. Econ. Rev. 33 (1989), 939 ff.

<sup>849</sup> Mayer/Alexander, Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms, August 1991, anhand einer (Kern-)Stichprobe 56 nicht börsennotierter Gesellschaften aus den Times 1000 im Zeitraum von 1980 bis 1987. Die Autoren finden dabei keine Belege für einen negativen Einfluss des Aktienmarktes, können aber auch nicht die These widerlegen, dass hohe Dividendenzahlungen börsennotierter Gesellschaften und ein schnelles Wachstum durch Übernahmen Symptome von *Short-termism* sind. Zu beachten ist unter anderem, dass die Autoren über keine unternehmensindividuellen Daten zu F&E-Ausgaben verfügten (a. a. O., S. 6); zu dieser Studie noch näher 3. Teil, § 4 III.3. f), S. 659 ff.

<sup>850</sup> Für eine Zusammenstellung der wichtigsten Arbeiten siehe Ballester/Garcia-Ayuso/Livnat, Eur. Acc. Rev. 12 (2003), 605, 608–609; Callen/Morel, IRFA 14 (2005), 304, 305–306, mit Fn. 1–3, 5, 6. Diese Studien verstanden bzw. verstehen sich oft als Beitrag zu der Frage, wie Investitionen in Forschung & Entwicklung in ökonomischer Hinsicht konzeptionell einzuordnen sind und/oder, damit zusammenhängend, wie sie bilanziell angemessen abgebildet werden können: Wenn derartige Investitionen in einem überschaubaren Zeitraum zu Aktienkurssteigerungen und/oder Erlössteigerungen führen, dann lassen sie sich im Ausgangspunkt als immaterielle Anlage (*immaterial asset*) einordnen. Hieraus kann sich ein Argument dafür ergeben, F&E-Investitionen bilanztheoretisch ebenso zu betrachten und/oder rechtspolitisch für ihre Aktivierungsfähigkeit einzutreten, wodurch allerdings ein Konflikt mit dem Grundsatz der Vorsicht (*prudence*) entsteht (siehe ausgehend von den britischen Bilanzvorschriften der 1990er Jahre Alexander, Financial reporting<sup>2</sup>, 1991, S. 307–308). Das Thema war in Großbritannien Anfang der 1990er Jahre insofern aktuell, als das damals geltende und von Anfang an umstrittene Statement of Standard Accounting Practice (SSAP) 13 zur Bilanzierung von Forschung & Entwicklung von Oktober 1977 im Januar 1989 überarbeitet worden war; dazu und zur Entstehungsgeschichte des Standards ders., Financial reporting<sup>2</sup>, 1991, S. 308–313; sehr knapp auch Dodge, The concise guide to accounting standards<sup>2</sup>, 1991, S. 73.

<sup>851</sup> Zu dem weiteren Erkenntnisinteresse und Anlass dieser Studien siehe bereits soeben Fn. 850.

<sup>852</sup> So insbesondere Green/Stark/Thomas, J. Bus. Fin. & Acc. 23 (1996), 191 ff., die mit ihrem Bewertungsmodell zumindest keine Hinweise auf einen pauschalen *Short-termism* des Marktes ermitteln, dergestalt, dass er als Aufwand verbuchte Ausgaben für Forschung & Entwicklung vollständig vernachlässigen würde; zu beachtlicher Kritik an der Studie siehe Higson, J. Bus. Fin. & Acc. 23 (1996), 217 ff.; weiterhin Ball/Thomas/McGrath, R & D Management 21 (1991), 261 ff., die mit einer Umfragestudie untersuchen, ob die Bilanzierungsvorschriften für Forschung & Entwicklung in der Praxis hinderlich für Investitionen in diesem Bereich und damit *Short-termism*-förderlich sind.

<sup>853</sup> Für einen Überblick mit Bezug zur *Short-termism*-Debatte Demirag, Eur. J. Fin. 1 (1995), 41, 45; die dort angesprochenen Themen erörtern sehr instruktiv ohne Bezugnahme auf die *Short-termism*-Debatte Allen/Michaely, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, S. 337, 377–399; siehe allgemein auch die Beiträge des Panels „Dividend Policy and Valuation: Theory and Tests“ im J of Finance 37(2) 1982, S. 415–479 (Papers and Proceedings of the Fortieth Annual Meeting of the American Finance Association, Washington, D. C., December 28–30, 1981), speziell

lungen könne eine ineffiziente Einbuße an Investitionsmöglichkeiten nahelegen, wozu auf internationale Vergleichsstudien<sup>854</sup> verwiesen wurde.<sup>855</sup>

Bezogen speziell auf Großbritannien nahmen mehrere Studien zudem Analysten als Dienstleister institutioneller Investoren in den Blick, die einer ähnlichen *Short-termism*-Kritik ausgesetzt waren wie Broker und Investmentbanken.<sup>856</sup> Einschlägige Studien beleuchteten mithilfe strukturierter Interviews oder Fragebögen unter anderem, welche Kriterien und Zeithorizonte Analysten bei der Unternehmensbewertung anwendeten,<sup>857</sup> und verglichen das Vorgehen britischer Analysten, namentlich ihr Maß kurzfristiger Ausrichtung, mit demjenigen deutscher Kollegen.<sup>858</sup> Daneben versuchte man zu testen, ob Analysten Ausgaben für Forschung & Entwicklung, also als langfristig angesehene Investitionen, unabhängig von der Art ihrer Präsentation angemessen bewerteten.<sup>859</sup>

#### (4) Übernahmen

Ein vierter Themenstrang ging Übernahmen als möglichem Treiber kurzfristigen Denkens nach. Dieser Aspekt stand im Kontext einer breit angelegten Diskussion um Übernahmen in Großbritannien Ende der 1980er Jahre. Diese wurde zum einen von der er-

---

zu einem Unterinvestitionsproblem, aber ohne konkrete Bezugnahme auf den *Short-termism*-Topos namentlich *John/Kalay*, *J. Fin.* 37 (1982), 457.

<sup>854</sup> Namentlich *Mayer/Alexander*, *Journal of the Japanese and International Economies* 4 (1990), 450 ff.; siehe zudem die Fallstudie zur British Motor Corporation von *Bowden/Maltby*, *Financ. Hist. Rev.* 5 (1998), 179, 182–185.

<sup>855</sup> Siehe den Überblicksbeitrag von *Dimsdale*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 34.

<sup>856</sup> Siehe etwa *Williams*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 31 ff. sowie *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 15; eingehende Kritik dieser Vorwürfe bei *Marsh*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 66, 72–74.

<sup>857</sup> Grundlegend die Auftragsstudie von *Lee/Tweedie*, *The institutional investor and financial information*, 1981. Sodann vor allem *Arnold/Moizer*, *Acc. & Bus. Res.* 14 (1984), 195 ff.; *Moizer/Arnold*, *Acc. & Bus. Res.* 14 (1984), 341 ff.; *Day*, *Acc. & Bus. Res.* 16 (1986), 295 ff. Diese Studien stellten selbst keinen Bezug zur *Short-termism*-Debatte her, wurden in dieser aber naturgemäß rezipiert, siehe *Demirag*, *Eur. J. Fin.* 1 (1995), 41, 43. Zu weiteren Untersuchungen zu Analysten, vereinzelt auch aus den USA, siehe *Pike/Meerjanssen/Chadwick*, *Acc. & Bus. Res.* 23 (1993), 489, 489 i. V. m. 499.

<sup>858</sup> *Pike/Meerjanssen/Chadwick*, *Acc. & Bus. Res.* 23 (1993), 489 ff. mit ausdrücklichem Bezug zur *Short-termism*-Debatte (a. a. O., S. 489 f., 492, 494, 498). Pike et al. ermitteln dazu einerseits, dass deutsche Analysten ihrer Fragebogenstudie zufolge nicht finanziellen Informationen etwas mehr Bedeutung beimessen als britische, insbesondere Forschung & Entwicklung sowie Produktqualität. Andererseits ergaben Antworten zu den Finanzziele keine Belege dafür, dass britische Analysten insoweit die kürzere Frist stärker betonen als deutsche (zusammenfassend a. a. O., S. 498).

<sup>859</sup> So mit einer Art Vignettenstudie *Goodacre/McGrath*, *Brit. Acc. Rev.* 29 (1997), 155 ff., die realitätsnahe Finanzberichte eines fiktiven kleinen Unternehmens aus der Elektronikbranche in drei Versionen an Analysten sandten. Gesellschaft 1 investierte den Industriedurchschnitt in Forschung & Entwicklung (F&E) und verbuchte dies sofort als Aufwand; Gesellschaft 2 investierte ebenso, aktivierte aber alle F&E-Ausgaben; Gesellschaft 3 investierte den gleichen Betrag ausschließlich in Sachanlagen. Goodacre ermittelt keine Anhaltspunkte dafür, dass die Analysten durch die F&E-Aktivierung und die damit verbundenen höheren Bilanzgewinne systematisch und signifikant zu höheren Bewertungen veranlasst wurden; zudem wurden Gesellschaft 1 und 2 höher bewertet als Gesellschaft 3. Siehe auch zu weiteren Studien, insbesondere aus den USA, dazu, wie Analysten Bilanzzahlen berücksichtigen und dabei Bilanzpolitik Rechnung tragen, *Marsh*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 66, 74–75. Ferner unternahm es Studien außerhalb der *Short-termism*-Debatte, die Vorhersagegenauigkeit britischer Analysten empirisch zu überprüfen, wobei die Ergebnisse vor allem mit zunehmendem Prognoseintervall wenig ermutigend ausfielen, siehe etwa *Capstaff/Paudyal/Rees*, *J. Bus. Fin. & Acc.* 22 (1995), 67 ff.

neuten, Ende der 1980er Jahre kulminierenden Übernahmewelle angetrieben, die Wellen in den 1960er und 1970er Jahren auf dem Fuße folgte. Zum anderen und damit verbunden stellte sich die Frage nach der Bewertung des britischen Fusionskontrollregimes, das der Monopolies and Mergers Act 1965 eingeführt und der Fair Trading Act 1973 neu geregelt hatte.<sup>860</sup> Schon 1978 folgte eine offizielle Evaluation,<sup>861</sup> Ende der 1980er Jahre führte das Department of Trade and Industry dann eine umfassende Überprüfung der Wettbewerbs- einschließlich der Fusionskontrollpolitik durch.<sup>862</sup>

Vor diesem Hintergrund nahm auch die akademische Debatte um die volkswirtschaftlichen Auswirkungen der Übernahmeaktivität in Großbritannien und damit um Leistungsbilanz sowie Reformbedarf der bestehenden Zusammenschlusskontrolle Fahrt auf.<sup>863</sup> Einschlägige Beiträge verfolgten ganz unterschiedliche Themen und Ansätze: Sie stellten die wettbewerbsökonomische und regulatorische Ausgestaltung der US-amerikanischen und britischen Fusionskontrollpolitik gegenüber,<sup>864</sup> zogen eine empirische Bilanz der britischen Übernahmeaktivität einschließlich der Wertentwicklung auf den beteiligten Seiten,<sup>865</sup> erörterten die Gründe für das wellenartige Auftreten von Übernahmen,<sup>866</sup> Vorzüge oder Nachteile von Übernahmen für die Corporate Governance, insbe-

<sup>860</sup> Eingehend zur Fusionskontrolle unter dem Fair Trading Act 1973 *Frazer*, Monopoly, competition and the law, 1988, S. 73–82; knapperer Abriss bei *Franks/Harris*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, S. 148, 152–154; für einen gerafften Gesamtüberblick über die Entwicklung des britischen Wettbewerbsrechts *Schmidt*, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht<sup>8</sup>, 2005, S. 189; zur anfänglich fusionsfreundlichen Ausrichtung der britischen Fusionskontrolle im Kontext der Industriepolitik der damaligen Labour-Regierung *Hughes/Mueller/Singh*, in: Mueller (Hrsg.), The determinants and effects of mergers, 1980, S. 315, 317–318.

<sup>861</sup> *Department of Prices and Consumer Protection*, A review of monopolies and mergers policy, 1978; dazu *Littlechild*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, S. 301, 301, 303–308, 311, jeweils mit kritischer Auseinandersetzung insbesondere im Lichte nachfolgender Studien.

<sup>862</sup> Aus zeitgenössischer Sicht *Frazer*, Monopoly, competition and the law, 1988, S. 82; *King*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, S. 99.

<sup>863</sup> Siehe exemplarisch *Frazer*, Monopoly, competition and the law, 1988, S. 82–85 sowie den Sammelband von *Fairburn/Kay* (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, der im Wesentlichen aus einer Konferenz des Jahres 1986 hervorging.

<sup>864</sup> Jeweils einzeln *Fairburn*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, S. 193 ff. und *Hay*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, S. 231 ff., kombiniert etwa *Frazer*, Monopoly, competition and the law, 1988, S. 73–85, 90–104.

<sup>865</sup> Für einen umfassenden und sehr instruktiven Überblick über die einschlägigen Studien siehe *Hughes*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, S. 30 ff., der zunächst denkbare Bewertungsansätze erläutert und diskutiert (S. 31–37), sodann Umfang und Merkmale der britischen Fusionsaktivität darstellt (S. 37–47), darauf aufbauend ausführlich den Forschungsstand zu ihren Folgen für Konzentration, Diversifikation und Marktmacht diskutiert (S. 47–63) sowie unter anderem für Profitabilität, Investitionen, technischen Fortschritt, Aktienkurse und regionale Auswirkungen (S. 63–95). Für einzelne empirische Studien siehe etwa *Singh*, Take-overs; their relevance to the stock market and the theory of the firm, 1971; *Singh*, Ec. J. 85 (1975), 497 ff.; *Cosh/Hughes/Singh*, in: Mueller (Hrsg.), The determinants and effects of mergers, 1980, S. 227 ff.; *Cosh/Hughes/Lee u. a.*, Int. J. Ind. Org. 7 (1989), 73 ff.; *Franks/Harris*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, S. 148, 154–164 (Auswirkungen speziell der Fusionskontrolltätigkeit der Monopoly and Mergers Commission auf den Shareholder-Value); resümierend *Kay*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), Capital markets and corporate governance, 1994, S. 50, 55–57.

<sup>866</sup> Dazu insbesondere das damals viel beachtete „Trapped Equity Model“ von *King*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, S. 99, 100–101, 103–110, welches das wellenartige Auftreten von Übernahmen auf eine separate Unternehmenssteuer über dem persönlichen Steuersatz zurückführt, wie sie damals in Großbritannien mit einem Anrechnungsverfahren bestand. Diese Besteuerung bewirke, so *King*, dass Barmittel in der Hand von Unternehmen vom Markt unterbewertet werden, und führe letztlich zu einem Anreiz, per Übernahme zu wachsen. Dieser Anreiz sei umso größer, je höher die erwarteten Gewinne der Gesellschaft sind, welche wiederum annahmegemäß im Aktienkurs zum

sondere auch im Vergleich zu dem weniger übernahmefreundlichen deutschen und japanischen Corporate-Governance-Modell,<sup>867</sup> und stritten, mit alledem verbunden, darum, inwieweit das bestehende Fusionskontrollregime restriktiver oder liberaler auszugestalten sei.<sup>868</sup> Kurzfristige Orientierung (*Short-termism*) war dabei unter verschiedenen Gesichtspunkten relevant, aber nur ein Aspekt von mehreren, den Autoren je nach Erkenntnisinteresse und Standpunkt vernachlässigten, bündig abhandelten oder ins Zentrum stellten.

Besondere Aufmerksamkeit erhielten *Short-termism*-Befürchtungen mit Blick auf die Funktionsfähigkeit des britischen Marktes für Unternehmenskontrolle. Die Ergebnisse der zahlreichen empirischen Studien zur Übernahmeaktivität in Großbritannien ergaben nach umstrittener Ansicht nur schwache Belege für die Theorie, Übernahmen seien ein Instrument zur Auslese ineffizienter Unternehmen: Zwar war eine gewisse Tendenz in diese Richtung bei unterschiedlichen Messmethoden erkennbar, aber sie schien nicht übermäßig bedeutend und überdies seit Ende der 1960er Jahre geringer ausgeprägt als noch Ende der 1950er Jahre.<sup>869</sup> Beruhigend fielen immerhin empirische Erkenntnisse

---

Ausdruck kommen. Hieraus folgt, dass die Übernahmeaktivität (soweit sie durch Barmittel im Gegensatz zu eigenen Aktien finanziert wird) wellenartig mit dem Kursniveau des Aktienmarktes steigt und fällt. Zu Recht kritisch *Franks/Harris*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 148, 167 inkl. Fn. 7, die auf starke Annahmen von Kings Modell hinweisen und betonen, dass der Unterschied in der Besteuerung von Kapitalgesellschaften und natürlichen Personen 1984 stark verringert wurde, weshalb Kings Modell eine abnehmende Übernahmeaktivität vorhersage. Letzteres widersprach der Übernahmewelle Ende der 1980er Jahre.

<sup>867</sup> Dazu etwa *King*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 99, 110–115; *Franks/Mayer*, *Economic Policy* 5 (1990), 189 ff.; *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 11–12; *Charkham*, *Keeping good company*, 1995, S. 308–315; knapp angesprochen auch bei *Prentice*, in: ders. (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 25, 35.

<sup>868</sup> Die Notwendigkeit einer Fusionskontrolle bejahend, dabei für weniger ermessensabhängige Regeln zum Ob einer Prüfung und für eine Änderung der Definition des öffentlichen Interesses (Streichung regionaler Auswirkungen; Aufnahme einer erwarteten erfolgreichen eigenständigen Zukunft der Zielgesellschaft) *George*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 281 ff.; in ähnliche Richtung *Walker*, *Bank of England Quarterly Bulletin* 25 (1985), 570, 574–575 (Aufnahme nicht wettbewerblicher Aspekte in die Fusionskontrolle, wohl insbesondere zur Vermeidung kurzfristig motivierter, stark schuldenfinanzierter Übernahmehorizonten); für restriktivere Regelungen zur Bekämpfung von *Short-termism*, mit Diskussion verschiedener Vorschläge aus der britischen Debatte und Verweis auf die (*anti*-)takeover statutes der US-Gliedstaaten *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 18–19; ablehnend *Fairburn/Kay*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 1, 27; für eine Beschränkung der Fusionskontrolle auf Markteintrittsschranken *Littlechild*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 301 ff.

<sup>869</sup> So mit umfassendem und instruktivem Überblick *Hughes*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 30, 33–35, 67–87, 89–95, und abschließend zusammenfassend S. 96–97; ebenso schon, stellenweise mit starken Überschneidungen, *Hughes/Singh*, *Contributions to Political Economy* 6 (1987), 73, 78–83; ebenso *George*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 281, 286 i. V. m. S. 282; noch skeptischer *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 12–13; a. A. knapp, mit Zitierung von zwei britischen Studien *Littlechild*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 301, 310–311; nicht ganz eindeutig *Dimsdale*, in: *Dimsdale/Prevezzer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 26–27, der die Studienergebnisse zwar als übereinstimmend mit einem effizienten Aktienmarkt wertet, der keine dauerhaften Überrenditen zulässt, es zugleich aber für gut möglich hält, dass Übernahmen von Interessenkonflikten der Manager getrieben werden, die danach trachten, die von ihnen geführte Gesellschaft zu vergrößern. Für eine einzelne Studie entsprechend der Sicht von Hughes siehe exemplarisch *Singh*, *Ec. J.* 85 (1975), 497, 505–508, 509–512 (Übernahmewahrscheinlichkeit steigt bei unterdurchschnittlicher Profitabilität, sinkt aber nicht vergleichbar bei hoher Profitabilität, da-

dazu aus, wie sich der Übernahmemarkt durch institutionelle Anteilseigner verändert hatte, einschließlich der Frage, ob deren Einfluss Anzeichen für kurzfristiges Denken erkennen ließ.<sup>870</sup> Entsprechende Befürchtungen verstummten dadurch freilich nicht.<sup>871</sup>

Wenn ein wesentlicher Teil der Übernahmeaktivität nicht als Ausdruck eines effizienten Marktes für Unternehmenskontrolle erschien und der Markt Aktien etwa aufgrund von Informationsasymmetrien oder Bilanzierungsspielräumen nicht korrekt bepreiste, dann, so die Befürchtung, werde dies die erhoffte positive Wirkung von Übernahmen bei der Ressourcenallokation beeinträchtigen.<sup>872</sup> Dies sah man für überbewertete,<sup>873</sup> vor allem aber für unterbewertete Gesellschaften: Wenn der Eindruck vorherrsche, dass der Markt profitable langfristige Investitionen, Forschung & Entwicklung oder Restrukturierungsvorhaben nicht ausreichend berücksichtige, könnte das Management potenzieller Zielunternehmen hiervon absehen. Verbreitete Übernahmen drohten dann langfristige wirtschaftliche Vorteile zu torpedieren.<sup>874</sup> Dies lenkte die Aufmerksamkeit insbesondere

---

für aber mit zunehmender Größe, im Wesentlichen übereinstimmend mit vorherigen Studien, die auf S. 507 besprochen werden; Diskriminanzfunktion zwischen übernommenen und übernehmenden Gesellschaften ergab für 1955 bis 1970 zwar Belege für eine gewisse Disziplinierungswirkung gegenüber kleinen, unprofitablen Gesellschaften, nicht aber gegenüber großen).

<sup>870</sup> Siehe *Cosh/Hughes/Lee u. a.*, Int. J. Ind. Org. 7 (1989), 73 ff., die a. a. O., S. 82–98 keine Belege dafür finden, dass der Markt für Unternehmenskontrolle als Mittel zur Disziplinierung relativ unprofitabler Gesellschaften funktioniert: Erwerber waren tendenziell profitabler als ihre Zielgesellschaften, diese aber nicht schlechter als der Marktschnitt; vor allem die Unternehmensgröße unterscheidet Erwerber- von Zielgesellschaften. Andererseits ermitteln sie aber auch keine Belege für etwaigen *Short-termism* institutioneller Investoren: Diese haben in ruhigen Übernahmeweiten einen leicht positiven Einfluss auf die Rendite von Übernahmeverhaben, der allerdings in Übernahmewellen verschwindet.

<sup>871</sup> Siehe *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 13, die auf die kurzfristige Leistungsbewertung von Fondsmanagern verweisen sowie auf Ausführungen von Keynes dazu, dass Herdenverhalten für Fondsmanager rational ist, wenn sie relativ zur Entwicklung des Marktes bzw. derjenigen von ähnlichen Fonds bewertet werden; ähnlich *Plender*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 33, 36–37, 42–43.

<sup>872</sup> *Franks/Harris*, in: *Fairburn/Kay* (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 148, 167. Die Autoren argumentieren hierzu, für das Management könne es erforderlich sein, wertvolle Informationen über den Wert bestimmter Anlagen zurückzuhalten, wenn eine Offenlegung gegenüber den Aktionären die Wettbewerbsposition der Gesellschaft verschlechtern würde. *Carty*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 21 ff. zeigt ausführlich, wie sich mit Bilanzierungsspielräumen bei Übernahmen Ausweis und Höhe der Bilanzgewinne beeinflussen lassen (insb. S. 26: aktivierter *goodwill* als Verteidigungsinstrument; S. 27: Wahl der sog. *merger method* der Bilanzierung, um die Gewinne im Jahr der Übernahme zu steigern; S. 29: Unterbewertung der Anlagen der übernommenen Gesellschaft, um höhere Buchgewinne in Folgeperioden zu erzielen; S. 30: ebenso durch Anhebung von Rückstellungen; S. 31: Wahl der *merger method* ermöglicht Buchgewinne bei Weiterverkauf der übernommenen Gesellschaft) und damit die Analystenbewertung der Gesellschaft, da viele Analysten nicht durch die Bilanzzahlen hindurch die Cashflow-Vorgänge erkennen könnten. Sobald eine Gesellschaft sich auf den Übernahmepfad begeben, könne sie deshalb zu einer fortdauernden Serie von Unternehmenskäufen gezwungen sein, um die Gewinne pro Aktie des Vorjahres zu übertreffen, was der britischen Wirtschaft sicher schade.

<sup>873</sup> Diese könnten gesamtwirtschaftlich ineffiziente Fusionen anstreben, und das Management könnte gar versuchen, eine Überbewertung durch Investorenkommunikation herbeizuführen, *Franks/Harris*, in: *Fairburn/Kay* (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 148, 167.

<sup>874</sup> *Franks/Harris*, in: *Fairburn/Kay* (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 148, 168; *Fairburn/Kay*, in: *Fairburn/Kay* (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 1, 17; *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 13–14; dagegen *Littlechild*, in: *Fairburn/Kay* (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 301, 310–311. *Franks/Harris*, in: *Fairburn/Kay* (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 148, 168 Fn. 6 erwähnen als mögliche Gegenmaßnahmen eine Verlangsamung des Übernahmeverfahrens sowie zeitabhängige (Mehr-)Stimmrechte zur Stärkung langfristiger Investoren, nennen zu beidem aber auch Nachteile.

auf feindliche Übernahmen als Treiber kurzfristigen Unternehmensmanagements<sup>875</sup> und gab Anlass zu Forderungen, das Übernahmeverfahren restriktiver auszugestalten.<sup>876</sup>

*Franks* und *Mayer* unternahmen darüber hinaus einen empirischen Vergleich des britischen Übernahmemarktes mit demjenigen Deutschlands und Frankreichs. Die Studie zeigte, dass das Niveau von Übernahmen in Britannien deutlich höher war, wobei feindliche Vorhaben allein im Vereinigten Königreich in nennenswerter Zahl vorkamen, in Frankreich hingegen selten und in Deutschland so gut wie nie.<sup>877</sup> Dabei waren in Großbritannien feindliche Übernahmen mit einem spürbar höheren Anteil von Managerwechseln verbunden als freundliche.<sup>878</sup> Zugleich erschien den Autoren die Zahl unfreiwilliger Wechsel von Spitzenmanagern in Großbritannien generell höher als in Deutschland und Frankreich.<sup>879</sup> Hieraus und unter Verweis auf abweichende Rechte bzw. Handlungs-

---

Zu einer gleichgerichteten Befürchtung *George*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 281, 283: Fusionen könnten dadurch, dass sie Managementressourcen binden, neue Investitionen negativ beeinflussen. Die hierzu verfügbaren empirischen Studien bestätigten dies aber nicht.

<sup>875</sup> Referierend *Demirag*, *Eur. J. Fin.* 1 (1995), 41, 43; *Marston/Craven*, *Eur. J. Fin.* 4 (1998), 233, 245; *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20, 23–24; *Tylecote*, *J. Ec. Studies* 14 (1987), 51, 52, 54–56.

<sup>876</sup> Näher *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 18–20, die folgende Vorschläge aus der damaligen britischen Debatte diskutieren, um kurzfristiges Denken durch Übernahmen zu bekämpfen: Absenkung der damaligen 30-%-Schwelle für ein verpflichtendes vollständiges öffentliches Übernahmeangebot, Absenkung der Schwelle für Beteiligungspublizität auf 1 %, Regelung nach dem Vorbild von Delawares *takeover statute* (Zusammenschluss ohne Zustimmung des Boards bzw. der anderen Aktionäre erst nach drei Jahren, sofern Erwerber weniger als 85 % hält), steuerrechtliche Regelungen, „Goldene Aktien“ zugunsten des Secretary of State, gesellschaftsrechtliche Anerkennung der Rolle der Arbeitnehmer und anderer Stakeholder; *Plender*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 33, 41–42 befürwortete, die Monopolies and Mergers Commission (nur) bei feindlichen Übernahmen prüfen zu lassen, ob der Erwerb industriell oder mit Blick auf Managementverbesserungen sinnvoll ist, wofür der Bieter die Beweislast tragen solle; sofern sich dies als ungenügende Einschränkung erweise, empfahl *Plender* zusätzlich bei Anteilserwerb eine Wartezeit von einem Jahr, bis der Erwerber das Stimmrecht selbst ausüben darf, welches bis dahin dem Board zufallen sollte, sowie eine Absenkung der Schwelle für ein öffentliches Übernahmeangebot auf 14,9 %.

<sup>877</sup> *Franks/Mayer*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 194–199 sowie ergänzend S. 202–205.

<sup>878</sup> *Dies.*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 199–201 anhand eines *matches sample*, bei dem die ermittelten 20 feindlichen Übernahmen des Jahres 1986 mit 20 freundlichen Übernahmen vergleichbarer Größe aus demselben Jahr verglichen wurden (aufgelistet a. a. O., S. 222–225).

<sup>879</sup> *Dies.*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 201–205 kommen zu diesem Ergebnis anhand einer Recherche in einem computerbasierten Pressedienst (Textline), bezogen auf die ersten sechs Monate des Jahres 1988. *Franks/Mayer* (a. a. O., S. 204) sind sich der Problematik bewusst, dass die verwendete Datenbank möglicherweise deutsche und französische Quellen deutlich schlechter abdeckt als englische und dadurch ihre Ergebnisse verzerrt. Eine Kontrollabfrage bei einem anderen Pressedienst in Deutschland (im Aufsatz mit dem Kürzel „SVP“ bezeichnet) ergab doppelt so viele Managerentlassungen wie die Abfrage in Textline, mit nur geringen Überschneidungen zu den Fällen der Textline-Abfrage. *Franks/Mayer* argumentieren dessen ungeachtet, ihre ermittelten Entlassungszahlen seien für Großbritannien und Deutschland so unterschiedlich, dass es unwahrscheinlich sei, dass das deutsche Niveau dasjenige in Großbritannien erreiche (a. a. O., S. 204). Diese Schlussfolgerung erscheint indes rein spekulativ. Überzeugender wäre es gewesen, wenn die Autoren ihren Befund mit einer Recherche in führenden deutschen Tages- bzw. Wirtschaftszeitungen abgesichert hätten (Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung). Dies gilt nicht zuletzt mit Blick darauf, dass nach *Franks/Mayer* erzwungene Wechsel des Spitzenmanagements in Großbritannien etwa zur Hälfte durch Streitigkeiten im Board oder mit Shareholdern verursacht wurden und nur zu einem knappen Viertel durch Übernahmen (a. a. O., S. 203–204). Insofern erscheint zweifelhaft, warum die Zahl entsprechender Managementwechsel in Deutschland deutlich geringer ausfallen sollte, insbesondere wenn man für den untersuchten Zeitraum in Deutschland von einer aktiven Rolle der Banken und Versicherungen als Großaktionäre ausgeht. Ähnliches gilt für Frankreich. *Malinvaud*, *Economic Policy* 5 (1990), 218, 219, ein Diskutant des Aufsatzes

rahmen von Arbeitnehmern, Managern und Aktionären bzw. institutionellen Investoren<sup>880</sup> schlossen *Franks/Mayer* auf unterschiedliche Muster von Eigentümerschaft und Kontrollwechsel. Dies führte sie zu der These, dass ein übernahmefreundliches System wie das britische einerseits bestimmte Arten von Managerversagen leichter behebe,<sup>881</sup> andererseits aber Unternehmen darin einschränke, implizite langfristige Vereinbarungen mit Investoren, Managern und Arbeitnehmern glaubwürdig einzugehen. In Konsequenz würden firmenspezifische Investitionen der Arbeitnehmer sowie langfristige Projekte der Manager unattraktiver, weil ihnen Übervorteilung im Fall eines Kontrollwechsels drohe.<sup>882</sup> Finanzmärkte mit verbreiteten Übernahmen könnten daher unter *Short-termism* leiden, in dem Sinne, dass sie nicht in der Lage sind, langfristige Investitionen zu stützen.<sup>883</sup> Im Ergebnis erweiterten *Franks* und *Mayer* damit die *Breach-of-Trust-Hypothese* aus der US-Debatte<sup>884</sup> zu einem Konzept der vergleichenden Corporate Governance. Bereits zuvor hatte *Mayer* mit aggregierten Kapitalflussdaten die Unternehmensfinanzierung in Großbritannien untersucht und mit derjenigen in den USA, Frankreich, Deutschland sowie Japan verglichen. Die beobachteten Unterschiede hatte er darauf zurückgeführt, dass marktbasierende Systeme wie in Großbritannien, namentlich aufgrund lebhafter Übernahmeaktivität, eine geringere langfristige (Ver-)Bindung (*commitment*) der Markt-

---

mit Praxiserfahrung als Verwaltungsratsmitglied mehrerer französischer börsennotierter Gesellschaften, wertete die Textline-Daten für Frankreich sogar als vollständig nutzlos, da sie offensichtlich nur einen Bruchteil der Managerwechsel wiedergäben, entweder aufgrund ungenügender Abdeckung der französischen Wirtschaftspresse oder infolge unterschiedlicher Gepflogenheiten bei der Berichterstattung über Managerwechsel in Frankreich und dem Vereinigten Königreich.

<sup>880</sup> *Franks/Mayer*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 205–210; die Autoren stützen sich bei ihrem entsprechenden – eher knappen – Rechtsvergleich weitgehend auf *Coopers & Lybrand*, *Barriers to takeovers in the European Community*, 1989, siehe *Franks/Mayer*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 205 Fn. 6. Bei dem Report von *Coopers & Lybrand* handelt es sich um eine ausführliche dreibändige Auftragsstudie für das Department of Trade and Industrie (DTI) (Volume 1 enthält den Main Report sowie die dazugehörigen Appendices A-D; Volume 2 die Appendices E-H mit Länderberichten zu Deutschland, Frankreich, Italien und den Niederlanden; Volume 3 als Appendices I bis N Länderberichte zu Spanien, Belgien, Dänemark, Griechenland, Luxemburg und Portugal). Das DTI hatte diese Studie als Argumentationsmaterial in Auftrag gegeben, um Übernahmehindernisse im EU-Binnenmarkt zu beseitigen und damit EU-weit ähnlich gute Bedingungen für Übernahmen wie in Großbritannien zu schaffen. Die Studie sollte die damaligen Bemühungen der Europäischen Kommission, den Binnenmarkt für Unternehmenskontrolle zu stärken, im Sinne dieses Ziels fördern bzw. beeinflussen (siehe das Vorwort des damaligen konservativen Parliamentary Under-Secretary of State im DTI, John Redwood, *Coopers & Lybrand*, *Barriers to takeovers in the European Community*, 1989, Bd. 1, S. 1 nach dem Titelblatt [eigene Zählung; hier noch keine Paginierung im Original]).

*Franks/Mayer* hoben vor allem die unterschiedlichen Vorschriften zu Mitbestimmung bzw. Arbeitnehmerbeteiligung in den drei Ländern hervor (S. 205 f.), abweichende Regelungen zur Abberufung des Vorstands bzw. Boards (S. 206), Übertragungsbeschränkungen sowie Mehr- oder Höchststimmrechte bei Aktien (S. 207) und vor allem institutionelle Rahmenbedingungen (in Deutschland den Einfluss der Banken, in Frankreich die aktive Einflussnahme der Regierung, in beiden Ländern Überkreuzbeteiligungen, S. 207–209), während in Großbritannien Börsenregeln und der Takeover Code relativ freie Märkte für Unternehmenskontrolle und Minderheitenrechte betonen (S. 209 f.).

<sup>881</sup> *Franks/Mayer*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 210–212: Dies betreffe relative Schlechtleistung, d. h. eine Managerleistung, die nicht die Ergebnisse erreicht, die man vernünftigerweise erwarten konnte oder die andere erreicht haben, sowie *ex ante failure*, worunter die Autoren unterschiedliche Einschätzungen (Erwartungen) mit Blick auf die Rentabilität bestimmter Strategien oder Managementfähigkeiten fassen.

<sup>882</sup> *Dies.*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 212–214.

<sup>883</sup> *Dies.*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 194.

<sup>884</sup> Dazu oben Fn. 212–213 auf S. 104 sowie Fn. 407–408 auf S. 133 mit dem jeweils begleitenden Text sowie *dies.*, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 214.

investoren aufweisen, dadurch stärker von kurzfristigem Verhalten geprägt und im Ergebnis weniger leistungsfähig bei der Förderung von Investitionen und riskanten Geschäftsstrategien sind.<sup>885</sup>

In eine ähnliche Richtung argumentierten Ökonomen, die von der höheren Übernahmehäufigkeit im Verein mit anderen institutionellen Merkmalen (Arbeitnehmereinfluss, Verschuldungsgrad, aktienbasierte Managervergütung) auf eine stärkere Abhängigkeit der Manager vom Aktienmarkt in Großbritannien im Vergleich zu Deutschland und Japan schlossen und gestützt hierauf untersuchten, inwieweit Investitionen in Großbritannien in stärkerem Maße von der Entwicklung des Aktienmarktes abhingen.<sup>886</sup>

Soweit solche Argumente, Erkenntnisse der Behavioral Finance oder das wellenartige Auftreten von Übernahmen Zweifel an der Effizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle aufwarfen, diskutierten ökonomische Beiträge auch alternative Corporate-Governance-Mechanismen. Im Vordergrund standen eine Kooperation institutioneller Investoren zwecks Lösung des Trittbrettfahrerproblems<sup>887</sup> sowie eine Stärkung von Rolle und Bedeutung der *non-executive directors*, insbesondere durch einen höheren Anteil unabhängiger Direktoren.<sup>888</sup>

#### (5) Umfragestudien zur Managersicht, Managervergütung

Schließlich kombinierte ein fünfter, übergreifender Strang, der in Großbritannien stärker verfolgt wurde als in den USA, die üblichen Argumente für eine Kurzsichtigkeit des Kapitalmarktes mit psychologischen Erwägungen: Er betonte, dass Manager möglicherweise bereits dann kurzfristig handeln, wenn sie davon ausgehen, dass der Kapitalmarkt (institutionelle Investoren, Druck durch Übernahmen, Analysten etc.) ein solches Verhalten erwartet, auch ohne dass dies notwendig zutreffen muss. Dieses erstmals von *Marsh* prominent geäußerte und mehrfach aufgenommene<sup>889</sup> Argument gab Anlass zu zahlreichen Umfragestudien, die mit uneinheitlichen Resultaten Unternehmensmanager verschiedener Funktionen befragten, inwieweit sie sich kurzfristigem Druck des Kapital-

<sup>885</sup> *Mayer*, Euro. Econ. Rev. 32 (1988), 1167 ff. mit ausdrücklichem Bezug zur *Short-termism*-Debatte (a. a. O., S. 1181 f.), mit skeptischem Kommentar von *Mankiw*, Euro. Econ. Rev. 32 (1988), 1183 ff., der Mayers These für wenig plausibel erachtet; ebenfalls kritisch der Kommentar von *Barroux*, Euro. Econ. Rev. 32 (1988), 1187 ff., der insbesondere Bedenken mit Blick auf die Verlässlichkeit der Daten für einen langfristigen Vergleich anmeldet sowie Einwände gegen die Gültigkeit von Mayers These auch für kleine Unternehmen vorbringt. Reaktion auf die Kritik unter Heranziehung anderer Daten in *Mayer*, Oxf. Rev. Econ. Policy 3 (1987), i, viii–xii (die Veröffentlichungsjahre sind wohl durch interne Abläufe der Zeitschriften verschoben).

<sup>886</sup> So *Mullins/Wadhvani*, Euro. Econ. Rev. 33 (1989), 939 ff.; ähnliche Überlegungen bei *Cosh/Hughes/Singh*, in: *Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, 1990, S. 8, 11–12; zu Recht kritisch zu den nur sehr knappen Überlegungen von *Mullins/Wadhvani* zu den institutionellen Faktoren, die für eine unterschiedlich starke Abhängigkeit der Unternehmensinvestitionen von der Kursentwicklung verantwortlich sein sollen, *Hamada*, Euro. Econ. Rev. 33 (1989), 959, 960.

<sup>887</sup> *King*, in: *Fairburn/Kay* (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 99, 112.

<sup>888</sup> *Franks/Harris*, in: *Fairburn/Kay* (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 148, 170–171; *King*, in: *Fairburn/Kay* (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, 1989, S. 99, 112–115, der dabei allerdings, wie Fn. 6 auf S. 115 verdeutlicht, eine kurzfristige Ausrichtung des Marktes bzw. institutioneller Investoren als nicht belegt ansieht.

<sup>889</sup> *Demirag*, Brit. Acc. Rev. 27 (1995), 247, 248, 256–257; *Demirag*, Eur. J. Fin. 1 (1995), 41, 52; *Demirag*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 195, 196; *Marston/Craven*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 233, 233, 236–237; *Grinyer/Russell/Collison*, Br. J. Management 9 (1998), 13; ähnlich auch *Demirag*, Eur. J. Fin. 1 (1995), 180, 200; *Demirag*, *Technology Analysis and Strategic Management* 8 (1996), 21, 23–24; aus der juristischen Literatur etwa *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 212, 236.

marktes ausgesetzt sahen und entsprechend handelten.<sup>890</sup> Vereinzelt richteten sich Umfragen auch gezielt an Manager von Tochterunternehmen in Konzernen mit mehreren Sparten, um zu prüfen, ob sich diese unter kurzfristigem Druck der Zentrale sahen.<sup>891</sup>

Eng mit diesem und den beiden vorgenannten Strängen verwandt sind schließlich Beiträge zu weiteren mutmaßlichen Treibern kurzfristigen Denkens, die in den 1980er/1990er Jahren in der britischen Debatte weniger im Vordergrund standen, weil man vorrangige Missstände oder näherliegende Lösungen andernorts sah. So gerieten gewinnabhängige Boni und Aktienoptionspläne für Unternehmensmanager als denkbare Ursachen von kurzfristigem Management in die Kritik.<sup>892</sup> Im Vordergrund standen allerdings

---

<sup>890</sup> *Demirag*, Brit. Acc. Rev. 27 (1995), 247, 257 ff. (Umfragestudie bei *finance directors* großer in Großbritannien ansässiger Unternehmen mit Berichterstattung über F&E-Ausgaben; die Direktoren gaben an, dass kurzfristiger Druck bestehe, aber auch, dass ihr Unternehmen nicht kurzfristig agiere); weitergehende Analyse der Ergebnisse auf Korrelationen mit bestimmten Variablen des Unternehmensverhaltens, die Ausdruck von *Short-termism* sein könnten, bei *dems.*, Technology Analysis and Strategic Management 8 (1996), 21 ff. (er ermittelt mit einem relativ hohen Signifikanzniveau von 10 % gemischte Ergebnisse; kein Zusammenhang ist insbesondere zwischen der *Short-termism*-Wahrnehmung und dem Umfang der Investitionstätigkeit oder einer Vorliebe für Prozess- statt Produktinnovation nachweisbar; Korrelationen zeigen sich bei der *Short-termism*-Wahrnehmung und einer Neigung, den Umfang der F&E-Aktivitäten von kurzfristigen Umsatz- und Finanzergebnissen abhängig zu machen, was eine knappere Kapitalausstattung nahelegt); *ders.*, Eur. J. Fin. 1 (1995), 180 ff. (Umfragestudie bei Spitzenmanagern bzw. Direktoren mit Verantwortung für F&E großer in Großbritannien ansässiger Unternehmen mit Berichterstattung über F&E-Ausgaben; knapp unter 50 % der Befragten stimmten Aussagen zu, denen zufolge kurzfristiger Gewinnmaximierungsdruck bestehe, der zulasten langfristiger Investitionen gehe, offenbar in Abhängigkeit von einem Bedarf für Außenfinanzierung (S. 183–188), aber auch von interner Organisation und internem Controlling (S. 194, 200 f.)); unter Verwendung von vier Fragen des Fragebogens der vorgenannten Studie von 1996 zudem *ders.*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 195, 199, 202–209 (Umfragestudie bei *directors* großer in Großbritannien ansässiger Unternehmen mit Berichterstattung über F&E-Ausgaben und Verantwortung für Finanzen oder F&E; bei der Studie gab nur eine Minderheit der Befragten Antworten, die eindeutig auf real wirkenden Druck zu kurzfristigen Ergebnissen hinweisen). Alle Umfragestudien *Demirags* verwenden dieselbe Stichprobe von 331 börsennotierten britischen Unternehmen mit Berichterstattung über F&E-Ausgaben aus dem Jahr 1992, von denen jeweils offenbar zwei Gruppen von Managern/Direktoren angeschrieben wurden. *Grinyer/Russell/Collison*, Br. J. Management 9 (1998), 13 ff. (Umfrage bei *finance directors* der Times-1000-Liste britischer Gesellschaften im Jahr 1991; die befragten Direktoren stimmten überwiegend Aussagen zu, das Topmanagement werde höhere Ausgaben für F&E oder Produktentwicklung nicht akzeptieren, wenn dadurch Erlöse oder Gewinne unter den Vorjahreswert bzw. die Kapitalmarkterwartung fallen, ebenso wie Aussagen, dass Ausgabensteigerungen für F&E oder Produktentwicklung, die zu einer deutlichen Verfehlung der Nettoerlöserwartung des Kapitalmarktes führen, zu sinkenden Aktienkursen führen; beides erwies sich als stark korreliert; die Autoren sehen in den Ergebnissen einen Beleg für eine reale *Short-termism*-Problematik); *Marston/Craven*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 233 ff. (Umfrage bei *finance directors* von 547 der größten britischen Unternehmen Ende 1991/Anfang 1992 zu ihrer Wahrnehmung, inwieweit Sell-Side-Analysten (= für Aktienbroker arbeitend) sowie Buy-Side-Analysten (= für institutionelle Investoren arbeitend) und Fondsmanager zu stark auf kurzfristige Gewinne und Aussichten achten; die Befragten nahmen mehrheitlich nur die erste Gruppe als übermäßig kurzfristig orientiert wahr, und dies auch nur bei einer von zwei Fragen. Dies galt vor allem für *finance directors* von Unternehmen mit volatilen Aktienkursen. Umgekehrt wiesen insbesondere *finance directors* großer Unternehmen eine kurzfristige Wahrnehmung von Buy-Side-Analysten zurück (S. 251)).

<sup>891</sup> *Barton/Brown/Cound u. a.*, Long Range Planning 25 (1992), 43 ff. (Umfrage bei CEOs von multidivisionalen (Mutter-)Gesellschaften aus der produzierenden Industrie mit Sitz im Vereinigten Königreich und den *managing directors* oder CEOs ihrer Tochterunternehmen zu Aspekten des Investitionsprozesses und der Bewertung von Investitionen; die Umfrage ergab, dass die Zentrale ungewollt internen kurzfristigen Druck auf die Manager der Tochterunternehmen erzeugte, der Investitionen hemmen könnte).

<sup>892</sup> Mit Blick auf *Short-termism* aus britischer Sicht vor allem *Ball*, National Westminster Bank Quarterly Review 8 (1991), 20 ff.; ferner *Cosh/Hughes*, Int. J. Ind. Org. 15 (1997), 469 ff., speziell zu kurz-

eher die zunehmende Vergütungshöhe sowie die Corporate Governance der Vergütungsbemessung.<sup>893</sup>

cc) *Rechtswissenschaft*

Eine stärker juristisch geprägte Auseinandersetzung setzte etwas später ein als die ökonomische Debatte und knüpfte unmittelbar an deren Themen und Ergebnisse an. *Short-termism* etablierte sich dabei rasch als ein Topos, der sich leitmotivisch durch Abhandlungen über Führung und Kontrolle von Gesellschaften (Unternehmen) zog. Die damit begonnene Auseinandersetzung über die Bedeutung von Zeithorizonten in der Corporate Governance dauert bis heute an.

(1) *Der Pionier: J. Parkinsons „Corporate Power and Responsibility“*

Als bahnbrechendes Buch zu dieser Thematik erschien erstmals 1993 „Corporate Power and Responsibility – Issues in the Theory of Company Law“<sup>894</sup> aus der Feder des 48-jährig verstorbenen *John Edward Parkinson*.<sup>895</sup> *Parkinson* führte sorgfältig und kenntnisreich gesellschaftsrechtliche mit ökonomischer Theorie zusammen und lieferte insbesondere im letzten Buchdrittel einen viel beachteten<sup>896</sup> juristischen Beitrag zu der sich entwickelnden<sup>897</sup> britischen Corporate-Social-Responsibility-Bewegung. Mit alledem galt das Werk als wegweisend für die englische Gesellschaftsrechtswissenschaft. Es begründete *Parkinsons* akademischen Aufstieg und Ruf als einer der führenden Gesellschaftsrechtler seiner Generation sowie seine Aufnahme in das Company Law Review Steering Committee des Department of Trade and Industry.<sup>898</sup> *Short-termism* behandelt *Parkinson* in der ersten Hälfte seines Buches mehrfach und unter verschiedenen Gesichtspunkten:

---

fristiger Orientierung a. a. O., S. 490. Wiederum sind die Übergänge zwischen britischer und US-amerikanischer Diskussion oft fließend.

<sup>893</sup> Siehe vorrangig unter dem Aspekt stark steigender CEO-Vergütungen und zu dem Grad ihrer Bemessung durch unabhängige Direktoren *Cosh/Hughes*, Cambridge J. Ec. 11 (1987), 285 ff.; *Cosh/Hughes*, J. L. & Soc. 24 (1997), 104 ff.

<sup>894</sup> Hier und im Folgenden wird die ein Jahr später erschienene Paperback-Fassung zitiert, *Parkinson*, Corporate power and responsibility, 1994.

<sup>895</sup> Nachruf von *Stanton/Arden*, The Guardian, 09.04.2004.

<sup>896</sup> Siehe die Rezensionen von *Rogerson*, C. L. J. 53 (1994), 601 (zustimmend); *Alcock*, Mod. L. Rev. 58 (1995), 898 (ablehnend).

<sup>897</sup> Die Wurzeln von Corporate Social Responsibility (CSR) im heutigen Sinne werden in England zwar bis zu sozial-philanthropischem Engagement reicher Unternehmer im 19. Jahrhundert zurückgeführt. In den ersten drei Vierteln des 20. Jahrhunderts blieb die Auseinandersetzung mit diesem Thema in Großbritannien aber weit hinter derjenigen in den USA zurück (*Moon*, in: Habisch/Wegner/Schmidpeter u. a. (Hrsg.), Corporate Social Responsibility Across Europe, 2005, S. 51, 51–53; ihm folgend *Carroll*, in: Crane (Hrsg.), The Oxford handbook of corporate social responsibility, 2008, 41). Ab dann nahm das Thema verstärkt auch im Vereinigten Königreich Fahrt auf, zunächst vorrangig mit Blick auf die Verantwortung von Unternehmen gegenüber ihren Stakeholdern (siehe *Tricker*, Corporate governance<sup>3</sup>, 2015, S. 10, m. w. N. zu drei wichtigen Berichten zu diesem Thema, beginnend mit dem Watkinson Report der Confederation of British Industry von 1973; speziell zu CSR dann insbesondere *Beesley/Evans*, Corporate social responsibility, 1978). Eine gesonderte Entwicklung von CSR wird allerdings erst auf die frühen 1980er Jahre datiert, vor dem Hintergrund einer Periode hoher Arbeitslosigkeit und sozialen Unfriedens. Eine sog. zweite Welle (sozial verantwortliche Produkte) und dritte Welle (sozial verantwortliche Arbeitnehmerbeziehungen) folgten in den 1990er Jahren (*Moon*, in: Habisch/Wegner/Schmidpeter u. a. (Hrsg.), Corporate Social Responsibility Across Europe, 2005, S. 51, 54–56; *Carroll*, in: Crane (Hrsg.), The Oxford handbook of corporate social responsibility, 2008, 41). Hier ist auch Parkinsons spezifisch rechtswissenschaftlicher Beitrag einzuordnen.

<sup>898</sup> *Stanton/Arden*, The Guardian, 09.04.2004.

Erstens wies *Parkinson* auf die Gefahr hin, dass erfolgsabhängige Managervergütung und Aktienoptionsprogramme einen Druck zu kurzfristigen Buchgewinnen erzeugen können.<sup>899</sup> *Parkinson* sah dies namentlich für eine Vergütung anhand des Gewinns pro Aktie, bilanzgestützte Leistungsmaße sowie für Belohnungen, die an Aktienkursänderungen gekoppelt sind, Letzteres in Abhängigkeit von dem – für *Parkinson* fraglichen – Maß, in dem Aktienkurse Zukunftsaussichten von Unternehmen widerspiegeln.<sup>900</sup> *Parkinson* stützte sich hier insbesondere auf US-amerikanische Literatur,<sup>901</sup> gelangte aber zu einer deutlich skeptischeren Sicht erfolgsabhängiger und damit potenziell auch weiter steigender Vergütung, als sie damals bei US-Ökonomen vorherrschte. Attraktiver schien ihm, die interne Beaufsichtigung zu verbessern, z. B. durch eine Reform des Boards.<sup>902</sup> Nur knapp erwähnte *Parkinson* hingegen die Diskussion, M-Form-Management könne lohnende Investitionsmöglichkeiten ersticken, weil die Unternehmenszentrale ohne operatives Wissen nur finanziell kontrolliert,<sup>903</sup> obgleich er andere Vor- und Nachteile von *M-form* und *U-form* näher diskutierte.<sup>904</sup>

Zweitens erörterte *Parkinson* lang- und kurzfristige Elemente der Managerpflicht, das Aktionärswohl zu fördern. Er wandte sich gegen das herkömmliche Verständnis des englischen *company law*, dem zufolge sich die Direktorenpflichten auf alle „Mitglieder“ der Gesellschaft im Sinne gegenwärtiger und zukünftiger Gesellschafter beziehen. *Parkinson* erachtete es für wenig einsichtig, warum Direktoren Interessen noch nicht identifizierbarer Personen berücksichtigen sollten, zumal diese in Zukunft Aktien zu finanziellen Bedingungen erwerben würden, welche die dann bestehende Lage der Gesellschaft widerspiegeln.<sup>905</sup> Im Ergebnis, so *Parkinson*, würde man den Direktoren gestatten, Handlungen mit dem Unternehmenswohl zu rechtfertigen, obgleich sie den Interessen der gegenwärtigen Gesellschafter zuwiderliefen.<sup>906</sup> Dem rechtlichen Modell entspreche es eher, den Direktoren ein Ermessen hinsichtlich des Zeitrahmens zuzubilligen, über den bestehende Mitglieder Vorteile erhalten: Die Direktoren dürften das Interesse der Mitglieder an der Gesellschaft als ein dauerhaftes ansehen und seien deshalb nicht verpflichtet, die gegenwärtigen Gewinne zu maximieren, um kurzfristige Dividendenwünsche zulasten langfristigen Wachstums zu erfüllen.<sup>907</sup>

<sup>899</sup> *Parkinson*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 68, 116.

<sup>900</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 116.

<sup>901</sup> Siehe *ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 114–116 mit Fn. 65, 66, 69–79.

<sup>902</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 116.

<sup>903</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 69 Fn. 66 unter Verweis auf *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 60–63.

<sup>904</sup> Siehe *Parkinson*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 68–70.

<sup>905</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 80.

<sup>906</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 80.

<sup>907</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 81. *Parkinson* griff damit in der Sache – offenbar unbewusst – einen Gedanken auf, den bereits 1979 Harold M. Williams, der damalige Chairman der SEC, in einer Rede als Mittel gegen schädliche kurzfristige Orientierung vorgetragen hatte: „The ‘shareholder’ to which management should regard itself as accountable is not simply those individuals who happen to be shareholders today – or at any arbitrary point in time – but to ‘ownership’ as an institution over time. When the ‘shareholder’ is viewed as a continuing, long-term group – even though its membership is changing daily – there is far greater congruence between corporate activity in the interests of its shareholders and the interests of the larger society. Concern for how a company can contribute over time to serving today’s needs for goods and services in a competitive economy is an effective antidote to the tendency to make expedient short-term decisions.“ (*Williams*, Corporate Accountability and Shareholder Power, October 24, 1979, S. 13; zum Zusammenhang dieser Rede mit damaligen Politikinitiativen der SEC *Karmel*, 57 Brook. L. Rev., 58–61 (1991).)

Hierauf aufbauend diskutierte *Parkinson*, inwieweit die Ökonomie Hilfe dabei leistet, die Zeitspanne der Direktorenpflicht zu konkretisieren, die finanziellen Aktionärsinteressen zu fördern – eine solche bejahte *Parkinson* nach damaligem Rechtsstand.<sup>908</sup> Das von *Parkinson* bis dahin begründete rechtliche Konzept ließ den Zeitrahmen der Gewinnmaximierung offen. Kurz- oder langfristige Maximierung erforderten indes in wichtigen Punkten unterschiedliches Verhalten.<sup>909</sup> *Parkinson* verwies auf die Empfehlung der Ökonomie, dass Manager den (residualen) Unternehmenswert nach Abzug aller festen Ansprüche maximieren sollten, und stellte fest, dass bei effizienten Kapitalmärkten lang- und kurzfristige Gewinnmaximierung miteinander harmonieren. Unternehmenswertmaximierung erscheine dann ideal für alle Aktionäre unabhängig von ihrem Liquiditätsbedarf, ebenso wie für die Gesellschaft, weil Produktion für gegenwärtigen Konsum und Wachstum optimal ausbalanciert werden.<sup>910</sup> Zweifel an der Gültigkeit der Effizienzmarkthypothese führten *Parkinson* gleichwohl zu dem Schluss, eine strenge Ausrichtung an Aktionärsinteressen scheine zu verlangen, Ziel und Formulierung der Managerpflichten auf Aktienkursmaximierung zu richten, nur um sogleich klarzustellen, dass die Haftungsregeln ohnehin nicht ausgefeilt genug seien, um zwischen beidem zu unterscheiden.<sup>911</sup> Dass Aktienkurs und Fundamentalwert auf einem unvollkommenen Kapitalmarkt möglicherweise voneinander abweichen, weise allerdings darauf hin, dass auch Aktionärsinteressen und ökonomische Effizienz auseinanderfallen können. Selbst wenn kein rechtlicher Druck bestehe, könne der Markt Druck auf Manager ausüben, sich auf den Aktienkurs zu konzentrieren. *Parkinson* erblickte somit ein zentrales Element des *Short-termism*-Vorwurfs darin, dass der Aktienmarkt Projekte mit langfristigen Erträgen unterbewertet und Unternehmen dadurch davon abhält, in dem sozial erwünschten Ausmaß zu investieren. Sofern solcher Druck bestehe – was strittig sei –, empfahl *Parkinson*, die institutionellen und marktbezogenen Bedingungen zu beseitigen, die ihn erzeugen, nicht eine Anpassung der Direktorenpflichten. Eine Klarstellung Letzterer könne gleichwohl zusammen mit anderen Maßnahmen hilfreich sein.<sup>912</sup>

Beachtenswert ist, dass *Parkinson Short-termism* für Aktionäre offenbar als wenig problematisch erachtete. Dies war konsequent, weil *Parkinson* – entgegen der herkömmlichen Ansicht im englischen *company law* – die Direktorenpflicht, das Aktionärsinteresse zu fördern, allein auf die gegenwärtigen Gesellschafter bezog. Da *Parkinson* es den Managern dabei zwar gestattete, langfristige Vorteile zu maximieren, nach Ermessen aber auch eine Ausrichtung am aktuellen Kurs erlaubte, blieb ein hierauf gerichteter Druck des Marktes im Rahmen des Zulässigen und insofern rechtlich unproblematisch. Nachteilig war die damit einhergehende Entwertung des Direktorenermessens normativ betrachtet vor allem, soweit kurzfristiger Marktdruck den Zweck des *company law* untergrub, zu gesamtgesellschaftlichem Wachstum und Wohlstand beizutragen.

All dies war unmittelbar bedeutsam für den Markt für Unternehmenskontrolle, den dritten Themenbereich, in dem *Parkinson Short-termism* diskutierte. Auch hier hob er die Effizienzmarkthypothese als wesentliches Element eines effizienten Übernahme-

<sup>908</sup> *Parkinson*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 89–92.

<sup>909</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 90.

<sup>910</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 90–91.

<sup>911</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 92. Welche beiden Ziele damit gemeint sind, wird an der Stelle des Buches nicht abschließend klar. Gemeint sind wohl eine Maximierung des residualen Unternehmenswertes und eine direkte Maximierung des Aktienkurses.

<sup>912</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 92.

marktes hervor, der schlechtes Management durch ein Entlassungsrisiko diszipliniert.<sup>913</sup> *Parkinson* betonte, *Jensen* widersprechend, es sei stark umstritten, ob der Markt bei der Abbildung des inneren Wertes von Gesellschaften und damit „im relevantesten Sinne“ effizient sei.<sup>914</sup> Er beleuchtete eingehend Unvollkommenheiten des Marktes für Unternehmenskontrolle mit Blick auf seine disziplinierende Wirkung<sup>915</sup> und resümierte den uneinheitlichen Forschungsstand zum wirtschaftlichen Erfolg von Übernahmen sowie ihren Folgen für Konzentrationsgrad und regionale Entwicklung.<sup>916</sup> Mit Blick auf kurzfristiges Handeln verwies *Parkinson* auf die Breach-of-Trust-Hypothese von *Shleifer/Summers*, der zufolge ein aktiver Übernahmemarkt implizite Verständigungen zwischen Management und Stakeholdern, insbesondere Arbeitnehmern, gefährdet, mit der Folge eines übermäßig kurzfristigen Fokus dieser Gruppen zulasten langfristigen Wachstums.<sup>917</sup>

Den Begriff „*Short-termism*“ verwandte *Parkinson* allerdings erst wieder im nachfolgenden Abschnitt über die Auswirkungen drohender Übernahmen, definiert als Zustand, in dem sich Manager übermäßig mit kurzfristigen Gewinnen befassen, um den Aktienkurs hochzuhalten und die Aufmerksamkeit von Bietern zu vermeiden.<sup>918</sup> *Parkinson* schilderte die Befürchtungen, dass eine solche Haltung zulasten langfristig wichtiger Ausgaben gehen und sich mit der Bedeutung institutioneller Investoren weiter verstärken könne, weil diese ihrerseits kurzfristig orientiert seien und Fondsmanager entsprechend

<sup>913</sup> *Ders.*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 119–120.

<sup>914</sup> *Ders.*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 120.

<sup>915</sup> *Ders.*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 120–124: Namentlich (1) die hohen Transaktionskosten eines Übernahmehabens in Form von Gebühren, Übernahmeprämie und Integrationsaufwand, welche Übernahmen nur bei exorbitantem Managerversagen lohnend erscheinen ließen. (2) Der Umstand, dass *raiders* nicht selten die wahrscheinlichen Effizienzgewinne überschätzen, wie die schlechte Ex-post-Entwicklung vieler Übernahmen belege. Hierdurch gerate das Management potenzieller Zielgesellschaften auch dann in Gefahr, wenn dies wirtschaftlich nicht gerechtfertigt ist. (3) Die Free-Rider-Problematik zwischen Aktionären potenzieller Zielgesellschaften und dem Bieter hinsichtlich der Verteilung der Effizienzgewinne einer Übernahme. (4) Hohe praktische, empirisch belegte Bedeutung anderer Übernahmehemmnisse abseits der Verbesserung schlechten Managements, einschließlich populärer Übernahmen gerade auch effizient geführter Gesellschaften. (5) Immunität des Managements gegenüber Übernahmen nach einem zunächst für die Wirtschaft positiven Management-Buyout. Siehe auch später zusammenfassend *ders.*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 146–147.

<sup>916</sup> *Parkinson*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 125–127.

<sup>917</sup> *Ders.*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 127–128; zu dieser These in der US-amerikanischen Debatte bereits oben 2. Teil, § 1 I.3. d), S. 130 ff., Fn. 407, 408 auf S. 133 mit den dort genannten Nachweisen und dem begleitenden Text; zur Rezeption in Großbritannien durch *Franks/Mayer* zudem oben 2. Teil, § 1 II.3. b) bb) (4), S. 202 ff., siehe insbesondere den Text bei Fn. 881–884 auf S. 207. Beachtenswert ist *Parkinsons* Anmerkung (a. a. O., S. 127), man könne darüber streiten, ob die von der Breach-of-Trust-Hypothese beschriebene Unfairness speziell dem Übernahmeverfahren anhafte oder ob Kontrollwechsel schlicht die allgemein größere Verletzlichkeit von Arbeitnehmern in einer Unternehmensstruktur hervorheben. Letzteres dürfte insbesondere für multinationale Konzerne zutreffen, die weltweit produzieren und verkaufen, vor allem wenn sie keine konsumentenbekannte (Dach-)Marke vertreiben und keine hoch qualifizierten Arbeitnehmer benötigen. Dann könnten profitable *breaches of trust* im Sinne des Modells z. B. durch Standortverlagerungen in Betracht kommen.

<sup>918</sup> *Ders.*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 128. Eine weitere Definition nennt *Parkinson* später im Zusammenhang mit dem Verhalten institutioneller Investoren, *ders.*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 171 Fn. 58: „This [der Umstand, dass Finanzinstitutionen in Großbritannien nur eine begrenzte Beziehung zu ihren Portfoliounternehmen unterhalten und eher breit in den Markt anstatt langfristig in einzelne Gesellschaften investieren] is not to say that institutions are necessarily ‘short-termist’, that is, place undue weight on companies’ short-term performance and under-value investment because of its depressive effect on short-term profits, thus imposing pressure on managements to be short-termist too.“

beeinflussten.<sup>919</sup> Der Markt für Unternehmenskontrolle werde als wesentlicher Mechanismus gesehen, der mutmaßlichen Investor-*Short-termism* in Management-*Short-termism* umwandle.<sup>920</sup> Erst am Schluss dieses Abschnitts, als zweite mögliche Erklärung für *Short-termism*, thematisierte *Parkinson* die Erweiterung der Breach-of-Trust-Hypothese durch *Franks/Mayer*.<sup>921</sup>

*Parkinson* machte die Berechtigung des *Short-termism*-Vorwurfs im Kern davon abhängig, ob der Aktienmarkt effizient bepreist. Gemäß der Corporate-Finance-Theorie, dass der Aktienkurs den Barwert aller zukünftigen Gewinne<sup>922</sup> widerspiegelt, zusammen mit der halbstrengen Markteffizienzhypothese, dass Preise alle öffentlich verfügbaren Informationen beinhalten, sei kein Druck auf das Management denkbar, langfristig profitable Investitionsmöglichkeiten kurzfristigen Bilanzgewinnen zu opfern.<sup>923</sup> Die Gegenposition unterscheide rein technische Effizienz in dem Sinne, dass der Markt schnell auf neue Informationen reagiert („information arbitrage market efficiency“) von der behaupteten Fähigkeit des Marktes, Aktien entsprechend der erwarteten zukünftigen Gewinne und Dividenden zu bewerten.<sup>924</sup> *Parkinson* ging im Folgenden nahezu selbstverständlich davon aus, dass Letzteres nicht zutrefte, und führte dafür zwei Gründe an: erstens – im Prinzip änderbar – unzureichende Informationen der Marktteilnehmer über Investitionspläne und mangelnde Fähigkeiten zur Bewertung hochkomplexer, spezieller Projekte.<sup>925</sup> Zweitens erfordere die Bewertung von Aktien, erhebliche, nicht quantifizierbare Unsicherheiten einzuschätzen. Dieses schwierige und nur subjektiv mögliche Unterfangen halte Investoren dazu an, sich an anderen Marktteilnehmern zu orientieren. Aktienkurse könnten dadurch von Moden und Irrationalitäten bestimmt werden und vor allem von einer Konzentration auf greifbare kurzfristige Gewinnzahlen statt relativ unwägbarer langfristige Aussichten.<sup>926</sup>

Im Ergebnis erachtete *Parkinson* es für ungeklärt, inwieweit der Markt für Unternehmenskontrolle zu Manager-*Short-termism* beiträgt. Bereits die Möglichkeit wertete er aber als Bestätigung dafür, dass der Ansporn zu Effizienz, den der Markt unzweifelhaft, wenn auch unbeständig erzeuge, teuer erkaufte sei und durch andere Mittel mit geringe-

<sup>919</sup> *Parkinson*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 128–129. Hier referierte *Parkinson* die Sicht, dass institutionelle Investoren ihrerseits kurzfristig agierten und entsprechenden Druck auf Fondsmanager ausübten, die sodann ihre Portfolios häufig umschlügen und bei dem kleinsten Anzeichen eines Zurückfallens hinter den Markt verkauften. Überdies werde den institutionellen Investoren Treulosigkeit bei Übernahmeangeboten vorgeworfen.

<sup>920</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 129.

<sup>921</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 131.

<sup>922</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 129 führt zunächst unter Berufung auf *Marsh*, Short-termism on Trial, October 1990, S. 9 aus, gemäß Corporate-Finance-Theorie solle der Kurs der Aktien einer Gesellschaft den Barwert der zukünftigen Zahlungsmittelzuflüsse (Cashflows) dieser Gesellschaft widerspiegeln, und setzt dies im Folgesatz vereinfachend mit der Aussage gleich, dass der gegenwärtige Kurs der Aktien eines Unternehmens erwartete zukünftige Gewinne widerspiegeln sollte.

<sup>923</sup> *Parkinson*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 129–130.

<sup>924</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 130.

<sup>925</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 130.

<sup>926</sup> *Ders.*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 130–131. Mit dieser Argumentation lehnte sich *Parkinson* unverkennbar an Keynes an (vgl. dazu näher 1. Teil, § 1 III.1.d), S. 52 ff.), zitierte allerdings nur (damals) aktuelles Schrifttum aus der US-Debatte.

ren Nebenwirkungen erreicht werden könnte.<sup>927</sup> Diese versprach sich *Parkinson* vor allem von einer verbesserten internen Governance.<sup>928</sup>

## (2) Die nachfolgende Diskussion

Kurz nachdem *Parkinsons* Buch 1993 erschienen war, teils auch schon parallel, folgten in dichtem Abstand zahlreiche weitere Sammelwerke und schließlich Monografien, die die Debatte um *Short-termism* weitgehend in dem von *Parkinson* vorgezeichneten Rahmen vertieften.

### (a) Übernahmen

Große Aufmerksamkeit erhielt der Markt für Unternehmenskontrolle als Mechanismus, der das Board auf kurzfristige zulasten langfristiger Ziele ausrichten könnte, in Abhängigkeit von der Effizienzmarkthypothese und der Pflichtenbindung von Trustees.<sup>929</sup> Im Lichte des damaligen regulatorischen Rahmens für Übernahmen, Direktorenpflichten und Verteidigungsmöglichkeiten der Zielgesellschaft<sup>930</sup> diskutierte man, eng verzahnt mit dem bereits dargestellten ökonomischen Diskussionsstrang, verschiedene Wege, Übernahmen einzuschränken, etwa durch strengere Fusionskontrolle oder eine bessere Information der typischerweise schlecht abschneidenden Aktionäre des Bieters.<sup>931</sup> Damit verbunden fragte man auch allgemeiner nach Rückwirkungen der Struktur der Unternehmensfinanzierung auf die Corporate Governance, vor allem mit Blick darauf, inwieweit das britische, eigenkapital- und übernahmeaffine System einen Wettbewerbsnachteil gegenüber den fremdkapitallastigen deutschen und japanischen Systemen bedeutete, die feindliche Übernahmen weitgehend ausschlossen.<sup>932</sup>

### (b) Nicht geschäftsführende Direktoren

Verbreitete Gefolgschaft auf beiden Seiten der *Short-termism*-Debatte fand aber vor allem die bereits von *Parkinson* herausgearbeitete Empfehlung, den problemträchtigen

<sup>927</sup> *Ders.*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 131.

<sup>928</sup> *Ders.*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 132 sowie erneut S. 158 und mit konkreten Vorschlägen S. 191 ff. *Parkinson* räumte ausdrücklich ein, dass die Kosten rechtlicher Interventionen ihre Vorteile übersteigen können. Ohne empirische Belege hierfür habe das Argument, Intervention sei notorisch ineffizient, aber keine stärkere Überzeugungskraft als die Gültigkeit der ursprünglichen Behauptung kompetenter Märkte.

<sup>929</sup> *Dimsdale*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 24–26, zudem S. 36 zur Breach-of-Trust-Hypothese von Shleifer/Summers; *Weedon*, in: *Prentice* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 97, 102–103; allg. zur Leistungsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle *Prentice*, in: *ders.* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 25, 36–38, mit Anbindung an die *Short-termism*-Debatte auf S. 31.

<sup>930</sup> Diesen analysierte etwa *Paul*, in: *Prentice* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 135 ff. *Paul* selbst sprach (a. a. O.) *Short-termism* bzw. eine Problematik kurzfristiger Orientierung nicht an, wohl aber die Beiträge von *Davies*, *Stapledon*, *Lord Alexander of Weedon* und *Baums* aus dem gleichen Sammelband, der aus einer Konferenz hervorging.

<sup>931</sup> *Dimsdale*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 36–37.

<sup>932</sup> *Prentice*, in: *ders.* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 25, 33–35 i. V. m. S. 31; *Weedon*, in: *Prentice* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 97, 97–98, der einerseits die hohe Liquidität, informationelle Effizienz und Finanzierungsleistung des britischen Kapitalmarktes lobt und als Modell für Europa propagiert, andererseits aber grundlegende Bedenken anspricht, das britische System könne *Short-termism* nicht nur zulassen, sondern sogar fördern.

Markt für Unternehmenskontrolle stärker entbehrlich zu machen, indem man alternative Wege stärkt, die, so die Hoffnung, das Management antreiben und disziplinieren könnten.<sup>933</sup>

Zu diesem Zweck nahm man zum einen die interne Corporate Governance in den Blick. Als ausbaufähige Kontrollinstanz standen vor allem nicht geschäftsführende (gegebenenfalls zugleich externe, unabhängige) Direktoren im Vordergrund,<sup>934</sup> die in den USA bereits ein etabliertes Element der Corporate Governance waren<sup>935</sup> und die im Vereinigten Königreich der *Cadbury Report* stark betonte.<sup>936</sup> So diskutierte man in juristischer Hinsicht Unklarheiten und Spannungen beim Pflichtenkreis nicht geschäftsführender Direktoren,<sup>937</sup> ihre Professionalisierung im Spannungsfeld zu dem einheitlichen Board-Verständnis (*unitary board structure*) des britischen *company law*,<sup>938</sup> Möglichkeit und Ausgestaltung rigiderer Vorgaben für den Anteil unabhängiger Direktoren<sup>939</sup> sowie rechtsvergleichend Leistungsfähigkeit und Übertragbarkeit des zweigliedrigen deutschen Board-Modells.<sup>940</sup> In der Praxis bemühte sich allen voran die PRO-NED-

<sup>933</sup> *Davis/Kay*, *Business Strategy Review* 1 (1990), 17, 18–19; *Davies*, 57 *Brook. L. Rev.* 129, 130 („consensus proposal for change“), 135–136 (1991); *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 208–209; *Dimsdale*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 27; *Charkham/Simpson*, *Fair shares*, 1999, S. 5; als dezidiert Kritiker von Short-termism-Vorwürfen auch *Marsh*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 66, 80; andeutend auch *Prentice*, in: *ders.* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 25, 37 unten; *Weedon*, in: *Prentice* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 97, 104.

<sup>934</sup> Instruktiver Überblick über Diskussionspunkte und Vorschläge bei *Dimsdale*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 28–30; allg. *Sykes*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 111, 113 („Common to most of those involved in the debate is the view, that board of directors need to take more and better account of the view of their owners [...]“); keine wesentliche Abhilfe hiervon erwartend indes *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 230.

<sup>935</sup> Siehe nur *Gilson/Kraakman*, 43 *Stan. L. Rev.* 863, 873 (1991): „Whether one asks the Business Roundtable, the Conference Board, the American Bar Association or the American Law Institute, the answer to the question of who should monitor management is the same: independent outside directors elected by the shareholders. And it is important to understand how pervasive an institution the outside director has become. As of 1987, 74 percent of the directors of publicly held companies were not company employees.“

<sup>936</sup> Zur Positionierung des *Cadbury Report* in der *Short-termism*-Debatte 2. Teil, § 1 II.3.c)bb), S. 240.

<sup>937</sup> Mit gewichtigen Argumenten *Davis/Kay*, *Business Strategy Review* 1 (1990), 17, 26–34, die argumentieren, dass die Konzeption eines *unitary board* im englischen Recht, die unabhängigen, nicht geschäftsführenden Direktoren eine Funktion als Berater, Überwacher und Entscheider zuschreibe, im Ergebnis die effektive Wahrnehmung der Überwachungsaufgabe untergrabe und daher aufgegeben werden sollte.

<sup>938</sup> Eingehend *dies.*, *Business Strategy Review* 1 (1990), 17, 26–34, insb. S. 29, 32, 34 mit Plädoyer für eine Aufgabe der Vorstellung eines *unitary board*; knapper Überblick bei *Dimsdale*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 28–29; *Holland*, *J. Bus. L.* 127, 131 (1996).

<sup>939</sup> *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 291–292 befürwortete, im Corporate-Governance-Kodex für börsennotierte Gesellschaften eine Mehrheit unabhängiger *non-executive directors* im Board zu empfehlen, als Chairman einen unabhängigen Teilzeit-Direktor und einen separaten Nominierungsausschuss (*board nomination committee*) aus nicht geschäftsführenden Direktoren; gegen eine Regelung dieser Frage *Weedon*, in: *Prentice* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 97, 100.

<sup>940</sup> Dazu ablehnend *Weedon*, in: *Prentice* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 97, 100 („I must own to a definite bias in favour of unitary boards.“); treffende Zusammenfassung des Meinungsbildes bei *Prentice*, in: *ders.* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993,

Bewegung, eine von *Jonathan Charkham* geleitete Kooperation der Bank of England, der Börse, des Institutional Shareholders' Committee sowie des Industrieverbandes CBI, unabhängige, nicht geschäftsführende Direktoren in der Praxis stärker zu etablieren. Vor allem in der ersten Hälfte der 1980er Jahre hatte dies sichtbaren Erfolg.<sup>941</sup> Dass die Zentralbank über eine Arbeitsgruppe Änderungen in der Unternehmens- und Kapitalmarktpolitik vorantreibt, war in Großbritannien ein bereits zuvor, beim City Code of Takeovers and Mergers sowie seinem Vorläufer, erfolgreich erprobtes Vorgehen, um Selbstregulierung zu befördern.<sup>942</sup>

### (c) Institutionelle Aktionäre

Zum anderen erhielten institutionelle Aktionäre als Element der externen Corporate Governance viel Aufmerksamkeit, sowohl mit Blick darauf, inwieweit sie selbst zu *Short-termism* beitragen,<sup>943</sup> als auch mit Blick darauf, wie sie angehalten werden könnten, sich stärker zu engagieren und zu informieren, um kurzfristiges Denken einzudämmen.<sup>944</sup> Ob hierzu unverbindliche Aufforderungen und privatautonome Initiativen ausreichten

S. 25, 30: „There has been little enthusiasm shown for a formally structured two-tier board, but some have felt that a subcommittee structure where the subcommittees are composed of at least a majority of non-executive directors will produce this effect.“

<sup>941</sup> Näher *Davies*, 57 *Brook. L. Rev.* 129, 138–139 (1991).

<sup>942</sup> Dazu *Pennington*, Report on Takeovers and other Bids, 1974, S. 17: Der City Code of Takeovers and Mergers, das zentrale (Soft-Law-)Element des britischen Übernahmerechts, wurde erstmals im März 1968 veröffentlicht. Er war das Ergebnis einer Arbeitsgruppe (*working party*), welche die Bank of England im Oktober des Vorjahres organisiert hatte. Auch der Vorläufer des City Code, die Notes on Amalgamation of British Businesses (Queensbury Rules) vom Herbst 1959 gingen auf eine Arbeitsgruppe zurück, die der Gouverneur der Bank of England eingesetzt hatte, dazu *Baum*, *RIW* 2003, 421, 424.

<sup>943</sup> Knapp *Dimsdale*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 32 mit Blick auf die kommunizierte zeitliche Ausrichtung und eine Präferenz für kontinuierlich hohe Dividenden; ablehnend *Davies*, in: *Prentice* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 69, 79–80, der auf die langfristigen Verbindlichkeiten der in Großbritannien dominierenden Pensionsfonds und Versicherungen verweist, mit Marsh zwischen Quartalsberichten und längerfristiger Bewertung von Fondsmanagern unterscheidet und unter Berufung auf den Bericht der CBI City/Industry Task Force (zu diesem und Marsh Publikation näher oben 2. Teil, § 1 II. 3. b) aa), S. 188 ff.) die Argumentation zurückweist, dass Investmentmanager kurzfristigen Druck ausübten; mit eingehender Analyse verschiedener ökonomischer Beiträge *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 212–237. *Stapledon* kommt zu dem Schluss, dass institutionelle Investoren als solche nicht zu *Short-termism* beitragen. Zugleich stellt er aber die These auf, dass dem *outsider system of corporate ownership and governance* in den USA und dem Vereinigten Königreich eine Form von *Short-termism* inhärent sei, die sich (unter anderem) in hohen Gewinnausschüttungsquoten (*dividend payout ratio*) zeige. Dieser inhärente *Short-termism* liege darin begründet, dass die Aktionäre großer und mittlerer britischer Unternehmen *arm's-length investors* seien, im Gegensatz zu den *committed shareholders* in Deutschland und Japan. Dieser Umstand führe im Zusammenspiel mit der hohen Bedeutung feindlicher Übernahmen im britischen Corporate-Governance-System dazu, dass dem Management Anreize fehlten, langfristig zu denken. Maßnahmen, die eine engere Beziehung zwischen Unternehmen und Aktionären fördern, seien daher nicht schädlich, sondern mutmaßlich positiv, insbesondere um *Short-termism* durch Wahrnehmungsverzerrungen der Manager (*managerial short-termism through misconception*) entgegenzuwirken (siehe insbesondere *ders.*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 213 f., 227, 237, 282; zu seiner Auffassung auch *Short/Keasey*, in: *Keasey* (Hrsg.), *Corporate governance*, 1997, S. 18, 43).

<sup>944</sup> *Dimsdale*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 27–32, einschließlich der Übersicht S. 39–40 mit gleichgerichteten Vorschlägen von Autoren des Sammelbandes; *Charkham*, *Keeping good company*, 1995, S. 330–331, 335–336; *Davies*, in: *Prentice* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, 69; *Prentice*, in: *ders.* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 25, 29–30; *Davies*, 57 *Brook. L. Rev.* 129, 135–136 (1991); eingehend *Charkham/Simpson*, *Fair shares*, 1999.

oder rechtliche Vorschriften geändert werden müssten, war nicht nur unter Juristen umstritten.<sup>945</sup>

Die Antwort hing maßgeblich davon ab, inwieweit bereits das geltende Recht Trustees, insbesondere solche der mutmaßlich langfristig orientierten Pensionsfonds, verpflichtete, sich in ihren Portfoliogesellschaften zu engagieren. In diesem Punkt traf sich die juristische Seite der *Short-termism* mit einer allgemeinen Debatte um Regulierung und Ausgestaltung speziell von betrieblichen Pensionsfonds (*occupational pension schemes*).<sup>946</sup> Bei diesen hatte die spektakuläre *Maxwell affair* im Verein mit einer Reihe weiterer Fälle notleidender Pensionsfonds eklatante Defizite im bestehenden Regulierungssystem offengelegt.<sup>947</sup> Mitte 1992 setzte deshalb der Secretary of State for Social Security ein Pension Law Review Committee ein,<sup>948</sup> das im Herbst 1993 einen Bericht vorlegte,<sup>949</sup> nach seinem Chairman *Goode Report* genannt. Der *Goode Report* unterbreitete 218 Empfehlungen zur Änderung der Rechtslage,<sup>950</sup> aus denen über weitere Stationen und mit gewissen Änderungen der Pensions Act 1995 hervorging. Dieser regelte Pensionsfonds erstmals mit einem eigenen Gesetz,<sup>951</sup> darunter auch die Pflichten von Trustees bei der Anlage des Trust-Vermögens bzw. bei der Delegation dieser Aufgabe auf Fondsmanager.<sup>952</sup> Beides war unmittelbar auch für die juristische Diskussion um die Aktivierung institutioneller Investoren gegen kurzfristige Einflüsse bedeutsam, stellten doch Pensionsfonds im Vereinigten Königreich in den 1990er Jahren die mit Abstand wichtigste Untergruppe.<sup>953</sup> Wesentliche Änderungen ergaben sich durch die Kodifikation hier aber insofern nicht, als diese, einem Leitmotiv des *Goode Report* folgend, vorrangig bestrebt war, bestehende Best-Practice-Grundsätze festzuschreiben und somit zu sichern.<sup>954</sup> Dementsprechend sah man im neuen Pensions Act auch keinen wesentlichen

<sup>945</sup> Für Ersteres *Sykes*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 111, 126; für Letzteres *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 251, 284–295; weitgehend auch *Davies*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 69, 81–92, der in einer differenzierten Diskussion mit Überblick über die Argumente beider Seiten verschiedene Konstellationen und Formen erfolgreichen Drucks bzw. Engagements institutioneller Investoren anerkennt, aber das Potenzial für Interventionen in die Geschäftspolitik ihrer Portfoliogesellschaften abseits spezieller Fallgestaltungen (hohe Beteiligung an einem mittleren Unternehmen mit der Folge eines *lock in*, Aufnahme neuen Kapitals) skeptisch beurteilt, im Gegensatz zu eher schematisch möglichen Einflussnahmen zum Schutz von Aktionärsrechten oder auf die Struktur des Boards; reine Aufforderungen würden an diesem Zustand nichts ändern.

<sup>946</sup> Vgl. *Davies*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, 69.

<sup>947</sup> *Blair*, *Pension Fund Regulation*, 23.01.1995, S. 7–13.

<sup>948</sup> Auf Betreiben des House of Commons Social Security Select Committee gingen die *terms of reference* des Committee aber über die Vermeidung von Betrug oder die Entschädigung der Opfer hinaus, dazu näher *Nobles*, *Ind. Law J.* 23 (1994), 69.

<sup>949</sup> *Goode*, *Pension law reform*, 1993.

<sup>950</sup> Für einen konzisen Überblick über die zentralen Vorschläge siehe instruktiv *Groves*, 14 *Business L. Rev.* 287, 287–288 (1993) sowie die Besprechung von *Nobles*, *Ind. Law J.* 23 (1994), 69 ff.

<sup>951</sup> Eingehend zu den weiteren Zwischenstationen (vor allem ein Bericht des Social Security Committee und ein White Paper der Regierung) zum Pensions Act, Abweichungen von den Empfehlungen des *Goode Report* sowie zentralen Themen der Pensions Bill [HL 14] 1994/5 *Blair*, *Pension Fund Regulation*, 23.01.1995, S. 4–6, 14–51.

<sup>952</sup> *Ders.*, *Pension Fund Regulation*, 23.01.1995, S. 43.

<sup>953</sup> Für entsprechendes Zahlenmaterial siehe *Davies*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 69, 70; beachte aber auch a.a.O., S. 71–72 zu den fließenden Übergängen zwischen Pensionsfonds und Versicherungen dadurch, dass Lebensversicherungsgesellschaften Fondsmanagementdienste für Pensionsfonds erbrachten bzw. Pensionsfonds ihre Mittel oft bei Lebensversicherungsgesellschaften anlegten.

<sup>954</sup> *Nobles*, *Ind. Law J.* 23 (1994), 69; *Groves*, 14 *Business L. Rev.*, 287 (1993).

Beitrag, um das Corporate-Governance-Engagement institutioneller Investoren und ihre diesbezügliche Verantwortlichkeit gegenüber den Endanlegern zu verbessern.<sup>955</sup>

Im Vordergrund der Debatte standen vor allem die Pflichten im Zusammenhang mit der Wahrnehmung von Stimmrechten aus gehaltenen Aktien, die rechtlich relativ gut greifbar und vor allem im Gegensatz zu anderen Formen der Einflussnahme einer speziellen Regelung prinzipiell zugänglich waren.<sup>956</sup> Aus juristischer Sicht galt es insoweit, zunächst zu ermitteln, wer bei den unterschiedlichen Arten institutioneller Investoren – Pensionsfonds in ihren zahlreichen Formen,<sup>957</sup> den verschiedenen Arten von Versicherungsgesellschaften,<sup>958</sup> offenen und geschlossenen Investmentfonds<sup>959</sup> – jeweils der formale Eigentümer von Portfolioaktien war (*registered holder*), wer der wirtschaftliche Eigentümer war (*beneficial owner*) und wem die Beteiligten das Recht zugewiesen hatten, über die Ausübung der Stimmrechte aus Aktien zu befinden.<sup>960</sup> Darauf aufbauend ließ sich dann untersuchen, inwieweit die zahlreichen Beteiligten nach geltendem Recht verpflichtet waren, in der Corporate Governance aktiv zu werden, insbesondere Stimmrechte aus Aktien auszuüben. In den meisten Konstellationen richtete sich dies, vorbehaltlich der Möglichkeit vertraglicher Vereinbarung,<sup>961</sup> im Ergebnis nach dem allgemeinen Pflichtenprogramm von Trustees (Treuhandler), die Anlagevermögen für Endbegünstigte (*beneficial owners*) betreuten und dabei typischerweise nur Minderheitsanteile an Portfoliogesellschaften<sup>962</sup> hielten.<sup>963</sup> Trustees waren dann jedenfalls verpflichtet, potenzielle Corporate-Governance-Missstände und Handlungsoptionen zu prüfen und über die Ausübung von Stimmrechten im Einzelfall auf Grundlage ausreichender Informationen sowie im Interesse der Begünstigten zu entscheiden.<sup>964</sup> Im Detail äußerte sich das Schrifttum aber uneinheitlich dazu, inwieweit hieraus eine Rechtspflicht zu Engagement bzw. Abstimmung folgte.<sup>965</sup>

<sup>955</sup> Siehe die Kritik von *Charkham/Simpson*, *Fair shares*, 1999, S. 232–233, 235.

<sup>956</sup> Zutreffend *Stapledon*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 209.

<sup>957</sup> Versicherungspolice (diese wiederum als *with-profits endowment policy* oder *deposit-administration contract*), Fondsanlage (als *unit-linked insurance fund* oder *authorised unit trust*), Direktinvestment.

<sup>958</sup> *Mutually owned companies* (Genossenschaften) oder *companies limited by shares* (Anteilsgesellschaften), Letztere entweder mit Börsennotierung oder als Tochterunternehmen einer anderen Gesellschaft, etwa einer ausländischen Versicherung oder Bank.

<sup>959</sup> Erstere sog. *unit trusts*, Letztere sog. *investment trusts*, die ungeachtet ihres Namens als *public companies* organisiert und oft an der Börse notiert waren. Zur Gruppe der offenen Investmentfonds zählen weiterhin *open-ended investment companies* (OEICs).

<sup>960</sup> Zum Ganzen äußerst instruktiv *Stapledon*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 201–209; praxisorientiert, ohne rechtliche Details und mit Fokus auf Corporate-Governance-Engagement *Charkham/Simpson*, *Fair shares*, 1999, S. 232–235; rudimentär *Tricker*, *Corporate Governance* 6 (1998), 213.

<sup>961</sup> Dazu *Stapledon*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 209; *Charkham/Simpson*, *Fair shares*, 1999, S. 232.

<sup>962</sup> Zur Rechtsprechung im Fall eines Kontrollanteils siehe *Stapledon*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 212–213.

<sup>963</sup> Im Einzelnen *ders.*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 213–223, für Trustees, *directors* von *corporate trustees* sowie Investmentmanager; siehe auch allgemein *Tricker*, *Corporate Governance* 6 (1998), 213.

<sup>964</sup> *Stapledon*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 213–223.

<sup>965</sup> Zurückhaltend *ders.*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 213–223; forscher *Lord Nicholls of Birkenhead*, 70 *Australian L. J.* 205, 214–216 (1996); bejahend *Charkham/Simpson*, *Fair shares*, 1999, S. 141–146.

Mit Blick auf denkbare Maßnahmen diskutierte man erstens eine Verpflichtung institutioneller Investoren, insbesondere von Pensionsfonds, die Stimmrechte aus gehaltenen Aktien auszuüben. Befürworter sahen hierin eine der wenigen realistischen Möglichkeiten, Engagement in der Corporate Governance zu stärken, und verwiesen auf Anknüpfungspunkte im *trust law*.<sup>966</sup> Kritiker befanden rechtsvergleichend Erfahrungen der USA mit entsprechenden Leitlinien des Department of Labour für wenig ermutigend.<sup>967</sup> Zudem argumentierten die Gegner, eine Abstimmungspflicht erzeuge breitflächige, daher mutmaßlich die Endanleger treffende Kosten, torpediere maßgeschneiderte privatautonome Lösungen, welche die Kunden im Wettbewerb jederzeit durchsetzen könnten, sie verwässere den Einfluss der wirklich abstimmungsinteressierten institutionellen Investoren und verkenne, dass Stimmrechtsausübung nur eine von mehreren Methoden sei, mit der Institutionelle an der Corporate Governance teilnehmen, weshalb Nichtabstimmung keinen Mangel an Engagement bedeuten müsse.<sup>968</sup>

Als abgeschwächte Variante kam in Betracht, Fondsmanagern vorzuschreiben, ihr Abstimmungsverhalten zu veröffentlichen.<sup>969</sup> Ergänzende *regulations* zum Pension Act 1995 wählten eine noch mildere Maßnahme, indem sie ab 1999 Trustees von Pensionsfonds verpflichteten, ihre Abstimmungspolitik (*voting policy*), (nur) sofern sie eine solche aufgestellt hatten, in dem sog. Statement of Investment Principles aufzuführen. Der Pension Act wiederum verlangte von einem Fondsmanager, mit dem Ziel zu handeln, das Statement of Investment Principles umzusetzen, soweit dies vernünftigerweise praktikabel war.<sup>970</sup> Kundige Literaturstimmen kritisierten dies als unzureichend („fairly gentle“) und warben für entschiedenere Fassungen, die mit Unterschieden im Detail eine vereinbarte Corporate-Governance-Politik verpflichtend machen würden.<sup>971</sup>

<sup>966</sup> *Davies*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 69, 92, 94–95; *Charkham/Simpson*, *Fair shares*, 1999, S. 146–147, 239–240.

<sup>967</sup> *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 285–287, der darauf verweist, dass die Leitlinien in den USA zwar als Pflicht zur Abstimmung bzw. Überwachung der Abstimmungstätigkeit der Fondsmanager interpretiert würden, aber letztlich nur zu formalisierten Verfahren und *window-dressing* geführt hätten. Eine Abstimmungspflicht sei daher keine lohnenswerte Reform; im Ergebnis ebenso *ders.*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 198–199, 226–227. Zur Lage in den USA siehe insoweit kritisch *Coffee*, 91 *Colum. L. Rev.* 1277, 1353 f. (1991).

<sup>968</sup> *Stapledon*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 224–226; zum letztgenannten Punkt auch *Prentice*, in: *ders.* (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 25, 41.

<sup>969</sup> Ablehnend *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 287–288 sowie *ders.*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 227–228, der argumentiert, dass Fondsmanager nur ihren Kunden, nicht einer breiteren Öffentlichkeit verantwortlich sind und dass ein „aktivistischer“ Ruf für einen Fondsmanager geschäftsschädigend sein könne, weshalb eine Veröffentlichungspflicht zu weniger statt mehr Engagement führen werde. Zudem würden Kunden von Fondsmanagern bereits jetzt auf die Ausübung von Stimmrechten drängen, soweit sie dies als im Interesse der Begünstigten erachteten.

<sup>970</sup> Pensions Act 1995, sec. 35 (1), sec. 35 (3) (f) in Verbindung mit reg. 11 A (b) Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 1996 (SI 1996/3127), eingefügt durch die Occupational Pension Schemes (Investment, and Assignment, Forfeiture, Bankruptcy, etc.) Amendment Regulations 1999 (SI 1999/1849); die Pflicht des Fondsmanagers, ein solches Statement of Investment Principles soweit praktikabel umzusetzen, regelte Pension Act 1995, sec. 36(5). Zum Ganzen *Stapledon*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 228.

<sup>971</sup> *Ders.*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 195, 228 mit dem Vorschlag, Trustees zu verpflichten, eine Abstimmungspolitik zu formulieren und diese in das Statement of Investment Principles aufzunehmen. Darauf aufbauend könnten Fondsmanager per regulation oder Vertrag verpflichtet werden, alles ihnen Mögliche zu tun (*to use best endeavours*), um diese

Soweit ersichtlich herrschte weitgehende Einigkeit mit Blick auf eher technische Maßnahmen, die es Fondsmanagern organisatorisch und/oder zeitlich erleichtern sollten, Stimmrechte aus Aktien im Sinne ihrer Auftraggeber auszuüben.<sup>972</sup> Stellenweise schlug man auch vor, in stärkerem Maße Aktionärsbeschlüsse für Fusionsvorhaben und eine regelmäßige Direktoren(wieder)wahl zu verlangen.<sup>973</sup> Weniger um eine Pflicht als um hinreichende Anreize zu Engagement in Corporate-Governance-Fragen ging es hinsichtlich etwaiger rechtlicher Fallstricke eines kostensparenden kollektiven Vorgehens institutioneller Investoren, die vorrangig in einem drohenden Acting in Concert gesehen wurden. Für Australien forderte deshalb eine Literaturstimme, das Corporations Law anzupassen.<sup>974</sup>

Zugleich rückte mit dem Potenzial institutioneller Investoren, die Corporate Governance engagiert oder gar aktivistisch zu verändern, im Laufe der Debatte vermehrt auch die Governance und Rechenschaftspflicht der institutionellen Investoren selbst in den Vordergrund.<sup>975</sup> Dies betraf nicht nur die Frage, ob sie zu Engagement in der Lage waren, sondern auch, ob sie über nötige Kenntnisse und Fähigkeiten verfügten, in welchen Formen Engagement erfolgen sollte und wo seine legitimen Grenzen lagen. Zudem ging es um die gebotene Transparenz gegenüber Portfoliogesellschaften und Anlegergemeinschaft sowie um die Unabhängigkeit und Rechenschaftspflicht der institutionellen Investoren.<sup>976</sup>

---

Politik der Trustees umzusetzen. Die vertragliche Variante fördere ein zusätzliches Wettbewerbselement zwischen den Fondsmanagern. Pensionsfonds-Trustees, die einen in der Governance engagierten Fondsmanager wünschen, könnten bei Bedarf gezielt nach einem neuen Manager Ausschau halten, der dies anbietet. In die gleiche Richtung *Charkham/Simpson*, Fair shares, 1999, S. 232, die forderten, dass der Vertrag jedes Fondsmanagers mit seinem Kunden verpflichtend eine Corporate-Governance-Politik darlegen sollte. Dies sollte einen vereinbarten Rahmen für die Ausübung von Stimmrechten und sonstigen Rechten aus Aktien im Sinne der Begünstigten (*beneficiaries*) umfassen. Flankiert werden sollte dies durch Leitlinien für Routineabstimmungen und detaillierte Berichte mit klaren Aufzeichnungen. Zudem sollte es Mechanismen für die Konsultation des Kunden in dringenden Fragen geben.

<sup>972</sup> Siehe *Stapledon*, Institutional Shareholder and Corporate Governance, 1996, S. 288–289: Moderate Erhöhung der *minimum notice period* für außerordentliche Hauptversammlungen, für Australien zudem Klarstellung der Zulässigkeit einer Delegation des Stimmrechts im Trustee Act.

<sup>973</sup> *Ders.*, Institutional Shareholder and Corporate Governance, 1996, S. 298–299, für Australien zudem ausgefeiltere und strengere Vorgaben für Geschäfte mit nahestehenden Personen (*related party transactions*) in den ASX Listing Rules analog denjenigen in den Listing Rules der London Stock Exchange. Zugleich befürwortete *Stapledon* ein gesetzliches Recht des Boards, mit Dreiviertelmehrheit einen Direktor abzuberaufen (a. a. O., S. 292).

<sup>974</sup> *Ders.*, Institutional Shareholder and Corporate Governance, 1996, S. 291.

<sup>975</sup> Kraftvoll *Tricker*, Corporate Governance 6 (1998), 213, 214: „Questions are increasingly being asked about the governance and accountability of the institutional investors themselves. Frequently, they are found to be less accountable to their stakeholders than the companies they purport to oversee. As the Roman writer Juvenal commented: ‘Quis custodiet ipsos custodies? Who will guard the guards?’“; im selben Zusammenhang kurz darauf auch *Charkham/Simpson*, Fair shares, 1999, S. 13, 231–238 sowie später etwa *Charkham/Ploix*, Keeping better company<sup>2</sup>, 2005, S. 14, jeweils mit dem gleichen lateinischen Zitat, aber in unterschiedlicher Wortreihenfolge.

<sup>976</sup> *Tricker*, Corporate Governance 6 (1998), 213, 214; *Charkham/Simpson*, Fair shares, 1999, S. 232–233, 235 forderten deshalb eine Demokratisierung von Pensionsfonds durch jährliche Hauptversammlungen ihrer Begünstigten, verbunden mit stärkeren Rechten der Begünstigten, das Board des Pensionsfonds zu wählen, sowie eine strengere Regulierung.

Die beiden Hauptthemen „Board“ und „institutionelle Aktionäre/Investoren“ wurden durch Vorschläge aus dem Vereinigten Königreich<sup>977</sup> und den USA<sup>978</sup> verbunden, die mit Unterschieden im Detail institutionellen Investoren eine direkte Stimme im Board verschaffen wollten, indem sie einen Teil der Direktoren ernennen, sei es direkt, in koordiniertem Zusammenwirken oder über Ausschüsse. Solche *shareholder committees* waren zudem in der Diskussion, um Aktionäre an der Ernennung der Bilanzprüfer zu beteiligen. Der *Cadbury Report* hatte beides mit dem Argument abgelehnt, solche Ausschüsse ließen sich nicht so ausgestalten, dass sie die Aktionärgemeinschaft repräsentativ abbilden und in der Lage sind, regelmäßigen Kontakt mit den wechselnden Anspruchsgruppen zu halten,<sup>979</sup> und stattdessen – etwas widersprüchlich<sup>980</sup> – auf informelle Kommunikationswege zwischen Board und Aktionären verwiesen. Kritiker aus dem Schrifttum wandten stattdessen gegen Besetzungsrechte ein, dass sie bestenfalls Prinzipal-Agenten-Probleme zwischen Investoren und Direktoren abmildern würden, ohne etwas daran zu ändern, dass die mit den Aktien handelnden Fondsmanager keine Anreize haben, sich stärker und mit langfristigen Blickwinkel in die Corporate Governance ihrer Anlageobjekte einzubringen. Soweit sich Fondsmanager bisher rational passiv verhielten, werde dieses Modell folglich nichts daran ändern.<sup>981</sup>

<sup>977</sup> Allgemein zu dieser Möglichkeit *Dimsdale*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 31, der zudem darauf verweist, dass ein ähnlicher Effekt erreicht wird, wenn institutionelle Investoren ihre Teilnahme an einer Kapitalerhöhung an einen Austausch bestimmter Managementpositionen koppeln; *Sykes*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 111, 119–123 schlug etwa vor, beginnend mit den 100 größten börsennotierten britischen Gesellschaften einen „Pakt“ zwischen jeweils drei bis fünf großen institutionellen Investoren und den *executive directors* zu schließen. Im Rahmen dieses Paktes sollten die *executive directors* langfristig und stark leistungsabhängig vergütet werden, mit einem Verlustrisiko von zwei Jahresgehältern und einer zehn- bis zwölfmaligen Bonichance. Die institutionellen Investoren sollten je nach Größe des Unternehmens eine Beteiligung von 8 bis 20 % übernehmen und dafür das Recht erhalten, drei bis fünf nicht geschäftsführende *shareholder directors* in das Board zu entsenden, welche durch Sekretariate ihrer Entscheidungsinstitutionen unterstützt würden.

<sup>978</sup> *Gilson/Kraakman*, 43 Stan. L. Rev. 863, 883–906 (1991) regten an, dass institutionelle Investoren einen Minderheitsanteil der Boards börsennotierter Gesellschaften mit professionellen nicht geschäftsführenden Direktoren besetzen sollten, die in ca. sechs Boards tätig sein und sich damit hauptberuflich auf diese Kontrolltätigkeit spezialisieren sollten; zu weiteren, ähnlich gelagerten Vorschlägen mit kritischer Würdigung *dies.*, 43 Stan. L. Rev. 863, 880–882 (1991) m.w.N.: Recht für Aktionäre mit mehr als 5 %igem Anteil, Direktoren auf dem *proxy statement* der *corporation* zu benennen; ausschließliches Recht für die Aktionäre, 20 bis 25 % des Boards zu nominieren; exklusiver Zugang zum Proxy-Mechanismus für ein Komitee der zehn oder 20 größten Aktionäre.

<sup>979</sup> *Cadbury Committee*, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, Rn. 6.2–6.3.

<sup>980</sup> Die genannten Argumente gegen *shareholder committees* waren vor dem Hintergrund, dass der *Cadbury Report* die Aktionäre zugleich und stattdessen darauf verwies, (auch) abseits von Hauptversammlungen direkt mit dem Board zu kommunizieren, insofern inkonsequent und daher wenig überzeugend, weil dieser Weg nur einzelnen großen institutionellen Investoren offenstand und -steht. Die Aktionärsinteressen, die sich auf diese Weise Gehör verschaffen (können), sind folglich noch viel weniger repräsentativ für die Aktionärgemeinschaft, als es selbst ein rudimentärer Aktionärsausschuss wäre, wodurch Gleichbehandlungsprobleme aufgeworfen werden. Diese verschärfen sich weiter dadurch, dass informelle Einflussnahmen viel intransparenter sind, als es die Arbeit eines Aktionärsausschusses wäre, verbunden mit der Gefahr von Sondervorteilen, auch durch bevorzugte (Insider-)Information. Ebenso unterbleibt der vom *Cadbury Committee* erwähnte Kontakt zu Anspruchsgruppen bei einer informellen Kommunikation mit Großinvestoren völlig, während ein Aktionärsausschuss zumindest ein gewisses Maß sicherstellen könnte.

<sup>981</sup> Für Großbritannien *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 294 inkl. Fn. 70 und 71, der genau hierin den Grund dafür sieht, dass institutionelle Investoren selbst dort nicht aktiv werden, wo sie bereits nach gegenwärtiger Lage Board-Positionen in börsennotierten Unternehmen besetzen können, während es im Wagniskapitalbereich bei nicht börsennotierten Gesellschaften

Tatsächlich waren auch diejenigen, die Gesetzesänderungen statt reiner Selbstregulierung zur Förderung von Engagement befürworteten, skeptisch, inwieweit sich die britische Corporate Governance hiermit hinreichend umformen lasse, um ihre (bejahte) Tendenz zu *Short-termism* zu vermindern.<sup>982</sup>

#### (d) Unternehmenszielbestimmung

Soweit man dieser Einschätzung folgt(e), lag es nahe, *Short-termism* nicht (nur) dadurch entgegenzutreten, dass man die Corporate-Governance-Mechanik partiell modifiziert(e), sondern (auch) dadurch, das Unternehmensziel als zentralen Leitstern neu auszurichten. Denn die Leitmotive der britischen juristischen Debatte um kurzfristige Orientierung in den 1980er und 1990er Jahren, Übernahmen und institutionelle Investoren, betrafen (und betreffen) letztlich auch Wesen und Status der Eigentumsverhältnisse an *companies* sowie damit verbundene Rechte und Verantwortung.<sup>983</sup>

Dies führte ab Ende der 1970er Jahre zu einer kontroversen rechtspolitischen *stakeholder debate*, für die *Short-termism*-Sorgen ein wesentlicher, aber nicht der alleinige Treiber waren.<sup>984</sup> Der Streit um die Unternehmenszielbestimmung wurde nicht nur interdisziplinär rechtsökonomisch geführt, wie es für die britische Debatte um *Short-termism* in der Corporate Governance typisch war und ist, sondern war darüber hinaus Teil einer breiteren Diskussion um Staat, Wirtschaft, soziale Sicherheit bzw. Gerechtigkeit, Arbeitnehmerbeteiligung und Globalisierung.<sup>985</sup> Mit Blick auf die Unternehmenszielbestim-

---

ten aufgrund der dort anders gelagerten Anreize üblich sei, dass institutionelle Investoren nicht geschäftsführende Direktoren in das Board der Zielgesellschaft entsenden; ganz ähnlich *Davies*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 69, 94; für die USA zuvor bereits *Coffee*, 91 *Colum. L. Rev.* 1277, 1360–1362 (1991); *Rock*, 79 *Georgetown L. J.* 445, 474–475 (1991).

<sup>982</sup> So ausdrücklich *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 236–237, 284–285. *Stapledon* bezeichnet es zwar als die zwei Hauptvorteile eines stärkeren Engagements institutioneller Investoren bei der Überwachung des Managements, erstens Agency-Kosten zu verringern und zweitens dazu beizutragen, dass das Management stärker auf die lange Frist achtet. Seine Maßnahmenvorschläge ordnet er aber vorrangig als Beitrag zu dem ersten Ziel ein. Zwar sollte, so *Stapledon*, eine engere Kommunikation und Verbindung von Unternehmensmanagement und wichtigen institutionellen Aktionären dazu beitragen, *Manager-Short-termism* kraft verzerrierter Wahrnehmung (*managerial short-termism through misconception*) zu verringern. Realistische Regulierungsvorhaben könnten aber wenig an der Arm's Length-Beziehung zwischen Unternehmensmanagement und Institutionen ändern, in der *Stapledon* den entscheidenden und wesentlichen Grund für diese Art *Short-termism* sieht. Mit dem Begriff bezieht er sich im Kern auf das englische Outsider-System der Corporate Governance, in dem übliche Muster der Unternehmensfinanzierung und ein aktiver Übernahmemarkt typischerweise kurzfristig flexible Verbindungen zwischen Unternehmen und wesentlichen Investoren bedingen, im Gegensatz zu den langfristigen Verbindungen zu Kontrollaktionären in Deutschland und Japan.

<sup>983</sup> Vgl. *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20, 23.

<sup>984</sup> Siehe *Gamble/Kelly*, in: *Parkinson/Gamble/Kelly* (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 21, 42–44, die als weitere Treiber die voranschreitende europäische Integration mit Vereinheitlichungsbestrebungen auch im Gesellschaftsrecht sowie die Abwehr von staatlicher Regulierung durch Corporate-Governance-Kodizes in den 1990er Jahren nennen, die zumindest verbal Anleihen bei der Stakeholder-Terminologie genommen hätten; illustrativ für die Verzahnung der Diskussionsstränge auch *Davies*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 69, 78–81, der unter der Überschrift „The Institutions and Short-Termism“ (S. 78) nach der Debatte um kurzfristigen Druck vonseiten der Aktionäre und/oder Fondsmanager als zweites Argument erörtert, eine Stärkung der Rolle von Aktionären könne eine Entwertung der Interessen anderer Gruppen an der Gesellschaft bedeuten, wobei *Davies* im Ergebnis einen Schutz außerhalb des *company law* befürwortet (S. 80–81).

<sup>985</sup> Illustrativ hierfür ist der in fünf Teile gegliederte Sammelband von *Kelly/Kelly/Gamble* (Hrsg.), *Stakeholders capitalism*, 1997 (Part I Perspectives; Part II The Stakeholder State; Part III Social Justice and the Stakeholder Society; Part IV The Stakeholder Company; Part V The Stakeholder Economy), in

mung konkurrierte die traditionelle, auf Aktionäre zentrierte Ausrichtung des englischen *company law* auf der konservativen Seite des Meinungsspektrums<sup>986</sup> mit einer pluralistischen Stakeholder-Theorie als entgegengesetzter linker Position, vermittelnden aktionärsdemokratischen Ansichten sowie den mitunter als managerfreundlich (*enlightened managerialism*) eingeordneten appellierenden Ansätzen der Corporate-Governance-Kodizes ab den 1990er Jahren.<sup>987</sup>

Juristisch spielte diese Diskussion in den Vorarbeiten der Company Law Review Steering Group zur Reform des Companies Act eine große Rolle und führte schließlich zu einer Neukodifikation der Unternehmenszielbestimmung im Companies Act 2006.<sup>988</sup> Bei alledem nahm man auch die Modelle anderer Länder als mögliche Referenzpunkte in den Blick, allen voran Deutschland. Dies traf sich mit einem rechtsvergleichenden Zweig der *Short-termism*-Debatte, der verschiedene Corporate-Governance-Systeme gegenüberstellt(e).

### (3) Corporate-Governance-Systemvergleichung im Wandel der Zeit

#### (a) „Keeping good Company“ 1994

In vielen Aspekten der Debatte um *Short-termism* in der Corporate Governance blickte man oft, wenn auch eher selten vertieft, nach Deutschland und Japan, wo kaum feindliche Übernahmen zu verzeichnen waren.<sup>989</sup> In Deutschland erhielt insbesondere die enge Beziehung von Unternehmen und Banken als Schild gegen Übernahmen sowie als Corporate-Governance-Mechanismus Aufmerksamkeit.<sup>990</sup> Einen viel beachteten rechtsvergleichenden Beitrag hierzu leistete *Jonathan Charkham*, ein ehemaliger Direktor des PRO-NED-Programms (Promotion of Non-Executive Directors) der Bank of England. Er veröffentlichte (erstmalig) 1994, aufbauend auf seiner Arbeit für die Zentralbank, eine mit viel Praxiskennntnis angereicherte rechtsvergleichende Studie über Corporate Governance in Deutschland, Japan, Frankreich, den Vereinigten Staaten und Großbritan-

---

dem mindestens zehn der insgesamt 20 Beiträge *Short-termism* (oder den Gegenbegriff *Long-termism*) ansprechen (davon eine Stelle nicht im Index nachgewiesen); exemplarisch auch der ebenso viel beachtete wie kontroverse Bestseller von *Hutton*, *The State We're In*, 1995, der einen *stakeholder capitalism* propagierte, welchen er nicht nur als Maßnahme gegen *Short-termism* der britischen Wirtschaft in Stellung brachte, sondern auch als Teil eines breiteren, keynesianisch geprägten Erneuerungsprogramms für die Wirtschafts- und Sozialpolitik sah; ebenfalls mit breiterer Ausrichtung, aber stärker als Hutton auf die Wirtschaft fokussierend *Plender*, *A stake in the future – The stakeholding solution*, 1997, der sich hauptsächlich gegen *Short-termism* und zahlreiche weitere Missstände in der Wirtschaft einschließlich der Governance von Pensionsfonds wendet, aber auch Ausbildung, Arbeitslosigkeit und soziale Ungleichheit thematisiert.

<sup>986</sup> Besonders radikale Gegner der *Short-termism*-These stellten die Frage, wie viel „Loyalität“ Handel und Industrie im Allgemeinen überhaupt verdient hätten. In den Zeiten des *managerialism* der 1960er und 1970er Jahre seien Aktionäre von Handels- und Industriegesellschaften schlecht behandelt worden. Dies habe sich in den 1980er Jahren gerade wegen der und nur durch die Welle der Fusionen und Übernahmen geändert. Insgesamt habe sich der Druck auf das amtierende Management im Wesentlichen als nützlich erwiesen (so *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20, 24, 26).

<sup>987</sup> Überblick bei *Gamble/Kelly*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), *The political economy of the company*, 2000, S. 21, 43–47; zu den Corporate-Governance-Kodizes der 1990er Jahre und ihrer jeweiligen Position in der *Short-termism*-Debatte noch eingehend 2. Teil, § 1 II.3.c), S. 237 ff.

<sup>988</sup> Eingehend 2. Teil, § 1 II.4., S. 252 ff.

<sup>989</sup> Siehe *Sykes*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 111, 111–116 m. w. N.; rückblickend *Bowden/Maltby*, *Financ. Hist. Rev.* 5 (1998), 179, 179–180.

<sup>990</sup> Siehe etwa *Dimsdale*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 27, 31–32, 34, 35.

nien,<sup>991</sup> die der Umschlag der Paperback-Fassung von 1995<sup>992</sup> als „required reading“ von *Adrian Cadbury* bewarb. Tatsächlich ist *Charkhams* Buch exemplarisch für eine sehr verbreitete Wahrnehmung in der damaligen *Short-termism*-Debatte, die bis heute fortwirkt und aus beiden Gründen nähere Beachtung verdient.

Das deutsche Modell charakterisierte *Charkham* als geprägt von Kooperation und einer langfristigen geschäftlichen Einstellung,<sup>993</sup> die den Fortbestand des Unternehmens über einen hohen Gewinnausweis stellt.<sup>994</sup> Verbunden hiermit betonte *Charkham* einen deutlich höheren Stellenwert der Industrie als in Großbritannien.<sup>995</sup> Im Schlussteil zu Deutschland zitierte *Charkham* ausführlich aus einer Rede *Gottfried Bruders*, der pointiert ein langfristiges deutsches mit einem kurzfristigen britischen Modell kontrastierte, welches kurzfristige Gewinnerwartungen des dominanten Finanzsektors über ein Gedeihen der Industrie stelle.<sup>996</sup>

Das japanische Corporate-Governance-System kennzeichnete *Charkham* ebenfalls als langfristig, geprägt von den Werten Familie und Kontinuität, mit Gewinnerzielung als nachgeordneter Notwendigkeit.<sup>997</sup> *Charkham* beschrieb eingehend die langfristige, von Überkreuzbeteiligungen geprägte Aktionärsstruktur in Japan, die gegen feindliche Übernahmen absicherte<sup>998</sup> und sich bisher als Wettbewerbsvorteil mit Blick auf Investitionen herausgestellt habe.<sup>999</sup> Aktionäre und Banken engagierten sich entschlossen (aber auch nur) bei offensichtlichen Problemen des Managements.<sup>1000</sup> Das japanische Modell kontrastierte *Charkham* wiederum mit dem angloamerikanischen, in dem der Aktienmarkt und dessen Gewinnfokussierung Anlage- sowie Investitionsentscheidungen prägte, die unter hohem Wettbewerbs- und Zeitdruck stünden.<sup>1001</sup>

Frankreich ordnete *Charkham* zwischen dem deutschen und dem angloamerikanischen Corporate-Governance-System ein,<sup>1002</sup> mit der Besonderheit einer aktiven staatlichen Einflussnahme auf Eigentümerstruktur und Restrukturierungen.<sup>1003</sup>

<sup>991</sup> *Charkham*, *Keeping good company*, 1994.

<sup>992</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995.

<sup>993</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 7, 9, 52–53, 56–58.

<sup>994</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 31–32.

<sup>995</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 9–10, 52–53, 56–58.

<sup>996</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 56–58. *Charkham* bezieht zu *Bruders* Ausführungen nicht ausdrücklich Stellung. Er räumt deren kontroversen Inhalt ein (a. a. O., S. 58) und rechtfertigt den breiten Raum für die Zitate damit, dass sie verdeutlichten, in welchen Eigenschaften des deutschen Systems Vorteile gegenüber dem britischen gesehen würden. Zwischen den Zeilen scheint aber durch, dass *Charkham* in den von *Bruder* angegriffenen Merkmalen des britischen Systems ebenfalls erhebliche Mängel sah (besonders deutlich a. a. O., S. 57: „The unspoken contrast with German attitudes confirms all that has been written above. He ends with a requiem which could apply to industry in the USA just as much (and perhaps even more) as it does to the UK.“).

<sup>997</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 74, 116.

<sup>998</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 75–79, 81–85, 108–109, aber auch S. 115 dazu, dass die Übernahmeaktivität an sich wichtig und ausgeprägt ist.

<sup>999</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 109: „The absence of fear [from any threat of takeover] means that it [the management] can effectively disregard the effect on profitability of heavy investment. The system of asset allocation which a totally free stockmarket produces simply does not function [in the Japanese stockmarket] – which has up to now given Japan a competitive advantage against countries where it does.“

<sup>1000</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 101, 107.

<sup>1001</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 72–73.

<sup>1002</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 153–154.

<sup>1003</sup> Siehe dazu *ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 122, 125–127, 145–146, 158–149.

Mit Blick auf die USA resümierte *Charkham* die Niedergangssorgen angesichts des wirtschaftlichen Erfolgs Deutschlands und Japans nur knapp,<sup>1004</sup> später aber ausführlich die Debatten um Übernahmen und Aktionärs Einfluss<sup>1005</sup> sowie institutionelle Investoren.<sup>1006</sup> US-amerikanische Aktionäre ordnete *Charkham* zunächst als vergleichsweise weniger geduldig, aber bereit zu kurzfristigem Verzicht ein.<sup>1007</sup> Gleichwohl schloss er sich später *Porters* Analyse an, das Hauptproblem liege in der Geschwindigkeit, in der der Markt Gewinne erwarte, bzw. der entsprechenden Wahrnehmung der Manager.<sup>1008</sup> Unter Berufung auf *Lowenstein* und *Jacobs* sah (auch) *Charkham* die Wurzel des Problems in einem gestörten Verhältnis von Aktionären und Board, insbesondere einer mangelnden Verantwortlichkeit des Letzteren. Infolgedessen entschieden Aktionäre anhand kurzfristiger Finanzergebnisse und verkauften bei Problemen, anstatt aktiv zu werden.<sup>1009</sup>

Am ausführlichsten erörterte *Charkham* die Corporate Governance in Großbritannien. Er behandelte neben der Bedeutung unabhängiger Direktoren<sup>1010</sup> ausführlich die damaligen Brennpunktthemen industrieller Niedergang<sup>1011</sup> und kurzfristige Orientierung, wobei er hervorhob, dass unternehmerische Zeithorizonte und damit die Anfälligkeit für *Short-termism* stark branchenabhängig sind.<sup>1012</sup> Als *Short-termism*-Treiber rückte *Charkham* Investoren und Übernahmen in den Vordergrund: Mit Blick auf die verschiedenen Anlagepolitiken institutioneller Investoren<sup>1013</sup> bemängelte er, dass in der Praxis übermäßige Diversifikation einen Fokus auf kurzfristige Handelssignale erzeuge, hervorgerufen durch Interessenkonflikte und kurzfristigen Leistungsdruck auf Fondsmanager.<sup>1014</sup> Bei der Kommunikation zwischen Unternehmensleitung und Aktionären sah *Charkham* Probleme durch das Insiderrecht<sup>1015</sup> und beschrieb eine Entwertung der

<sup>1004</sup> *Ders.*, Keeping good company, 1995, S. 181.

<sup>1005</sup> *Ders.*, Keeping good company, 1995, S. 201–203, 215–220.

<sup>1006</sup> *Ders.*, Keeping good company, 1995, S. 208–213.

<sup>1007</sup> *Ders.*, Keeping good company, 1995, S. 219; für CEOs gilt dies nach *Charkham* offenbar nur in geringerem Maße, weil aus ihrer Sicht schnelle Erfolge in der eigenen Amtszeit zählen.

<sup>1008</sup> *Ders.*, Keeping good company, 1995, S. 223–224.

<sup>1009</sup> *Ders.*, Keeping good company, 1995, S. 225.

<sup>1010</sup> *Ders.*, Keeping good company, 1995, S. 268 ff.

<sup>1011</sup> *Charkham* führte den Niedergang auf ein historisch bedingt niedriges Ansehen einer Tätigkeit in der Industrie zurück (*ders.*, Keeping good company, 1995, S. 250–252, 320–322), eine wenig verlässliche Stop-and-go-Politik der Regierung (a. a. O., S. 254), er thematisierte den Konflikt zwischen City und Industry, beklagte aber auch mangelnde Voraussicht der britischen Industrie im vergangenen Jahrhundert (a. a. O., S. 158–259).

<sup>1012</sup> *Ders.*, Keeping good company, 1995, S. 328–330. Er bezieht sich an dieser Stelle mit ausführlichen Zitaten auf die insoweit instruktiven Ausführungen des *National Academy of Engineering Committee on Time Horizons and Technology*, Time Horizons and Technology Investments, 1992, S. 12–14 [ausführliches Zitat und Wiedergabe der Grafik bei *Charkham* ohne Nachweis der Seitenzahl in der letztgenannten Studie].

<sup>1013</sup> Aktiv vs. passiv bzw. diversifiziert vs. konzentriert.

<sup>1014</sup> *Charkham*, Keeping good company, 1995, S. 282–291, auch zur Rolle von Pensionsfonds-Trustees bei leistungsbezogenen Zusagen; in der Sache ganz ähnlich *ders.*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), Capital markets and corporate governance, 1994, S. 99, 101–104. Überdies, so *Charkham*, untergrabe die breite Diversifikation die dem *company law* zugrunde liegende Annahme, dass Aktionäre die Entwicklung der Gesellschaft mit Blick auf zentrale strategische Entscheidungen und die Kompetenz der Leitung überwachen. Da diese Annahme nun nicht mehr erfüllt sei, sei zu erwägen, die Rechte der Aktionäre zu stärken und/oder ihre Anreize zu verändern. Die Bedeutung dieses Themas für die Überlebensfähigkeit des bestehenden Corporate-Governance-Systems könne kaum überschätzt werden, *ders.*, Keeping good company, 1995, S. 335.

<sup>1015</sup> *Charkham*, Keeping good company, 1995, S. 292–293.

Hauptversammlung, weil sich institutionelle Investoren bevorzugt informell engagieren.<sup>1016</sup>

Die Beziehung britischer Unternehmen zu Banken charakterisierte *Charkham* zwar als kurzfristig.<sup>1017</sup> Druck auf das Management zu kurzfristigem Verhalten entstehe aber vor allem durch die Gefahr (feindlicher) Übernahmen.<sup>1018</sup> Einwände gegen die These eines kurzfristigen Aktienmarktes überzeugten *Charkham* nicht,<sup>1019</sup> weil die Praxis den Eindruck vermittele, dass Chief Executives kurzfristigen Marktdruck in ihren Entscheidungsansätzen unbewusst aus Sorge vor Übernahmen verinnerlicht hätten.<sup>1020</sup> *Charkham* räumte ein, dass die britische Wirtschaft bereits vor dem Aufkommen feindlicher Übernahmen zurückfiel, wertete diese aber gleichwohl als Nachteil gegenüber Deutschland und Japan, insbesondere für Industrien mit langen Zeithorizonten.<sup>1021</sup> Eine Abschaffung hielt er indes für ebenso wenig ratsam, weil alternative Überwachungsmechanismen nach dem Muster der deutschen und japanischen Netzwerke fehlten.<sup>1022</sup> Dieser Netzwerk-Corporate-Governance bescheinigte *Charkham* aber, besser als die High-Tension-Systemen in Großbritannien und den USA eine angemessene Verantwortlichkeit (*accountability*) zu gewährleisten.<sup>1023</sup> Deutschland sprach er dabei das im Vergleich beste Modell zu.<sup>1024</sup>

Diese Rangordnungsthese passte zu den Declinism-Befürchtungen, war in der englischen *Short-termism*-Debatte aber eher singulär. *Charkhams* grundsätzliche Charakterisierung der verschiedenen Corporate-Governance-Systeme bzw. das darin zum Ausdruck kommende Narrativ war in der *Short-termism*-Debatte aber enorm verbreitet. Zwar gab es auch deutlich differenziertere Beiträge zur deutschen Corporate Governance, die namentlich Quellen und zeitliche Ausrichtung der Unternehmensfinanzierung<sup>1025</sup> sowie die Rolle der Banken beleuchteten<sup>1026</sup> und dabei manchem populären (Vor-)Urteil widersprachen. Entsprechende Stimmen erhielten in den 1990er Jahren aber relativ wenig(er) Resonanz.<sup>1027</sup> Auch vorsichtige Stimmen erkannten mit Blick auf vergleichende

<sup>1016</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 294.

<sup>1017</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 298–299.

<sup>1018</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 312–314. Eine effizienzförderliche Rolle sprach *Charkham* dem Übernahmemarkt dementsprechend mit Blick auf die empirische Evidenz nicht zu (siehe a. a. O., S. 303 f., 327).

<sup>1019</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 329.

<sup>1020</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 329–330, 357–358. Daher müsse das öffentliche Interesse daran neu bewertet werden, wie sich latent drohende Übernahmen auf die langfristige internationale Wettbewerbsfähigkeit der britischen Industrie auswirken (a. a. O., S. 331).

<sup>1021</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 358.

<sup>1022</sup> *Charkham*, *Keeping good company*, 1995, S. 359; ebenso *Charkham*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 99, 100; *Sykes*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 111, 117–118.

<sup>1023</sup> *Charkham*, *Keeping good company*, 1995, S. 360–361.

<sup>1024</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 363–364.

<sup>1025</sup> *Edwards/Fischer*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 257 ff.

<sup>1026</sup> *Schneider-Lenné*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 284 ff., dabei auf S. 299 f. auch zu „Short-Termism versus Long-Termism“; *Baums*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 151, 158 ff., dabei unter anderem auf S. 179 f. zu „Turnover versus ‘Relational’ Monitoring“ und auf S. 180–182 zu „Long-Term versus Short-Term“.

<sup>1027</sup> *Scharf Bowden/Maltby*, *Financ. Hist. Rev.* 5 (1998), 179, 180: „The popular literature may claim that short-term behaviour by financial institutions is partly to blame for British industry’s misfortunes, but bases its argument on polemic and selective comparisons involving idealized views of the German and Japanese stakeholding economies.“

Arbeiten zur Unternehmensfinanzierung Vorteile darin, britischen Unternehmen mittlerer Größe die Option langfristiger Bankenfinanzierung zu eröffnen, wenn sie kurzfristigen Druck bei einer Notierung an der Börse fürchteten.<sup>1028</sup> Eine Ausnahme von der meist positiven Sicht bildete (lediglich) die Debatte um die Unternehmenszielbestimmung, in der das deutsche, von der Mitbestimmung gekennzeichnete Modell anders als sonst in der *Short-termism*-Diskussion mitunter dezidiert kritisch gesehen wurde, unter anderem mit Blick auf seine Übertragbarkeit auf Großbritannien.<sup>1029</sup>

(b) „*Keeping better Company*“ 2005

*Charkhams* „*Keeping Good Company*“ war rechtstatsächlich gut fundiert. Die vergleichende Bewertung der Corporate-Governance-Systeme atmet gleichwohl merklich den Zeitgeist der *Short-termism*-Debatte. Dies wird deutlich, wenn man um gut zehn Jahre in das Jahr 2005 springt und den überarbeiteten Nachfolger gegenüberstellt: „*Keeping Better Company – Corporate Governance Ten Years On*“,<sup>1030</sup> mit französischem Länderbericht nun von *Hélène Ploix*. Die Neuauflage zeichnet in der Sache kein grundlegend anderes Bild, weist aber gerade mit Blick auf *Short-termism* deutlich verschobene Nuancen auf und vor allem eine deutlich geänderte vergleichende Bewertung: Der Einleitungsteil resümiert die *Short-termism*-Debatte um feindliche Übernahmen knapp im Präteritum,<sup>1031</sup> also als Element der Vergangenheit. Im deutschen Länderbericht ist das prägnante Zitat *Gottfried Bruders* nicht mehr enthalten, war Deutschland doch von einer prosperierenden Wirtschaft zu, wie *Charkham* aus der Presse zitierte, einem „Wirtschaftsblunder“, einer „Lachnummer“ herabgesunken.<sup>1032</sup> *Charkham* bescheinigte dem deutschen System zwar noch eine im Allgemeinen gute Balance<sup>1033</sup> und eine langfristige Ausrichtung, bewertete diese aber differenziert je nach Industrie als Vor- oder Nachteil.<sup>1034</sup> Zudem beobachtete er eine Annäherung an angloamerikanische Einflüsse mit Blick auf Shareholder-Value, regelmäßige Dividenden und eine abnehmende Rolle der Banken.<sup>1035</sup> In ähnlicher Weise verzeichnete *Charkham* für Japan einen zunehmenden Einfluss ausländischer, vor allem US-amerikanischer Investoren, dadurch beförderten

<sup>1028</sup> So *Dimsdale*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 34 unter Verweis auf die vergleichende Studie zur Unternehmensfinanzierung in Deutschland und dem Vereinigten Königreich von *Mayer/Alexander*, *Journal of the Japanese and International Economies* 4 (1990), 450 ff. *Dimsdale* verwies hierzu allerdings darauf, dass eine solche Entwicklung auch ein stärkeres Engagement der Banken bei ihren Gläubigeresellschaften erfordern würde. Juristisch barg das ein Haftungsrisiko als *shadow director* im Insolvenzfall, dazu *Dimsdale*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 34–35, der wohl dafür plädiert, gewisse Lockerungen zu prüfen, die langfristiges Engagement erleichtern.

<sup>1029</sup> Siehe namentlich *Soskice*, in: *Kelly/Kelly/Gamble* (Hrsg.), *Stakeholders capitalism*, 1997, S. 219 ff., die nicht nur eine Übertragbarkeit verneinen (S. 219 f.), sondern auch verschiedene Nachteile des deutschen Systems geltend machen (S. 222 f.) und daher für eine Orientierung an „liberal America rather than social democratic Germany“ plädieren (S. 224 f., Zitat auf S. 225); positiver aber z. B. *Plender*, *A stake in the future – The stakeholding solution*, 1997, S. 116–129, der im Wesentlichen, gestützt auf für exemplarisch befundene Fälle aus der Wirtschaftsberichterstattung, für eine Orientierung am deutschen Modell wirbt, allerdings auch Grenzen der Transferierbarkeit anerkennt.

<sup>1030</sup> *Charkham/Ploix*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005.

<sup>1031</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 22.

<sup>1032</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 91.

<sup>1033</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 92.

<sup>1034</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 94.

<sup>1035</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 93–94, 96.

Aktivismus mit einer stärkeren Beachtung des Wertes für Aktionäre<sup>1036</sup> sowie aufkommende feindliche Übernahmen.<sup>1037</sup> Die langfristig engagierte Rolle der Banken bestehe zwar vor allem als Kreditgeber fort,<sup>1038</sup> sei aber stark zurückgegangen.<sup>1039</sup> Auch in Frankreich hatten ausländische Aktionäre ihre Anteile stetig ausgebaut,<sup>1040</sup> zudem gab es seit 1997 feindliche Übernahmen.<sup>1041</sup>

Für die USA problematisierte *Charkham* kurzfristige Handlungsanreize vor allem mit Blick auf Manager. Deren Vergütung mit Aktienoptionen habe mitunter einen pathologischen Fokus auf den kurzfristigen Aktienkurs, Anreize zu Bilanzmanipulation und Skandale erzeugt.<sup>1042</sup> Die kontroversen Übernahmeschlachten der 1980er Jahre sah *Charkham* jedenfalls teilweise als überwunden an, zugunsten eines konstruktiven Dialogs zwischen Großaktionären und Gesellschaften.<sup>1043</sup> Die Bedeutung von Übernahmen mit für Fondsmanager unwiderstehlichen Übernahmeprämien bestehe zwar fort und die Bewertung von Übernahmen sei offen.<sup>1044</sup> *Charkham* porträtierte Aktionäre aber als zu langfristigem Verzicht für gute Projekte bereit<sup>1045</sup> und vorrangig Manager als psychisch anfällig für (kurzfristigen) Druck.<sup>1046</sup> Soweit die kurzfristige Rendite überbetont werde, ordnete er dies im Lichte der Skandale um Enron als Folge mangelnder Managerverantwortlichkeit ein.<sup>1047</sup> Im Übrigen beobachtete *Charkham* ein zunehmendes Bewusstsein von Fondsanteileignern und Trustees, dass übermäßige Diversifikation gekoppelt mit einem hohen Aktienumschlag weder den Endanlegern (*beneficiaries*) noch der Corporate Governance nutze.<sup>1048</sup> Er erkannte zwar eine hohe Bedeutung der quartalsmäßigen Bewertung von Fondsmanagern, sah hierin aber keine Gefahr kurzfristiger Entlassung begründet, allerdings auch keine breitflächige Bereitschaft zu Engagement in der Corporate Governance.<sup>1049</sup>

Im britischen Länderbericht maß *Charkham* der Problematik kurzfristigen Denkens weiter Gewicht bei, hervorgehoben gleich zu Beginn mit einer Parallele zwischen der Wettpassion der Briten und der Investitionseinstellung vieler Fondsmanager.<sup>1050</sup> Wiederum trennte *Charkham* für Fondsmanager zwischen quartalsmäßiger Leistungserfassung sowie Bewertung und gegebenenfalls Entlassung. Vorwürfe, die Leistungsbewertung erzeuge *Short-termism*, seien daher übertrieben.<sup>1051</sup> Auch in Übernahmen bzw. dem

<sup>1036</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 115, 125–129, 149.

<sup>1037</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 146–148.

<sup>1038</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 142–144.

<sup>1039</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 149.

<sup>1040</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 204–205.

<sup>1041</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 213.

<sup>1042</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 239–240.

<sup>1043</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 262.

<sup>1044</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 277–278.

<sup>1045</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 279.

<sup>1046</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 282.

<sup>1047</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 284–285.

<sup>1048</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 268.

<sup>1049</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 269, 271–272.

<sup>1050</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 296–297. Zudem hielt *Charkham* an dem vergleichsweise geringen Prestige industrieller Tätigkeit in der britischen Kultur fest (a. a. O., S. 362). *Charkham* beschrieb zuvor bereits die Schwierigkeiten, institutionelle Investoren zu Engagement zu bewegen. Den Grad, in dem sie das Management überwachen, sah er vor allem durch den Anlagehorizont bestimmt (a. a. O., S. 339–340). Die Ausübung von Stimmrechten sei ungeachtet der aufkommenden Corporate-Governance-Industrie immer noch nicht die Regel (S. 341–342).

<sup>1051</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 346.

daraus folgenden Entlassungsrisiko für Manager sah *Charkham* als solches keinen Treiber schädlicher Kurzfristigkeit (mehr).<sup>1052</sup> Aus vergleichender Perspektive ergebe sich nichts anderes: Die USA als insoweit rabiatesstes Land hätten eine gute Produktivität und könnten kaum des gefürchteten *Short-termism* bezichtigt werden, welcher Teil von *marketophobia* sei.<sup>1053</sup> Im folgenden Absatz, mit ebendiesem Begriff überschrieben, fällt die Einschätzung indes pessimistischer aus. *Charkham* thematisierte hier, ob „Angst vor dem Markt“ (*fear of the market*) das Management hindere, im aus seiner Sicht längerfristigen Interesse der Gesellschaft zu entscheiden.<sup>1054</sup> Im Prinzip könne eine bessere Kommunikation mit Aktionären dies entschärfen, wobei *Charkham* eine günstige Entwicklung registrierte. Angesichts des zerstreuten britischen Aktionariats fungiere die Übernahmedrohung als Ansporn.<sup>1055</sup> Indes setze eine Übernahmeprämie nicht voraus, dass die Zielgesellschaft schlecht geführt sei, und die gute Corporate Governance eines Unternehmens halte diesem Übernahmen nicht vom Leibe. Vor allem kleine Unternehmen, deren Aktien wenig gehandelt würden, seien anfällig. Aus Sicht der Gesamtwirtschaft könnten sich solche Gebote langfristig als wertvernichtend erweisen.<sup>1056</sup> Es dränge sich daher auf, dass das Gewicht, welches der Markt auf sofortige Wertrealisierung für Aktionäre lege, das Management wahrscheinlich veranlasse, möglichst eine kurzfristige Amortisation zu wählen. Man könne argumentieren, dass die britische Wirtschaft einen anhaltenden Wettbewerbsnachteil gegenüber Ländern habe, in denen der Druck des Marktes weniger schwer wiege, etwa weil eine Überwachung durch Aktionäre mit großen Anteilen und Netzwerken dem Management mehr Spielraum für längerfristige Investitionen gebe.<sup>1057</sup>

Generell ist das Thema kurzfristigen Denkens (*Short-termism*) in der Neufassung im Vergleich zum Ursprungswerk deutlich zurückgetreten. An seiner Stelle ziehen sich nun durch alle Länderberichte das (damalige) Brennpunktthema Aktionärsaktivismus und die zunehmend bedeutsame Corporate Social Responsibility. Vor allem für Großbritannien erhält *Charkhams* Stammthema, die Rolle unabhängiger Mitglieder des Leitungsorgans, nach wie vor viel Aufmerksamkeit. Noch beachtenswerter ist aber, dass *Charkham* nun – parallel zur wirtschaftlichen Entwicklung im Vorfeld des Erscheinungsjahres – das deutsche System nicht mehr als überlegen darstellte. Auf einem Siegeszug schienen vor allem US-amerikanische Einflüsse, während *Charkham* im britischen System nach wie vor Nachteile durch kurzfristige Orientierung erblickte. Hätte *Charkham* weitere zehn Jahre später eine dritte Auflage schreiben können, wäre Letzteres zwar sicher unverändert geblieben, aber das langfristige deutsche Modell hätte nach dem wirtschaft-

<sup>1052</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 364, mit den Argumenten, ein kompetenter Manager werde bald wieder vom Markt aufgenommen, wenn auch nicht notwendig zum gleichen Gehalt, und jedenfalls mildere die Managervergütung gewöhnlich die Folgen der Entlassung. Inwieweit das überzeugt, sei hier dahingestellt. Zumindest das zweite Argument scheint auf der unplausiblen Annahme zu fußen, dass Manager bei ausreichender materieller Versorgung gegebenenfalls bereit seien, ihre eigene Entlassung in Kauf zu nehmen. Indes dürften zumindest Spitzenmanager generell nicht (bzw. nur ganz nachgeordnet) für den Lebensunterhalt arbeiten – das hätten sie typischerweise nicht (mehr) nötig –, sondern in allererster Linie mit Blick auf persönlichen Ehrgeiz, Selbstbild und Prestige.

<sup>1053</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 364.

<sup>1054</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 365.

<sup>1055</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 365.

<sup>1056</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 366.

<sup>1057</sup> *Dies.*, *Keeping better company*<sup>2</sup>, 2005, S. 366 f.

lichen Wiedererstarben der Bundesrepublik mutmaßlich erneut an Attraktivität gewonnen, das US-amerikanische hingegen nach der Finanzkrise verloren.

*dd) Short-termism als Thema von Exekutive und Legislative 1985–1994*

An der intensiven *Short-termism*-Debatte konnte die konservative britische Regierung kaum vorbeigehen. Ihre marktfreundliche Einstellung legte im Ausgangspunkt nahe, sehr zurückhaltend gegenüber Bestrebungen aufzutreten, (tatsächlichen oder vermeintlichen) *Short-termism* regulatorisch einzudämmen, ähnlich wie der in den 1980er Jahren ideologisch nahestehende US-amerikanische Bundesgesetzgeber. Insbesondere wertete die konservative Regierung das im europäischen Vergleich übernahmefreundliche Umfeld des britischen Aktienmarktes positiv<sup>1058</sup> und bemühte sich aktiv, ein entsprechendes Modell im EU-Binnenmarkt voranzutreiben.<sup>1059</sup>

So wie die rechtspolitische Marschrichtung des US-amerikanischen Bundesgesetzgebers bis zum spektakulären Meinungswechsel des Competitiveness Policy Council Anfang 1993<sup>1060</sup> nicht vollkommen sicher erscheinen konnte, gaben sich auch britische Legislative und Exekutive ambivalent. 1985 erörterte *D. A. Walker*, ein Executive Director der Bank of England, eingehend intensiver werdende kurzfristige Zwänge auf dem Kapitalmarkt. Er würdigte zwar den Nutzen der Finanzinstitutionen sowie die Vorteile einer kurzfristigen Perspektive,<sup>1061</sup> betonte aber die Schwierigkeit, den kurzfristigen Horizont der Portfolioinvestoren damit zu vereinbaren, dass Boards im internationalen Wettbewerb langfristige Innovations- und Entwicklungsanstrengungen unternehmen müssen.<sup>1062</sup> Vorschläge, eine nationale Investitionsbank oder fiskalische Programme zu schaffen, sah *Walker* skeptisch. Stattdessen brachte er langfristig ausgerichtete Portfolioelemente institutioneller Investoren, eine erweiterte Innovationsberichterstattung der Unternehmen sowie eine Ergänzung der Fusionskontrolle um nicht wettbewerbliche Aspekte ins Spiel.<sup>1063</sup>

Im Oktober 1986 klagte mit *Nigel Lawson* gar der konservative Chancellor of the Exchequer in der ebenso traditionsreichen wie prominenten Mansion House Speech über *Short-termism* als „nationales Gebrechen“ Großbritanniens („our national ailment“), infolge dessen die Industrie zu wenig in Ausbildung, Forschung & Entwicklung investiere.

<sup>1058</sup> Siehe *Davies*, 57 *Brook. L. Rev.* 129, 134 (1991).

<sup>1059</sup> So gab das britische Handels- und Wirtschaftsministerium (Department of Trade and Industry, DTI) Anfang 1989 eine ausführliche Studie bei der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft *Coopers & Lybrand* über Übernahmehindernisse in der Europäischen Gemeinschaft in Auftrag, die Ende 1989 in drei Bänden vorgelegt und veröffentlicht wurde (*Coopers & Lybrand*, *Barriers to takeovers in the European Community*, 1989; zum Zweck der Studie sowie zu ihrem Inhalt, insbesondere den betrachteten Ländern bereits oben S. 207 Fn. 880). *Coopers & Lybrand* erklärten sich ausdrücklich damit einverstanden, dass die Regierung Exemplare des Berichts an die Europäische Kommission und andere Mitgliedstaaten versende (*Coopers & Lybrand*, *Barriers to takeovers in the European Community*, 1989, Bd. 1, Appendix A, S. 3). Kritisch zu dieser Position der britischen Regierung sowie vor allem dem Anliegen der Europäischen Kommission, einen aktiveren europäischen Markt für Unternehmenskontrolle zu schaffen, *Parkinson*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 150–151; zu den Bestrebungen der Regierung, das britische Modell in Europa zu etablieren zudem *Davies*, 57 *Brook. L. Rev.* 129, 134 (1991), der dazu auf eine Pressemitteilung des DTI verweist.

<sup>1060</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 I.3.c)cc), S. 127 ff.

<sup>1061</sup> *Walker*, *Bank of England Quarterly Bulletin* 25 (1985), 570, 571–572.

<sup>1062</sup> *Ders.*, *Bank of England Quarterly Bulletin* 25 (1985), 570, 572, der dabei Fehler auch bei den Boards selbst sah, weil für diese Wettbewerb anhand kurzfristiger Parameter einfacher sei und weil sie möglicherweise oft die kurzfristige Orientierung der Investoren übermäßig wahrnahmen.

<sup>1063</sup> *Ders.*, *Bank of England Quarterly Bulletin* 25 (1985), 570, 573–575.

*Lawson* sprach die Industrie insoweit nicht von Mitschuld frei, sie habe aber nicht ganz Unrecht, wenn sie die gefährlichste Form der Krankheit bei den Institutionen der City und den Finanzmärkten verorte. Die Zuhörerschaft dieser traditionell beim Bankers' Dinner gehaltenen Rede forderte *Lawson* auf, gut über das Problem nachzudenken, da „böses Blut“ (*bad blood*) zwischen Industrie und Finanzwirtschaft ganz sicher schlecht für Großbritannien und daher alles zu tun sei, um seine Ursachen zu beseitigen.<sup>1064</sup> Bei der Labour-Opposition fand dies bald Beifall.<sup>1065</sup> Ähnliche Bemerkungen hatte *Lawson* schon mehrfach zuvor geäußert<sup>1066</sup> und dabei unter anderem die kurzfristige Ausrichtung institutioneller Investoren sowie ihre mangelnde Unterstützung von Investitionen in Forschung & Entwicklung bemängelt.<sup>1067</sup>

Ebenfalls 1986 erstattete das House of Lords einen kritischen Bericht über zivile Forschung & Entwicklung, in dem es unter anderem eine erweiterte Unternehmensberichterstattung über F & E-Investitionen und steuerliche Anreize forderte.<sup>1068</sup> In ihrer Antwort

<sup>1064</sup> *Lawson*, Mansion House Speech, 16 October 1986 <[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/220816/Chancellors\\_Mansion\\_House\\_Speech\\_1986.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/220816/Chancellors_Mansion_House_Speech_1986.pdf)>, S. 5–6 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1065</sup> Siehe *Kinnock*, in: Commons Sitting of Wednesday 12 November 1986, House of Commons Hansard, Sixth Series, Volume 105, cc 1-104, Column 15 ([http://gateway.proquest.com/openurl?url\\_ver=Z39.88-2004&res\\_dat=xri:hcpr&rft\\_dat=xri:hcpr:hansard:CDS6CV0105P0-0001](http://gateway.proquest.com/openurl?url_ver=Z39.88-2004&res_dat=xri:hcpr&rft_dat=xri:hcpr:hansard:CDS6CV0105P0-0001)) (geprüft am 15.08.2020): „In just six years Britain has lost a 22 per cent share in manufactured trade in the world market and 32 per cent of the home market to imported manufactured goods. That has all contributed to a situation in which nearly 4 million people in this country want to work but are without work. Against that background, at the Mansion House a month ago the Chancellor berated industry, City institutions and financial markets for suffering from what he described as the ‘most virulent form’ of the ‘national ailment’ of ‘short termism.’ The point was well and rightly made, although it was made very late [...] Britain needs, and must have, a long-term industrial policy for the recovery of manufacturing industry, with access to investment on the same basis and with the same institutional support as in our main successful competitor economies.“

<sup>1066</sup> Hierauf wies er sogar ausdrücklich hin, *Lawson*, Mansion House Speech, 16 October 1986 <[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/220816/Chancellors\\_Mansion\\_House\\_Speech\\_1986.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/220816/Chancellors_Mansion_House_Speech_1986.pdf)>, S. 5 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1067</sup> Siehe *Nickell/Wadhvani*, Myopia, the „Dividend Puzzle“, and Share Prices, February 1987, S. 1; *Nickell/van Reenen*, in: Steil/Victor/Nelson (Hrsg.), Technological innovation and economic performance, 2002, S. 178, 192, die aus einer Rede Nigel Lawsons, Chancellor of the Exchequer, vom 9. Juni 1986, zitierten: „The big institutional investors nowadays increasingly react to short-term pressure on investment performance [...] [they] are unwilling to countenance long term investment or a sufficient expenditure on research and development [...]“; gleiches Zitat zuvor, aber ohne Quellennachweise, schon bei *Nickell*, The performance of companies, 1995, S. 23.

<sup>1068</sup> *Patel/Pavitt*, National Institute Ec. Rev. 122 (1987), 72 unter Verweis auf *House of Lords Select Committee on Science and Technology*, Civil research and development, 1986. Zusammenfassende Ausführungen von *Lord Sherfield* in: Hansard, Civil Research and Development, Debate 19 February 1987 Vol. 484, cc 1251–332, Column 1253–1254, abrufbar unter <<http://hansard.millbanksystems.com/lords/1987/feb/19/civil-research-and-development>> (geprüft am 11.06.2020): „On the issue of the funding of civil research and development, I can be brief. The overwhelming weight of the evidence was that in most areas British research and development was underfunded absolutely and in relation to what our main industrial competitors are doing. [...] It is not just the Government who are responsible for the present situation; it is also industry and the institutions that finance it. Again, both absolutely and in relation to the industrial contributions of our main international competitors, the contribution of British [1254] industry to research and development – with of course some honourable exceptions – is inadequate. The committee considered what steps, in addition to exhortation, could be taken to remedy this inadequacy. Its suggestions are set out in paragraphs 6.80 to 6.96 of the report. Perhaps I should mention one in particular, since it is controversial and is disliked – perhaps feared – by many industrial firms. It is that legislation should be introduced to require companies to disclose their research and development expenditure in their public accounts. But the other suggestions – for example, more tax incentives – if they were followed up, would also help.“

akzeptierte auch die Regierung, dass die industriellen Ausgaben für F&E zu gering seien und Aktionären sowie Managern der Wert solcher Investitionen verdeutlicht werden müsse.<sup>1069</sup> Legislative Maßnahmen schloss die Regierung nicht aus, äußerte aber zugleich eine starke Präferenz für privatautonome Lösungen,<sup>1070</sup> wie sie auch in anderen Punkten die Rolle für staatliches Handeln enger sah als das House of Lords.<sup>1071</sup>

Ab Ende 1986 entwickelte sich die *Short-termism*-Problematik geradezu zu einem Dauerbrenner in parlamentarischen Debatten.<sup>1072</sup> Dementsprechend prominent standen im Wahljahr 1987 damit verbundene Themen wie die britische Innovationskraft auf der politischen Tagesordnung. Auch die Bank of England ging dem Thema weiter nach, indem sie angesichts von Klagen von Unternehmen, dass sich Fondsmanager zu kurzfristig verhielten und Forschung & Entwicklung unterbewerteten, eine ausführliche Umfrage bei den 18 größten Fondsmanagern durchführte.<sup>1073</sup>

Auch nach der Wahl demonstrierte das Department of Trade and Industry (DTI) Aktivität durch sein Innovation Advisory Board (IAB). Dieses veranstaltete im Juni 1990 eine gemeinsame Konferenz mit der Financial Times über „Innovation and Short-termism“,<sup>1074</sup> zu der ein Tagungsband erschien.<sup>1075</sup> Viele Referenten teilten die Auffassung, dass *Short-termism* in der britischen Wirtschaft bestehe. Zudem und daran anknüpfend setzte das Innovation Advisory Board ein *City/Industry action team* ein, das den Auftrag erhielt, Methoden zu empfehlen, um eine effektivere Kommunikation zwischen der City und der Industrie zu fördern.<sup>1076</sup> Der Vorsitzende dieses *action team*, zugleich Chairman eines forschenden Industrieunternehmens, zeigte sich als dezidierter Anhänger der *Short-termism*-These.<sup>1077</sup>

Andererseits äußerte sich die Regierung Mitte 1991 in einer Antwort auf einen Bericht des House of Lords Select Committee on Science and Technology über „Innovation in Manufacturing Industry“, der ganz auf der Linie früherer Berichte des House of

<sup>1069</sup> *United Kingdom Government, Civil Research and Development, July 1987, S. 6 Rn. 25.* Siehe auch *Patel/Pavitt, National Institute Ec. Rev. 122 (1987), 72*, die auf ein dazugehöriges White Paper der britischen Regierung zu „Civil Research and Development“ von 1987 verweisen, in dem sich die Regierung ebenfalls besorgt über die (fehlende) Finanzierung von Forschung & Entwicklung durch die britische Industrie im Vergleich zu den ausländischen Wettbewerbern äußerte.

<sup>1070</sup> *United Kingdom Government, Civil Research and Development, July 1987, S. 6 Rn. 25.*

<sup>1071</sup> Die Regierung stimmte dem Select Committee zwar zu, dass die Industrie ihre Mittel für F&E erhöhen müsse (*dies.*, *Civil Research and Development, July 1987, S. 1 Rn. 4, S. 5 Rn. 23*), widersprach aber entschieden dem Pessimismus des Committee hinsichtlich Aussichten und Profitabilität insbesondere der verarbeitenden Industrie. Dementsprechend sah die Regierung eine geringere Rolle für staatliche Einflussnahme (a. a. O., S. 5 Rn. 24). Die Forderung des Select Committee, steuerliche Anreize für F&E-Ausgaben zu prüfen, lehnte die Regierung unter Verweis auf die Praxis in anderen Ländern ab (a. a. O., S. 6 Rn. 27). Auch mit Blick auf die Unterstützung von F&E kleiner Unternehmen sah die Regierung anders als das Select Committee keinen weiteren Handlungsbedarf (a. a. O., S. 7 Rn. 30).

<sup>1072</sup> Die Datenbank „House of Commons Parliamentary Papers“ (HCPP 18th/19th/20th Century House of Commons Parliamentary Papers 1688-2004, ProQuest, Chadwyck Healey, <<http://parlipapers.chadwyck.co.uk/>>) (geprüft am 11.06.2020) weist für das Keyword „short-termism“ von Ende 1986 bis 2004 insgesamt 749 Treffer aus dem House of Commons und dem House of Lords aus.

<sup>1073</sup> *Jackson, Bank of England Quarterly Bulletin 27 (1987), 253.*

<sup>1074</sup> *Grinyer/Russell/Collison, Br. J. Management 9 (1998), 13.*

<sup>1075</sup> *Innovation Advisory Board, Proceedings of the Innovation and Short-termism Conference, 1990*, zitiert nach *Grinyer/Russell/Collison, Br. J. Management 9 (1998), 13, 21.*

<sup>1076</sup> Dazu *Williams, National Westminster Bank Quarterly Review 8 (1991), 31, 37–38*, der diesem *action team* vorsah.

<sup>1077</sup> *Ders.*, *National Westminster Bank Quarterly Review 8 (1991), 31, 37–38.*

Lords lag,<sup>1078</sup> wieder betont reserviert: Dem Regierungshandeln maß das Papier eine nur beschränkte Rolle bei der Förderung langfristiger Investitionen zu,<sup>1079</sup> den Zustand der Fertigungsindustrie porträtierte es ohnehin positiv.<sup>1080</sup> Zudem wandte sich die Regierung entschieden gegen das Komitee, soweit dieses unter Berufung auf amerikanische Studien höhere Kapitalkosten im Vereinigten Königreich als bei wichtigen Wettbewerbern beklagte.<sup>1081</sup> Geforderte steuerliche Begünstigungen für F & E lehnte die Regierung als Subventionen ab,<sup>1082</sup> ähnlich wie andere Formen der staatlichen Finanzierung.<sup>1083</sup> In einem eigenen Abschnitt zu „‘Short-Termism’ and Takeovers“<sup>1084</sup> kennzeichnete das DTI *Short-termism* als ein komplexes und in seiner Existenz umstrittenes Problem. Als wichtigste Gegenmaßnahme hob es eine Eindämmung der Inflation hervor. Zudem begrüßte es die Bemühungen von IAB sowie CBI, die Kommunikation zwischen City und Industry zu verbessern.<sup>1085</sup> Übernahmen sprach das DTI ausdrücklich eine positive Rolle zu,<sup>1086</sup> lehnte Beschränkungen dementsprechend ab und verortete Änderungsbedarf allein in der Kultur von Industrie und Bildungswesen.<sup>1087</sup> Demgegenüber unterstützte die Regierung die Empfehlung des House of Lords, nicht geschäftsführende Direktoren zu stärken.<sup>1088</sup>

Das House of Lords positionierte sich nahezu zeitgleich in vielen Punkten konträr. Am 19. Juni 1991 debattierte es erneut über die verarbeitende Industrie und insbesondere den Komiteebericht über „Innovation in Manufacturing Industry“. Viele Redner bejahten problematische kurzfristige Einstellungen (*Short-termism*) zulasten der verar-

<sup>1078</sup> Dazu näher *Lord Ezra*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 175.

<sup>1079</sup> *DTI*, Innovation in Manufacturing Industry, June 1991, S. 3 Rn. 2: „[...] a revolution in business, educational, and financial culture is required to accelerate the pace of innovation in the UK [...]. However, culture and attitudes cannot be changed by law or decree. What Government can do directly is to restore incentives, to remove obstacles and to introduce a series of measures which, cumulatively, will act as a catalyst to change. The change itself must come in the attitudes and practices of management, in business, the education system and financial institutions.“

<sup>1080</sup> *Dass.*, Innovation in Manufacturing Industry, June 1991, S. 3 Rn. 4.

<sup>1081</sup> *Dass.*, Innovation in Manufacturing Industry, June 1991, S. 6 Rn. 18 f.

<sup>1082</sup> *Dass.*, Innovation in Manufacturing Industry, June 1991, S. 6–7 Rn. 20–25. Anders verhielt es sich mit Steuererleichterungen für individuelle Weiterbildung. Entsprechende Forderungen des Komitee sah die Regierung bereits durch eigene anlaufende Gestaltungen erfüllt (a. a. O., S. 7–8 Rn. 26).

<sup>1083</sup> *Dass.*, Innovation in Manufacturing Industry, June 1991, S. 9–10 Rn. 34–39. Eine Ausnahme bildete die Förderung von innovativen Anstrengungen kleiner Unternehmen, dazu a. a. O., S. 1213 Rn. 52–56.

<sup>1084</sup> *Dass.*, Innovation in Manufacturing Industry, June 1991, S. 8–9 Rn. 30–33.

<sup>1085</sup> *Dass.*, Innovation in Manufacturing Industry, June 1991, S. 8 Rn. 31.

<sup>1086</sup> Vor allem als Ansporn des Managements, aber auch zur Reorganisation von Unternehmen.

<sup>1087</sup> *DTI*, Innovation in Manufacturing Industry, June 1991, S. 9 Rn. 32: „[...] we should not place the primary blame on the openness of our capital market. Rather, it is our industrial and educational culture which needs to be changed. ‘To ignore that and instead legislate against takeovers would be a mistake. It would not promote organic growth. It would just deprive effective managers of the ability to acquire less well managed companies or companies with potential synergy. Inadequate managers would no longer be kept on their toes by the possibility of takeover.““

<sup>1088</sup> *Dass.*, Innovation in Manufacturing Industry, June 1991, S. 9 Rn. 33.

beitenden Industrie,<sup>1089</sup> insbesondere durch (feindliche) Übernahmen,<sup>1090</sup> übermäßige Ausschüttungen,<sup>1091</sup> kurzfristig eingestellte Finanzinstitutionen<sup>1092</sup> und hohe Kapitalkosten bzw. Inflation,<sup>1093</sup> teils verbunden mit scharfen Angriffen gegen die Regierung.<sup>1094</sup>

<sup>1089</sup> Siehe *Lord William of Elvel*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 170 („‘Short-termism’ is real“); *Lord Haslam*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 183 („[...] my concern about our adherence to a philosophy that market forces must prevail even on a short timescale. That short-termism again contrasts strongly with what happens in Germany [...]“); *Lord Scanlon*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 184–185 (zu kurzfristige Renditeerwartungen an Investitionen im Vergleich zu Deutschland und Japan); *Lord Laing of Dunphail*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 191 („Our society as a whole is shot through with short-termism.“); *Viscount Caldecote*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 197 („[...] short-termism is a serious issue [...]“); *Lord Barnett*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 211; siehe auch *Lord Ezra*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 175–176 (starker Mangel an Investitionen in F&E im internationalen Vergleich); *Lord Desai*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 177–179 (langjährige Krise der *manufacturing industry*); a. A. wohl *Baroness Denton of Wakefield*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 172–174, die der britischen verarbeitenden Industrie sogar eine glänzende Zukunft prognostizierte.

<sup>1090</sup> *Lord William of Elvel*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 170; *Lord Benson*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 180 („[...] predators lurk in the City, seeking to snap up companies which in their opinion have not distributed sufficient profits or which have accumulated a fund of liquid assets. The acquired companies’ assets are often disbanded and the long-term plans of management are destroyed.“); *Lord Haslam*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 182–183 (auch zu ungleichen Übernahmbedingungen zulasten britischer Unternehmen); *Lord Gregson*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 190; *Viscount Caldecote*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 197; *Lord Clitheroe*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 219.

<sup>1091</sup> *Lord Benson*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 179–180; *Lord Gregson*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 190–191.

<sup>1092</sup> *Lord Benson*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 180; *Lord Gregson*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 190–191.

<sup>1093</sup> *Lord William of Elvel*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 170; *Lord Griffiths of Fforestfach*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 186 (hohe Inflation und Zinsen); *Lord Laing of Dunphail*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 191 (Inflation als Grundursache von *Short-termism*, da sie die gesamte Gesellschaft kurzfristig ausrichtet).

<sup>1094</sup> *Lord William of Elvel*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 170: „The Government’s attitude towards contested bids is wholly confused [...]. Last but not least, and here I quote directly from the Select Committee’s Report: ‘all the evidence shows that the lack of Government commitment, support and assistance is deeply damaging to industry and to our national interest’“; *Lord Benson*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 180–181 („I question whether they [the Government] have done enough on those issues.“); *Lord Gregson*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 190; *Lord Varley*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 193–194 (mangelnde Unterstützung der Regierung für verarbeitende Industrie); in der Sache auch *Lord Butterworth*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 201 („To that extent, our report should not be seen as a criticism of the Government. One could say that since 1851 all governments have failed industry.“); die amtierende Regierung für erreichte Fortschritte lobend *Lord Aldington*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 208; stattdessen die vorherige Labour-Regierung angreifend *Baroness Seear*, in: Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, cc 167-235, Column 222.

1994 gelangte sogar das überparteiliche Trade and Industry Committee des House of Commons in einem ausführlichen, mehrere 100 Seiten starken Bericht über die Wettbewerbsfähigkeit der britischen Fertigungsindustrie<sup>1095</sup> zu dem Schluss, dass deren Unternehmen unter systemisch erzeugtem *Short-termism* litten.<sup>1096</sup> Anlass zu der Untersuchung gaben damals verbreitete Sorgen um Zustand und Niedergang der britischen Fertigungsindustrie, die das Komitee differenziert sah, im Grunde aber teilte.<sup>1097</sup>

*Short-termism* verortete das Komitee zunächst als Fall von Managementversagen. Zwar bescheinigte es dem britischen Management internationale Wettbewerbsfähigkeit, machte für *Short-termism* aber seinen Fokus auf Finanzkennzahlen verantwortlich, während andere Länder Manager mit technischem Hintergrund bevorzugten.<sup>1098</sup> Ihre britischen Kollegen sollten mehr Wert auf langfristiges organisches Wachstum, Produktentwicklung und Design legen.<sup>1099</sup> Ausführlicher ging das Komitee auf eine zweite festgestellte Quelle von *Short-termism* ein, die Beziehung von City und Industry: Es konstatierte stark zyklische Investitionsmuster der britischen Fertigungsindustrie<sup>1100</sup> und erörterte mögliche Gründe für das „enttäuschende“ Investitionsniveau.<sup>1101</sup> Das Komitee erblickte gewichtige Verzerrungen zulasten langfristiger Investitionen und damit starke Belege für *Short-termism* in internen Mindestrenditen, die unrealistisch hoch seien und/oder über den Kapitalkosten lägen, vor allem aber in einer kurzen Amortisationsdauer (*payback periods*).<sup>1102</sup> Hierzu schilderte es den Vorwurf, dieser *Short-termism* entstehe dadurch, dass Finanzinstitutionen der City hohe kurzfristige Renditen verlangen und/oder langfristige Investitionen unterbewerten.<sup>1103</sup> Das Komitee lehnte eine City-versus-Industry-Sicht zwar ab,<sup>1104</sup> machte als wichtige Ursachen aber zu hohe Dividenden auch auf Druck institutioneller Investoren aus.<sup>1105</sup> Daneben skizzierte es die Kontroversen zwischen Vertretern von City und Industry um Rückhalt für langfristige Investitionen, Übernahmen und die Finanzierung angeschlagener Unternehmen.<sup>1106</sup> Aber auch Unternehmensmanager sah das Komitee als mitschuldig, namentlich durch Renditedruck auf Pensionsfonds, leistungsabhängige Vergütung anhand kurzfristiger Ziele und finanzielle Kontrollmechanismen in diversifizierten Gesellschaften.<sup>1107</sup>

<sup>1095</sup> *Trade and Industry Committee*, Second Report, April 1994.

<sup>1096</sup> Knapp dazu auch *Stapledon*, Institutional Shareholder and Corporate Governance, 1996, S. 213 Fn. 23.

<sup>1097</sup> Siehe *Trade and Industry Committee*, Second Report, April 1994, S. 13–23, 25–34.

<sup>1098</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 39–40 Rn. 72–78.

<sup>1099</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 41 Rn. 82.

<sup>1100</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 55 Rn. 117.

<sup>1101</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 56–60, zunächst knapp aufgelistet S. 56 Rn. 119: Hohe Kapitalkosten, mangelnde Investitionsmöglichkeiten mit adäquaten Renditen. Risikoaversion der Manager vor allem hinsichtlich langfristiger Investitionen sowie mangelnde unternehmensinterne Finanzierungsspielräume für Investitionen, wenn Unternehmen kein externes Kapital aufnehmen können oder wollen.

<sup>1102</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 60 Rn. 124, später erneut S. 69 Rn. 156; daneben nennt es Inflation als erschwerenden Faktor für langfristige Investitionen, wenn Kapitalgeber keine Zinsanpassung bei sinkenden Inflationsraten gestatten.

<sup>1103</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 69 Rn. 154.

<sup>1104</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 70 Rn. 157.

<sup>1105</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 70–76. Zu den damals hohen Dividendenzahlungen im Vereinigten Königreich und weiteren diskutierten Erklärungen hierfür siehe auch *o. A.*, Bank of England Quarterly Bulletin 30 (1990), 352, 355–356.

<sup>1106</sup> *Trade and Industry Committee*, Second Report, April 1994, S. 76–78.

<sup>1107</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 79–80. Das Komitee schöpfte damit wohl auch aus Beiträgen der US-amerikanischen Diskussion.

Insgesamt sah das Komitee Unternehmensmanager ebenso wie die Institutionen der City in einem System gefangen, das kurzichtiges Verhalten geradezu einfordere, ohne dass eine Seite nennenswerten Änderungsspielraum habe. Nötig sei daher ein Handeln der Regierung,<sup>1108</sup> wozu das Komitee insbesondere steuerliche Anreize für Dividendenaktien, Lockerungen des Insiderrechts (Gestattung sog. *insider shareholders*), eine gewisse Kontrolle feindlicher Übernahmen<sup>1109</sup> sowie Korrekturen bei leistungsabhängiger Managervergütung empfahl, ferner alternative Möglichkeiten der Pensionsfinanzierung mit längerfristiger Kapitalbindung.<sup>1110</sup> Die Regierung griff in einem nachfolgenden White Paper verschiedene der angesprochenen Themen auf, ohne allerdings das Schlagwort *Short-termism* zu erwähnen oder den Regelungsempfehlungen näher nachzugehen.<sup>1111</sup> In der begleitenden Pressekonferenz betonten hochrangige Regierungsmitglieder auf mehrfache Nachfragen zu *Short-termism* zwar die Notwendigkeit, langfristige Investitionen zu stärken. Zugleich deuteten sie aber an, weite Teile der *Short-termism*-Bedenken abzulehnen. Sie verwiesen auf ein Erstarken der britischen Wirtschaft gegenüber Deutschland und berichteten gar anekdotisch, deutsche Bankiers wünschten sich „a bit more of your British *Short-termism*!“<sup>1112</sup> Die Labour Party verortete die Schuld hingegen klar bei kurzfristigen institutionellen Investoren.<sup>1113</sup>

c) *Private Reaktion im Schatten drohender Regulierung:  
Corporate-Governance-Kodizes*

aa) *Rechtspolitische Ausgangslage*

An den diskutierten Legislativmaßnahmen konnte weder Industry noch City wirklich gelegen sein: den Vertretern der Industrie – in aller Regel selbst Board-Mitglieder – nicht an einer Regulierung der Managervergütung, der City und zumindest den Großunternehmen<sup>1114</sup> nicht an einer strengeren Fusionskontrolle<sup>1115</sup> oder einer grundlegenden Umgestaltung der Anlagepolitik institutioneller Investoren, die vorrangig Pensionsfonds

<sup>1108</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 80–81.

<sup>1109</sup> Kritisch zu dieser Forderung bald das House of Commons Library Research Paper von *Edmonds/Hillyard/Twigger u. a.*, Investment, 20.11.1995, S. 35.

<sup>1110</sup> *Trade and Industry Committee*, Second Report, April 1994, S. 112–114.

<sup>1111</sup> Siehe *United Kingdom Government*, Competitiveness, May 1994, S. 99–105. Dies dürfte nicht zuletzt daran gelegen haben, dass die Regierung in bestimmten Punkten einen deutlich anderen Ansatz verfolgte, besonders deutlich im Unternehmenssteuerrecht. Die Regierung bevorzugte einen niedrigen Satz mit einer breiten Basis, um eine Verzerrung geschäftlicher Entscheidungen zu vermeiden (*dies.*, Competitiveness, May 1994, S. 143 Rn. 13.52). Demgegenüber forderten viele Industrieverbände im Verein mit der Opposition steuerliche Stimuli durch höhere Sonderabschreibungssätze, welche die Regierung zuvor weitgehend abgeschafft hatte (zu diesem Streit näher *Edmonds/Hillyard/Twigger u. a.*, Investment, 20.11.1995, S. 26–32). Vor diesem Hintergrund war keine besondere Sympathie der Regierung für eine „verzerrende“ steuerliche Bevorzugung von Dividendenaktien zu erwarten. Denn diese sollte ja gerade – ebenso wie letztlich Sonderabschreibungen – die Investitionen anregen und hätte damit das Regierungsziel eines „neutralen Steuerrechts“ konterkariert.

<sup>1112</sup> *Major/Heseltine/Hunt u. a.*, Mr Major’s Press Conference on the Competitiveness White Paper, 24.05.1994 <<http://www.johnmajorarchive.org.uk/1990-1997/mr-majors-press-conference-on-the-competitiveness-white-paper-24-may-1994>> (geprüft am 07.08.2020).

<sup>1113</sup> Dazu *Stapledon*, Institutional Shareholder and Corporate Governance, 1996, S. 213 Fn. 23 m. w. N.

<sup>1114</sup> Deren Interessen prägten im Wesentlichen die zentralen Publikationen des Industrieverbandes CBI zu *Short-termism*, insbesondere den frühen Bericht der *CBI City/Industry Task Force*, Investing for Britain’s future, 1987.

<sup>1115</sup> Eine Erweiterung der Fusionskontrolle wäre vor allem im Sinn übernahmefähiger forschungsstarker Wachstumsunternehmen gewesen, nicht im Sinne potenzieller Erwerber.

betroffen hätte. Erst recht konnte die Finanzwirtschaft kein Interesse an neuer Konkurrenz in Gestalt einer National Investment Bank haben, wie sie seit dem *Macmillan* und dem *Wilson Committee* im Raum stand.<sup>1116</sup> Zwar forderten alle Interessengruppen steuerliche Anreize für langfristige Investitionen, diese widersprachen aber der rechtspolitischen Linie der konservativen Regierung.<sup>1117</sup> Das übrige diskutierte „Regulierungsmenü“ barg für alle Interessengruppen Nachteile, die im politischen Prozess mutmaßlich schwer zu kontrollieren sein würden.

Ohnehin stimmten die entscheidenden Lager, City und Industry, ebenso wie (vor allem konservative) Vertreter der Politik im Kern überein, dass die *Short-termism*-Debatte einen Grundkonflikt widerspiegele, ausgelöst durch chronisch gegensätzliche Interessen von Kapitalnachfragern und -anbietern, obschon beide zum Wohle der Wirtschaft arbeiteten. Die Wurzel der Irritationen erschien demnach zu tiefgehend, um sie vollständig zu entfernen.<sup>1118</sup> Insbesondere wollte der Industrieverband CBI, der vorrangig große Unternehmen repräsentiert(e),<sup>1119</sup> das britische marktbasierende Finanzsystem trotz aller Klagen keinesfalls grundlegend geändert sehen,<sup>1120</sup> sondern akzeptierte es als leistungsfähig für die Gesamtwirtschaft.<sup>1121</sup> Damit war in Kauf genommen, dass stets einzelne Unternehmen und Personen auf der Gewinner- und der Verliererseite stehen würden.<sup>1122</sup>

All dies sprach dafür, die Anstrengungen darauf auszurichten, den Grundkonflikt angemessen zu handhaben<sup>1123</sup> und damit weitergehende Eingriffe der Politik zu vermeiden. Mittel der Wahl war vor allem eine verbesserte Kapitalmarktkommunikation, wie sie namentlich der Chairman des *City/Industry action team*,<sup>1124</sup> ein *director* der Bank of England<sup>1125</sup> ebenso wie schon der Industrieverband CBI<sup>1126</sup> unter dem Beifall der konservativen Regierung<sup>1127</sup> empfohlen hatten. Zudem lag es nahe, viele der debattierten Punkte, insbesondere die angemessene Verantwortlichkeit von Finanzinstitutionen und

<sup>1116</sup> Siehe dazu etwa *Capie/Collins*, *Have the banks failed British industry?*, 1992, S. 71–72.

<sup>1117</sup> Dazu Fn. 1111 auf S. 237.

<sup>1118</sup> Siehe dazu bereits die Nachweise in Fn. 784 auf S. 191 sowie *Williams*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 31, 36, 38; *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20, 28; in der Sache ähnlich auch *Walker*, *Bank of England Quarterly Bulletin* 25 (1985), 570, 572.

<sup>1119</sup> Vgl. *CBI City/Industry Task Force*, *Investing for Britain's future*, 1987, S. 24 Rn. 49 („It has been suggested, that the CBI should have a more active role in providing specific advice to smaller companies or helping them to present business proposals. The Task Force did not support this view.“) sowie die Mitglieder der Taskforce (a. a. O., S. 4–5), die – abgesehen von dem Wissenschaftler Paul Marsh – jedenfalls ganz überwiegend von Großunternehmen aus Finanz- und Realwirtschaft sowie einer Großkanzlei und einer großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft kamen.

<sup>1120</sup> Deutlich *dies.*, *Investing for Britain's future*, 1987, S. 32 Rn. 82–83, 85.

<sup>1121</sup> Siehe *dies.*, *Investing for Britain's future*, 1987, S. 18–27.

<sup>1122</sup> *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20, 28.

<sup>1123</sup> *Ball*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 20, 28; in der Sache ebenso *Williams*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 31, 36 unter Verweis auf eine Aussage Brian Corbys, sowie *CBI City/Industry Task Force*, *Investing for Britain's future*, 1987, S. 32–39, 49–50.

<sup>1124</sup> *Williams*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 31, 37–38.

<sup>1125</sup> *Walker*, *Bank of England Quarterly Bulletin* 25 (1985), 570, 574 (*innovation statement*); ferner der ehemalige Vorsitzende des Panel on Takeovers and Mergers *Weedon*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 97, 103, politisch der konservativen Partei zuzuordnen.

<sup>1126</sup> *CBI City/Industry Task Force*, *Investing for Britain's future*, 1987, S. 32–29, 49–50; zustimmend und weiterführend *Marsh*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 66, 90–91.

<sup>1127</sup> *DTI*, *Innovation in Manufacturing Industry*, June 1991, S. 8 Rn. 31.

des Managements, in sachgerecht besetzten Boards beizulegen.<sup>1128</sup> Deshalb unterstützten alle Lager sowie einflussreiche Stimmen aus der Rechtswissenschaft Bemühungen, Boards besser zu besetzen und damit effektiver zu machen. Zugleich ließ sich hiermit Kritikern der intensiven Übernahmeaktivität entgegenkommen. Diese erkannten Übernahmen bzw. ihre Drohung zwar als wichtigen Effizienztreiber an. Sie argumentierten aber, dass unternehmensinterne Maßnahmen, namentlich ein Austausch des Managements ohne Eigentümerwechsel, oft der kostengünstigere Weg zu Verbesserungen seien, wobei sie vor allem große institutionelle Investoren in der Pflicht sahen.<sup>1129</sup>

Solche Verbesserungen der Corporate Governance abseits staatlicher Regulierung setzten voraus, die bestehende Handhabung an Standards guter Praxis zu messen, etwa mit Blick auf die Trennung der Funktionen „Leitung“ und „Überwachung“ bzw. hinsichtlich Aufgaben und Anzahl unabhängiger Direktoren.<sup>1130</sup> Dementsprechend mündete die britische *Short-termism*-Debatte der 1980er und 1990er Jahre mit dem *Comply-or-Explain*-Prinzip des *Cadbury Report* nicht zufällig in einen hierfür geeigneten Mechanismus, der seitdem die Corporate Governance vor allem börsennotierter Gesellschaften weltweit prägt.<sup>1131</sup> Damit versuchte Großbritannien, das mutmaßliche *Short-termism*-Problem wie von der konservativen Regierung gewünscht privatautonom zu bewältigen: Sowohl das *Cadbury*-Komitee als auch seine Nachfolger, insbesondere das *Greenbury*-, *Hampel*- und *Myners*-Komitee, waren keine Regierungskommissionen.<sup>1132</sup> Sie wurden von Vertretern der betroffenen professionellen Marktteilnehmer<sup>1133</sup> sowie Arbeitnehmerorganisationen unterstützt und von einem Sekretär, den das Department of Trade and Industry abstellte, lediglich begleitet.<sup>1134</sup> Dessen ungeachtet war, wie der führende englische Gesellschaftsrechtler *Paul Davies* treffend formuliert hat, „den Komitees [...] klar, daß, wenn ihre Berichte dem öffentlichen Ruf nach Reformen nicht gerecht werden würden, wahrscheinlich die Regierung – wenn auch widerwillig – gesetzgeberische Maßnahmen würde einbringen müssen.“<sup>1135</sup>

<sup>1128</sup> *Ball*, National Westminster Bank Quarterly Review 8 (1991), 20, 29.

<sup>1129</sup> So etwa *George*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, S. 281, 287–288, ein ehemaliges Mitglied der Monopolies and Mergers Commission; aus der Rechtswissenschaft etwa *Parkinson*, Corporate power and responsibility, 1994, S. 131–132, 158, 191 ff.; vonseiten der Wirtschaft *CBI City/Industry Task Force*, Investing for Britain's future, 1987, S. 10, S. 26–27 Rn. 59, 61; ähnlich *Fairburn/Kay*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, S. 1, 21–22, 27–29.

<sup>1130</sup> Vgl. *Ball*, National Westminster Bank Quarterly Review 8 (1991), 20, 29; *Fairburn/Kay*, in: Fairburn/Kay (Hrsg.), Mergers and merger policy, 1989, S. 1, 29.

<sup>1131</sup> Zum weltweiten Einfluss des Cadbury Report siehe nur *Tricker*, Corporate governance<sup>3</sup>, 2015, S. 13.

<sup>1132</sup> *Davies*, ZGR 2001, 268, 272.

<sup>1133</sup> Direktoren großer Unternehmen, Vertreter aus dem Bereich der Rechnungslegung, von institutionellen Anlegern und der Londoner Börse.

<sup>1134</sup> *Davies*, ZGR 2001, 268, 272; auch zu Gründen für diese zurückhaltende Einstellung der Regierung *Charkham/Ploix*, Keeping better company<sup>2</sup>, 2005, S. 297–298.

<sup>1135</sup> *Davies*, ZGR 2001, 268, 273; übereinstimmend *Gamble/Kelly*, in: Parkinson/Gamble/Kelly (Hrsg.), The political economy of the company, 2000, S. 21, 44: „At the same time many companies, [...], sought to improve self-regulation of the corporate sector, partly in order to ward off any future plans for statutory regulation. The series of Codes of the 1990s – Cadbury, Greenbury, and Hampel, culminating in the Combined Code – was the main fruit of this activity.“

bb) *Cadbury Report 1992*

Das *Cadbury*-Komitee wurde nicht unmittelbar mit Blick auf die *Short-termism*-Debatte eingesetzt, sondern vor allem infolge skandalträchtiger unerwarteter Insolvenzen und kontroverser Vergütungspraktiken von Unternehmensdirektoren.<sup>1136</sup> Das Komitee befand aber, dass die Corporate Governance großer britischer Unternehmen weitergehende, grundlegende Missstände aufweise. Daher strebte es an, die Board-Struktur und ihre Funktionsweise in großen britischen Unternehmen generell zu verbessern.<sup>1137</sup> Das *Cadbury*-Komitee befasste sich dazu mehrfach mit *Short-termism*. Dies lässt sich im Einzelnen anhand der veröffentlichten Materialien aus *Cadburys* Archiv nachvollziehen:

Ein erster Hinweis findet sich in einem offenbar von *Cadbury* selbst verantworteten<sup>1138</sup> Vorschlag für ein Seminar über das Unternehmensziel (*purpose of the company*).<sup>1139</sup> Er stellt zwei Ansichten gegenüber: Insbesondere die City of London sehe das Unternehmensziel in einer Mehrung des Aktionärsvermögens, während britische Unternehmer und Manager ebenso wie die japanische und deutsche Finanzwirtschaft eine breitere Gruppe von Stakeholdern einbezögen. Das Seminar sollte untersuchen, ob sich britische Gesellschaften mit Blick auf den Zeitrahmen, in dem sie Gewinne erstrebten, anders verhielten als ausländische Gesellschaften, und, wenn ja, ob dies in Druck von bestimmten Aktionären, rechtlichen Gestaltungen, der Managervergütung und -motivation oder Gewohnheiten und Kultur begründet liege.<sup>1140</sup> Als Gegenmaßnahmen sollte das Seminar Änderungen von Zusammensetzung, Rolle und Einfluss der Aktionäre sowie des Erfolgskriteriums prüfen, etwa einen angepassten Zeitrahmen für Gewinne.<sup>1141</sup>

In einem Treffen mit *Simon Hornby*, Anteilseigner und Chairman der börsennotierten Gesellschaft WH Smith,<sup>1142</sup> erörterte das Komitee, inwieweit sich Aktionäre als Eigentümer verhielten. Dabei bemängelte *Adrian Cadbury*, dass einige Investoren bei Schwierigkeiten kurzfristig verkauften, statt sich kollektiv zu engagieren.<sup>1143</sup> Zudem sprach *Cadbury* Druck auf Unternehmen an, mittels Bilanzpolitik (kurzfristige) Ergebniserwartungen der City zu erfüllen. Angesichts bestehender Interpretationsspielräume ordneten sich auch Bilanzprüfer diesem Druck unter.<sup>1144</sup>

<sup>1136</sup> *Cadbury Committee*, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, Rn. 2.1-2.2 (Introduction); *Davies*, ZGR 2001, 268, 270; *Tricker*, *Corporate governance*<sup>3</sup>, 2015, S. 115; *Williamson*, Br. J. Ind. Relations 41 (2003), 511, 515.

<sup>1137</sup> Siehe *Cadbury Committee*, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, Rn. 1.2, 2.1–2.2, sowie *Davies*, ZGR 2001, 268, 270.

<sup>1138</sup> Unterzeichnet ist der Entwurf von *Mark Goyder*, das Internetarchiv der Materialien zum *Cadbury Report* verzeichnet als Autor dieses Dokuments aber *Adrian Cadbury*, <<http://cadbury.cjbs.archios.info/cad-01027>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1139</sup> *Cadbury*, Draft, the purpose of the company – the next steps, 29 April 1991 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-01027.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-01027.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1140</sup> *Ders.*, Draft, the purpose of the company – the next steps, 29 April 1991 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-01027.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-01027.pdf)>, S. 2 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1141</sup> *Ders.*, Draft, the purpose of the company – the next steps, 29 April 1991 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-01027.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-01027.pdf)>, S. 3 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1142</sup> Sie gilt als einer der führenden Buch-, Schreibwaren- und Zeitungshändler im Vereinigten Königreich.

<sup>1143</sup> *Hornby*, Letter from Sir Simon Hornby, WH Smith, 30 July 1991, and record of meeting with Sir Simon Hornby, 30 October 1991, 30 July 1991, 4 November 1991 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-01171.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-01171.pdf)>, S. 2 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1144</sup> *Ders.*, Letter from Sir Simon Hornby, WH Smith, 30 July 1991, and record of meeting with Sir Simon Hornby, 30 October 1991, 30 July 1991, 4 November 1991 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-01171.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-01171.pdf)>, S. 4 (geprüft am 11.06.2020).

Eine von *Cadbury* angefragte Eingabe des Innovation Advisory Board (IAB) behandelte im Kontext kurz- vs. langfristigen Handelns zum einen die Unternehmensberichterstattung, die das IAB um nicht finanzielle Angaben über immaterielle Anlagen und F&E erweitert wissen wollte.<sup>1145</sup> Zum anderen erörterte das IAB institutionelle Investoren und feindliche Übernahmen. In Letzteren sah es ein Hindernis für langfristige Investitionen in Forschung & Entwicklung. Das IAB warb daher für eine Börsenregel, die Bieter verpflichtet, den langfristigen geschäftlichen Sinn ihres Übernahmehabens zu begründen.<sup>1146</sup> Zudem wollte das IAB Gesellschaften die langfristige Unterstützung institutioneller Investoren durch starke nicht geschäftsführende Direktoren sichern, deren Wahl die Investoren offenbar durch Absprachen untereinander (*arrangements*) sicherstellen sollten.<sup>1147</sup>

In zwei weiteren Dokumenten steht *Short-termism* im Zentrum: erstens in einem offenbar von *Cadbury* angefragten Brief Professor *Brian Holdens* von der Warwick Business School, der einen MBA-Vortrag über *Short-termism* zusammenfasste.<sup>1148</sup> *Holden* thematisierte zunächst kurzfristiges Denken durch Druck im Wertpapierhandel, insbesondere auf dort beschäftigte Analysten, Umsatz zu generieren. Den Einfluss dieser Analysten begründete *Holden* damit, dass Fondsmanager mit breit diversifizierten Portfolios ohne hinreichende interne Unterstützung nicht ausreichend zu einer eigenen Beurteilung oder zu Engagement bei Portfoliogesellschaften in der Lage seien. Überdies beachteten Analysten Finanzzahlen zu stark und weiche Informationen über Strategie, Produkt- und CEO-Qualität zu wenig, wodurch die kurze Frist betont werde.<sup>1149</sup> Weiterhin führte *Holden* den Übernahmeboom der 1980er Jahre als Ausdruck von *Short-termism* zulasten geschäftlicher Investitionen an.<sup>1150</sup>

Zweitens ging eine Eingabe von *Allen Sykes* mehrfach auf *Short-termism* ein. *Sykes* fasste im Anschreiben die Einzelprobleme unter dem Schlachtruf zusammen, es gelte, den „iron grip of short termism on so much of the business sector“ zu überwinden.<sup>1151</sup> Als zentrale Corporate-Governance-Missstände und Anreize zu kurzfristigem Handeln

<sup>1145</sup> *Chilver*, The Financial Aspects of Corporate Governance: Submission from the Innovation Advisory Board, 16 October 1991 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-02247.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-02247.pdf)>, S. 1–2 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1146</sup> *Ders.*, The Financial Aspects of Corporate Governance: Submission from the Innovation Advisory Board, 16 October 1991 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-02247.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-02247.pdf)>, S. 3–4 (paginiert als S. 5–6) (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1147</sup> *Ders.*, The Financial Aspects of Corporate Governance: Submission from the Innovation Advisory Board, 16 October 1991 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-02247.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-02247.pdf)>, S. 3, 5–6 (paginiert als S. 5, 7–8) (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1148</sup> *Holden*, Short-termism?, 16 December 1991 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-01133.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-01133.pdf)> (geprüft am 11.06.2020). Referent des Vortrags über *Short-termism* war Brian Harding, der damals nach mehrjähriger Tätigkeit in der Industrie als Stockbroking-Analyst bei der HSBC-Tochter James Capel (ihr Erwerb begründete 1986 den europäischen Arm des HSBC Asset Management, <[https://services.assetmanagement.hsbc.com.hk/site/common/about\\_us/company\\_history/landing\\_page](https://services.assetmanagement.hsbc.com.hk/site/common/about_us/company_history/landing_page)> (geprüft am 27.10.2020)) arbeitete, dort auf kleine und mittlere Maschinenbaugesellschaften spezialisiert war und auf diesem Feld laut *Holden* einen sehr guten Ruf genoss. Harding hatte den Vortrag im Rahmen des Teilzeit-MBA-Programms der Warwick Business School gehalten, in dem er zuvor schon mehrfach über andere Themen aus dem Kontext seiner beruflichen Tätigkeit gesprochen hatte.

<sup>1149</sup> *Ders.*, Short-termism?, 16 December 1991 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-01133.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-01133.pdf)>, S. 1 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1150</sup> *Ders.*, Short-termism?, 16 December 1991 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-01133.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-01133.pdf)>, S. 2 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1151</sup> *Sykes*, Comments on Draft Report to Adrian Cadbury, 14 July 1992 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-02141.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-02141.pdf)>, S. 3 (geprüft am 11.06.2020).

benannte Sykes ein „ownership vacuum“, Vergütung und Anreize des leitenden Managements sowie vor allem die kurzfristigen Anstellungsbedingungen von Fondsmanagern bei Investmentinstitutionen, während die Endbegünstigten typischerweise Anlagehorizonte von acht bis zehn Jahren hätten.<sup>1152</sup> Sykes empfahl, die Eigentümerrolle unabhängigen, von Aktionären ernannten Direktoren zu überantworten,<sup>1153</sup> die Vergütungspakete geschäftsführender Direktoren anhand fünfjähriger Leistungsziele festzulegen, unbeschadet einer stets vollständigen Rechenschaftspflicht, und, etwas vage, Fondsmanager über „relevantere“ längere Zeiträume zu ernennen, allerdings mit „Sicherheitsklauseln“.<sup>1154</sup>

In ihrer Gesamtheit belegen diese Dokumente, die von April 1991 bis Juli 1992 datieren, dass sich das Cadbury-Komitee während der ganz überwiegenden Dauer seiner Tätigkeit<sup>1155</sup> mehrfach und auf eigene Initiative mit der *Short-termism*-Thematik befasste. Der abschließende *Cadbury Report* selbst widmete sich allerdings vorwiegend dem Board und der Unternehmensberichterstattung, nicht der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes oder der Rolle von Übernahmen.<sup>1156</sup> *Short-termism* sprach er nicht ausdrücklich an. Er ließ allerdings die Überzeugung erkennen, dass Aktionäre als engagierte Eigentümer mit längerfristiger Orientierung handeln und Direktoren sowie Manager in diesem Sinne kontrollieren sollten.<sup>1157</sup> Zudem setzte der *Cadbury Report* mehrere Empfehlungen aus der *Short-termism*-Debatte um. Insbesondere strebte er eine bessere Kommunikation zwischen Aktionären und Board<sup>1158</sup> sowie eine Aufwertung nicht geschäftsführender, unabhängiger Direktoren an.<sup>1159</sup> Dies entsprach im Wesentlichen der Linie, die Cadbury bereits zuvor in einem Sammelband zur *Short-termism*-Debatte vertreten hatte.<sup>1160</sup> Dementsprechend wertete ein House of Commons Library Research Paper die Änderungen, welche der *Cadbury Report* sowie nachfolgend der *Greenbury Report* und

<sup>1152</sup> Ders., Comments on Draft Report to Adrian Cadbury, 14 July 1992 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-02141.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-02141.pdf)>, S. 4–7 (geprüft am 11.06.2020). Sykes sah *Short-termism* im britischen System vor allem dadurch institutionalisiert, dass Investmentinstitutionen Fondsmanager herkömmlich nur für zwei bis drei Jahre und nunmehr sogar manchmal nur für zwölf Monate ernennen würden. Infolgedessen gerieten Fondsmanager unter kurzfristigen Ergebnisdruck, den sie an die Unternehmen weitergäben.

<sup>1153</sup> Dahinter stand der Vorschlag, die Aktionäre durch Bestellung eines Aktionärsausschusses (*shareholder committee*) intensiver an der Bestellung der Direktoren zu beteiligen, anstatt die Wahl unabhängiger *non-executive directors* wie gehabt dem Board zu überlassen, mit nachfolgender Bestätigung durch die Aktionäre. Er wurde vom Cadbury Committee aber letztlich verworfen, näher dazu sowie zu den Hintergründen Davies, ZGR 2001, 268, 279–281.

<sup>1154</sup> Sykes, Comments on Draft Report to Adrian Cadbury, 14 July 1992 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-02141.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-02141.pdf)>, S. 6 (im Original paginiert als S. 3) (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1155</sup> Das Cadbury Committee wurde im Mai 1991 eingesetzt. Es legte im Mai 1992 einen Berichtsentwurf vor, auf den Anfang Dezember 1992 der Abschlussbericht folgte, *Cadbury Committee, The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, S. 13 Rn. 2.1 und 2.3.

<sup>1156</sup> Dazu Dimsdale, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 13, 42.

<sup>1157</sup> Siehe *Cadbury Committee, The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, S. 51 Rn. 6.16, ferner S. 33 Rn. 4.55 f. (keine Empfehlung von Quartalsberichten, stattdessen Ausbau der Halbjahresberichte); allerdings auch S. 30 Rn. 4.41 bzw. S. 54 Empfehlung 6 (Verträge mit Board-Mitgliedern nicht über mehr als drei Jahre ohne Zustimmung der Aktionäre).

<sup>1158</sup> Dass., *The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, S. 50 f. Rn. 6.14 f., sowie zuvor S. 34 Rn. 4.59 (informelle Kommunikation).

<sup>1159</sup> Dass., *The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, S. 21 f. Rn. 4.10 ff., S. 26 Rn. 4.30 (*nomination committees*), S. 27 Rn. 4.35(b) (*audit committees*), S. 30 Rn. 4.42 (*remuneration committees*), S. 56 f. Empfehlung 1.3 und 2.1 bis 2.4.

<sup>1160</sup> Dazu siehe oben 2. Teil, § 1 II.3. b)aa), S. 188 ff., Text bei Fn. 786–793 auf S. 191–192.

vor allem der *Myners Report* anregten, als geeignet, *Short-termism*-Vorwürfe gegen Übernahmen sowie unternehmensinterne *Short-termism*-Treiber zu verringern.<sup>1161</sup>

### cc) *Greenbury Report 1995*

Der *Cadbury Report* beendete die Kontroverse um gute Corporate Governance nicht. Im Gegenteil geriet die Vergütung von Unternehmensdirektoren zunehmend in die öffentliche Kritik, insbesondere mit Blick auf ihre Höhe und Leistungsgerechtigkeit.<sup>1162</sup> Die darauf ins Leben gerufene Study Group on Directors' Remuneration um Sir *Richard Greenbury* erstattete ihren Bericht (sog. *Greenbury Report*) im Juli 1995. Vor dem Hintergrund der bisherigen britischen *Short-termism*-Debatte hätte es nahegelegen, bei dieser Gelegenheit (auch) der Problematik kurzfristiger Anreize vertieft nachzugehen. Das *Greenbury*-Komitee konzentrierte sich aber auf die Vergütungshöhe als Stein des öffentlichen Anstoßes. Es bemühte sich ersichtlich, zwar das allgemeine Niveau als im Wesentlichen leistungs- sowie wettbewerbsgerecht zu rechtfertigen, zugleich aber Bedenken Rechnung zu tragen<sup>1163</sup> und insbesondere schwer vermittelbare hohe Abfindungen künftig zu vermeiden. Letzteres ließ sich am einfachsten durch kurze Vertragsdauern und/oder Kündigungsfristen erreichen, für die der *Greenbury Report* eine Obergrenze von normalerweise einem Jahr anriet.<sup>1164</sup> Anreize zu langfristiger statt (nur) kurzfristiger Wertsteigerung ließen sich indes bei so kurzen Bindungszeiträumen nur begrenzt umsetzen und dementsprechend schwerlich zugleich als gute Praxis empfehlen. Stattdessen gab das Komitee dem (aus unabhängigen Mitgliedern zu besetzenden) Vergütungsausschuss insoweit umfassende Freiheit.<sup>1165</sup>

Der Report unterstrich zwar mehrfach das zentrale Ziel, die Leistung an die Vergütungshöhe sowie Direktoren- an Aktionärsinteressen anzugleichen.<sup>1166</sup> Das Komitee konkretisierte dabei aber nicht, ob allein die Interessen der aktuellen Anteilseigner maßgeblich seien, selbst wenn sie kurzfristig orientiert sind,<sup>1167</sup> oder auch diejenigen zukünftiger

<sup>1161</sup> So das House of Commons Library Research Paper von *Edmonds/Hillyard/Twigger u. a.*, Investment, 20.11.1995, S. 35, 37–38. Dies betraf vor allem den *Myners Report*, der empfahl, institutionelle Aktionäre stärker in die Unternehmensleitung einzubinden.

<sup>1162</sup> Im Vordergrund standen starke Vergütungssteigerungen und hohe Vorteile aus Aktienoptionen, vor allem in kürzlich privatisierten Unternehmen, hohe Abfindungen für entlassene Manager sowie steigende Vergütungen für Topmanager, oftmals parallel zu Entlassungen und Einschränkungen für die sonstige Belegschaft und/oder Preiserhöhungen für Kunden, *Study Group on Directors' Remuneration/Greenbury*, *Greenbury Report*, 1995, S. 9 Rn. 1.6–1.7; ferner etwa *Lord Nicholls of Birkenhead*, 70 *Australian L. J.* 205, 215 (1996); *Chiu*, *ZVerglRWiss* 114 (2015), 121, 136.

<sup>1163</sup> Zu beidem siehe *Study Group on Directors' Remuneration/Greenbury*, *Greenbury Report*, 1995, S. 10 Rn. 1.10, S. 34–37 Rn. 6.1–6.13, S. 42 Rn. 6.35.

<sup>1164</sup> *Dies.*, *Greenbury Report*, 1995, S. 16 Empfehlung B 10, S. 18 Empfehlung D2, S. 47 Rn. 7.13. Damit entsprach der *Greenbury Report* wohl einer verbreiteten und auch nach dem Zusammenbruch der Dotcom-Blase noch ganz überwiegend vertretenen Ansicht, vgl. *TUC*, *Company Law Reform White Paper*, June 2005 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 7–8 Rn. 2.15, Rn. 2.17–2.20 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1165</sup> *Study Group on Directors' Remuneration/Greenbury*, *Greenbury Report*, 1995, S. 38 Rn. 6.15–6.16, ähnlich S. 40 Rn. 6.23 (unterschiedliche Anforderungen und Prioritäten von Gesellschaften), *dies.*, *Greenbury Report*, 1995, S. 39 Rn. 6.19 (auch kurzfristige Boni statt nur langfristiger Anreize könnten nützlich sein).

<sup>1166</sup> *Study Group on Directors' Remuneration/Greenbury*, *Greenbury Report*, 1995, S. 11 Rn. 1.15, S. 17 Empfehlung C 4, S. 38 Rn. 6.16.

<sup>1167</sup> Hierfür sprach prima facie die Empfehlung, die Vergütung gegenüber den Aktionären offenzulegen, sowie der Umstand, dass der *Greenbury Report* allein langfristige Anreizpläne sowie eigenkapital-

Teilhaber, entsprechend der herkömmlichen Bestimmung der Direktorenpflichten im englischen Recht.

Immerhin forderte der *Greenbury Report*, dass bei langfristiger Anreizvergütung Aktien normalerweise nicht vor drei Jahre gewährt, Optionen nicht vor dieser Zeit ausübbar werden,<sup>1168</sup> Optionen sowie andere langfristige Anreize gestaffelt statt en bloc zugeteilt<sup>1169</sup> und gewisse Haltedauern für gewährte Aktien verlangt werden sollten.<sup>1170</sup> Allerdings fällt die allgemeine Gleichsetzung langfristiger Anreize mit (nur) drei Jahren Dauer recht kurz aus. Überdies fehlten hier wie auch sonst Ausführungen zum angemessenen Verhältnis kurz- und langfristiger Elemente.

#### *dd) Hampel Report 1998*

Das *Cadbury Committee* und das *Greenbury Committee* empfahlen, ein weiteres Gremium einzusetzen, um zu prüfen, wie die erarbeiteten Grundsätze guter Praxis angenommen werden.<sup>1171</sup> Diese Aufgabe wurde dem *Hampel*-Komitee übertragen,<sup>1172</sup> das Ende 1995 als Committee on Corporate Governance eingesetzt wurde und Anfang 1998 seinen Abschlussbericht<sup>1173</sup> vorlegte.

Der *Hampel Report* sprach Sorgen vor kurzfristiger Orientierung mit Blick auf Fondsmanager an, allerdings eher distanziert berichtend.<sup>1174</sup> Er erachtete Belege für diese Sicht vor allem mit Blick auf Dividenden als „begrenzt“, fordert Trustees von Pensionsfonds aber trotzdem auf, Investmentmanager zu einer langfristigen Sicht zu ermutigen.<sup>1175</sup>

Im Übrigen folgte das *Hampel*-Komitee insofern seinem Vorgänger *Greenbury*, als es Befürchtungen aus der *Short-termism*-Debatte vor allem im Bereich der Managementvergütung außer Acht ließ. Zwar ergänzte das *Hampel*-Komitee die auf die Vergütungshöhe fixierte Sicht des *Greenbury Report* um zeitlich ausgewogenere Formulierungen: Es bezeichnete es als erste Pflicht des Boards, die Prosperität des Unternehmens im Zeitablauf zu steigern,<sup>1176</sup> und stellte klar, dass ein Shareholder-Value-Unternehmensziel bedeute, die Gesellschaft im Interesse gegenwärtiger und zukünftiger Aktionäre zu führen, statt nur im kurzfristigen Interesse aktueller Anteilseigner.<sup>1177</sup> Zudem charakterisierte das *Hampel*-Komitee die Aktionäre, von denen viele ihre Positionen im Zeitablauf

---

verwässernde Vergütungsinstrumente einer Aktionärszustimmung unterstellte, *dies.*, *Greenbury Report*, 1995, S. 16 Empfehlung B12, S. 33 Rn. 5.33, S. 42 Rn. 6.33. Allg. zu dem dahinterstehenden Ansatz des *Greenbury Report*, exzessive Vergütungspraktiken mit einer stärkeren Rechenschaft gegenüber den Aktionären zu bekämpfen, *Williamson*, Br. J. Ind. Relations 41 (2003), 511, 515.

<sup>1168</sup> *Study Group on Directors' Remuneration/Greenbury*, *Greenbury Report*, 1995, S. 17 Empfehlung C6, S. 42 Rn. 6.34.

<sup>1169</sup> *Dies.*, *Greenbury Report*, 1995, S. 17 Empfehlung C9, S. 41 Rn. 6.29.

<sup>1170</sup> *Dies.*, *Greenbury Report*, 1995, S. 39 Rn. 6.22, S. 41 Rn. 6.31 f., S. 43 Rn. 6.41.

<sup>1171</sup> *Hampel Committee*, Final Report, January 1998, S. 5 Rn. 1.

<sup>1172</sup> *Tricker*, *Corporate governance*<sup>3</sup>, 2015, S. 116.

<sup>1173</sup> *Hampel Committee*, Final Report, January 1998.

<sup>1174</sup> Es werde, so das Komitee, oft vorgebracht, dass Trustees Fondsmanager unangemessen unter Druck setzen, kurzfristige Investitionsrenditen zu maximieren oder Dividenden zulasten einbehaltener Gewinne zu steigern, und dass Fondsmanager entsprechend zurückhaltend seien, Vorschläge des Boards zu unterstützen, die nicht unmittelbar Aktienkurs oder Dividende steigern.

<sup>1175</sup> *Hampel Committee*, Final Report, January 1998, S. 41 Rn. 5.6 mit S. 61 Empfehlung 33.

<sup>1176</sup> *Dass.*, Final Report, January 1998, S. 7 Rn. 1.1.

<sup>1177</sup> *Dass.*, Final Report, January 1998, S. 12 Rn. 1.18 sowie S. 21 Rn. 3.2

weitgehend stabil hielten, als am dauerhaften Wohlergehen der Gesellschaft interessiert,<sup>1178</sup> auch wenn es später unterschiedliche Zeithorizonte einräumte.<sup>1179</sup>

Trotzdem enthielt sich das Komitee hartnäckig einer Aussage dazu, auf welchen Zeithorizont der empfohlene leistungsorientierte Teil der Vergütung hin gestaltet werden solle.<sup>1180</sup> Jährliche Boni, Aktienoptionsprogramme und langfristige Anreizpläne zählte es gleichberechtigt nebeneinander auf. Allgemeine Aussagen zu den Vorzügen der einzelnen Elemente vermied es ausdrücklich, um dem unabhängigen<sup>1181</sup> Vergütungsausschuss eine umfassende Beurteilungsfreiheit zu lassen. Letzterer erhielt lediglich die Vorgabe, eine exzessive Gesamthöhe zu vermeiden.<sup>1182</sup> Den Aktionären sprach es ein Recht auf Information zu.<sup>1183</sup> Tatsächlich sah wohl auch das *Hampel*-Komitee in langfristigen Vergütungselementen in erster Linie Gefahren. Jedenfalls übernahm es *Greenburys* Empfehlung maximal einjähriger Verträge mit Direktoren<sup>1184</sup> und das Erfordernis eines Aktionärsbeschlusses nur für längerfristige<sup>1185</sup> oder eigenkapitalverwässernde Vergütungsprogramme,<sup>1186</sup> nicht für kurzfristige.

### ee) *Myners Report 2001*

Auf den *Hampel Report* folgte zunächst der *Turnbull Report*<sup>1187</sup> über interne Kontrollsysteme. Obgleich es durchaus nahegelegen hätte, thematisierte er Fragen lang- versus kurzfristiger Orientierung nicht. Dafür behandelte der nächste große Bericht, der *Myners Report* über Rolle und Verantwortung institutioneller Investoren, *Short-termism* prominenter als alle seine Vorgänger.

Der Auftrag des *Myners Review* war im Ausgangspunkt eher eng abgesteckt: Der Chancellor of the Exchequer erteilte ihn im Haushalt des Jahres 2000 als Teil einer Initiative des Treasury (Schatzamt, Finanzministeriums), die die britische Wirtschaft produktiver und wettbewerbsfähiger machen sollte.<sup>1188</sup> Dem Treasury erschienen inländische institutionelle Investoren, die den britischen Aktienmarkt damals noch dominierten,<sup>1189</sup> im Vergleich zu ihren US-amerikanischen Pendanten deutlich risikoaverser, insbesondere zurückhaltender bei der Anlage in Wagniskapital oder Private Equity.<sup>1190</sup>

<sup>1178</sup> *Dass.*, Final Report, January 1998, S. 12 Rn. 1.18.

<sup>1179</sup> An späterer Stelle erkannte das Komitee an, dass der Zeithorizont der unterschiedlichen institutionellen Investoren variere, *dass.*, Final Report, January 1998, S. 40 Rn. 5.2.

<sup>1180</sup> *Dass.*, Final Report, January 1998, S. 18 Rn. 2.9, S. 32 Rn. 4.2–4.3.

<sup>1181</sup> *Dass.*, Final Report, January 1998, S. 36 Rn. 4.11.

<sup>1182</sup> *Dass.*, Final Report, January 1998, S. 33–34 Rn. 4.6–4.7, zu dem Problem der Vergütungshöhe außerdem *dass.*, Final Report, January 1998, S. 33 Rn. 4.4–4.5.

<sup>1183</sup> *Hampel Committee*, Final Report, January 1998, S. 32 Rn. 4.3.

<sup>1184</sup> Anstatt der herkömmlichen zwei bis drei Jahre, *dass.*, Final Report, January 1998, S. 34 f. Rn. 4.9, mit S. 60 Empfehlung 24; siehe aber auch S. 59 Empfehlung 17 (alle Direktoren sollten sich mindestens alle drei Jahre zur Wiederwahl stellen).

<sup>1185</sup> Mittelbindung länger als 1 Jahr.

<sup>1186</sup> *Hampel Committee*, Final Report, January 1998, S. 39 Rn. 4.20 mit S. 61 Empfehlung 32.

<sup>1187</sup> *Turnbull/Davis/Flint u. a.*, *Turnbull Report*, 1999.

<sup>1188</sup> *HM Treasury*, Budget 2000, March 2000, S. 6 Rn. 1.18, S. 30 Chapter 3, S. 46 Rn. 3.83–3.84.

<sup>1189</sup> Gemäß *dass.*, Budget 2000, March 2000, S. 46 Rn. 3.83 kontrollierten damals institutionelle Investoren in Gestalt von Pensionsfonds und Lebensversicherungsgesellschaften 45 % der börsennotierten Kapitalbeteiligungen. 2016 betrug der Anteil inländischer Versicherungen und Pensionsfonds hingegen nur noch etwa 8 %, während ausländischen Aktionären dem Wert nach ca. 54 % der FTSE 100 gehörten, siehe im Einzelnen mit weiterem Zahlenmaterial *Office for National Statistics*, *Ownership of UK quoted shares: 2016*, 29 November 2017, S. 2, 6, 8, 10, 12, 16 f.

<sup>1190</sup> *Myners*, *British Actuarial Journal* 8 (2002), 75, 76.

*Myners* sollte daher untersuchen, ob bestimmte Faktoren institutionelle Investoren davon abhielten, in kleine und mittlere Unternehmen zu investieren.<sup>1191</sup> *Myners* befand, dass dies nur mit einer übergreifenden Untersuchung zu klären sei.<sup>1192</sup> Der daraus resultierende, 201 Seiten starke Bericht behandelte in zwölf Kapiteln und zwei Anhängen eine Fülle von Aspekten institutioneller Anlage vor allem britischer Pensionsfonds und von Lebensversicherungen. Die zeitliche Orientierung erhielt dabei zwar nicht vom Umfang her, wohl aber durch ihre Hervorhebung besonderes Gewicht: An der Spitze des *Myners Report*, noch vor Überschrift und Inhaltsverzeichnis, stehen zwei Zitate aus *Keynes'* „General Theory of Interest and Money“, die als Katalysatoren für die moderne ökonomische *Short-termism*-Theorie gewirkt hatten:<sup>1193</sup> zunächst *Keynes'* viel zitiertes Vergleich professioneller (Börsen-)Anlage mit einem Schönheitswettbewerb-Gewinnspiel, in dem jeder bestrebt ist, kurzfristig zu erraten, wie andere die allgemeine Meinung einschätzen, und dieser entsprechend die „Schönste“ zu wählen, sodass eine eigene Meinungsbildung unterbleibt. Sodann zitierte *Myners Keynes'* Lob des langfristigen Investors, der dem öffentlichen Interesse am meisten diene, aber gegenüber Komitees, Boards und Banken einen schweren Stand habe, weil kurzfristig ausbleibender Erfolg nicht geduldet werde und es für den Ruf besser sei, konventionell zu scheitern als unkonventionell erfolgreich zu sein.<sup>1194</sup>

Einen Grund für *Short-termism* sah der *Myners Report* vor allem<sup>1195</sup> in vagen Zeithorizonten für die Bewertung von Fondsmanagern.<sup>1196</sup> Im Fall institutioneller Investoren werde üblicherweise das Quartalstreffen der Trustees für *Short-termism* verantwortlich gemacht, da es zu einer quartalsmäßigen Bewertung von Fondsmanagern führe und die internen Bewertungs- und Beurteilungssysteme der Fondsmanagementfirmen stark auf kurzfristige Ergebnisse ausrichte.<sup>1197</sup> Demgegenüber betonten Trustees und Berater, sich nicht auf die kurzfristige Entwicklung zu konzentrieren und Manager nicht wegen

<sup>1191</sup> *HM Treasury*, Budget 2000, March 2000, S. 46 Rn. 3.83.

<sup>1192</sup> *Myners*, *British Actuarial Journal* 8 (2002), 75, 76. Dies spiegelte sich bereits im Mandat des *Myners Report* im Budget für das Jahr 2000 wider. Dort heißt es, *Myners* werde zahlreiche Fragen aus dem angesprochenen Gebiet untersuchen, darunter ob regulatorische Vorschriften unbeabsichtigte Wirkungen auf die Anlageentscheidungen haben, wie Pensionsfonds ihre Investitionsentscheidungen treffen und welche Rolle professionelle Berater dabei spielen, wie Ergebnisse und Gebühren institutioneller Investoren berichtet werden, und schließlich die Anreizwirkung der Methoden, mit denen die Fondsentwicklung bewertet wird, *HM Treasury*, Budget 2000, March 2000, S. 46 Rn. 3.84.

<sup>1193</sup> Zu *Keynes'* Rolle und Einfluss in der modernen *Short-termism*-Debatte näher 1. Teil, § 1 III.2, S. 57 ff.

<sup>1194</sup> *Myners*, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, 06.03.2001, auf der allerersten, nicht paginierten Seite. Näher zu diesen Zitaten im Kontext der Behandlung kurzfristiger Orientierung in *Keynes'* „Allgemeiner Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes“ 1. Teil, § 1 III.1., S. 50 ff.

<sup>1195</sup> Zu einem weiteren Aspekt, der Pensionsfonds eine langfristige Anlagepolitik erschweren kann, siehe *ders.*, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, 06.03.2001, S. 123 Rn. 8.55 Rn. 8.55: Wenn ein gesetzlicher oder von Versicherern geforderter Mindestwert der Fondsanlagen (*minimum funding requirement*, allg. Erläuterung dazu a. a. O., S. 114 Rn. 8.1) zu höheren (Versicherungs-) Kosten von Fonds führt, die sich kurzfristig unterdurchschnittlich entwickeln, würde eine langfristige Anlagepolitik erheblich erschwert. Zudem schilderte *Myners* kurzfristige Strohuereffekte, mit denen institutionelle Investoren Kunden anlocken können, dazu *ders.*, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, 06.03.2001, S. 18 Rn. 97, S. 138 Rn. 9.54.

<sup>1196</sup> *Myners*, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, 06.03.2001, S. 2, 10 Rn. 53; dazu auch *Williams/Conley*, 38 *Cornell Int'l. L. J.* 493, 539 (2005).

<sup>1197</sup> *Myners*, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, 06.03.2001, S. 10 Rn. 51, S. 88 Rn. 5.64 und 5.67.

dieser auszutauschen.<sup>1198</sup> Teilweise werde eine kurzfristige Leistungsmessung auch damit verteidigt, dass sich die lange Frist aus einer Abfolge kurzer Fristen zusammensetze.<sup>1199</sup>

*Myners* bezog zu dieser Kontroverse ausdrücklich keine Position: Es lasse sich unmöglich objektiv beantworten, ob Pensionsfonds die Quartalsrendite „übermäßig“ betonten. Jedenfalls aber klagten viele Fondsmanager über die kurzfristige Ausrichtung ihrer Kunden, während viele Pensionsfonds von Unternehmen eine solche Orientierung abstritten.<sup>1200</sup> *Myners* konstatierte insoweit mangelnde Klarheit: Weil die Kunden sich extrem vage im Hinblick auf den Zeithorizont der Managerbewertung gäben, gingen die Fondsmanager rational davon aus, dass nach jedem Quartalsergebnis ihre Entlassung drohe. Das könne sie zu einem Investmentansatz veranlassen, der den langfristigen Zielen ihrer Kunden widerspreche.<sup>1201</sup> Überdies könnten Ineffizienzen auf dem Kapitalmarkt entstehen, weil sich Investitionen, die auf eine Korrektur erkannter Fehlbewertungen setzen, oft erst nach ein oder zwei Quartalen auszahlen.<sup>1202</sup> Außerdem erblickte *Myners* hierin eine Mitursache dafür, dass Fondsmanagern Anreize fehlten, sich bei Fehlentwicklungen in Portfoliogesellschaften zu engagieren.<sup>1203</sup>

*Myners* forderte dementsprechend – neben zahlreichen anderen Maßnahmen –, dass Trustees mit ihren Fondsmanagern schriftlich ein klares Investitionsziel sowie einen klaren Zeitrahmen für die Bewertung des Anlageerfolgs vereinbaren.<sup>1204</sup> Darüber sollten Pensionsfonds nach dem Comply-or-Explain-Vorbild des *Cadbury Code* Bericht erstatten.<sup>1205</sup> Gleiches sollte für *Myners* weitere Empfehlung an Trustees gelten, mit dem Fondsmanager eine Pflicht zu Engagement durch Abstimmung oder auf andere Weise zu vereinbaren, die *Myners* aber außerdem gesetzlich verankert wissen wollte.<sup>1206</sup>

Der *Myners Report* bescherte der Problematik kurzfristig orientierter institutioneller Investoren nachhaltige Aufmerksamkeit. Seine Empfehlungen entwickelten gleichwohl keine besondere Durchschlagskraft. Dies veranschaulichte 2004 eine viel beachtete Umfragestudie, welche die National Association of Pension Funds zusammen mit der Investment Management Association in Auftrag gegeben hatte, um, anknüpfend an den *Myners Report*, den Einstellungen ihrer Mitglieder zum Zeitrahmen für die Beurteilung von Pensionsfonds nachzugehen.<sup>1207</sup> Die Ergebnisse zeigten, dass sich drei Jahre nach *Myners* kaum etwas geändert hatte: Drei Viertel der befragten Fondsmanager hatten sehr kurzfristig kündbare Investmentmandate.<sup>1208</sup> Fondsmanager wurden zu zwei Dritteln

---

<sup>1198</sup> *Ders.*, Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, 06.03.2001, S. 10 Rn. 52, S. 88 Rn. 5.66.

<sup>1199</sup> *Ders.*, Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, 06.03.2001, S. 88 Rn. 5.68.

<sup>1200</sup> *Ders.*, Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, 06.03.2001, S. 88 Rn. 5.69.

<sup>1201</sup> *Ders.*, Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, 06.03.2001, S. 10 Rn. 53, S. 88–89 Rn. 5.70–5.71.

<sup>1202</sup> *Ders.*, Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, 06.03.2001, S. 89 Rn. 5.71.

<sup>1203</sup> *Ders.*, Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, 06.03.2001, S. 11 Rn. 55, S. 89 Rn. 5.72, S. 91 Rn. 5.83.

<sup>1204</sup> *Ders.*, Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, 06.03.2001, S. 15 Rn. 80, S. 22, S. 97 Rn. 5.114, S. 149, Principle 5, S. 151 Principle 6.

<sup>1205</sup> *Ders.*, Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, 06.03.2001, S. 15–16 Rn. 84–88, S. 24.

<sup>1206</sup> *Ders.*, Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, 06.03.2001, S. 14 Rn. 79, S. 22, S. 92–93 Rn. 5.89–5.94, S. 149 Principle 6, S. 151 Principle 7.

<sup>1207</sup> *MORI*, NAPF/IMA Short-Termism Study Report, September 2004.

<sup>1208</sup> *Dass.*, NAPF/IMA Short-Termism Study Report, September 2004, S. 3, spiegelbildlich auch S. 7.

quartalsweise evaluiert<sup>1209</sup> und teilten fast mit gleichem Anteil die Aussage, dass Investmentmandate einen übermäßig kurzfristigen Ansatz förderten, während Pensionsfonds als Auftraggeber dies überwiegend bestritten und beteuerten, einen langfristigen Ansatz zu bevorzugen.<sup>1210</sup> Die von *Myners* kritisierte „Unklarheit“ bestand also fort.

#### ff) *Higgs Report 2003*

Parallel zu einer für *declinism* typischen pessimistischen Sicht der britischen Wettbewerbsfähigkeit<sup>1211</sup> stellten um die Jahrtausendwende auch im Vereinigten Königreich die Finanzskandale um *Enron* sowie der Einbruch am Neuen Markt die Effektivität der Corporate Governance infrage. Das gab Anlass zu drei weiteren Reports:<sup>1212</sup> zunächst zu dem *Higgs Report* über die Wirksamkeit nicht geschäftsführender Direktoren<sup>1213</sup> sowie dem ergänzend in gegenseitiger Abstimmung erarbeiteten<sup>1214</sup> *Smith Report* über *audit committees*.<sup>1215</sup> Kurz darauf setzte der *Tyson Report* über Anstellung und Entwicklung nicht geschäftsführender Direktoren eine Empfehlung des *Higgs Report* um.<sup>1216</sup>

Ausführungen zur *Short-termism*-Kontroverse finden sich nur im *Higgs Report*, der von allen dreien mit Abstand am ausführlichsten ausfiel. Er äußerte sich insoweit widersprüchlich:

Einerseits lassen mehrere Empfehlungen erkennen, dass *Higgs* Anreize zu kurzfristigem Handeln für nicht geschäftsführende Direktoren als schlechte Corporate Governance ansah. So empfahl er für nicht geschäftsführende Direktoren regelmäßige Bestellungsperioden von zwei mal drei Jahren, ausnahmsweise auch drei mal drei Jahren.<sup>1217</sup> Eine jährliche Wiederwahl sei (erst) ab dem zehnten Jahr angemessen.<sup>1218</sup> Dahinter stand erstens die Abwägung wünschenswerter Lerneffekte mit den Vorzügen einer kontinuierlichen Auffrischung des Boards.<sup>1219</sup> Zweitens wies *Higgs* Forderungen nach stets jährlicher Wiederwahl, um Minderleister leichter auszutauschen, ausdrücklich mit Blick auf Anreize zu kurzfristigem Handeln zurück.<sup>1220</sup>

Andererseits blieb der *Higgs Report* vage in Bezug auf die Quelle des drohenden *Short-termism*: So ließ er offen, ob bei einjährigen Amtszeiten *Short-termism* seitens der

<sup>1209</sup> *Dass.*, NAPF/IMA Short-Termism Study Report, September 2004, S. 6.

<sup>1210</sup> *Dass.*, NAPF/IMA Short-Termism Study Report, September 2004, S. 9–10.

<sup>1211</sup> Dazu *Porter/Ketels*, UK Competitiveness: Moving to the Next Stage, May 2003, S. 5: „Pessimism and the lack of an overall strategic perspective characterise much of the current public discussion about UK competitiveness. Attention is focused on the prosperity and productivity gap that remains with the United States and primary European rivals Germany and France.“

<sup>1212</sup> Siehe *Higgs*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003, S. 11 Rn. 1.2, S. 12 Rn. 1.11; *Smith/Armour/Awty u. a.*, Smith Report, January 2003, S. 21; *Tyson*, Tyson Report, June 2003, S. 3.

<sup>1213</sup> *Higgs*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003.

<sup>1214</sup> Siehe *Higgs*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003, S. 15 Rn. 2.1–2.2; *Smith/Armour/Awty u. a.*, Smith Report, January 2003, S. 21 Rn. 3.

<sup>1215</sup> *Smith/Armour/Awty u. a.*, Smith Report, January 2003.

<sup>1216</sup> *Tyson*, Tyson Report, June 2003, S. 3.

<sup>1217</sup> *Higgs*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003, S. 7, 53 Rn. 12.3 und 12.5.

<sup>1218</sup> *Ders.*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003, S. 53 Rn. 12.6.

<sup>1219</sup> *Ders.*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003, S. 53 Rn. 12.2–12.3, Rn. 12.7.

<sup>1220</sup> *Ders.*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003, S. 53 Rn. 12.4.

*non-executive directors* (sog. NEDs) selbst zu befürchten sei, oder dadurch, dass sie entsprechende Neigungen der *executive directors* nicht eindämmen. Zudem war die Linie des *Higgs Report* latent widersprüchlich: Nimmt man nämlich an, eine kurze Amtszeit werde nicht geschäftsführende Direktoren zu kurzfristigem Verhalten veranlassen, dann wäre prima facie Gleiches für kurze Amtszeiten geschäftsführender Direktoren zu erwarten. Demnach hätte *Higgs* dem Nominierungsausschuss die genannten Mindestbestellperioden für beide Gruppen empfehlen müssen. Gleiches gilt, wenn man annimmt, dass nur geschäftsführende Direktoren anfällig für kurzfristige Verhaltensweisen sind und dass kurze Amtszeiten der nicht geschäftsführenden Direktoren „lediglich“ ihre „Korrekturwirkung“ beeinträchtigen. Denn im Sinne guter Corporate Governance erscheint es wenig einsichtig, *Short-termism* der *executive directors* hinzunehmen und auf *non-executive directors* zwecks Eindämmung zu setzen, anstatt das Problem an der Wurzel zu packen und die *executive directors* länger anzustellen, um sie direkt auf eine längere Frist auszurichten.

Bei der Vergütung nicht geschäftsführender Direktoren zeigte der *Higgs Report* ebenfalls ein gewisses Gespür dafür, Anreize auf langfristige Aktionärsinteressen auszurichten und kurzfristiges Handeln zu vermeiden.<sup>1221</sup> Bemerkenswert ist, dass *Higgs* eine Vergütung nicht geschäftsführender Direktoren mit Aktienoptionen (anders: mit Aktien) grundsätzlich ablehnte, unter Verweis auf die mehrheitliche Argumentation der Konsultationsteilnehmer, dies würde das Risiko bergen, einen nicht wünschenswerten Fokus auf den Aktienkurs zu erzeugen anstatt auf die Entwicklung der Gesellschaft.<sup>1222</sup> Damit bekannte *Higgs* sich indirekt zu zwei bis dato stark umstrittenen Ansichten, zu denen frühere Corporate Governance Reviews eine Stellungnahme sorgfältig vermieden hatten: erstens dazu, dass der Kapitalmarkt ineffizient ist, denn andernfalls wäre es nicht denkbar, dass sich die fundamentale Lage der Gesellschaft und der Aktienkurs unterschiedlich entwickeln. Zweitens räumte er implizit ein, dass der Kapitalmarkt kurzfristig in dem Sinne sein kann, dass langfristig nachteilige Strohfeuereffekte den Aktienkurs vorübergehend *über* den Fundamentalwert treiben, denn andernfalls hätte eine Vergütung mit Optionen keine Nachteile haben können.<sup>1223</sup>

---

<sup>1221</sup> *Ders.*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003, S. 8, 57 Rn. 12.26 billigte eine teilweise Vergütung der nicht geschäftsführenden Direktoren mit Aktien, um die Interessen der Direktoren den langfristigen Interessen der Aktionäre anzugleichen. Demgegenüber lehnte er eine Vergütung mit Aktienoptionen grundsätzlich ab, es sei denn mit Zustimmung der Aktionäre und einer Halteverpflichtung bis ein Jahr nach Verlassen des Boards (*ders.*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003, S. 57 Rn. 12.27).

<sup>1222</sup> *Higgs*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003, S. 57 Rn. 12.27.

<sup>1223</sup> Wenn kurzfristig gewinnsteigernde, aber langfristig wertvernichtende Handlungen den Aktienkurs vorübergehend *über* den Fundamentalwert treiben können, weil der ineffiziente Kapitalmarkt sie zunächst nicht (als solche) erkennt, ist es zweckwidrig, nicht geschäftsführende Direktoren anhand von Optionen zu vergüten, weil Optionen die nicht geschäftsführenden Direktoren von der Überbewertung profitieren lassen und ihnen somit einen Anreiz nehmen, solche Strohfeuereffekte zu unterbinden.

Könnten hingegen kurzfristig gewinnsteigernde, aber langfristig wertvernichtende Strohfeuereffekte den Aktienkurs nur *unter* den Fundamentalwert treiben (bzw. jedenfalls nicht darüber), wäre es gerade sinnvoll, die nicht geschäftsführenden Direktoren mit Optionen anhand des Aktienkurses zu vergüten, denn dies würde ihnen einen monetären Anreiz geben, sehr genau darauf zu achten, dass das Management kurzfristige Strohfeuerhandlungen unterlässt.

Für eine Vergütung mit Aktien kann im Grundsatz das Gleiche gelten, sofern keine längeren Haltefristen vorgesehen sind – dann können Direktoren von kurzfristigen Strohfeuereffekten profitieren, in-

Auch hier war der *Higgs Report* aber inkonsequent: Denn ausgehend von den eben skizzierten Standpunkten hätte *Higgs* dem Vergütungsausschuss empfehlen müssen, auch den geschäftsführenden Direktoren und den leitenden Managern Anreize zu langfristigen statt zu kurzfristigem Verhalten zu geben, soweit sie anhand des Aktienkurses vergütet werden. Tatsächlich vermied der *Higgs Report* insoweit aber wie seine Vorgänger Vorgaben für den Vergütungsausschuss.<sup>1224</sup>

Eine mögliche Erklärung für diese Widersprüche liegt darin, dass der Investmentbanker *Higgs*<sup>1225</sup> ein *Short-termism*-Problem zwar implizit einräumte, aber als wenig gravierend ansah, jedenfalls nicht als schwerwiegend genug, um die Vorteile eines vertraglich an der kurzen Leine gehaltenen Managements aufzuwiegen. Hierzu passt, dass *Higgs* im Ausgangspunkt eine dreijährige Amtsperiode nicht geschäftsführender Direktoren befürwortete, um *Short-termism* zu vermeiden, ab dem zehnten Amtsjahr aber die jährliche Wiederwahl empfahl. Nach neun Jahren schätzte *Higgs* also den Wertzuwachs einer frischen Kraft im Regelfall höher ein als den Schaden daraus, durch jährliche Wiederwahl *Short-termism* zu befördern. Ebenso erklärt dies, warum der *Higgs Report* zwar implizit von ineffizienten Kapitalmärkten ausging, die (schon) damals von institutionellen Investoren dominiert wurden, aber gleichwohl ausdrücklich ein stärkeres Engagement dieser institutionellen Aktionäre bei ihren Portfoliogesellschaften unterstützte und eine Aktionärs- bzw. Investorenkommunikation in die Pflichten der nicht geschäftsführenden Direktoren einbezog.<sup>1226</sup> Dies ist sinnvoll, wenn man die dadurch hereingetragenen Ineffizienzen einschließlich Anreize zu kurzfristigem Verhalten für weniger schädlich hält als ein allzu frei agierendes Management.

### gg) Zusammenfassung

Weder City noch Industry, deren Grundkonflikt die britische *Short-termism*-Debatte in den 1970er bis 1990er Jahren antrieb, war daran gelegen, die rechtspolitisch diskutierten Gegenmaßnahmen umfassend zu befördern. Dies entsprach auch der Haltung der konservativen Regierungen, die von 1979 bis 1997 amtierten. Die ökonomische und juristische Debatte um *Short-termism* führte so trotz zahlreicher, teils weitgehender rechtspolitischer Vorschläge letztlich nicht zu verbindlichen oder gar radikalen Rechtsänderungen.<sup>1227</sup>

Stattdessen lieferten in Großbritannien die besonders im Ursprung stark privatautonom geprägten Corporate-Governance-Reports und -Kodizes Antworten auf den regulatorischen Teil der *Short-termism*-Debatte, auch wenn sie ihren unmittelbaren Anlass jeweils in anderen aktuellen Ereignissen fanden.<sup>1228</sup> Die Positionierung der Komitees zur *Short-termism*-Problematik fiel dabei unterschiedlich aus: Das *Cadbury Committee* behandelte *Short-termism* und verbundene Aspekte zwar mehrfach ausführlich. Im Abschlussbericht sprach es das kontroverse Thema gleichwohl nicht ausdrücklich an. Es

---

dem sie erhaltene Aktien schnell verkaufen. Der Effekt ist aber bei Optionen erheblich stärker, weil eine Option wertlos wird, wenn der Kurs unter den Ausübungspreis fällt.

<sup>1224</sup> *Higgs*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003, S. 9.

<sup>1225</sup> *Tyson*, Tyson Report, June 2003, S. 3.

<sup>1226</sup> *Higgs*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003, S. 9–10.

<sup>1227</sup> Siehe *Davies*, 57 *Brook. L. Rev.* 129, 130 (1991).

<sup>1228</sup> Diese bestanden in Unternehmensskandalen im In- (*Cadbury*) und Ausland (*Higgs*), anstößigen Vergütungspraktiken (*Greenbury*), wachstumsorientierten Regierungsinitiativen (*Myners*) oder Folgeuntersuchungen zu vorangegangenen Reports (*Hampel*, zudem der für *Short-termism* irrelevante *Tyson Report*).

sah Aktionäre aber in der Pflicht, sich langfristig zu engagieren, und griff in seinem Kodexvorschlag mehrere Forderungen aus der *Short-termism*-Debatte auf.

Demgegenüber zeigte der *Greenbury Report* zur Vergütung wenige Jahre später mit seinen Empfehlungen kein Bewusstsein für die Problematik kurzfristiger Anreize. Eine naheliegende Erklärung hierfür bietet der Anlass für seine Untersuchung: Die öffentliche Empörung über hohe Abfindungen bewog *Greenbury* offenbar, kurzfristige Vertragslaufzeiten zu befürworten, um (moralisch) unverdienten Zahlungen bei schlechter Leistung vorzubeugen und keine neue Angriffsfläche für die Praxis der Managervergütung zu schaffen. Dazu passte keine Empfehlung langfristiger Vergütungsvereinbarungen. Dies und die bestehende Praxis rechtfertigte *Greenbury*, indem er den Sinn auch kurzfristiger Boni neben längerfristigen Elementen betonte. Letztere bejahte er indes schon bei einer Spanne von drei Jahren, deren Länge noch weniger ins Gewicht fällt, wenn – im Grunde sinnvoll – Prämien schrittweise über die Laufzeit ausgezahlt werden.

Der *Hampel Report* blieb auf dieser Linie, indem er *Short-termism* allein als Problem der Fondsmanager darstellte, hingegen nicht als solches der Unternehmensmanager, für die er ebenfalls kurze Verträge befürwortete. Darin lag aber keine managerkritische Maßnahme. Vielmehr sehen führende englische Wissenschaftler in dem *Hampel Report* gerade einen Versuch des Managements, hinsichtlich seiner Entscheidungsmacht Freiraum zurückzugewinnen, der durch den *Cadury Report* verloren gegangen war.<sup>1229</sup>

Der *Myners Review* widmete sich vollständig Problemen institutioneller Anlage. Die Problematik kurzsichtiger Orientierung auf dem Aktienmarkt hob *Myners* unmittelbar zu Beginn seines Abschlussberichts prominent hervor. Später behandelte er *Short-termism* institutioneller Investoren, insbesondere der Fondsmanager, allerdings ohne in der Sache Stellung zu nehmen. *Myners* stellte stattdessen ein mutmaßliches Kommunikationsproblem zwischen Fondsmanagement und Trustees in den Vordergrund. Seine dazugehörigen Empfehlungen fanden in der Praxis aber offenbar keine breite Aufnahme, wie eine Umfragestudie drei Jahre später nahelegte.

Der *Higgs Report* war schließlich der erste, der ein *Short-termism*-Problem des Kapitalmarktes zumindest implizit einräumte. Vor dem damals aktuellen Hintergrund der Skandale um *Enron* ließen sich Ineffizienzen im Kapitalmarkt auch kaum bestreiten. Allerdings zeigt eine sorgfältige Lektüre, dass *Higgs* die Nachteile kurzsichtigen Verhaltens für weniger gravierend erachtete als solche aus anderen Agency-Problemen zwischen Aktionären und Management bzw. Board.

---

<sup>1229</sup> So *Davies*, ZGR 2001, 268, 272; mit prägnanter Gesamtschau *Tricker*, Corporate governance<sup>3</sup>, 2015, S. 117: Das Hampel-Komitee bestand überwiegend aus Direktoren großer börsennotierter Gesellschaften und ihren professionellen Beratern. Wie vorauszusehen kritisierte es weder die zeitgenössischen Corporate-Governance-Praktiken, noch empfahl es Maßnahmen, welche die Kompetenz der Direktoren zu freien Entscheidungen weiter eingeschränkt oder den Umfang ihrer Rechenschaft erweitert hätten. Vielmehr verringerte es die Kraft der ursprünglichen Cadbury-Vorschläge, indem es größere „Flexibilität“ vorschlug. Es nahm eine Shareholder-Value-Sicht ein und wies Rufe nach einer breiteren Verantwortung gegenüber weiteren Stakeholder-Gruppen zurück. Der Hampel Report zeigte sich nachdrücklich überzeugt, dass britische Gesellschaften keine weitere Gesetzgebung benötigten; knapp *Chiu*, ZVerglRWiss 114 (2015), 121, 130 (Greenbury und Hampel Committees von Wirtschaftsinteressen dominiert, keine sehr weitreichenden Empfehlungen).

#### 4. Short-termism in der Entstehungsgeschichte des Companies Act 2006

##### a) Einführung und Vorgeschichte

Im März 1998, kurz nach der Veröffentlichung des *Hampel Report*, leitete das Department of Trade and Industry (DTI) unter der frisch gewählten Labour-Regierung *Tony Blairs*<sup>1230</sup> mit einem Konsultationsdokument<sup>1231</sup> eine umfassende Überprüfung des *company law* ein, den sog. Company Law Review (CLR). Der CLR wurde von einer unabhängigen Steering Group geleitet, die einen einfachen, modernen, effektiven und kosteneffizienten Rahmen für wirtschaftliche Aktivität im 21. Jahrhundert entwickeln sollte.<sup>1232</sup> Zum einen herrschte der Eindruck, dass viele Schlüsselvorschriften des geltenden *company law* veraltet und der zunehmenden Globalisierung der britischen Wirtschaft nicht mehr angemessen seien. Überdies empfand man den gewachsenen Rechtsrahmen als zu komplex und als sprachlich sperrig.<sup>1233</sup> Zum anderen stand die grundlegende Ausrichtung von Ziel und Zweck des Gesellschaftsrechts infrage. Noch als Oppositionsführer der Labour Party hatte *Tony Blair* in einer viel beachteten Rede vor dem Singapore Business Forum die Vision einer *stakeholder economy* entworfen, die neben Reformen der Sozial- und Bildungspolitik auch die Corporate Governance erfassen sollte.<sup>1234</sup> Zwar könne man, so *Blair* in dieser Rede, nicht per Gesetz sicherstellen, dass ein Unternehmen mit seinem Verhalten Vertrauen und langfristiges Engagement fördere. Aber es sei darüber nachzudenken, wie man den Schwerpunkt des Unternehmensleitbildes verschieben könne, „from the company being a mere vehicle for the capital market – to be traded, bought and sold as a commodity – towards a vision of the company as a community or partnership in which each employee has a stake, and where a company’s responsibilities are more clearly delineated.“<sup>1235</sup> Ein Stakeholder-Konzept hatte kurz zuvor bereits *Will Hutton* in seinem erstmals 1995 erschienenen kontroversen Bestseller „The State We’re In“<sup>1236</sup> verfochten, der 1996 erneut in überarbeiteter Auflage erschien.<sup>1237</sup> Zugleich

<sup>1230</sup> Gut zehn Monate zuvor war es der Labour Party unter Tony Blair mit ihrem Wahlsieg gelungen, die mittlerweile 18 Jahre währende Regierungszeit der konservativen Partei zu beenden.

<sup>1231</sup> DTI, Modern Company Law for a Competitive Economy, March 1998 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20100202121952/http://www.berr.gov.uk/files/file23283.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1232</sup> Siehe die *proposed terms of reference* in DTI, Modern Company Law for a Competitive Economy, March 1998 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20100202121952/http://www.berr.gov.uk/files/file23283.pdf>>, Rn. 5.2 (geprüft am 11.06.2020); ebenso *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer’s company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.141 S. 1031.

<sup>1233</sup> *Johnston*, EBOR 7 (2006), 817, 820; *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer’s company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.141 S. 1031.

<sup>1234</sup> Die Rede ist weitgehend wiedergegeben in *The Herald*, Tony Blair outlines to a Singapore business forum his vision of a revitalised British economy A stake in the future, 9 January 1996 <[http://www.heraldsotland.com/news/12054287.Tony\\_Blair\\_outlines\\_to\\_a\\_Singapore\\_business\\_forum\\_his\\_vision\\_of\\_a\\_revitalised\\_British\\_economy\\_A\\_stake\\_in\\_the\\_future/](http://www.heraldsotland.com/news/12054287.Tony_Blair_outlines_to_a_Singapore_business_forum_his_vision_of_a_revitalised_British_economy_A_stake_in_the_future/)> (geprüft am 11.06.2020). Zu dieser Rede als Vorläufer der Themen des Company Law Review siehe auch *Taylor*, *ESV and the Companies Act 2006*, May 2010, 62–63 sowie knapp *Williamson*, *Br. J. Ind. Relations* 41 (2003), 511, 517.

<sup>1235</sup> Zitiert nach der Wiedergabe von *Blairs* Rede in *The Herald*, Tony Blair outlines to a Singapore business forum his vision of a revitalised British economy A stake in the future, 9 January 1996 <[http://www.heraldsotland.com/news/12054287.Tony\\_Blair\\_outlines\\_to\\_a\\_Singapore\\_business\\_forum\\_his\\_vision\\_of\\_a\\_revitalised\\_British\\_economy\\_A\\_stake\\_in\\_the\\_future/](http://www.heraldsotland.com/news/12054287.Tony_Blair_outlines_to_a_Singapore_business_forum_his_vision_of_a_revitalised_British_economy_A_stake_in_the_future/)> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1236</sup> *Hutton*, *The State We’re In*, 1995.

<sup>1237</sup> Siehe die „revised edition“, *ders.*, *The State We’re In*, 1996, mit einer neuen Einleitung und einem neuen Schlusskapitel.

attackierte *Hutton* vehement *Short-termism* der britischen Wirtschaft,<sup>1238</sup> verstanden als mangelnde Bereitschaft der Unternehmen, Investitionen zu tätigen, die erst langfristig Gewinn bringen, bedingt durch hohen Renditedruck kurzfristig orientierter Investoren. *Blairs* Rede wurde verbreitet im Kontext dieses Buches gesehen und verstanden.<sup>1239</sup> Diese Interpretation stützte *Blairs* kritischer Hinweis, Unternehmen seien zu einer reinen Handelsware des Kapitalmarktes degradiert worden, mit dem *Blair* sich an *Short-termism*-Vorwürfe gegen den Übernahmemarkt anlehnte.

*Blairs* Konzept der *stakeholder economy* erwies sich im Wahlkampf indes weniger als anziehende Vision denn als den Konservativen willkommene Angriffsfläche.<sup>1240</sup> *Blair* und sein Team wurden hiervon offenbar überrascht und vermieden nachfolgend weitere ausdrückliche Bezüge zu Stakeholding-Konzepten als Projekt von New Labour.<sup>1241</sup> In der Sache wurden diese aber keineswegs vollständig aufgegeben, sondern, teils unter dem neuen Schlagwort „the third way“, weiterverfolgt.<sup>1242</sup> Vor allem in den grundlegenden Schriften der Company Law Review Steering Group (CLR Steering Group) und im nachfolgenden Gesetzgebungsprozess zum Companies Act schlugen sich sowohl das Stakeholder-Konzept<sup>1243</sup> als auch, teils darin eingekleidet, die *Short-termism*-Debatte deutlich nieder. Soweit beide Themen zu trennen sind, interessiert nachfolgend vorrangig das zweite.

#### b) *Short-termism* als Thema der CLR Steering Group (1999–2001)

Zunächst arbeitete die CLR Steering Group 1999 grundlegende Themen und Vorschläge für die inhaltliche Richtung des Reviews in einem 224-seitigen „Strategic Framework“<sup>1244</sup> aus.<sup>1245</sup> Dort mied sie zwar weitgehend den Begriff *Short-termism*, der zu dieser Zeit teilweise als überholt empfunden wurde.<sup>1246</sup> Die Steering Group erörterte aber unverkennbar die damit verbundene Debatte, vor allem bei der Diskussion um das Un-

<sup>1238</sup> *Marston/Craven*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 233, 251 bezeichnen *Hutton* gar als „[...] the popular champion of the evils of short-termism [...]“.

<sup>1239</sup> Siehe *Davies*, The Independent 15.01.1996; später noch *Prabhakar*, Public Administration 82 (2004), 567.

<sup>1240</sup> Dazu *Shrimley*, Financial Times vom 09.01.1996; *Prabhakar*, Public Administration 82 (2004), 567.

<sup>1241</sup> *Prabhakar*, Public Administration 82 (2004), 567, 568.

<sup>1242</sup> *Ders.*, Public Administration 82 (2004), 567 ff.

<sup>1243</sup> Dieses klingt bereits im einleitenden Konsultationsdokument deutlich an, *DTI*, Modern Company Law for a Competitive Economy, March 1998 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20100202121952/http://www.berr.gov.uk/files/file23283.pdf>>, Rn. 3.7 (geprüft am 11.06.2020). Dort führt das DTI aus, es sei ein breiteres Thema für den CLR, ob die Pflicht der Direktoren, im Interesse der *company* zu handeln, so interpretiert werden solle, dass sie nur im Interesse der Aktionäre handeln sollen oder ob sie auch andere Interessen berücksichtigen sollten, wie etwa diejenigen von Arbeitnehmern, Gläubigern, Kunden, der Umwelt und der breiteren Gesellschaft. Interessanterweise wird hier aber eher eine auf Aktionäre zentrierte Ausrichtung als langfristig dargestellt. Zumindest zitiert das Konsultationsdokument aus einem Bericht der Commission on Public Policy and British Business über „Promoting Prosperity“, der gefolgert habe, es sei wichtig, die Direktoren nicht zu zwingen, den langfristigen Interessen der Aktionäre zuwiderzuhandeln, und darauf aufbauend empfohlen habe, Direktoren nicht mit einer übermäßig engen Auslegung ihrer *fiduciary duty* zu belasten.

<sup>1244</sup> *Company Law Review Steering Group*, The Strategic Framework, February 1999.

<sup>1245</sup> *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer's company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.141.1.

<sup>1246</sup> Siehe *Charkham/Simpson*, Fair shares, 1999, S. 9: „Although it is viewed as passé to discuss ‘short-termism’ in the UK market, there was a steady stream of complaint from manufacturers to the Trade and Industry Select Committee inquiry into competitiveness in 1994 that long-term funds could not be raised.“

ternehmensziel in Kapitel 5 sowie dem dazugehörigen Teil der Executive Summary. Die CLR Steering Group erachtete es für angebracht zu gewährleisten, dass Manager, soweit erforderlich, berücksichtigen, produktive Beziehungen zu Anspruchsgruppen des Unternehmens sicherzustellen und langfristig zu denken.<sup>1247</sup> Beides ging für die Steering Group Hand in Hand. Sie verwies auf zwei wesentliche Argumente dafür, den Rechtsrahmen zu ändern: erstens auf die Kritik, das bestehende System berücksichtige nicht angemessen, dass Unternehmen normalerweise am besten Werte schaffen, wenn die Beteiligten harmonisch als Teams arbeiten. Zweitens führte sie Sorgen an, dass Druck der Aktionäre oder eine entsprechende Managerwahrnehmung langfristige Investitionen in wertsteigernde interne und externe Beziehungen behindert hätten, ebenso wie solche in materielle und immaterielle Anlagen.<sup>1248</sup> Als denkbare Alternativmodelle stellte die Steering Group einen *enlightened shareholder value approach* einem *pluralist approach* gegenüber.<sup>1249</sup> Als Gegenmittel präsentierte sie vor allem Ersteren. Die Befürworter des *enlightened shareholder value approach* argumentierten, dass ein maximaler Wert für die Aktionäre zwar im Grundsatz auch allgemeinen Wohlstand sichere, die Praxis das Konzept aber oft verfehle. Manager konzentrierten sich häufig allein auf kurzfristige Finanzergebnisse, im Irrglauben, dies entspräche dem Shareholder-Value, anstatt langfristige kooperative Beziehungen zu pflegen, die kurzfristig Kosten verursachten, längerfristig aber überwiegende Vorteile einbrächten.<sup>1250</sup> Für den *pluralist approach* zitierte die Steering Group zwar ebenfalls das Argument, langfristige Bindungen zu fördern, allerdings erheblich zurückgenommener.<sup>1251</sup> Bei alledem klingt überdeutlich die *Short-termism*-Debatte an, insbesondere in der Variante der Breach-of-Trust-These.<sup>1252</sup>

Mit Blick auf den Grad, in dem der *enlightened shareholder value* bereits dem geltenden Gesellschaftsrecht entspreche, thematisierte die Steering Group zudem Bedenken, ein aktiver Übernahmemarkt könne Direktoren Druck einer *narrow and Short-termist kind* aussetzen. Hierin sah sie eher einen Missstand der Praxis, kein Problem verfehlter

<sup>1247</sup> *Company Law Review Steering Group*, The Strategic Framework, February 1999, S. vi Rn. 5.

<sup>1248</sup> *Dies.*, The Strategic Framework, February 1999, Rn. 5.1.9–5.1.10, S. 36.

<sup>1249</sup> Beide waren ersichtlich von dem damaligen Stand der Debatte um die Unternehmenszielbestimmung inspiriert, in ihrer konkreten Präsentation und Bezeichnung aber eigene Darstellungskonzepte der CLR Steering Group, zutreffend *Copp*, *Economic Affairs* 29 (2009), 16, 17. In der Literatur waren auch andere Bezeichnungen für die verschiedenen Ansichten in der Diskussion um das Unternehmensziel gebräuchlich. Siehe etwa *Graham*, in: Hancher/Moran (Hrsg.), *Capitalism, culture, and economic regulation*, 1989, S. 199, 201–209, der *classical model*, *pluralist model*, *industrial democracy* und *neo-classical school* unterscheidet.

<sup>1250</sup> *Company Law Review Steering Group*, The Strategic Framework, February 1999, Rn. 5.1.12 S. 37.

<sup>1251</sup> *Dies.*, The Strategic Framework, February 1999, Rn. 5.1.14 S. 38. Die Steering Group befand beide Ansätze für nicht äquivalent, da es bestimmte Situationen gebe, in denen die Interessen selbst langfristiger Aktionäre mit denjenigen anderer Beteiligter kollidierten. Das Recht müsse sich daher entscheiden, ob Aktionärsinteressen Vorrang genössen oder eine andere Balance zu finden sei (a. a. O., Rn. 5.1.15, S. 38–39). Eine anklingende Sympathie der Steering Group für den Enlightened-Shareholder-Value-Ansatz bereits in diesem frühen Dokument konstatiert das House of Commons Library Research Paper von *Edmonds*, *Company Law Reform Bill*, 02.06.2006, S. 12.

<sup>1252</sup> Zu dieser These in der US-amerikanischen Debatte bereits oben 2. Teil, § 1 I.3.b)aa)(2) bei Fn. 212–213 auf S. 104 und vor allem 2. Teil, § 1 I.3.d), S. 130 ff., Fn. 407, 408 auf S. 133 mit den dort genannten Nachweisen und dem begleitenden Text; zur Rezeption in Großbritannien durch Franks/Mayer oben 2. Teil, § 1 II.3.b)bb)(4), S. 202 ff., siehe insbesondere den Text bei Fn. 881–884 auf S. 207 sowie zur Rezeption durch Parkinson 2. Teil, § 1 II.3.b)cc)(1), Fn. 917 auf S. 213, 921 auf S. 214 sowie den jeweils begleitenden Text.

rechtlicher Vorgaben für die Direktorenpflichten,<sup>1253</sup> erkannte allerdings Klarstellungsbedarf.<sup>1254</sup> Daneben versprach sich die Steering Group von effektiver Unternehmensberichterstattung eine gewisse Abhilfe gegen kurzfristigen Druck.<sup>1255</sup> An späterer Stelle erkannte sie außerdem eine grundlegende Verbindung von Unternehmensberichterstattung und -zielbestimmung: Inwieweit die neuere Praxis freiwilliger Berichte über vorausschauende und nicht finanzielle Aspekte gesetzlich geregelt werden sollte, hänge wesentlich davon ab, gegenüber welchen Personen man die Direktoren rechenschaftspflichtig sehe.<sup>1256</sup>

In den nachfolgenden Dokumenten der CLR Steering Group blieben Ausführungen zur *Short-termism*-Debatte weitgehend auf der Linie des „Strategic Framework“. Allerdings trat die eigene Position der CLR Steering Group stärker hervor und ein Nachzeichnen des Meinungsspektrums entsprechend in den Hintergrund. Dies zeigte sich in dem zweiten strategischen Konsultationsdokument, „Developing the Framework“,<sup>1257</sup> in dem die Steering Group Vorschläge zu wichtigen Governance-Bereichen vorstellte. Dazu gehörte eine Anpassung bzw. Reformulierung der Pflichten der Direktoren.<sup>1258</sup> Bis dato eingegangene Stellungnahmen hierzu waren uneinheitlich ausgefallen: Vertreter des *pluralist approach* befürworteten eine Gesetzesänderung und bezogen sich teilweise ausdrücklich auf *Short-termism*. Hingegen waren die Anhänger eines Shareholder-Value-Ansatzes gespalten, ob es sinnvoll sei, eine angemessen langfristige Sicht und einen umfassenden Ansatz zu Unternehmensbeziehungen gesetzlich klarzustellen.<sup>1259</sup> Die Steering Group bejahte dies, ohne mit ihrem Änderungsvorschlag eine Art *Long-termism* anzustreben. Vielmehr wollte sie Direktoren anhalten, die Folgen ihrer Entscheidungen im Zeitablauf ganzheitlich, mit Blick auf die lange und die kurze Frist, zu bedenken, ebenso wie die Notwendigkeit, beständig effektive Beziehungen zu wichtigen Anspruchsgruppen zu pflegen.<sup>1260</sup> Die Steering Group sah sich hierin durch Rückmeldungen zu dem „‘Long Term’ Issue“ des „Strategic Framework“ bestärkt, wobei sie auf Stellungnahmen sowie Umfrageergebnisse der Law Commission verwies. Um der Sorge Rechnung zu tragen, dass der bestehende Rahmen Direktoren bewege, oft unter tatsächlichem oder vermeintlichem verfehlten Druck von Aktionären, die lange Frist zu vernachlässigen, sollte das Gesetz eine ausgewogene Sichtweise ausdrücklich festschreiben.<sup>1261</sup> Die Steering Group wertete dies entgegen anderslautenden Zweifeln<sup>1262</sup> nicht als Änderung des geltenden Rechts.<sup>1263</sup> Sie meinte aber, mit ihrer Reformulierung einen vorausschauenden Ansatz besser auszudrücken als die herkömmliche Pflichtdefinition aus

---

<sup>1253</sup> *Company Law Review Steering Group*, The Strategic Framework, February 1999, Rn. 5.1.17–5.1.20 S. 39–40, sowie erneut Rn. 5.1.37 S. 47 f. Es erkannte aber Klarstellungsbedarf an (siehe a. a. O., Rn. 5.1.22 S. 41 f.).

<sup>1254</sup> *Dies.*, The Strategic Framework, February 1999, Rn. 5.1.22 S. 41 f.

<sup>1255</sup> *Dies.*, The Strategic Framework, February 1999, Rn. 5.1.44 S. 51.

<sup>1256</sup> *Dies.*, The Strategic Framework, February 1999, S. 125 Rn. 6.31.

<sup>1257</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, March 2000.

<sup>1258</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, March 2000, S. viii Rn. 7, 8.

<sup>1259</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, March 2000, S. 11 Rn. 2.13–2.15.

<sup>1260</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, March 2000, S. viii Rn. 7, S. 13 Rn. 2.19, S. 29 Rn. 3.40, S. 35 Rn. 3.54.

<sup>1261</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, March 2000, S. 35 Rn. 3.54.

<sup>1262</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, March 2000, S. 35 Rn. 3.54.

<sup>1263</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, March 2000, S. 35 Rn. 3.53.

dem Fallrecht.<sup>1264</sup> Hiervon erwartete sie einen wesentlichen Einfluss auf Verhalten und Entscheidungsklima.<sup>1265</sup> Abgesichert werden sollte dies über eine erweiterte Unternehmensberichterstattung. Zu diesem Zweck schlug die Steering Group vor, den bis dato freiwilligen Operating and Financial Review (OFR) in den Grundzügen rechtlich zu regeln, mindestens für börsennotierte sowie große private Unternehmen verpflichtend zu machen und einer Prüfung zu unterstellen. Auf diese Weise sollten Informationen über zukünftige Aussichten, Reputation, Beziehungen zu Stakeholdern und Umweltverhalten einer Gesellschaft bereitgestellt werden.<sup>1266</sup> Der Jahresbericht sollte als *stewardship report* und Kommunikationsmedium gegenüber der Öffentlichkeit dienen.<sup>1267</sup>

Das dritte und letzte umfassende Konsultationsdokument, „Completing the Structure“,<sup>1268</sup> griff das Thema der zeitlichen Orientierung erneut im dritten Kapitel auf, aber deutlich verkürzt.<sup>1269</sup> Die Steering Group verwies abstrakt auf Belege dafür, dass bei Direktoren oder Mitgliedern die Pflicht, über die kurze Frist hinauszusehen, nicht allgemein anerkannt sei. Hiermit begründete sie ihren Versuch, zu verdeutlichen, dass Entscheidungen anhand der Folgen im Zeitablauf bewertet werden müssen. Der Regelungsvorschlag habe sehr breite Unterstützung gefunden. Anschließend behandelte und verwarf die Steering Group den Einwand, der Entwurf verbiete es, kurzfristige Erwägungen zu betonen, wenn keine langfristigen Folgen in Rede stehen.<sup>1270</sup> Stärker in den Vordergrund rückte hingegen der Vorschlag eines aufgewerteten und verpflichtenden OFR, den die Steering Group nun als zweiten Pfeiler ihres Ansatzes zum *scope issue* neben der angepassten Zielbestimmung (*enlightened shareholder value*) herausstrich<sup>1271</sup> und weiterentwickelte.<sup>1272</sup>

Der abschließende „Final Report“ hielt sich mit Blick auf die zeitliche Orientierung noch knapper. Den Charakter als Maßnahme gegen kurzfristige Einflüsse deutet er nur noch indirekt an.<sup>1273</sup> Der Regelungsvorschlag hielt aber an der bisherigen Linie fest, darauf hinzuwirken, dass Direktoren Folgen im Zeitablauf ausgewogen<sup>1274</sup> beachten, ohne

<sup>1264</sup> Diese besagte, dass Direktorenpflichten zugunsten der gegenwärtigen und zukünftigen Mitglieder der Gesellschaft bestünden, *dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, March 2000, S. 35 Rn. 3.54 unter Verweis auf *dies.*, The Strategic Framework, February 1999, S. 40 Rn. 5.1.18 Fn. 31. Die Steering Group folgte damit der Kritik John Edward Parkinsons (zu dieser oben 2. Teil, § 1 II.3.b)cc)(1), S. 210 ff., siehe insbesondere den Text bei Fn. 905–907 auf S. 211), der selbst Mitglied der Steering Group war.

<sup>1265</sup> *Company Law Review Steering Group*, Modern Company Law For a Competitive Economy, March 2000, S. 37 Rn. 3.58.

<sup>1266</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, March 2000, S. X Rn. 13, S. 181–190.

<sup>1267</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, March 2000, S. 180 Rn. 5.74.

<sup>1268</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, November 2000.

<sup>1269</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, November 2000, S. 39–40 Rn. 3.18.

<sup>1270</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, November 2000, S. 39–40 Rn. 3.18.

Anschließend diskutierte die Steering Group unter anderem Bedenken, die vorgeschlagene beispielhafte Liste von Punkten, welche Direktoren zu berücksichtigen haben, könne deren Entscheidungsfreiheit übermäßig einschränken oder zu bürokratischen Abläufen führen (a. a. O., S. 40–41 Rn. 3.19–3.24).

<sup>1271</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, November 2000, S. 33 Rn. 3.2.

<sup>1272</sup> *Dies.*, Modern Company Law For a Competitive Economy, November 2000, S. 45–50; beachtlich ist eine Einschränkung des Anwendungsbereichs von sämtlichen börsennotierten Unternehmen auf solche mit einem Umsatz von mehr als 5 Mio. Pfund (a. a. O., S. 49 Rn. 3.40).

<sup>1273</sup> *Dies.*, Final Report Vol. I, June 2001, S. xvii, S. 41 Rn. 3.7, S. 351 Rn. 16. Siehe auch allgemein zum „Final Report“ *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer’s company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.141.1.

<sup>1274</sup> Unzutreffend daher *Williams/Conley*, 38 *Cornell Int’l. L. J.* 493, 515 (2005), die dem „Final Report“ entnehmen, die CLR Steering Group sei zu dem Schluss gekommen, dass der Zeitrahmen für die Bewertung der Gewinnerwirtschaftung langfristig, nicht kurzfristig sein müsse. Eine solche starre Vor-

sie in das Korsett einer starren Checkliste zu zwingen.<sup>1275</sup> Der verpflichtende OFR erhielt ausführlich Raum,<sup>1276</sup> ohne Kennzeichnung als wesentlicher Pfeiler des Ansatzes der Steering Group, aber mit dem erkennbaren Ziel, neben umfassenderen Informationen für Aktionäre eine breitere Verantwortlichkeit gegenüber externen Anspruchsgruppen zu erreichen.<sup>1277</sup>

Die Steering Group rückte *Short-termism* am Schluss ihrer Arbeit also in den Hintergrund. Vor allem aber ist beachtenswert, bei welchen Themen die Steering Group *Short-termism* zu keiner Zeit ansprach. Ins Auge fällt insoweit vor allem der Markt für Unternehmenskontrolle. Die Steering Group würdigte zwar eingehend dessen Beitrag zur Korrektur schlechten Managements sowie entgegenstehender Marktineffizienzen. Sie ging dabei aber nicht auf die Behauptung ein, ein aktiver Übernahmemarkt halte das Management zu kurzfristigem Denken an.<sup>1278</sup> Das überrascht insofern, als die Steering Group schon im „Strategic Framework“ die Bedeutung des Übernahmemarktes für das Verhalten von Direktoren herausgestellt und für möglicherweise relevanter befunden hatte als die betrachteten Rechtsregeln.<sup>1279</sup>

### c) *Short-termism als Thema der Regierungsantwort und des parlamentarischen Gesetzgebungsprozesses*

#### aa) *White Paper 2002*

Die Regierung antwortete auf die Empfehlungen der Steering Group zunächst im Juli 2002 mit einem ersten zweibändigen White Paper, „Modernising Company Law“.<sup>1280</sup> Darin folgte sie weitgehend dem Vorschlag der CLR Steering Group, die Pflichten der Direktoren im Sinne des Enlightened-Shareholder-Value-Ansatzes zu kodifizieren.<sup>1281</sup>

---

gabe vermied die Steering Group gerade zugunsten einer ausgewogenen, aber ergebnisoffenen Berücksichtigung kurz- und langfristiger Faktoren.

<sup>1275</sup> *Company Law Review Steering Group*, Final Report Vol. II, June 2001, S. 412 unterbreitete dazu folgenden Regelungsvorschlag:

„A director of a company must in any given case –

(a) act in the way he decides, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole [...]; and

(b) in deciding what would be most likely to promote that success, take account in good faith of all the material factors that it is practicable in the circumstances for him to identify.

#### Notes

(1) In this paragraph, ‘the material factors’ means –

(a) the likely consequences (short and long term) of the actions open to the director, so far as a person of care and skill would consider them relevant; and

(b) all such other factors as a person of care and skill would consider relevant, including such of the matter in Note (2) as he would consider so.

(2) Those matters are –

[...]“.

<sup>1276</sup> *Dies.*, Final Report Vol. I, June 2001, S. 49–55.

<sup>1277</sup> Zu Letzterem *dies.*, Final Report Vol. I, June 2001, S. 49–50 Rn. 3.34, S. 55 Rn. 3.49.

<sup>1278</sup> Siehe *Company Law Review Steering Group*, Modern Company Law For a Competitive Economy, March 2000, S. 79–81; *Company Law Review Steering Group*, Final Report Vol. I, June 2001, S. 140–141 Rn. 6.19.

<sup>1279</sup> *Company Law Review Steering Group*, The Strategic Framework, February 1999, S. 34 Rn. 5.1.3.

<sup>1280</sup> *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer’s company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.142.

<sup>1281</sup> *Secretary of Trade and Industry*, White Paper 1 Vol. 1, July 2002, S. 26–28 Rn. 3.4–3.14, i. V. m. S. 107 Rn. 304, mit Ausnahme des Vorschlags, bestimmte Pflichten gegenüber Gläubigern im Vorfeld einer Insolvenz zu regeln.

Insbesondere übernahm sie wortgleich das Gebot, kurz- wie langfristige Folgen zu beachten.<sup>1282</sup> Das White Paper würdigte dieses ausdrücklich, ebenso wie die Pflicht, Stakeholder-Beziehungen zu berücksichtigen. Zugleich bemühte es sich, nicht den Eindruck eines starren Katalogs aufkommen zu lassen. Es betonte, kurz- und langfristige Folgen seien nur „where relevant“ zu berücksichtigen, Interessen von Stakeholdern und Folgen für die Umwelt nur „where practicable“.<sup>1283</sup> Den Hintergrund der Neuregelung thematisierte die Regierung in diesem White Paper nicht mehr und damit auch nicht die *Short-termism*-Debatte.

Das White Paper übernahm ebenfalls den Vorschlag eines prüfungspflichtigen Operating and Financial Review, stellte ihn aber nicht direkt in Zusammenhang mit der zeitlichen Komponente des Enlightened-Shareholder-Value-Konzepts. Stattdessen begründete es ihn als Hilfe für die Aktionäre bei der Kontrolle der Direktoren sowie als Hilfe für Stakeholder, die Anliegen im Bereich Umwelt und Corporate Social Responsibility verfolgen.<sup>1284</sup> Allerdings griff das White Paper Sorgen aus der *Short-termism*-Diskussion in verdeckter Form noch im Zusammenhang mit der Rolle institutioneller Investoren auf.<sup>1285</sup>

Deutlicher fiel ein Bericht des House of Commons Trade and Industry Committee zum ersten White Paper aus: In dem Regelungsvorschlag der CLR Steering Group sowie des White Paper sah das Committee einen Schritt in die richtige Richtung, insbesondere um Direktoren anzuhalten, über die Maximierung kurzfristiger Renditen für institutionelle Investoren bzw. des Shareholder-Value hinauszusehen und damit *Short-termism* entgegenzutreten.<sup>1286</sup> Zudem erörterte das Komitee eng angelehnt an den *Myners Review* Anreize institutioneller Investoren zu kurzfristigem, von *Short-termism* geprägtem Verhalten.<sup>1287</sup> Es räumte allerdings ein, dass sich die gehörten Zeugen uneinheitlich geäußert hatten. Für beachtlich befand das Komitee vor allem, dass Vertreter des Industrieverbandes CBI unbotmäßigen kurzfristigen Druck durch institutionelle Investoren verneint hatten.<sup>1288</sup> Die Schlussfolgerung des Komitees fiel entsprechend moderat aus.<sup>1289</sup>

Die Sicht des House of Commons Trade and Industry Committee deckte sich im Kern mit jener, die in der damaligen Debatte um die britische Wettbewerbsfähigkeit vorherrschte. Das Department of Trade and Industry sowie des Economic and Social Research Council gaben hierzu Ende 2002 ein Gutachten bei *Michael Porter* in Auftrag

<sup>1282</sup> *Dass.*, White Paper 1 Vol. 2, July 2002, S. 112.

<sup>1283</sup> *Dass.*, White Paper 1 Vol. 1, July 2002, S. 27 Rn. 3.6.

<sup>1284</sup> *Company Law Review Steering Group*, Final Report Vol. I, June 2001, S. 38 Rn. 4.31 und 4.32.

<sup>1285</sup> *Secretary of Trade and Industry*, White Paper 1 Vol. 1, July 2002, S. 24 Rn. 2.43 fasste Ausführungen der CLR Steering Group zu Interessenkonflikten institutioneller Investoren zusammen, welche diese daran hindern könnten, ihre Governance-Rolle zu erfüllen. Dabei erwähnte das White Paper unter anderem Druck auf Fondsmanager durch das Corporate Finance Department. Dahinter dürfte das vor allem vom Myners Report beleuchtete Problem gestanden haben, dass Unternehmen, die eigene Pensionsfonds unterhalten, deren Fondsmanager kurzfristig evaluier(t)en und dadurch leicht unter kurzfristigen Renditedruck setz(t)en, weil eine höhere Rendite des Pensionsfonds notwendige Kapitalzuführungen seitens des Unternehmens in einem *defined benefits scheme* (Leistungszusage) reduziert(e). Dieser mittelbare Bezug auf den Myners Report liegt außerdem nahe, weil das White Paper unmittelbar anschließend die Ausführungen des Myners Report zu *shareholder activism* ansprach, *dass.*, White Paper 1 Vol. 1, July 2002, S. 24 Rn. 2.44.

<sup>1286</sup> *House of Commons Trade and Industry Committee*, The White Paper on Modernising Company Law, 13.05.2003, S. 7 Rn. 10, S. 9 Rn. 18, S. 10 Rn. 22 sowie S. 45 Empfehlung 1.

<sup>1287</sup> *Dass.*, The White Paper on Modernising Company Law, 13.05.2003, S. 36 Rn. 112.

<sup>1288</sup> *Dass.*, The White Paper on Modernising Company Law, 13.05.2003, S. 37 Rn. 115.

<sup>1289</sup> Siehe *dass.*, The White Paper on Modernising Company Law, 13.05.2003, S. 38 Rn. 120.

(sog. *Porter Review*), das im Mai 2003 veröffentlicht wurde.<sup>1290</sup> *Porter* stellte fest, dass die britische Wettbewerbsfähigkeit in der laufenden öffentlichen Debatte pessimistisch gesehen werde, zeichnete selbst aber ein durchaus hoffnungsfrohes Bild.<sup>1291</sup> Im politischen und rechtlichen System erkannte *Porter* keine Hindernisse für die ökonomische Entwicklung.<sup>1292</sup> Den britischen Aktienmärkten bescheinigte *Porter* ein hohes Ansehen, trotz anekdotischer Belege, dass Gesellschaften eine öffentliche Notierung aufgäben, um der kurzfristigen Prüfung des Marktes zu entgehen.<sup>1293</sup> *Porter* stellte zwar fest, dass Großbritannien bei Investitionen in Sachanlagen (Kapital) sowie Innovation (F & E) hinter den USA und europäischen Industriestaaten zurücklägen, nannte kurzfristigen Druck des Aktienmarktes aber nur als einen von fünf denkbaren Gründen hierfür,<sup>1294</sup> der zudem nicht schlüssig belegt schien.<sup>1295</sup>

### bb) *White Paper 2005*

An das erste White Paper von Juli 2002 schloss sich im März 2005 ein zweites White Paper an, ergänzt durch weitere Veröffentlichungen in den Monaten Juli, September und Oktober.<sup>1296</sup> Dieses White Paper hielt an dem Element des Enlightened-Shareholder-Value-Konzepts fest, dass Direktoren auch die längere Sicht statt nur sofortige Gewinne berücksichtigen müssen.<sup>1297</sup> Hiermit sollte klargestellt werden, dass ein Fokus auf

<sup>1290</sup> *Porter/Ketels*, UK Competitiveness: Moving to the Next Stage, May 2003.

<sup>1291</sup> *Dies.*, UK Competitiveness: Moving to the Next Stage, May 2003, S. 5: „Pessimism and the lack of an overall strategic perspective characterise much of the current public discussion about UK competitiveness. [...] Our findings agree on many of the specifics, but are different in overall tone. The UK has in fact achieved a remarkable success in halting the economy’s protracted downward economic trajectory of the pre-1980 period. On many indicators of economic performance, the UK has kept pace with, if not outpaced, competing locations, especially in Europe. [...] However, the UK currently faces a transition to a new phase of economic development. [...] We find that the competitiveness agenda facing UK leaders in government and business reflects the challenges of moving from a location competing on relatively low costs of doing business to a location competing on unique value and innovation.“

<sup>1292</sup> *Dies.*, UK Competitiveness: Moving to the Next Stage, May 2003, S. 19.

<sup>1293</sup> *Dies.*, UK Competitiveness: Moving to the Next Stage, May 2003, S. 22.

<sup>1294</sup> *Dies.*, UK Competitiveness: Moving to the Next Stage, May 2003, S. 39–40. *Porter* nennt als diskutierte Erklärungen: (1) unzulängliche Reaktion des Managements auf wirtschaftliche Möglichkeiten, (2) eine in der Vergangenheit relativ hohe makroökonomische Volatilität, (3) die britische eigenkapitalbasierte Finanzmarktstruktur, die angeblich eine kurzfristige Sicht des Managements begünstige, (4) ein geringer öffentlicher Kapitalstock und geringe Qualifikation der Arbeitnehmer sowie (5) die institutionelle Struktur und zögerliche Finanzierung von Forschung durch Universitäten und öffentliche Einrichtungen.

<sup>1295</sup> Insbesondere zu den ersten drei vorgebrachten Gründen bringt *Porter* wesentliche Kritik vor. Gegen den dritten diskutierten Grund wendet er ein, es fehlten systematische Belege, die eine mögliche fehlerhafte Preisbildung am Aktienmarkt mit Verhalten des Managements verbänden. Anekdotische Belege dafür, dass Gesellschaften den öffentlichen Handel verließen, um längerfristige Strategien zu ermöglichen, könnten für solche Verbindungen sprechen, zeigten aber auch, dass Gesellschaften die Wahl hätten. Erkenntnisse allgemeiner Studien über die Beziehung von Finanzsystemen zur Wirtschaftsleistung zeigten einen komplexeren Zusammenhang mit relativen Vor- und Nachteilen für das angloamerikanische im Vergleich zum kontinentaleuropäischen System, aber keine offensichtliche Überlegenheit eines dieser Modelle (*dies.*, UK Competitiveness: Moving to the Next Stage, May 2003, S. 40).

<sup>1296</sup> Näher, insbesondere zu wichtigen Punkten, in denen dieses White Paper nicht den Empfehlungen der Steering Group folgte, *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer’s company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.142.

<sup>1297</sup> *DTI*, White Paper 2, March 2005, S. 5, 20–21.

die Aktionäre keine Entschuldigung für *Short-termism* ist.<sup>1298</sup> Der entsprechende Regelungsvorschlag fiel nun aber insofern (noch) zurückgenommener aus, als der zuvor nur erklärend beigefügte Vorbehalt von Relevanz und Praktikabilität unmittelbar in den Normtext integriert wurde.<sup>1299</sup> Dogmatisch änderte dies zwar nichts an der Qualifikation als echte Direktorenpflicht anstatt als Ermessen, worin man eine theoretische Verschärfung des damaligen Rechtsstands sehen konnte.<sup>1300</sup> Zugleich öffnete die Regelung aber erhebliche Beurteilungsspielräume, weshalb *Paul Davies*, ein führender britischer Gesellschaftsrechtler und Mitglied der CLR Steering Group, keine engmaschigere gerichtliche Kontrolle erwartete.<sup>1301</sup>

Daneben und vor allem betonte das zweite White Paper ein stärkeres Engagement der Aktionäre und einen effektiven Dialog zwischen Wirtschaft bzw. Direktoren und Investoren als Maßnahmen, um die langfristige Unternehmensentwicklung zu fördern.<sup>1302</sup> Den Aktionären sprach das White Paper eine Schlüsselrolle zu.<sup>1303</sup> Dementsprechend kennzeichnete es den Zweck der vorgeschlagenen erweiterten Berichterstattung über qualitative Faktoren (Operating and Financial Review, OFR<sup>1304</sup>) deutlich prononcierter als sein Vorgänger dahingehend, einen effektiven Dialog über die langfristige Unterneh-

<sup>1298</sup> So *Davies*, *Enlightened Shareholder Value and the New Responsibilities of Directors*, 4 October 2005 <law.unimelb.edu.au/\_data/assets/pdf\_file/0014/1710014/94-Enlightened\_Shareholder\_Value\_and\_the\_New\_Responsibilities\_of\_Directors1.pdf>, S. 5 (geprüft am 27.10.2020).

<sup>1299</sup> *DTI*, *White Paper 2*, March 2005, S. 89–90:

„B 3 Duty to promote the success of the company for the benefit of its members

(1) As a director of a company must act in the way you consider, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole.

(2) [...]

(3) In fulfilling the duty imposed by this section you must take account (where relevant and so far as reasonably practicable) of –

(a) the likely consequences of any decision in both the long and the short term,

(b) any need of the company –

(i) to have regard to the interests of its employees,

(ii) to foster its business relationships with suppliers, customers and others,

(iii) to consider the impact of its operations on the community and the environment, and

(iv) to maintain a reputation for high standards of business conduct, and

(c) the need to act fairly as between members of the company who have different interests.

(4) [...].“

<sup>1300</sup> Siehe *Davies*, *Enlightened Shareholder Value and the New Responsibilities of Directors*, 4 October 2005 <law.unimelb.edu.au/\_data/assets/pdf\_file/0014/1710014/94-Enlightened\_Shareholder\_Value\_and\_the\_New\_Responsibilities\_of\_Directors1.pdf>, S. 6 (geprüft am 20.01.2016).

<sup>1301</sup> *Ders.*, *Enlightened Shareholder Value and the New Responsibilities of Directors*, 4 October 2005 <law.unimelb.edu.au/\_data/assets/pdf\_file/0014/1710014/94-Enlightened\_Shareholder\_Value\_and\_the\_New\_Responsibilities\_of\_Directors1.pdf>, S. 7 (geprüft am 27.10.2020).

<sup>1302</sup> *DTI*, *White Paper 2*, March 2005, S. 8, 12, 16–17.

<sup>1303</sup> *Dass.*, *White Paper 2*, March 2005, S. 16.

<sup>1304</sup> Ein jährlicher OFR-Bericht entsprach bereits seit 1993 einer vom Institute of Chartered Accountants of England & Wales empfohlenen guten Praxis, der zahlreiche Gesellschaften freiwillig folgten. Die CLR Steering Group wollte einen OFR für wirtschaftlich bedeutsame Unternehmen verpflichtend machen und dabei bestimmte Inhalte vorgeben, dazu *Williams/Conley*, 38 *Cornell Int'l. L. J.* 493, 516–517 (2005). Die Regierung hatte dies aufgenommen und im Zuge ihrer Antwort auf den Abschlussbericht der CLR Steering Group eine OFR Working Group on Materiality eingesetzt. Aufbauend auf deren Bericht erarbeitete die Regierung anschließend einen Gesetzentwurf, bei dem zeitgenössische Kommentatoren ungeachtet seiner primären Ausrichtung auf Aktionäre beachtliche Elemente eines Stakeholder- und Corporate-Social-Responsibility-Verständnisses attestierten, siehe zum Ganzen eingehend *dies.*, 38 *Cornell Int'l. L. J.* 493, 517–523 (2005).

mensleistung zu fördern.<sup>1305</sup> Dies ist insofern beachtlich, als die CLR Steering Group mit dem Vorschlag eines verpflichtenden OFR auch Belange von Stakeholdern verbunden hatte,<sup>1306</sup> als Ausgleich für die relativ traditionelle Bestimmung der Direktorenpflichten zugunsten der Aktionäre („other side of the bargain“).<sup>1307</sup> Im Übrigen entsprach das White Paper aber durchaus dem Konzept der Steering Group, die Vorgaben des *enlightened shareholder value* in erster Linie über eine erweiterte Unternehmensberichterstattung wirksam werden zu lassen, auf die Aktionäre und/oder Dritte bei Bedarf reagieren können und sollen.<sup>1308</sup> In diesem Zusammenhang legte das zweite White Paper zugleich starkes Gewicht darauf, die Rechtsausübung zu vereinfachen, wenn Aktien über Intermediäre gehalten werden.<sup>1309</sup> Der positiven Sicht von Aktionärsengagement entsprechend hinterfragte es deren Entscheidungsverhalten bei Übernahmen nicht. Die *Short-termism*-Debatte um den Markt für Unternehmenskontrolle blieb also außen vor.<sup>1310</sup>

Zu dem zweiten White Paper nahmen zahlreiche Vertreter von Wirtschaft und Interessengruppen Stellung. 94 Eingaben sind öffentlich zugänglich,<sup>1311</sup> von denen mehrere auf *Short-termism* eingingen, obgleich beide White Paper diese Kontroverse nicht ausdrücklich angesprochen hatten. Beachtenswert ist vor allem die Eingabe der Pensionsfondsmanagementgesellschaft Hermes.<sup>1312</sup> Sie trug Bedenken gegen den Regelungsvorschlag des White Papers zu Direktorenpflichten vor, dem zufolge Direktoren lang- und kurzfristige Folgen ausgewogen berücksichtigen sollten. Hermes warnte, das von der Regierung erkannte Problem eines zunehmenden *Short-termism* bei Unternehmen und ihren Eigentümern könne sich sogar noch verschärfen, wenn das Gesetz ausdrücklich verlangen würde, auch kurzfristige Folgen zu berücksichtigen. Dieser Satz könne das Gegenteil des Ziels bewirken, die Beachtung langfristiger Folgen zu fördern.<sup>1313</sup> Damit

---

<sup>1305</sup> DTI, White Paper 2, March 2005, S. 10. Vgl. demgegenüber zum Operating and Financial Review im ersten White Paper *Secretary of Trade and Industry*, White Paper 1 Vol. 1, July 2002, S. 38–39 Rn. 4.30–4.33, wo vor allem die zunehmende Bedeutung immaterieller Faktoren für den Unternehmenserfolg sowie der Nutzen des Operating and Financial Review für Stakeholder im Vordergrund stand. Letzteres trat im zweiten White Paper in den Hintergrund. Der Operating and Financial Review wurde dort zwar noch als Maßnahme im Kontext des Enlightened-Shareholder-Value-Prinzips genannt, aber nicht ausdrücklich zum Nutzen der Stakeholder, sondern abstrakt zur Förderung der allgemeinen Wettbewerbsfähigkeit, des Vermögens und des Wohlstands, siehe DTI, White Paper 2, March 2005, S. 20–21.

<sup>1306</sup> Dazu *Armour/Deakin/Konzelmann*, Br. J. Ind. Relations 41 (2003), 531, 538.

<sup>1307</sup> *Davies*, Enlightened Shareholder Value and the New Responsibilities of Directors, 4 October 2005 <[law.unimelb.edu.au/\\_data/assets/pdf\\_file/0014/1710014/94-Enlightened\\_Shareholder\\_Value\\_and\\_the\\_New\\_Responsibilities\\_of\\_Directors1.pdf](http://law.unimelb.edu.au/_data/assets/pdf_file/0014/1710014/94-Enlightened_Shareholder_Value_and_the_New_Responsibilities_of_Directors1.pdf)>, S. 3–4 (geprüft am 27.10.2020).

<sup>1308</sup> *Ders.*, Enlightened Shareholder Value and the New Responsibilities of Directors, 4 October 2005 <[law.unimelb.edu.au/\\_data/assets/pdf\\_file/0014/1710014/94-Enlightened\\_Shareholder\\_Value\\_and\\_the\\_New\\_Responsibilities\\_of\\_Directors1.pdf](http://law.unimelb.edu.au/_data/assets/pdf_file/0014/1710014/94-Enlightened_Shareholder_Value_and_the_New_Responsibilities_of_Directors1.pdf)>, S. 7, 9 (geprüft am 27.10.2020).

<sup>1309</sup> DTI, White Paper 2, March 2005, S. 18–20.

<sup>1310</sup> Stattdessen behandelte *dass.*, White Paper 2, March 2005, S. 28 Übernahmen ausschließlich mit Blick auf die anstehende Umsetzung der Übernahmerichtlinie.

<sup>1311</sup> *BIS*, Archived Documents: Company Law Review Policies BIS, 01.11.2012 <[http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/policies/business-law/company-and-partnership-law/company-law/publications-archive](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/policies/business-law/company-and-partnership-law/company-law/publications-archive/)> (geprüft am 11.06.2020), siehe dort den Link zu „Responses to White Paper (2005 – Modern Company Law) – URN 05/928 (ZIP)“, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>.

<sup>1312</sup> *Hermes*, Response to DTI Consultation on Company Law Reform, 18.01.2016 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1313</sup> *Dass.*, Response to DTI Consultation on Company Law Reform, 18.01.2016 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 4 (geprüft am 11.06.2020).

verbunden kritisierte Hermes, dass der Vorschlag Aktionäre als Gruppe mit gegebenenfalls uneinheitlichen Interessen kennzeichnete. Das könne verwirren und verdecken, dass die Pflichten der Direktoren nur gegenüber der Gesellschaft bestünden, um sie zugunsten aller Mitglieder voranzubringen. Unter dem Vorschlag könnten kurzfristige Aktionäre geltend machen, dass Direktoren, die zu Recht auf die lange Frist achteten, ihre Anliegen ignorierten.<sup>1314</sup>

Die Gewerkschaftsvereinigung *TUC* zeigte sich tief enttäuscht, dass sich das White Paper für den *enlightened shareholder value* anstatt für den *pluralist approach* entschieden<sup>1315</sup> und obendrein die Berücksichtigung von Stakeholderinteressen unter den Vorbehalt von Relevanz und Praktikabilität gestellt hatte.<sup>1316</sup> Immerhin hatte der *TUC* durchsetzen können, dass Arbeitnehmerinteressen ausdrücklich genannt wurden.<sup>1317</sup> Die Regierung habe eine Jahrhundertchance verpasst, mit einer Reform des Gesellschaftsrechts einen wesentlichen Faktor zu beseitigen, der *Short-termism* und geringe Investitionen britischer Gesellschaften befördere, obgleich die Regierung eigentlich beides habe angehen wollen.<sup>1318</sup>

Ähnlich äußerten sich Organisationen, die sich für Entwicklungshilfe und Corporate Social Responsibility engagierten: Die Enlightened-Shareholder-Value-Regelung sei nicht durchsetzbar,<sup>1319</sup> verfehle das von der Regierung erklärte Ziel<sup>1320</sup> und sei ungeeignet, dem Bedarf der Investoren oder anderer Stakeholder gerecht zu werden oder eine langfristige Investitionskultur zu etablieren.<sup>1321</sup> Die Ablehnung des *pluralist approach* zeuge von kurzfristigem Denken.<sup>1322</sup>

<sup>1314</sup> *Dass.*, Response to DTI Consultation on Company Law Reform, 18.01.2016 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 5 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1315</sup> *TUC*, Company Law Reform White Paper, June 2005 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 4 Rn. 1.6 (geprüft am 11.06.2020); siehe aber auch *Taylor*, *ESV and the Companies Act 2006*, May 2010, 65, der ausführt, dass die Gewerkschaften zunächst etwas positiver reagiert hatten und danach auf stärkere Kritik umschwenkten.

<sup>1316</sup> *TUC*, Company Law Reform White Paper, June 2005 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 5 Rn. 1.11., S. 6 f. Rn. 2.8.–2.13 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1317</sup> Dazu *ders.*, Company Law Reform White Paper, June 2005 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 6 Rn. 2.7 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1318</sup> *Ders.*, Company Law Reform White Paper, June 2005 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 6 Rn. 2.5, S. 4 Rn. 1.6 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1319</sup> Detailliert *Oxfam*, Oxfam's submission to the DTI in response to the Company Law Reform Bill White Paper – 9 June 2005, 2005 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 3–6 (geprüft am 11.06.2020); *Actionaid*, Actionaid's response to the Company Law Review White Paper, June 10, 2005 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 3 (geprüft am 11.06.2020); *Traidcraft*, Re: Company Law Reform White Paper, 9th June 2005 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 6 (geprüft am 11.06.2016).

<sup>1320</sup> *CORE*, Response of the CORE Coalition to the 2005 Company Law White Paper <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 5 (geprüft am 18.01.2016); *Oxfam* S. 3; *Actionaid* S. 3; *Tradecraft* S. 6 unten.

<sup>1321</sup> *CORE*, Response of the CORE Coalition to the 2005 Company Law White Paper <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 2 (geprüft am 11.06.2020); ähnlich *Traidcraft*, Re: Company Law Reform White Paper, 9th June 2005 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 3–8 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1322</sup> *CORE*, Response of the CORE Coalition to the 2005 Company Law White Paper <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 2 (geprüft am 11.06.2020); ähnlich *Actionaid*, Actionaid's response to the Company Law Review White Paper, June

Die intensive Lobbyaktivität in Bezug auf die Kodifikation der Direktorenpflichten durch Gruppen, die sich für fairen Handel und Umweltbelange einsetzten,<sup>1323</sup> zeigt zugleich, dass sich der thematische Fokus zum Schluss hin etwas verschob: Die *Short-termism*-Frage rückte, von den White Papers der Regierung hartnäckig unerwähnt, tendenziell in den Hintergrund. Stattdessen traten Forderungen hervor, Umwelt, Nachhaltigkeit sowie gesamtgesellschaftliche Belange einzubeziehen. Indes hatte die CLR Steering Group einen solchen *pluralist approach* schon mehrere Jahre zuvor als mit dem etablierten Gesellschaftsrecht schwerlich vereinbar abgelehnt.<sup>1324</sup> Ein Richtungswechsel kurz vor Toresschluss wäre kaum zu bewerkstelligen gewesen.

Spiegelbildlich zur bitteren Enttäuschung des *TUC* äußerte sich die Wirtschaft wohlwollend. Vertreter der Investmentbranche sprachen der Regelung das Potenzial zu, Druck kurzfristiger Investoren zugunsten langfristiger Ziele zu widerstehen.<sup>1325</sup> Das Ölnunternehmen *BP* hob hervor, dass global tätige Gesellschaften unter dem Druck vieler disparater Interessengruppen („would be stakeholders“) mit unterschiedlicher Legitimität stünden,<sup>1326</sup> und lobte den *enlightened shareholder value* als wertvolle Klarstellung, dass die Beteiligten des Governance-Prozesses vorrangig verpflichtet seien, das Unternehmenswohl zugunsten der Aktionäre zu fördern. Erfolg sei für Wirtschaftsunternehmen anhand des geschaffenen Mehrwertes für seine Eigentümer zu messen.<sup>1327</sup>

### cc) *Company Law Reform Bill 2005*

Auf das zweite White Paper folgte eine umfangreiche *Company Law Reform Bill* (später umbenannt in *Companies Bill*<sup>1328</sup>), die die Regierung am 1. November 2005 in das House of Lords einbrachte. Im parlamentarischen Prozess wurde der Entwurf an vielen Stellen geändert.<sup>1329</sup> Die Kodifizierung der Direktorenpflichten, welche unter anderem die *Short-termism*-Debatte widerspiegelte, gehörte zu den am stärksten umstrittenen Elementen.<sup>1330</sup> Am 8. November 2006 erhielt der Entwurf schließlich als *Companies Act*

---

10, 2005 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 1–2 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1323</sup> Diese konstatiert auch allg. das House of Commons Library Research Paper von *Edmonds*, *Company Law Reform Bill*, 02.06.2006, S. 31.

<sup>1324</sup> Siehe *Company Law Review Steering Group*, *Modern Company Law For a Competitive Economy*, March 2000, S. 23–27; zusammenfassend zu den wesentlichen Argumenten der Steering Group gegen ein pluralistisches Konzept *Johnston*, *EBOR* 7 (2006), 817, 825–826.

<sup>1325</sup> *Association of Investment Trust Companies*, *Company Law Reform White Paper* <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 2 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1326</sup> *BP*, *Response to the Consultation on the Company Law Reform White Paper* <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 2 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1327</sup> *BP*, *Response to the Consultation on the Company Law Reform White Paper* <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 2–3 (geprüft am 11.06.2020); in der Sache ebenso *Grant Thornton*, *Company Law Reform*, 7 June 2005 <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>>, S. 3 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>1328</sup> *Keay*, *ESV*, 2013, S. 80.

<sup>1329</sup> Zu drei besonders wichtigen Änderungen siehe *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer's company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.142; allgemein *Edmonds*, *Company Law Reform Bill*, 02.06.2006, S. 1.

<sup>1330</sup> *Edmonds*, *Company Law Reform Bill*, 02.06.2006, S. 3; *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer's company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.143.1.

2006 die abschließende königliche Billigung (*royal assent*).<sup>1331</sup> Einer der Leitgedanken der Neuregelung bestand darin, das Engagement der Aktionäre und eine langfristige Investitionskultur zu stärken.<sup>1332</sup>

Als bemerkenswerte Abweichung von dem Vorschlag des White Paper erwähnte die Company Law Reform Bill nicht mehr die kurze Frist, sondern forderte Direktoren allein auf, die langfristigen Folgen ihrer Entscheidungen zu bedenken.<sup>1333</sup> Der Companies Act 2006 hat dies übernommen. Reform Bill und Companies Act verabschiedeten sich damit von dem Konzept der CLR Steering Group, dezidiert eine ausgewogene Berücksichtigung lang- und kurzfristiger Folgen vorzuschreiben. *Andrew Keay* sieht darin ein Eingeständnis, dass Direktoren bereits auf kurzfristige Ergebnisse fokussiert waren. Ihre Pflicht, den Erfolg der Gesellschaft zugunsten ihrer Mitglieder zu fördern, verlange ohnehin implizit, die kurzfristigen Handlungsfolgen zu berücksichtigen.<sup>1334</sup> Ein wesentliches Ziel der Einführung des *enlightened shareholder value* bestehe darin, Direktoren dort, wo es angebracht ist, zu langfristigem Management anzuhalten, anstatt sich allein auf den kurzfristigen Gewinn zu konzentrieren.<sup>1335</sup>

Das überzeugt weitgehend. Vor allem im Lichte der oben erörterten Eingabe der Fonds- und Vermögensverwaltungsgesellschaft Hermes,<sup>1336</sup> die im Vereinigten Königreich einflussreich und stark in Fragen der Corporate Governance engagiert ist, spricht viel dafür, dass die geänderte Formulierung einer einseitig kurzfristigen Orientierung und damit *Short-termism* entgegenwirken soll. Denn die Hermes-Empfehlung, welcher der Gesetzesentwurf folgte, erachtete die ganzheitliche Formulierung der CLR Steering Group gerade deswegen für gefährlich, weil sie bestehende Tendenzen zu übermäßig kurzfristigem Denken hätte bestärken können. Bemerkenswert ist die Aufnahme der Anregung insofern, als der ursprüngliche, ausgewogene Regelungsvorschlag rein objektiv

<sup>1331</sup> Zur inhaltlichen Ausgestaltung des resultierenden Companies Act 2006 eingehend *Palmer/Morse* (Hrsg.), *Palmer's company law*, Release 145, January 2015, Rn. 1.143–1.143.9, zudem zur Ergänzung durch abgeleitetes Recht (*secondary legislation*) (a. a. O., Rn. 1.143.10) sowie zum schrittweisen Inkrafttreten des Gesetzes Rn. 1.144; knapp *Lowry*, C.L.J. 68 (2009), 607, 609.

<sup>1332</sup> *Edmonds*, Company Law Reform Bill, 02.06.2006, S. 3, 30–36, der als weitere Leitthemen nennt, die Gründung und Führung von Gesellschaften zu vereinfachen, die Regulierung zu verbessern, die Bedürfnisse kleiner und mittlerer Unternehmen in den Vordergrund zu stellen (*think small first*) sowie EU-Richtlinien umzusetzen.

<sup>1333</sup> O. A., Company Law Reform Bill [HL], S. 69:

„156 Duty to promote the success of the company

(1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole.

(2) [...]

(3) In fulfilling the duty imposed by this section a director must (so far as reasonably practicable) have regard to –

(a) the likely consequences of any decision in the long term,

(b) the interests of the company's employees,

(c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others,

(d) the impact of the company's operations on the community and the environment,

(e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and

(f) the need to act fairly as between members of the company.

(4) [...]"

Zu dieser Änderung auch *Keay*, *ESV*, 2013, S. 81.

<sup>1334</sup> *Keay*, *ESV*, 2013, S. 81.

<sup>1335</sup> *Ders.*, *ESV*, 2013, S. 230, 239.

<sup>1336</sup> Dazu 2. Teil, § 1 II.4. c)bb), S. 259 ff., Text bei Fn. 1312–1314 auf S. 261–262.

zutraf und zudem eigentlich eher daran erinnern sollte, über die kurze Frist hinauszudenken. Dass der endgültige Entwurf gleichwohl der Sorge von Hermes Rechnung trug, ist daher nur erklärlich, wenn man ein *Short-termism*-Problem bejaht.

Nicht sicher erscheint indes, ob die Formulierung der Company Law Reform Bill auf einen echten Meinungsumschwung der Regierung zurückgeht – in den White Papers hatte sie das *Short-termism*-Thema gemieden – oder eher eine kritikanfällige Flanke schließen sollte. Für Letzteres sprechen die *ministerial statements* des Department of Trade and Industry, welche als Interpretationshilfe zum Companies Act 2006 Aussagen aus den Parlamentsdebatten zusammenstellten.<sup>1337</sup> Die gewählten Zitate betonten vor allem die Kompetenz der Aktionäre, den Unternehmenserfolg zu definieren, und zwar ohne Einschränkung nach ihrem Anlagehorizont. Eine Ausrichtung auf langfristige Wertsteigerung ordneten sie (lediglich) als Standardfall ein.<sup>1338</sup>

Hinzu kommt, dass die Company Law Reform Bill nur noch eine rudimentäre und auf börsennotierte Gesellschaften beschränkte Regelung des Operating and Financial Review (OFR) enthielt. Nachdem der OFR im März 2005 durch ein *statutory instrument* näher ausgestaltet und in Kraft gesetzt worden war<sup>1339</sup> und das Accounting Standards Board im Mai einen dazugehörigen Standard verabschiedet hatte,<sup>1340</sup> schaffte die Regierung den OFR überraschend schon im November 2005 wieder ab, noch vor Abschluss des Gesetzgebungsprozesses zum Companies Act und gefolgt von teils erheblichen negativen Reaktionen von Interessengruppen, Prüfungsorganisationen sowie einigen Investoren.<sup>1341</sup> In der Literatur wird die plötzliche Streichung des OFR auf eine Initiative

<sup>1337</sup> Diese *ministerial statements* sind abgedruckt bei *Sheikh*, A guide to the Companies Act 2006, 2008, S. 429 ff. (als Appendix zu Chapter 9).

<sup>1338</sup> Das Statement zur „Duty to promote the success of the company“ (abgedruckt bei *ders.*, A guide to the Companies Act 2006, 2008, S. 431–433) gibt zuerst zwei Zitate von Lord Goldsmith wieder (Lords Grand Committee, 6 February 2006, column 255, 258), die betonen, dass sich die Definition des Unternehmenserfolgs zuvörderst nach den Zielen der Mitglieder der Gesellschaft richtet und für Wirtschaftsunternehmen bzw. deren Inhaber gewöhnlich eine langfristige Wertsteigerung bedeuten werde. Ein drittes Zitat Lord Goldsmiths (Lords Grand Committee, 6 February 2006, column 256) nennt das Memorandum der *company* als herkömmlichen Weg für die Gesellschafter, das Ziel zu definieren. Die Direktoren sollen aber, so Goldsmith, mit Blick darauf, was die Gesellschafter als Erfolg ansehen, nicht nur die Verfassung der Gesellschaft, sondern auch Entscheidungen der Aktionäre und alle weiteren Umstände einbeziehen, die sie für hilfreich erachten. Zu fördern sei das kollektive Interesse der Mitglieder, nicht nur dasjenige des Mehrheitseigners. Ein weiteres Zitat von Margaret Hodge (Commons Report, 17 October 2006, column 789) betonte, dass die aufgelisteten Elemente des *enlightened shareholder value* angemessen bedacht werden sollen, aber nicht zwingend im Sinne eines *box-ticking* abzuarbeiten sind. Die Gewichtung liege im „good faith judgment“ eines *director*.

Ein Vorrang von Satzungsbestimmungen mit Blick darauf, wie Erfolg der Gesellschaft zu messen ist, entsprach zwar auch der Ansicht der CLR Steering Group, aber nur um sicherzustellen, dass bei Gesellschaften mit uneigennütigen Zielen (etwa *incorporated charities*) Verfassung und Entscheidungsprozess der Gesellschaft Vorrang vor selbstsüchtigen Interessen bestimmter Mitglieder haben (*Company Law Review Steering Group*, Modern Company Law For a Competitive Economy, November 2000, S. 39 Rn. 3.17). Dies war im *ministerial statement* nicht mehr erkennbar.

<sup>1339</sup> Dazu näher *Johnston*, EBOR 7 (2006), 817, 830–831.

<sup>1340</sup> Zu beidem stichpunktartig *Williams/Conley*, 31 Wm. & Mary Env'tl. L. & Pol'y Rev. 317, 331–335 (2007).

<sup>1341</sup> Zum Ganzen eingehend *Williams/Conley*, 31 Wm. & Mary Env'tl. L. & Pol'y Rev. 317, 335–348 (2007); *Johnston*, EBOR 7 (2006), 817, 818, 831–832, 841–842; insbesondere zu den negativen Reaktionen nach der Abschaffung des OFR *Conley/Williams*, 31 J. Corp. L. 1, 3–4 (2005); *Keay*, ESV, 2013, S. 81–82, 154–156; zur enttäuschten Reaktion des Gewerkschaftsverbandes TUC, des Verbandes britischer Versicherer sowie des Institute of Directors siehe *TUC*, Investment Chains, 21.12.2005, S. 29, 41–42 mit Fn. 81.

des Treasury unter dem damaligen designierten *Blair*-Nachfolger und Schattenpremier *Gordon Brown* zurückgeführt. *Brown* habe eine wirtschaftsliberale Haltung demonstrieren wollen und sich dazu mit der Streichung des OFR gegen das Department of Trade and Industry durchgesetzt<sup>1342</sup> – eine ähnlich handstreichartige Taktik hatten *Brown/Blair* 1997 erfolgreich bei der operativen Unabhängigkeit der *Bank of England* angewandt.<sup>1343</sup>

Zuvor hatte *Browns* Ministerium gezielt nach Deregulierungsmöglichkeiten Ausschau gehalten. Der Vorschlag, den OFR ins Visier zu nehmen, ging offenbar auf die Fondsmanagementgesellschaft *Hermes* zurück.<sup>1344</sup> Dies erscheint zunächst paradox, weil *Hermes* einen durchaus anerkannten Ruf als langfristig fundamental orientierter, engagierter Investor pflegt(e),<sup>1345</sup> also einer Strategie folgt(e), die der OFR gerade erleichtern und propagieren sollte. Indes liegt nahe, dass *Hermes* seine vorteilhafte Wettbewerbsposition mit einem von der Konkurrenz differenzierten Angebot erhalten wollte<sup>1346</sup> und deshalb kein Interesse an einer Maßnahme hatte, die vergleichbare Dienste erleichtert hätte. Der Wegfall des OFR erschwerte derartige Konkurrenz.<sup>1347</sup> Hierzu passen Berichte, denen zufolge ein *Hermes* Associate Director die Abschaffung des OFR mit der Begründung begrüßte, Informationen sollten aus (informellen) Diskussionen zwischen Unternehmen und Anteilseignern gewonnen und in diesem Verhältnis Best-Practice-Leitlinien entwickelt werden<sup>1348</sup> – also auf einem Wege, der eingespielte Verbindungen und Erfahrungen voraussetzt, die Wettbewerber schwer kopieren können.

An die Stelle des OFR trat zusammen mit dem Companies Act 2006 der sog. (Enhanced) Business Review. Er setzte zum einen EU-rechtliche Vorgaben um, ist aber auch im Lichte der weitgehend negativen Reaktionen auf die Abschaffung des OFR zu sehen.<sup>1349</sup> Dessen ungeachtet war offensichtlich ein Baustein entfallen, den die Regierung, dem Konzept der CLR Steering Group folgend, zuvor als wesentlichen Pfeiler ihres

<sup>1342</sup> So unter Auswertung interner Regierungsdokumente und mit eingehender Erörterung auch der Entstehungsgeschichte der OFR-Regelung sowie der Reaktionen, die eine partielle politische Kehrtwende in Form des Business Review veranlassten, *Rowbottom/Schroeder*, Acc. Auditing Accountability J. 27 (2014), 655, 655, 660–676; zu dieser These passen die Nachweise zur Presseberichtserstattung bei *Conley/Williams*, 31 J. Corp. L. 1, 3 (2005).

<sup>1343</sup> Dazu oben Fn. 623 auf S. 166.

<sup>1344</sup> Näher *Williams/Conley*, 31 Wm. & Mary Envtl. L. & Pol’y Rev. 317, 335 (2007), die dazu aus einer *HM Treasury meeting note* zitieren, die das Ministerium im Zuge einer Klagedrohung der Umweltorganisation *Friends of the Earth* veröffentlichte.

<sup>1345</sup> Zum Ruf als langfristig engagierter Investor siehe die entsprechend wohlwollende Darstellung bei *TUC*, Investment Chains, 21.12.2005, S. 42–43 sowie knapp *Davies*, in: Hill/Thomas (Hrsg.), Research handbook on shareholder power, 2015, S. 355, 370; für eine empirische Studie über den wirtschaftlichen Erfolg des *Hermes* Focus Fund siehe *Becht/Franks/Mayer u. a.*, Rev. Financ. Stud. 22 (2009), 3093 ff. mit Darstellung der Geschichte und des Investmentansatzes des *Hermes* Focus Fund (a.a.O., S. 3101–3103).

<sup>1346</sup> Ein von der Konkurrenz abweichendes, sog. (hier wohl vorrangig: horizontal) differenziertes Angebot vermittelt einem Unternehmen eine gewisse Marktmacht und damit eine gewisse Preissetzungsmacht, die höhere Preise erlauben kann, siehe einführend *Bester*, Theorie der Industrieökonomik<sup>5</sup>, 2010, S. 19–23, 116, 124–129; *Davis/Garcés*, Quantitative techniques for competition and antitrust analysis, 2010, S. 50–53.

<sup>1347</sup> Siehe *TUC*, Investment Chains, 21.12.2005, S. 41 : „[...] the Government’s decision to scrap mandatory OFRs may cause issues for those seeking to develop more comprehensive and forward-looking company reporting, with the objective of improving engagement between companies and investors and stakeholders. It should be noted that the main investor bodies were supportive of the proposed OFR.“

<sup>1348</sup> Zum Ganzen *Williams/Conley*, 31 Wm. & Mary Envtl. L. & Pol’y Rev. 317, 336–337 (2007).

<sup>1349</sup> Diese erneute Kehrtwende war wieder Gegenstand süffisanter Kommentare, siehe *dies.*, 31 Wm. & Mary Envtl. L. & Pol’y Rev. 317, 320 (2007).

(Enlightened-Shareholder-Value-)Ansatzes herausgestrichen hatte. Im Schrifttum bedauerte man dies bald als einen vertanen lohnenswerten Versuch, zu einem stärker langfristigen Verhalten institutioneller Investoren beizutragen.<sup>1350</sup> Allerdings gehen die Meinungen darüber auseinander, ob der für börsennotierte Gesellschaften vorgeschriebene Enhanced Business Review signifikant hinter dem OFR zurückblieb.<sup>1351</sup>

Vor dem Hintergrund dieser ambivalenten und teils sprunghaften Entwicklungen wundert es nicht, dass im Schrifttum bald eine engagierte Diskussion um Bedeutung und Auswirkungen des neuen Enlightened-Shareholder-Value-Prinzips einsetzte,<sup>1352</sup> die bis heute andauert.<sup>1353</sup> Sie betrifft auch die Vorgabe von s. 172(1)(a) Companies Act 2006, „the likely consequences of any decision in the long term“ einzubeziehen. Ob dies bedeutet, dass grundsätzlich die lange Frist Vorrang genießen soll, ist unter namhaften Stimmen im Schrifttum umstritten.<sup>1354</sup> Hinzu kommt, dass der normativ geforderte Grad

<sup>1350</sup> So eingehend *Johnston*, EBOR 7 (2006), 817, 833–840, der in dem OFR zwei Beiträge zu langfristigem Verhalten sieht: Erstens hätte der OFR dem Kapitalmarkt genauere Angaben zum Wertschöpfungsprozess in einer Gesellschaft zur Verfügung gestellt. Soweit der OFR dabei temporäre Gewinnrückgänge überzeugend mit langfristig ertragreichen Investments erklärt hätte, wäre, ausgehend von der Effizienzmarkthypothese, ein geduldigeres Verhalten der Finanziere und entsprechend ein geringerer kurzfristiger Druck auf das Management zu erwarten gewesen. Zweitens hätte der OFR, argumentiert *Johnston*, institutionelle Investoren zu einem vertieften Verständnis der Wertschöpfung angehalten (*educative function*) und damit wiederum zu einer geduldigeren Strategie. *Johnston* räumt sodann gewichtige Schwierigkeiten ein, erstens daraus resultierend, dass eine adäquate, glaubwürdige Berichterstattung über immaterielle Anlagen noch kaum entwickelt sei, und zweitens daraus, dass institutionelle Investoren typischerweise keine Anreize haben, sich langfristig und aktivistisch zu engagieren. Mit der vorzeitigen Abschaffung des OFR sei aber schon der lohnenswerte Versuch vertan worden, hieran etwas durch eine innovative Berichtsregelung zu ändern.

<sup>1351</sup> Bejahend *ders.*, EBOR 7 (2006), 817, 841–842, der erstens mehrere Punkte aufführt, für die der Business Review im Gegensatz zum OFR nicht zwingend oder nur eingeschränkt Angaben vorschreibt (wesentliche Ressourcen, soziale Aspekte, Angaben über Personen, mit denen wesentliche vertragliche oder anderweitige Beziehungen bestehen), und zweitens argumentiert, dass der Business Review von erheblicher weniger Anleitungsdokumenten (*guidance*) flankiert sei als der OFR, insbesondere nicht von einem Standard des Accounting Standards Board; verneinend *Rowbottom/Schroeder*, Acc. Auditing Accountability J. 27 (2014), 655, 656, 659, 664–665, die in der Einführung des Enhanced Business Review eine regulatorische Kehrtwende nach Abschaffung des OFR sehen, wozu sie darauf verweisen, dass beide in ihren Anforderungen über die Vorgaben der EU Modernisierungsrichtlinie 2003/51/EG hinausgingen (Richtlinie 2003/51/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2003 zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG, 83/349/EWG, 86/635/EWG und 91/674/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, von Banken und anderen Finanzinstituten sowie von Versicherungsunternehmen, ABl. EU Nr. L 178 vom 17.07.2003, S. 16–22); ebenso *Williams/Conley*, 31 Wm. & Mary Env'tl. L. & Pol'y Rev. 317, 357–358 (2007), die sich von dem Business Review im Verein mit Kodizes und Investorenpräferenzen eine im Wesentlichen ähnliche Wirkung wie vom OFR versprechen, aber zugleich einräumen, dass viele der im OFR verpflichtenden Angaben nun freiwillig seien; ganz ähnlich *Keay*, ESV, 2013, S. 159–160, 170–173, 183–184, der zugleich nach eingehender Analyse (S. 156–183) herausarbeitet, dass die praktischen Erfahrungen mit dem Business Review gemischt und dabei eher unbefriedigend sind; unklar *Lowry*, C.L.J. 68 (2009), 607, 620–621, der den Business Review einerseits als integralen Bestandteil der neu gestalteten *duty of loyalty* würdigt und ihm zuspricht, „the essence of corporate social responsibility zu verkörpern“, andererseits aber auch „more of a declaration rather than an obligation“ sieht und keinen Vergleich mit dem OFR vornimmt.

<sup>1352</sup> Eingehende Aufbereitung wichtiger Diskussionsbeiträge vor allem der Jahre 2005 und 2006 bei *Taylor*, ESV and the Companies Act 2006, May 2010, 75–89.

<sup>1353</sup> Siehe aus jüngerer Zeit etwa *Keay*, ESV, 2013; *Williams*, 35 UNSW L. J. 360 (2012); *Keay*, ECFR 7 (2010), 369 ff.; *Taylor*, ESV and the Companies Act 2006, May 2010; *Lowry*, C.L.J. 68 (2009), 607 ff.; *Copp*, Economic Affairs 29 (2009), 16 ff.

<sup>1354</sup> Dafür *French/Mayson/Ryan*, Mayson, French & Ryan on company law<sup>34</sup>, 2017, S. 486; wohl auch *Lowry*, C.L.J. 68 (2009), 607, 622 unter Verweis auf ein Zitat der CLR Steering Group; unsicher und wohl tendenziell ablehnend *Keay*, ESV, 2013, S. 244 unter Verweis auf das (ursprüngliche) Kon-

an Voraussicht und der Umfang dazugehöriger Nachforschungen offen bleiben.<sup>1355</sup> Außerdem wird nach der Finanzkrise infrage gestellt, ob Direktoren überhaupt zu langfristigen Voraussagen in der Lage sind.<sup>1356</sup> Soweit man dies verneint, könnte schon das römische Recht die Antwort auf die rechtspraktische Bedeutung der Vorschrift bereithalten: *Inpossibilia nulla obligatio est*.<sup>1357</sup>

### 5. Zusammenfassung und Fazit aus heutiger Sicht

Im Vereinigten Königreich entwickelte sich die Diskussion um kurzichtiges Handeln (*Short-termism*) auf dem Aktien- und Kapitalmarkt aus einem Grundkonflikt zwischen Londoner Finanzwirtschaft (City) und Industrie, vor dem Hintergrund, dass Letztere ihren internationalen Vorsprung nach und nach einbüßte und schließlich hinter wichtige kontinentaleuropäische Wettbewerber und Japan zurückfiel. Das nährte Sorgen vor einem nationalen Abstieg, die man in Wissenschaft und Gesellschaft intensiv und mit einem gewissen Hang zur (Über-)Dramatisierung erörterte (*declinism*). Als eine wesentliche Ursache diskutierte bereits 1930 das *Macmillan Committee* eine relativ kurzfristige Orientierung des britischen Systems der Unternehmensfinanzierung im Vergleich insbesondere zu seinem Pendant in Deutschland, wo man die Beziehungen zwischen Banken und Industrie als langfristig und von hilfreichem Engagement geprägt wahrnahm. Bei alledem ging es zunächst aber eher um einen Mangel an langfristiger Finanzierung bzw. an dazu nötiger Bereitschaft zu Risiko und Engagement, weniger um einen Vorwurf kurzfristigen Denkens. Dies änderte sich mit zunehmender Polarisierung der Debatte, wie sie anlässlich des *Wilson Review* in den 1970er Jahren deutlich wurde. In dessen Eingaben stritten die Gewerkschaften auf der einen Seite mit Vertretern der City, aber auch mit der Großindustrie in Gestalt des Verbandes CBI auf der anderen Seite, ohne dass sich eine der beiden im Abschlussbericht durchsetzen konnte.

In den 1980er Jahren trieben mehrere, teils tiefgreifende Entwicklungen die *Short-termism*-Diskussion stark an: die Deindustrialisierung und der spiegelbildliche Aufstieg der Finanzwirtschaft unter *Thatcher*, die unter anderem dadurch weiter befeuerte *Declinism*-Debatte, immer größere Übernahmewellen sowie die Rezeption US-amerikanischer Beiträge zu *Short-termism*. Vor allem ab 1987 avancierte dieses Thema zu einem britischen Dauerbrenner. Hiervon zeugten zunächst zahlreiche Publikationen von Interessenverbänden, parallel und anschließend ökonomische Beiträge sowie schließlich auf alledem aufsetzende rechtswissenschaftliche Monografien und Sammelbände. Diese Abfolge illustriert, dass die Auseinandersetzung mit *Short-termism* in Großbritannien stark ökonomisch geprägt war und ist. Auch (primär) rechtswissenschaftliche Publikationen spiegeln dies wider.

Inhaltlich argumentierten vor allem von der Finanzwirtschaft geförderte Beiträge in den 1980er Jahren, dass der Kapitalmarkt effizient sei und selbst nicht unter *Short-termism* leide, im Gegensatz zu Unternehmensmanagern. Verantwortlich hierfür machte man vor

---

zept der CLR Steering Group, eine ausgewogene zeitliche Betrachtung zu gewährleisten; offen *Davies/Worthington*, *Gower's principles of modern company law*<sup>10</sup>, 2016, S. 511 Rn. 16–46 („If anything, the omission of the reference to short-term interests in the non-exhaustive list emphasises the importance of long-term consequences.“).

<sup>1355</sup> *Williams*, 35 UNSW L. J. 360, 368 (2012); ähnlich *Copp*, *Economic Affairs* 29 (2009), 16, 19 („nebulous“).

<sup>1356</sup> *Copp*, *Economic Affairs* 29 (2009), 16, 19.

<sup>1357</sup> *Dig.* 50.17.185.

allem Kommunikationsschwierigkeiten mit Investoren. Der Industrieverband CBI äußerte sich in der Sache übereinstimmend, wobei aber zweifelhaft ist, inwieweit seine Position die Sicht der Realwirtschaft repräsentierte. Daneben gab es schon früh Stimmen, die Probleme durch kurzfristige Anlagestrategien vorbrachten und darauf hinwiesen, dass hierdurch Widersprüche zu Grundannahmen des Companies Act entstünden. Größeren Einfluss hatte aber die Ansicht, dass institutionelle Investoren aufgrund ihrer hohen Beteiligung am britischen (Gesamt-)Aktienmarkt letztlich doch Anreize hätten, sich langfristig zu engagieren. Überwiegend erachtete man daher in dieser Zeit (nur) Maßnahmen zur Verbesserung der Investorenkommunikation und der Qualität des Boards für geboten. Tief(er)greifende Regulierungsvorschläge kamen fast nur aus dem linken politischen Denkspektrum, das damals aber in der Minderheit war.

Ab 1985 erfasste die Kontroverse indes zunehmend Exekutive und Legislative. Während die Labour-Opposition, das House of Lords und sogar ein Allparteien-Committee des House of Commons für regulatorische Antworten warben, bevorzugte die (bis 1997) konservative Regierung eine privatautonome Reaktion durch Finanzwirtschaft und Industrie. Zugleich hielt sie sich aber mit ambivalenten Aussagen und Aktivitäten auch vonseiten der Bank of England, die damals noch nicht operational unabhängig war, weitergehende Optionen offen. Da die diskutierten Regulierungsmaßnahmen für City und (Groß-)Industrie überwiegend Unerfreuliches bereithielten, gerieten beide Seiten unter Handlungsdruck. Dies traf sich mit einer allgemeinen juristischen, durch Skandale angetriebenen Debatte um gute Corporate Governance. Sie mündete, beginnend mit dem *Cadbury Report* 1992, in eine dichte Abfolge von Corporate-Governance-Berichten und -Kodizes. Diese lieferten zugleich eine privatautonome Antwort auf den regulatorischen Teil der *Short-termism*-Debatte, auch wenn das Thema anfangs nur in vorbereitenden Materialien eingehender erörtert wurde, während die Abschlussberichte es zunächst nicht ausdrücklich und später nur mit Blick auf institutionelle Anleger behandelten.<sup>1358</sup>

Bereits zu diesem Zeitpunkt wirkte die britische *Short-termism*-Diskussion bis auf das Festland. Insbesondere ist belegt, dass sie zur Zeit des *Cadbury Report* in Kontinentaleuropa, darunter von EU-Institutionen, aufmerksam verfolgt wurde.<sup>1359</sup>

Erst im Zuge des Company Law Review schlugen sich die Inhalte der *Short-termism*-Debatte schließlich im Gesetz nieder, indem sie, insbesondere in der Variante der Breach-of-Trust-Hypothese, mitentscheidend dazu beitrugen, das Unternehmensziel des *enlightened shareholder value* zu kodifizieren. Zugleich spielten weitergehende Belange von Stakeholdern eine wichtige Rolle. Vor allem in den Reaktionen auf die White Papers der Regierung traten zudem Forderungen von Interessengruppen für Soziales und Um-

---

<sup>1358</sup> Dies ist insofern bemerkenswert, als die frühe einflussreiche Studie von Paul Marsh umgekehrt nur *Short-termism* der Manager, also aus Unternehmen selbst heraus, als beachtenswert anerkannt hatte (dazu I. Teil, § 1 II.3.b)aa), S. 188, 193–196), stimmte aber mit dem Fokus aus der Zeit des Wilson Review überein.

<sup>1359</sup> Siehe dazu den Bericht von Sykes, Comments on Draft Report to Adrian Cadbury, 14 July 1992 <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-02141.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-02141.pdf)>, S. 3 (geprüft am 11.06.2020): „Finally, the Major Projects Association of 70 major British and foreign companies is holding its one day annual conference in London on 29 October. The subject is ‘Overcoming the Short Term Bias in Decision Taking, Nationally and Internationally’. There will be a senior audience of 100–120 from Britain, plus numerous senior corporate, government and EEC representatives from Europe, and a few from Japan and the United States. Sir Alistair Frame, our Chairman, is chairing the conference and we shall have numerous distinguished speakers, mostly senior international businessmen, plus Sir Leon Brittan and Walter Eltis. It promises to be an important and practical occasion for senior people to debate a subject now recognised as of the first importance.“

welt hervor, die allerdings zu spät kamen, um die Regelung der Unternehmenszielbestimmung noch beeinflussen zu können. In der Sache erscheint diese Erweiterung der *Short-termism*-Kritik ähnlich wie in den USA wenig glücklich.<sup>1360</sup>

Die zeitgenössischen empirischen Befunde zu den verschiedenen Aspekten der britischen *Short-termism*-Debatte fielen uneinheitlich aus, viele der damit verbundenen Fragen sind bis heute kontrovers. Soweit allerdings *Short-termism* bzw. eine mangelnde Bereitschaft zu langfristiger Finanzierung und Engagement als maßgebliche Ursache dafür vorgebracht wurde, dass die britische Industrie gegenüber Deutschland und Japan zurückfiel, erwies sich das empirische Fundament schon damals als unsicher.<sup>1361</sup> Einiges spricht dafür, dass im Zeitraum von 1971 bis 1983 in Großbritannien im Vergleich zu Deutschland „lediglich“ schwierigere wirtschaftliche Bedingungen herrschten, die Finanzierungsmöglichkeiten britischer Unternehmen beschränkten. Das führte teils auch zu Investitionskürzungen.<sup>1362</sup> Diese kurzfristig eingestellten Kapitalgebern in der Unternehmensfinanzierung anzulasten, dürfte jedoch zu kurz greifen. Zudem ist ungeachtet der deutlichen, offen ausgetragenen Spannungen zwischen City und Industry sehr zweifelhaft, inwieweit die Wirtschaft wirklich eine grundlegende Änderung des Corporate-Governance-Systems wünschte. Zumindest scheinen weder kleine noch große Unternehmen ernsthaft eine Annäherung an das zeitweilig viel gelobte (damalige) deutsche bankdominierte Modell angestrebt zu haben.<sup>1363</sup>

### III. Schlussbetrachtung: *Short-termism*-Debatte und Corporate-Governance-Systemvergleich im angloamerikanischen Rechtskreis

Der Ursprung der *Short-termism*-Debatte lässt sich im Vereinigten Königreich weiter und genauer zurückverfolgen als in den Vereinigten Staaten. Jedenfalls seit den 1980er Jahren weisen beide Diskurse aber deutliche Parallelen auf. In dieser Zeit erhielt die Auseinandersetzung in beiden Rechtsordnungen starken Auftrieb, hier wie dort spielten anschwellende Übernahmewellen, institutionelle Investoren und Managementthemen eine erhebliche Rolle. Während sich die Diskussion in den USA allerdings seitdem in mehreren zeitlich und thematisch relativ klar abgegrenzten Schüben entwickelte, erfolgte die Auseinandersetzung im Vereinigten Königreich eher kontinuierlich. Das ist insofern

<sup>1360</sup> Dazu oben 1. Teil, § 1 I.4. d), S. 158.

<sup>1361</sup> Siehe allgemein oben 1. Teil, § 1 II.3. b) bb), S. 196 ff. sowie einerseits etwa *Groot*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 212 ff., mit einem guten Abriss des damaligen Forschungs- und Meinungsstands sowie einer eigenen Umfragestudie bei niederländischen Finance-Managern börsennotierter Unternehmen, deren Ergebnisse zwar gewisse, vom Autor aber als eher gering bewertete Unterschiede zu einer vergleichbaren Umfrage im Vereinigten Königreich ergaben, wobei die Unterschiede im (wahrgenommenen) kurzfristigen Druck auf unterschiedliche, nur teils auf die Corporate Governance bezogene Faktoren zurückgeführt werden (Anfälligkeit für Übernahmen, Tätigkeit auf einem dynamischem Markt); zum Vergleich der Methodik von Analysten in Großbritannien und Deutschland, der ebenfalls keine wesentlichen Unterschiede aufzeigte, oben Fn. 856–859 auf S. 202; andererseits etwa die Fallstudien zum strategischen Investitionsverhalten in 44 bzw. 49 Unternehmen in Deutschland und Großbritannien von *Carr/Tomkins*, Manage. Acc. Res. 7 (1996), 199 ff. und *Carr*, in: Papadakis/Barwise (Hrsg.), Strategic Decisions, 1998, S. 107 ff., die dafür sprachen, dass deutsche Unternehmen einen größeren Schwerpunkt auf die Strategie legten und dass vor allem das Payback-Kriterium bei strategischen Investitionsentscheidungen als Schlüsselmerkmal zum Vereinigten Königreich verbreiteter war als in Westdeutschland, wobei deutsche Unternehmen zudem längere Zeitspannen für die Amortisation ansetzten (*Carr/Tomkins*, a. a. O., S. 204, 207; *Carr*, a. a. O., S. 112–118, 121).

<sup>1362</sup> *Deutsche Bundesbank*, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank November 1984, 35, 40.

<sup>1363</sup> Vgl. insoweit überzeugend *Lomax*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), Capital markets and corporate governance, 1994, S. 161, 173, 176–178.

bemerkenswert, als Großbritannien seit dem Ende des Zweiten Weltkrieges extreme Wechsel ordnungs- und wirtschaftspolitischer Natur erlebt hat.<sup>1364</sup> Naheliegender erscheint, dass die ausgeprägten und andauernden britischen Declinism-Sorgen das Interesse am *Short-termism*-Thema beförderten, ebenso wie die regelmäßige Musterung der Corporate Governance in Kommissionsberichten ab 1992.

In beiden Ländern ist der Grad der Sorgen um *Short-termism* in der Corporate Governance oft, wenn auch nicht stets, ein Spiegel der wirtschaftlichen Entwicklung gewesen, wobei dieser Zug in den USA deutlicher ausgeprägt ist. Wie wettbewerbsfähig heimische Unternehmen insbesondere aus der Industrie erschienen, beeinflusste maßgeblich die Intensität der *Short-termism*-Debatte, ihre Akzeptanz im Mainstream und, damit verbunden, die Bewertung unterschiedlicher Corporate-Governance-Systeme, welche man nicht zuletzt an ihrer zeitlichen Ausrichtung festmachte.<sup>1365</sup> Herkömmlich unterscheidet man insoweit vor allem das angloamerikanische marktbasierende (Outsider-)System und das Modell des langfristigen (Banken- bzw. Insider-)Investors in Deutschland und Japan.<sup>1366</sup> Welches System man mehrheitlich als überlegen ansah, variierte im Zeitablauf, abhängig von dem relativen Erfolg der zugeordneten Volkswirtschaften. In den 1980er Jahren, als Deutschland und Japan im Außenhandel reüssierten, hielt man im angloamerikanischen Raum verbreitet das japanische und das deutsche Modell für vorteilhaft. In den späten 1990er Jahren schien wieder zunehmend das (anglo-)amerikanische Modell vorzugswürdig,<sup>1367</sup> vor dem Hintergrund einer nun dort florierenden Wirt-

---

<sup>1364</sup> Nach dem Krieg bis in die 1960er Jahre umfangreiche Verstaatlichungen, sodann unter Thatcher umfassende Privatisierungen; frühzeitig ein fast vollständig verstaatlichtes Gesundheitswesen, wiederum gefolgt von der staatsfernen Politik Thatchers; in den 1950er bis 1970er Jahren exzessiver Rückgriff auf nachfrageorientierte antizyklische Fiskalpolitik, mit Thatcher abrupter Übergang zu Sparpolitik, später Reaktivierung nachfrageorientierter, antizyklischer Elemente; in der Nachkriegszeit enorm bedeutungsstarke Gewerkschaften, die unter Thatcher weitgehend demontiert wurden; zum Ganzen Müller, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 434, 436–437.

<sup>1365</sup> Zum Folgenden siehe den instruktiven Abriss von Becht/Bolton/Röell, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, S. 1, 42–47; ganz ähnlich in etwas knapperer Form Mayer, in: OECD (Hrsg.), Corporate governance, value creation and growth, 2012, S. 33, 35.

<sup>1366</sup> Becht/Bolton/Röell, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, S. 1, 42; im Kontext der zentralen Corporate-Governance-Debatten um *Short-termism*, Übernahmen und (sonstige) Überwachungsintensität des Managements Nickell, The performance of companies, 1995, S. 20–22. Inwieweit diese pauschalierende Betrachtung überhaupt möglich ist, erscheint nicht ausreichend geklärt. Zu beachten sind insoweit etwa neuere Forschungsbeiträge, die empirisch argumentieren, dass das japanische Corporate-Governance-System vor dem Zweiten Weltkrieg im Vergleich zur damaligen Lage in England und den USA von einer relativ zerstreuten Aktionärsstruktur geprägt war. Erst nach dem Zweiten Weltkrieg habe sich durch Reformen der damaligen Besatzungsmacht USA die von Banken und Überkreuzbeteiligungen geprägte Insider-Eigentümerstruktur entwickelt, mit welcher das japanische Corporate-Governance-System heute meist verbunden wird. Für die jüngste Entwicklung stellen die Autoren aber wieder einen Trend zu *outside ownership* fest, eingehend Franks/Mayer/Miyajima, Rev. Financ. Stud. 27 (2014), 2580 ff.

<sup>1367</sup> Dies gilt für die USA in stärkerem Maße als für Großbritannien. Insbesondere die Corporate-Governance-Reports und Kodizes hielten aber entschieden an dem britischen System fest und lehnten eine Übertragbarkeit kontinentaleuropäischer Muster ab. Ende der 1990er Jahre galt zudem auch in Großbritannien die *Short-termism*-Debatte mitunter als überholt, allerdings ohne dass die Auseinandersetzung zum Erliegen gekommen wäre (siehe Charkham/Simpson, Fair shares, 1999, S. 9: „Although it is viewed as passé to discuss ‘short-termism’ in the UK market, there was a steady stream of complaint from manufacturers to the Trade and Industry Select Committee inquiry into competitiveness in 1994 that long-term funds could not be raised.“). Dazu passend berichten Historiker, dass in Großbritannien ab 1990 ein Gefühl des Erfolgs herrschte und die wirtschaftliche Stimmung weiter beförderte, so Busch, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 410, 430.

schaft.<sup>1368</sup> In ähnlicher Weise blickte man in der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte der 1970er und 1980er Jahre im eigenen Land sehr kritisch auf den Übernahmemarkt, die Kapitalkosten sowie Managementstile im Vergleich zu den offenbar erfolgreichereren Konkurrenten in Deutschland und Japan.<sup>1369</sup>

In den 1990er und frühen 2000er Jahren befeuerten hingegen eher hausgemachte Unternehmensskandale *Short-termism*-Bedenken. Diese erschütterten zwar das Vertrauen in die Leistungsfähigkeit der angloamerikanischen Corporate Governance und die Überlegenheit der Shareholder-Value-Doktrin, grundlegend abweichende Meinungen blieben aber in der Minderheit und neidvolle Blicke über den Atlantik in dieser Zeit weitgehend aus.<sup>1370</sup> Nicht zuletzt schien die deutsche Wirtschaft und damit ihre Corporate Governance um die Jahrtausendwende nicht vorbildlich, während angloamerikanische Praktiken weltweit vordrangen.

Inwieweit *Short-termism*-Bedenken zu einer bestimmten Zeit in Literatur, Politik und Gesetzgebung Gehör fanden, verhielt sich also im angloamerikanischen Raum in beträchtlichem Maße parallel zu dem Zustand der heimischen Wirtschaft, insbesondere ihrer Position im internationalen Wettbewerb, sowie zu dem Auftreten großer Unternehmensskandale. Rückblickend scheint es indes, dass die Phasen wirtschaftlicher Prosperität und niedriger Kapitalkosten, die als Ergebnis der Vorzüge des jeweiligen Corporate-Governance-Systems interpretiert wurden, tatsächlich Ausdruck vorübergehender Entwicklungen oder gar entstehender Blasen waren.<sup>1371</sup> Dessen ungeachtet hat diese Sicht nach der Finanzkrise, von der Großbritannien mit dem dominierenden Finanzzentrum der City of London besonders getroffen wurde, wieder eine Renaissance erfahren, und zwar wie in den 1980er Jahren besonders mit Blick auf die in Großbritannien vergleichsweise schwach vertretene verarbeitende Industrie.<sup>1372</sup>

Interessanterweise verknüpft auch die heute im angloamerikanischen Raum weit verbreitete These der *varieties of capitalism* die Innovationsleistung einer Volkswirtschaft mit der typischen Corporate Governance der dortigen Unternehmen: Sie stellt sog. *market forms of*

<sup>1368</sup> *Becht/Bolton/Röell*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 1, 42–45; *Wahal/McConnell*, *J. Corp. Fin.* 6 (2000), 307, 308; *Mayer*, in: OECD (Hrsg.), *Corporate governance, value creation and growth*, 2012, S. 33, 35.

<sup>1369</sup> *Becht/Bolton/Röell*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 1, 43–44.

<sup>1370</sup> *Frentrop*, *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 66 (geprüft am 11.06.2020): „That said, the argument that the West, with its short-term inclinations, would lose the competitive struggle against the long-term focus of Japan is no longer used now that the share prices on the Japanese stock exchange have dropped 60 per cent since the 1990s, precisely at a time when a new index boom set off in Europe and the United States.“; etwas anders nuancierend *Becht/Bolton/Röell*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 1, 46 f., die Ansätze für eine erneute positivere Sicht des kontinentaleuropäischen Modells beobachten.

<sup>1371</sup> *Becht/Bolton/Röell*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 1, 43.

<sup>1372</sup> Siehe eingehend das Evidence Paper des Future of Manufacturing Project des UK Government Office for Science von *Hughes*, *Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK*, December 2013, nachfolgend offensichtlich identisch als University of Cambridge SharifA Working Paper *ders.*, *Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in UK*, March 2014; siehe dort etwa S. 98–103 (Fassung 2013) = S. 89–93 (Fassung 2014) mit sehr instruktivem Überblick über zahlreiche Studien, die dem Zusammenhang von Finanzierungsbedingungen sowie Corporate-Governance-Struktur und Innovationstätigkeit in verschiedenen Ländern nachgehen und, so *Hughes*, systematische Unterschiede nahelegen, welche sich auch auf die Finanzierbarkeit langfristiger Investitionen in bestimmten Branchen auswirken.

*coordination* in angelsächsischen Ländern sog. *non-market forms of coordination* gegenüber, die namentlich mit Deutschland und Japan verbunden werden.<sup>1373</sup> Erstere sollen, so die These, radikale Innovation (etwa Arzneimittel, Biotechnologie) besser unterstützen, Letztere inkrementeller Innovation förderlich sein, die hochspezifische Anlagen voraussetzt (etwa im Maschinenbau).<sup>1374</sup> Das periodisch abwechselnde Erstarken Deutschlands bzw. Japans und der USA, das die *Short-termism*-Diskussion in den 1980er Jahren motivierte, könnte vor diesem Hintergrund zumindest teilweise mit konjunkturellen Zyklen oder Trends in den Industrien erklärt werden, die in den jeweiligen Volkswirtschaften dominieren.

Im Übrigen ist es nicht nur bemerkenswert, wie sich die herrschende Bewertung anglo-amerikanischer und kontinentaleuropäischer Corporate Governance im zeitlichen Längsschnitt mit der Wirtschaftslage verändert hat, sondern auch, wie unterschiedlich die Bewertung gleichsam im Querschnitt ausfiel. Während man in den 1980er Jahren vor allem in den USA, aber auch im Vereinigten Königreich neidisch auf die als langfristig eingeschätzte Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance in Deutschland schaute und deshalb Nachteile für die Innovationskraft der heimischen Industrie fürchtete, sorgte man sich genau zu derselben Zeit in Deutschland um die langfristige Innovationskraft und Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Industrie, weil deren Eigenkapitalquote und Kapitalmarktnutzung offenbar deutlich hinter britischen und amerikanischen Unternehmen zurückblieben.<sup>1375</sup> Die Neigung, vermeintlich bessere Verhältnisse in anderen Rechtsordnungen auszumachen, ist also auch in Deutschland anzutreffen, und sie bestand hierzulande sogar just zu der Zeit, als man in England spiegelbildlich die Finanzierungsbedingungen in Deutschland positiv sah. Inwieweit die eine oder andere Seite recht hatte, lässt sich empirisch nicht abschließend beantworten. Zumindest für große Unternehmen sprechen Untersuchungen aber dafür, dass deutsche und britische Gesellschaften in dieser Zeit zwar auf teils unterschiedlichen Finanzierungswegen, bezogen auf ihre Gewinne im Ergebnis aber in einem ähnlichen Umfang investierten.<sup>1376</sup>

Die Zeitgeistabhängigkeit der angloamerikanisch geprägten *Short-termism*-Debatte(n) ist nach alledem zu Recht heftig und pointiert kritisiert worden.<sup>1377</sup> Sie ist allerdings keine Besonderheit der Auseinandersetzung mit kurzfristigen Einflüssen, sondern im Ge-

---

<sup>1373</sup> Vgl. auch die Einteilung bei Müller, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 434, 435–436: *market capitalism* in Großbritannien, USA, Australien, Neuseeland, Kanada und Irland, *managed capitalism* in Deutschland, Österreich, Belgien, Dänemark, Finnland, Island, Niederlande, Norwegen, Schweden und der Schweiz.

<sup>1374</sup> Knapper, aber durchaus instruktiver Überblick bei Belloc, *J. Ec. Surveys* 26 (2012), 835, 854–855; ausführlicher und mit Blick auf *Short-termism* Hughes, *Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK*, December 2013, S. 17–22. Für weiterführende Hinweise auch zur Kritik an diesem Ansatz siehe zudem Fn. 413–414 auf S. 325 und den begleitenden Text.

<sup>1375</sup> Siehe Kübler, AG 1981, 5, 5–7; Reuter, Gutachten 55. DJT, 1984, S. 7–11; Schmidt, JZ 1984, 771, 772–773; Claussen, ZGR 1984, 1, 1–4; Reuter, FS Stimpel, 1985, 645; rückblickend knapp Schmidt, Gesellschaftsrecht<sup>4</sup>, 2002, S. 760 § 26 II 1.c); Merkt, in: Hopt (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 17, 122; weiterhin noch GK AktG<sup>4</sup>/Assmann, Einl. Rn. 303, 313.

<sup>1376</sup> Mayer/Alexander, *Journal of the Japanese and International Economies* 4 (1990), 450, 461.

<sup>1377</sup> Rajan/Zingales, *J. Appl. Corporate Finance* 11 (1998), 40: „Just a few years ago, it was fashionable to decry the short-sightedness of the American financial system, the widely alleged tendency of US financial markets to ignore long-term corporate prospects while focusing on quarterly earnings reports. There were repeated calls for the U. S. to adopt new laws that would permit financiers to take a longer view of their investments, and to move toward the more relationship-based investing model that prevails in Japan. It is amazing what a banking crisis or two will do to popular fashion. Now the talk is all about the virtues of ‘the market’, the importance of competition and disclosure, and the horrors of cron capitalism.“; Wahal/McConnell, *J. Corp. Fin.* 6 (2000), 307, 308.

genteil typisch für die (Fort-)Entwicklung des Kapitalgesellschaftsrechts. In Deutschland ähnlich wie in den USA, Großbritannien<sup>1378</sup> und Frankreich<sup>1379</sup> ist die Geschichte des Aktienrechts bekanntlich eine Geschichte seiner Reformen, wobei Rufe nach Verbesserungen zumeist bei wirtschaftlichen Schwierigkeiten und Missbräuchen laut werden.<sup>1380</sup> Diese Beobachtung hat international breite Gültigkeit<sup>1381</sup> und impliziert Gefahren: Als hervorstechend empfundene Entwicklungen verleiten zu Überzeichnung und vorschneller Verallgemeinerung,<sup>1382</sup> im Guten wie im Schlechten.<sup>1383</sup> Das sollte aber nicht zu dem Schluss verleiten, die Einzelfragen der *Short-termism*-Debatte seien per se unberechtigt. So mag etwa der Vorwurf, Übernahmen zwingen das Management zu einer kurzfristigen Geschäftspolitik, die das Ziel (bestmöglicher) langfristiger Wertschöpfung verfehlt, zwar in den 1980er Jahren in den USA besonders drängend erschienen sein. Die Debatte wird aber nach wie vor weithin ernst genommen und der Ausgang der rechtspolitischen Diskussion um Übernahmen ist bis heute offen.<sup>1384</sup> Letztlich verhält es sich hier nicht anders als generell in der Reformgeschichte des Aktienrechts. Diese mag zu Moden und grellen Farben neigen, die Anlässe für große Reformdebatten waren aber fast immer gewichtig. Die hieraus hervorgegangene Fortbildung des Aktienrechts hat denn auch ungeachtet mitunter verschlungener Pfade letztendlich in stetig bessere Territorien geführt. In diesem Sinne erscheint es ratsam, auch die *Short-termism*-Diskussion ungeachtet stellenweiser Übertreibungen ernst zu nehmen.

<sup>1378</sup> Dazu siehe die konzise Zusammenstellung von *Fleischer*, FS *Priester*, 2007, S. 75, 79–80, 83–84 (prägnant S. 79: „Auch die Geschichte des US-amerikanischen Aktien- und Kapitalmarktrechts wird gesäumt von kriseninduzierten Reformgesetzen der Einzelstaaten und des Bundes.“); näher zu drei prominenten historischen Beispielen *Ribstein*, 40 *Houston L. Rev.* 77, 83–96 (2003) (prägnant dann S. 97: „Securities regulation is often enacted following the market crashes that conclude speculative bubbles. These ‘bubble laws,’ in other words, are the soapy film that remains when the bubble bursts.“).

<sup>1379</sup> *Le Cannu/Dondero*, *Droit des sociétés*<sup>3</sup>, 2009, S. 40 Rn. 64: «À partir de la loi de 1867, la production des textes devient intense: des réformes surviennent après les grandes scandales de la fin du XIXe siècle et des années 1930.»

<sup>1380</sup> Siehe *MüKo AktG* Bd. 1<sup>3</sup> Bd. 1/*Habersack*, Einl. Rn. 12: „Die Geschichte des Aktienrechts ist eine Geschichte seiner Reformen. [...] Geraten Unternehmen in wirtschaftliche Schwierigkeiten, wird nach Verbesserungen der aktienrechtlichen Vorschriften gerufen. Entsprechendes gilt beim Auftreten von Missbräuchen.“; *Fleischer*, FS *Priester*, 2007, S. 75, 76: „Die Geschichte des deutschen Aktien- und Kapitalmarktrechts ist über weite Strecken eine solche kriseninduzierter Legislativakte. Zahlreiche Reformgesetze [...] gingen hierzulande auf handfeste Skandale und spektakuläre Unternehmenszusammenbrüche zurück. Einige von ihnen folgten dem Platzen einer Spekulationsblase auf dem Fuße.“; ebenso aus österreichischer Sicht *Eder*, *ZVerglRWiss* 113 (2014), 239, 240; von US-amerikanischer Seite *Bainbridge*, 95 *Minnesota L. Rev.* 1779, 1782 (2011): „In a pattern that can be traced back at least to England in the late 1600s, major new corporate regulation has tended to follow market turmoil.“; *Romano*, 114 *Yale L. J.* 1521, 1591–1594 (2005).

<sup>1381</sup> So *Fleischer*, FS *Priester*, 2007, S. 75, 84: „Im in- und ausländischen Aktien- und Kapitalmarktrecht neigen Gesetzgeber in Vergangenheit und Gegenwart unmittelbar nach spektakulären Unternehmens- und Börsenzusammenbrüchen zu einschneidenden Reformen.“

<sup>1382</sup> Vgl. zu kriseninduzierten Reformgesetzen *ders.*, FS *Priester*, 2007, S. 75, 85–86 unter Verweis auf verhaltensökonomische Wahrnehmungsverzerrungen (*biases*); zu daraus möglicherweise hervorgehenden überschießend restriktiven und kostspieligen Regelungen am Beispiel der USA *Bainbridge*, 95 *Minnesota L. Rev.* 1779, 1786–1788 (2011); *Romano*, 114 *Yale L. J.* 1521, 1529–1543, 1585–1591 (2005) sowie auch zur South Sea Bubble *Ribstein*, 40 *Houston L. Rev.* 77, 89, 93, 96, 97 (2003).

<sup>1383</sup> Wie *Mayer*, in: OECD (Hrsg.), *Corporate governance, value creation and growth*, 2012, S. 33, 35 resümiert, gilt dies gerade mit Blick darauf, welches Corporate-Governance-System zu verschiedenen Zeiten als das absolut beste gepriesen worden ist bzw. wird, obgleich sich tatsächlich die Verhältnisse in verschiedenen Rechtsordnungen und/oder Industrien so stark unterscheiden, dass derart allgemeine Aussagen kaum zu treffen sind.

<sup>1384</sup> *Merkt*, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1573 S. 818.

## § 2 Deutschland im europäischen Kontext

### I. Aktienrechtliche Reformdiskussion in der Weimarer Republik bis zum AktG 1937

In Deutschland hat kurzichtiges Denken in Aktiengesellschaften Rechtswissenschaft und Rechtspolitik sehr frühzeitig beschäftigt. Erstmals großen Raum und für längere Zeit unerreicht intensive Beachtung erhielt die Thematik im Rahmen der Aktienrechtsreformdiskussion während der Weimarer Republik bis zum Aktiengesetz 1937. Da die Zielrichtung der damaligen Debatte erst im Lichte der wechselhaften wirtschaftlichen Entwicklung verständlich wird, steht vor der rechtsgeschichtlichen eine geraffte wirtschaftsgeschichtliche Rückschau.

#### 1. Hintergrund: Wirtschaftliche Achterbahnfahrt, Hyperinflation und Auswirkungen internationaler Finanzströme

Die wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands im Vorfeld und während der Weimarer Republik kennzeichnete ein krisenhaftes Auf und Ab. Die erste prägende Station dieses Wechselspiels, auch aus aktienrechtlicher Sicht, markierten Gründerboom und Gründerkrach: Während des Booms der Gründerjahre wurden zahlreiche Aktiengesellschaften gegründet, beflügelt durch das Ende des Deutsch-Französischen Kriegs, die Reichsgründung, technische Erfindungen<sup>1</sup> sowie den Wechsel vom Konzessionssystem zum System der Normativbestimmung 1870.<sup>2</sup> Für die Anteile dieser Gesellschaften etablierte sich ein hochspekulativer Börsenhandel, der mit schnellen Gewinnen lockte. Ein großer Teil der Gründungen war indes wirtschaftlich unsolide oder gar betrügerisch allein zur Erzielung einmaliger spekulativer Gründungs- bzw. Kursgewinne erfolgt.<sup>3</sup> 1873 platzte diese Blase, und der Gründerkrach leitete die von 1873 bis 1879 dauernde „Gründerkrise“ ein,<sup>4</sup> die längste und bis dato gravierendste Depression der deutschen Wirtschaft.<sup>5</sup> Insgesamt aber verzeichnete Deutschland zwischen 1870 und 1913, wenngleich bei erheblichen Schwankungen,<sup>6</sup> ein starkes Wachstum mit einer rapiden Industrialisierung und stieg zu einer der drei führenden Wirtschaftsnationen neben den USA und Großbritannien

---

<sup>1</sup> Dazu schon *Entwurf eines Gesetzes betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 7. März 1884*, in: Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 387, 412; aus heutiger Sicht *Lieder*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 318, 379.

<sup>2</sup> Dazu näher etwa *Lieder*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 318, 321–332.

<sup>3</sup> Eingehende zeitgenössische Analyse bei *Oechelhäuser*, Die Wirthschaftliche Krisis, 1876, S. 34–52; knapp *Entwurf eines Gesetzes betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 7. März 1884*, in: Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 387, 412; Überblick über die wesentlichen Täuschungsstrategien aus heutiger Sicht bei *Hommelhoff*, in: Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 53, 64–65.

<sup>4</sup> *Alisch/Arentzen/Winter* (Hrsg.), Gabler Wirtschaftslexikon, 2005, Stichwort „Gründerjahre“. In dieser Krise wurden mehr als ein Drittel der zuvor gegründeten Aktiengesellschaften abgewickelt. Von diesen gingen die meisten in die Liquidation, circa jede fünfte fiel in Konkurs, *Hofer*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 388, 389.

<sup>5</sup> *Wehler*, Deutsche Gesellschaftsgeschichte, 1995, S. 552.

<sup>6</sup> Siehe die Rückschau auf die Jahre 1873–1895 bei *ders.*, Deutsche Gesellschaftsgeschichte, 1995, S. 579–595.

auf.<sup>7</sup> Die Grundlage bildeten nach wie vor die Kohle-, Eisen- und Stahlindustrie, jedoch traten zur Jahrhundertwende bereits der Chemie-<sup>8</sup> und Elektrobereich hervor,<sup>9</sup> ebenso wie der Maschinenbau.<sup>10</sup> Dabei verzeichneten alle zentralen Industriebereiche seit 1890 einen schier unaufhaltsamen Aufstieg von Großunternehmen und Großbanken, die weit überwiegend als Aktiengesellschaften organisiert waren.<sup>11</sup>

Im Zuge des Ersten Weltkrieges stellte man auf Rüstungswirtschaft mit staatlicher Einflussnahme um.<sup>12</sup> Staatlich-private „Kriegsrohstoffgesellschaften“ ermöglichten den Rüstungsproduzenten außerordentliche Gewinne, sodass die durchschnittliche Dividende der Aktiengesellschaften während der Kriegsjahre auf über 10 % stieg,<sup>13</sup> bei einem allerdings zeitweilig turbulenten und stark eingeschränkten Börsenhandel.<sup>14</sup> Zugleich zeichnete die Finanzierung des Krieges den wirtschaftlichen Zusammenbruch vor: Nur 17 % der Ausgaben<sup>15</sup> finanzierte Deutschland über Steuern. Etwa zwei Drittel nahm man mit sog. Kriegsanleihen ein, die nach einem erhofften Sieg zurückzuzahlen waren und eine enorme Zinslast mit sich brachten.<sup>16</sup> Seit Ende 1916 griff Deutschland auf die direkte Verschuldung des Reiches und, damit verbunden, die Geldschöpfung zurück. Preise und Inflation stiegen zunehmend schneller an.<sup>17</sup>

Nachdem Deutschland den Krieg nicht gewinnen konnte und sich im Versailler Vertrag zu erheblichen Reparationen verpflichten musste,<sup>18</sup> setzten alle Nachkriegsregierungen die Politik der Verschuldung und Geldentwertung fort, um Löhne, Sozialleistungen und Reparationen zu finanzieren. Die Abwertung begünstigte zwar zunächst den Export,

<sup>7</sup> Dazu näher *Herbert*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 26–28, auch in Relation zur gesamt europäischen Entwicklung; *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 1560 Anmerkung 46.

<sup>8</sup> Hier wurde Deutschland schnell zu einem weltweit führenden Hersteller, in der Fabrikation synthetischer Farbstoffe sowie der pharmazeutischen Industrie waren die großen, vertikal integrierten Chemiekonzerne erfolgreich, dazu *Herbert*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 29: Weltmarktanteil im Bereich der Farbenproduktion zwischen 1900 und dem Ersten Weltkrieg von 80 bis 90 %.

<sup>9</sup> Nach *ders.*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 30 entfiel ein Drittel der elektrotechnischen Weltproduktion auf deutsche Firmen.

<sup>10</sup> Zu allen drei Bereichen eingehend *Wehler*, Deutsche Gesellschaftsgeschichte, 1995, S. 613–618; allgemein zum starken Anstieg des Anteils des industriellen Sektors an der deutschen Wertschöpfung *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 1560 Anmerkung 46.

<sup>11</sup> Zu den Vorteilen der AGs in diesem Zusammenhang *Pahlow*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 415, 436: Die Verkehrsfähigkeit der Aktie erleichterte den Ausbau von Konzernen sowie die Einflussnahme auf andere Unternehmen über den Aufsichtsrat.

<sup>12</sup> *Herbert*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 137. Weitere Bereiche betrafen etwa die Verlagerung von Arbeitskräften aus rüstungsfernen in rüstungsnahe Bereiche sowie die Förderung der Beschäftigung von Frauen (dazu a. a. O., S. 137–139).

<sup>13</sup> *Ders.*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 137, der zudem Margen von 100 bis 200 % nennt; zu Bedeutung und Beschäftigungsvolumen dieser Gesellschaften auch *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 1404 Anmerkung 8: Bis Kriegsende entstanden ca. 200 dieser Gesellschaften mit insgesamt 33.000 Angestellten.

<sup>14</sup> *Merkt*, in: Hopt (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 17, 90–91.

<sup>15</sup> *Herbert*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 139: Der Krieg kostete das Kaiserreich zwischen 100 und 156 Mrd. Mark, bei einem deutschen Volksvermögen vor dem Krieg von 40 Mrd. Mark.

<sup>16</sup> Siehe *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 572 Anmerkung 32: 1918/19 beanspruchte der Zinsdienst für Kriegsanleihen rund 80 % des deutschen Reichshaushalts.

<sup>17</sup> *Herbert*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 140–141.

<sup>18</sup> *Ders.*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 199. Näher zu den Folgen des am 1. Januar 1920 in Kraft getretenen Versailler Vertrags *ders.*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 189 ff.

sodass Deutschland zwischen 1919 und 1922 sogar Wachstum und Vollbeschäftigung erlebte.<sup>19</sup> Der gewaltige Schuldenberg<sup>20</sup> brach indes während der Hyperinflation 1921 bis 1923 über den Deutschen zusammen,<sup>21</sup> mit tiefgreifenden sozialen und psychologischen Folgen sowie verstärkten Ressentiments gegen Liberalismus und Kapitalismus insgesamt.<sup>22</sup> Als Gewinner werden insbesondere reiche Unternehmer genannt, zumal es für Devisenbesitzer „lächerlich einfach“ war, Immobilien, Fabriken und Unternehmen aufzukaufen.<sup>23</sup> Aus diesem Grund stieg die Zahl vertikal integrierter Konzerne stark an.<sup>24</sup> 1923 spitzte sich die wirtschaftliche und politische Entwicklung zu einer politischen Krise zu,<sup>25</sup> aber die Hyperinflation konnte mit einer neuen Währung, der Rentenmark, gestoppt werden.<sup>26</sup> Auch an den Börsen stellte sich damit wieder eine gewisse Normalisierung ein.<sup>27</sup>

1924 schloss Deutschland eine Einigung über die Abwicklung der Reparationszahlungen ab und erhielt so eine gewisse wirtschaftliche Atempause.<sup>28</sup> Tatsächlich erholte sich die deutsche Wirtschaft nach dem Chaosjahr 1923 relativ schnell.<sup>29</sup> Ausreichende Mittel konnten deutsche Investoren allerdings nicht (mehr) bereitstellen, sodass man sich – auch von juristischer Seite – um ausländische Geldgeber bemühte.<sup>30</sup> Tatsächlich wurde Deutschland, begünstigt durch die hohen Zinssätze, welche die Reichsbank unter

<sup>19</sup> Herbert, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 200.

<sup>20</sup> Ders., Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 207: schließlich mehr als eine Trillion.

<sup>21</sup> Ders., Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 142.

<sup>22</sup> Eindrucksvoll ders., Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 201–206: Gegenüber dem Ausgangsjahr 1913 waren die Lebenshaltungskosten bereits bis Februar 1920 um das Achtfache gestiegen, bis Januar 1922 um den Faktor 20, im Januar 1923 um den Faktor 1.120, im Juli erreichte der Faktor 376.512, im September 15 Mio. und im Dezember 1,2 Mrd. Zu den Folgen der Hyperinflation und Währungsreform auch Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a. (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 1506 Anmerkung 97: Von Dezember 1913 bis Dezember 1923 verringerte sich das Gesamtvermögen im Deutschen Reich schätzungsweise von 310 Mrd. auf 150 Mrd. Goldmark.

<sup>23</sup> So Herbert, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 202; näher *Deutscher Anwaltverein*, Quellen Weimar, 1999, S. 443, 528–529 (132–133), mit der bemerkenswerten Aussage: „Der deutsche Kriegs- und Inflationsgewinner wurde vielleicht noch unangenehmer empfunden als der Ausländer.“; siehe auch zur Flucht vor der Inflation in den Aktienmarkt und zur Rolle der Banken dabei Merkt, in: Hopt (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 17, 91–93.

<sup>24</sup> Nörr, ZHR 150 (1986), 155, 169 nennt als weitere Gründe neben der Geldentwertung die Rohstoffverknappung sowie steuerliche Absichten.

<sup>25</sup> Schlagwortartig zu nennen sind namentlich Ruhrbesetzung und der „Ruhrkampf“, der kurzlebige Versuch einer kommunistischen Revolution („deutscher Oktober“) einerseits sowie der von rechtsradikalen Kräften geplante „Marsch auf Berlin“ und der gescheiterte Hitler-Putsch andererseits, zum Ganzen näher Herbert, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 207 ff.

<sup>26</sup> Herbert, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 211; Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a. (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 1506 Anmerkung 97 sowie S. 1700 Anmerkung 14.

<sup>27</sup> Merkt, in: Hopt (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 17, 98.

<sup>28</sup> Herbert, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 213.

<sup>29</sup> Ders., Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 223; Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a. (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 574 Anmerkung 36.

<sup>30</sup> Der Kapitalmangel beschäftigte insbesondere den 33. Deutschen Juristentag, welcher unter anderem die Frage erörterte: Empfehlen sich Änderungen der Gesetzgebung zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften? (*Schriftführer-Amt der ständigen Deputation* (Hrsg.), Verhandlungen des Dreiunddreißigsten Deutschen Juristentags (Heidelberg), 1925, 385–428). Als erster Gutachter schilderte Julius Flechtheim eindringlich die brennende Problematik mangelnden und damit teuren Kapitals, an der die gesamte Wirtschaft leide, *Flechtheim*, Verhandlungen 33. DJT, 1925, S. 386, 386–387; zustimmend *Hachenburg*, Verhandlungen 33. DJT, 1925, S. 407, 408; zum weiteren Fortgang der Bemühungen der Einwerbung angloamerikanischen Kapitals durch Rechtsangleichung resümierend Nörr, ZHR 150 (1986), 155, 165–166; eingehend im Gesamtkontext der Weimarer Reformdiskussion von Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 127–169.

der Aufsicht der Westmächte festlegte, schnell zum bevorzugten Platz für ausländische, insbesondere amerikanische Anleger. Auf diese Weise strömten etwa 13 Mrd. Mark aus den USA nach Deutschland, eine Grundlage für den einsetzenden Aufschwung.<sup>31</sup> Die hohen Zinsen und die Kurzfristigkeit ausländischer Kredite waren zwar eine riskante Belastung,<sup>32</sup> aber ohne echte Alternative.<sup>33</sup> Zwischen 1924 und 1929 wuchs die deutsche Wirtschaft recht kräftig, wenn auch mit einer heftigen Zwischenkrise 1926. Im Maschinenbau, der Stahlindustrie, dem Steinkohlebergbau sowie der chemischen und elektronischen Industrie war sie sogar wieder weltweit führend.<sup>34</sup> Andererseits fehlten lang anhaltende Wachstumsimpulse, die Arbeitslosigkeit blieb hoch und der Staatshaushalt war durch die Kriegsfolgen belastet.<sup>35</sup> Das Vertrauen in die Börse litt zudem weiter durch einen Börseneinbruch am „Schwarzen Freitag“ des 13. Mai 1927, ausgelöst durch unbedachte Äußerungen des damaligen Reichsbankpräsidenten *Schacht*.<sup>36</sup> Generell darf die schnelle und starke Erholung nach der Währungsreform nicht darüber hinwegtäuschen, dass Deutschland über den Zeitraum 1913 bis 1929 im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften einen enormen Wachstumsrückstand aufwies,<sup>37</sup> insgesamt also eher ein heftiges Auf und Ab denn nachhaltiges Wachstum erlebte.<sup>38</sup> Zahlreiche wichtige Industriebereiche versuchten vor diesem Hintergrund, ihr Marktrisiko zu vermindern, indem man durch Zusammenschlüsse und Übernahmen<sup>39</sup> marktbeherrschende Positionen aufbaute und Kartelle bildete.<sup>40</sup>

Am 24. Oktober 1929 setzte mit einem Kurseinbruch in New York eine Weltwirtschaftskrise von bis dato ungekanntem Ausmaß ein.<sup>41</sup> Die amerikanischen Banken zogen das in Europa, überwiegend in Deutschland, angelegte Kapital von 12 Mrd. US-Dollar zurück, welches allerdings meist nicht kurzfristig flüssigzumachen war.<sup>42</sup> Volkseinkommen und Industrieproduktion sanken in allen großen Industriestaaten von 1928 bis 1932 immens, in Deutschland um 39 % bzw. 54 %. Die meisten Staaten reagierten protektio-

<sup>31</sup> Zur hohen Bedeutung ausländischen Kapitalzuflusses und eines attraktiven Rechtsrahmens namentlich für amerikanische Investoren aus damaliger Sicht *Flechtheim*, Verhandlungen 33. DJT, 1925, S. 386, 387–388, 393–394; ganz ähnlich, wenn auch stellenweise leicht zurückhaltender *Hachenburg*, Verhandlungen 33. DJT, 1925, S. 407, 408–423.

<sup>32</sup> *Bezenberger*, Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, 1991, S. 15.

<sup>33</sup> *Herbert*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 223–224.

<sup>34</sup> *Ders.*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 214.

<sup>35</sup> *Ders.*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 225–226.

<sup>36</sup> Näher dazu *Merkt*, in: Hopt (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 17, 99–100.

<sup>37</sup> Näher *Herbert*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 225: Anstieg der Industrieproduktion in Deutschland um „nur“ 13 %, weltweit hingegen um 42 %, in den USA sogar um 70 %.

<sup>38</sup> Diese Beschreibung trifft in groben Zügen auch auf die Einkommensentwicklung der Bevölkerung zu, welche real zwar wieder die Vorkriegshöhe erreichte, damit aber kaum einen Ausgleich für die Not der Kriegsjahre bot, *ders.*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 226.

<sup>39</sup> Nach *Nörr*, ZHR 150 (1986), 155, 169 waren nach einer Statistik von Ende Oktober 1927 über 60 % des Nominalkapitals der Aktiengesellschaften in Konzernen gebunden.

<sup>40</sup> *Herbert*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 229–230 (mehr als 3.000 Kartelle). Zwar gab es nach *Wehler*, Deutsche Gesellschaftsgeschichte, 1995, S. 632–633 bereits vor dem Krieg von 1866 einzelne Kartelle, deren Zahl bis 1895 auf immerhin 143 stieg. Der eigentliche Anstieg setzte aber erst in den folgenden zwei Jahrzehnten ein, in denen die Zahl der Kartelle auf 700 im Jahr 1914 wuchs. Die Kartelle wurden damals verbreitet wohlwollend als Mittel zur Bekämpfung konjunktureller Fluktuationen bzw. gegen „Überproduktion“ gesehen und 1897 durch das Reichsgericht auch rechtlich endgültig legalisiert, dazu *ders.*, Deutsche Gesellschaftsgeschichte, 1995, S. 634–635.

<sup>41</sup> Zu Auslöser und Hintergrund in den USA *Engelke/Maltschew*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 570, 574–575.

<sup>42</sup> *Herbert*, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 263.

nistisch und lösten damit einen Kollaps des Welthandels und einen Zusammenbruch der Agrarpreise aus. Die Investitionen fielen in Deutschland aufgrund der Kapitalknappheit 1930 auf 60 % des Wertes von 1928. Viele Aktiengesellschaften brachen zusammen, darunter große Versicherungen und Banken.<sup>43</sup> Die Arbeitslosigkeit stieg auch im internationalen Vergleich exorbitant, bis auf 6 Mio. im Jahr 1933 (jeder dritte Arbeitnehmer), bevor sie in den Folgejahren im Zuge der massiven schuldenfinanzierten Aufrüstung wieder rasant zurückging.<sup>44</sup> Parallel dazu sanken die durchschnittlichen Löhne und Gehälter um ein Drittel.<sup>45</sup> Bedenkt man, dass die Hyperinflation erst sechs Jahre zurücklag, präsentierten sich die Jahre des Aufschwungs insofern als „Trugbild zwischen Inflation und Weltwirtschaftskrise“.<sup>46</sup> Die weltweite Verflechtung der Handels- und Finanzbeziehungen wurde als Ursache für die Ausbreitung der Krise ausgemacht, sodass in Deutschland ebenso wie in anderen Industriestaaten die Zustimmung zu einer Abschottung der nationalen Märkte wuchs.<sup>47</sup>

## 2. Die aktienrechtliche Reformdiskussion

### a) Leitmotiv der inneren und äußeren Überfremdung durch spekulatives Kapital

Vor dem wirtschaftsgeschichtlichen Hintergrund der Weimarer Zeit entspann sich eine intensive dogmatische und rechtspolitische Diskussion über zahlreiche grundlegende Fragen im Aktienrecht und um die Stellung der AG.<sup>48</sup> Sie beschäftigte zwei Juristentage (1924,<sup>49</sup> 1926<sup>50</sup>) samt einer nachfolgenden Reformkommission,<sup>51</sup> eine Enquetekommission beim vorläufigen Reichswirtschaftsrat<sup>52</sup> und mündete nach einer umfangreichen Fragebogenaktion<sup>53</sup> 1930 in einen Reformentwurf des Reichsjustizministeriums.<sup>54</sup> Deses dringliche Teile setzte der Gesetzgeber Ende 1931 angesichts der Weltwirtschaftskrise

---

<sup>43</sup> Nörr, ZHR 150 (1986), 155, 166; näher Engelke/Maltschew, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 570, 575–577 (zur Bankenkrise), S. 577–580 (zu Aktienskandalen und Unternehmenskrisen, insbesondere zur Verschleierungsfunktion des verbreiteten Erwerbs eigener Aktien); zur Bankenkrise 1931 und ihren Folgen für den Börsenhandel Merkt, in: Hopt (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 17, 101–102.

<sup>44</sup> Dazu Herbert, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 343–346, 359–360.

<sup>45</sup> Ders., Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 264.

<sup>46</sup> Ders., Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 266.

<sup>47</sup> Ders., Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 341–342.

<sup>48</sup> Spindler, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 440, 445–446.

<sup>49</sup> Schriftführer-Amt der ständigen Deputation (Hrsg.), Verhandlungen des Dreiunddreißigsten Deutschen Juristentags (Heidelberg), 1925, 385–428: Empfehlen sich Änderungen der Gesetzgebung zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften?

<sup>50</sup> Dass., Verhandlungen des Vierunddreißigsten Deutschen Juristentags zu Köln, 1927, 611–797: Soll bei der künftigen Reform des Aktienrechts eine Annäherung an das englisch-amerikanische Recht in grundlegenden Fragen stattfinden?

<sup>51</sup> Ihr Bericht nebst Protokollen sowie sonstiger Kommissionsmaterialien ist veröffentlicht bei Schubert (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, 35–206.

<sup>52</sup> Generalbericht des Ausschusses zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft (I. Unterausschuß, 3. Arbeitsgruppe): Wandlungen in den wirtschaftlichen Organisationsformen; Wandlungen in der aktienrechtlichen Gestaltung der Einzelunternehmen und Konzerne (1930), abgedruckt bei ders., Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, 741–843.

<sup>53</sup> Fragebogen und Stellungnahmen sind abgedruckt bei ders., Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, 207–739.

<sup>54</sup> Abgedruckt bei ders., Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, 847–974.

mit einer Notverordnung um, bevor stärker ideologische Debatten zum AktG 1937 führten.<sup>55</sup> Ein beständiges Leitmotiv der gesamten Debatte bildete die Befürchtung einer „Überfremdung“ deutscher Aktiengesellschaften, vor allem durch ausländisches Kapital,<sup>56</sup> aber auch durch unerwünschte inländische Erwerber. Mit diesen Gruppen verband man einen negativen Einfluss kurzfristiger spekulativer Anleger („Nomadenaktionäre“) ohne nachhaltiges Interesse am Wohlergehen des Unternehmens und der deutschen Wirtschaft.<sup>57</sup>

Diese Sorge erklärt sich zum einen durch nationalistisch-revisionistisches Gedankengut,<sup>58</sup> zum anderen aber auch maßgeblich aus den skizzierten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen: Eine führende Position deutscher (Groß-)Unternehmen in wichtigen Industrien, gepaart mit der ebenso wichtigen wie lukrativen Rolle in der staatlich-privaten Kriegswirtschaft, traf auf ein bedrohlich instabiles Umfeld. Dieses wurde zunächst bis zur Währungsreform durch die Hyperinflation mit Konzentrationstendenzen und billigen Aufkaufmöglichkeiten geprägt, danach durch Kapitalknappheit und einen starken Zustrom kurzfristigen Auslandsgeldes.

Hinzu trat eine verstärkte generelle Skepsis gegenüber Aktien und Wertpapiergeschäften, bedingt durch die erfahrenen Kursschwankungen und Betrügereien im Aktienwesen:<sup>59</sup> Bereits seit dem Gründerkrach haftete dem börsenmäßigen Aktienhandel der Hautgout kurzfristiger Spekulation an. Nach dem Gründerkrach verwies man vorrangig auf rein spekulative, betrügerische Gründungen,<sup>60</sup> befeuert durch Leichtgläubigkeit und Gewinnsucht des Anlegerpublikums,<sup>61</sup> selbst wenn man stellenweise auch beklagte, dass spekulative Aktiengesellschaften dem Privatgewerbe „übertriebene“, unsolide Konkurrenz machten.<sup>62</sup> Das Aktienrechtsreformgesetz von 1884 hatte es dementsprechend unternommen, die Mängel des Gründungsrechts zu beseitigen,<sup>63</sup> und dabei mit dem Infor-

<sup>55</sup> Zum Ganzen *Nörr*, ZHR 150 (1986), 155, 160–161; *Spindler*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 440, 447.

<sup>56</sup> Dazu instruktiv *Zeißig*, Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht in der Aktiengesellschaft, 1996, S. 53–55, insbesondere zur damals umstrittenen Frage, ob die Praxis der Mehrstimmrechte mit einer vermeintlichen Überfremdungsgefahr legitimiert werden könne. Dies ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass die treuhänderische Bindung von Mehrstimmrechtsaktien zur Überfremdungsabwehr oftmals mit gewissem Leichtsinn ausgestaltet wurde, dazu *Schmalenbach*, Finanzierungen, 1. Teil<sup>5</sup>, 1932, S. 164.

<sup>57</sup> Dazu vgl. *Zeißig*, Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht in der Aktiengesellschaft, 1996, S. 55–57; *Spindler*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 440, 452–453; zeitgenössischer Überblick über wesentliche Argumente bei *Ohlendorf*, Das Stimmrecht der Aktiengesellschaft nach lebendem Recht und der Schutz des Unternehmens, 1931, S. 80–84.

<sup>58</sup> Diesen Grund betont *Spindler*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 440, 446.

<sup>59</sup> Näher *Pahlow*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 415, 437; resümierend *Merkt*, in: Hopt (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 17, 102.

<sup>60</sup> So *Oechelhäuser*, Die Wirtschaftliche Krisis, 1876, S. 34, 119–120; ganz ähnlich *Oechelhäuser*, Die Nachteile des Aktienwesens und die Reform der Aktiengesetzgebung, 1878, S. 17–18; später etwa *Pinner*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 615, 617–618: „schwindelhafte Gründungen“, „unsolide Gründung“; *Hachenburg/Heinitz/Durig u. a.*, Quellen Weimar, 1999, S. 161, 163 f. (3 f.).

<sup>61</sup> Dazu *Lieder*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 318, 378–380 m. w. N. zum zeitgenössischen Schrifttum.

<sup>62</sup> So *Oechelhäuser*, Die Nachteile des Aktienwesens und die Reform der Aktiengesetzgebung, 1878, S. 23 ff., insb. S. 30–33; vorrangig zu gleichgerichteten Äußerungen des konservativen Reichstagsabgeordneten Franz Perrot *Schubert*, in: Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 1, 42–43.

<sup>63</sup> Zu dessen Lösungskonzept eingehend *Hommelhoff*, in: Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 53, 65–85.

mationsmodell sowie organschaftlichen Regelungen weitgehend auf die Selbsthilfe der Aktionäre gesetzt.<sup>64</sup> Kleinanlegern wollte man neue Aktienbeteiligungen durch einen Mindestbetrag von 1.000 Mark pro Aktie versperren,<sup>65</sup> ein Ziel, das auf Dauer allerdings nicht rigoros durchzuhalten sein sollte.<sup>66</sup> Der Gesetzgeber traute dem „kleinen Mann“ kein verständiges Handeln zu, sah nur die Gefahr einer dem Volksvermögen abträglichen Spekulation und verwies Kleinanleger daher auf vermeintlich sichere festverzinsliche Anlagen.<sup>67</sup> Zudem hatte schon der Gesetzgeber von 1884 die Problematik gesehen, dass ein kurzfristiger Horizont der Anleger das Verhalten der Unternehmensleitung

<sup>64</sup> Hofer, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 388, 403–413.

<sup>65</sup> Art. 173a HGB 1884, *Gesetz, betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 18. Juli 1884*, in: Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, 560–561, mit Ausnahmen für Namensaktien gemeinnütziger Unternehmen, öffentliche Unternehmen und vinkulierte Namensaktien (Mindestbetrag je 200 Mark). Näher zu diesem damals umstrittenen Bruch mit der Vorgängerregelung sowie bestehenden Ausnahmen Hofer, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 388, 406–408.

<sup>66</sup> Nachdem der vormals hohe Mindestbetrag durch die Hyperinflation bedeutungslos geworden war, wurde im Zuge der Währungsreform mit § 10 II der Goldbilanzverordnung vom 28.12.1923 (RGBl I v. 31. Dezember 1923, Nr. 135, S. 1253; abgedruckt auch bei Schulz-Mehrin, Die Umstellung auf Gold in der Selbstkosten- und Preisberechnung und in der Bilanzierung, 1924, S. 93–97; bis 1929 ergänzt durch sieben Durchführungsverordnungen sowie sieben Verordnungen über die Gesellschaftssteuer bei der Aufstellung von Goldbilanzen, sehr gut recherchierbar über die ALEX-Datenbank der österreichischen Nationalbibliothek) der Mindestbetrag neu auf 100 Gold- bzw. Reichsmark festgelegt, wobei in bestimmten Fällen auch ein Mindestbetrag von 20 Goldmark gestattet war, in Ausnahmefällen mindestens 1 Reichsmark, dazu Flechtheim, Verhandlungen 33. DJT, 1925, S. 386, 397; MüKo AktG Bd. 1<sup>3</sup> Bd. 1/Heider, § 8 Rn. 2; GK AktG<sup>4</sup>/Brändel, § 8 Rn. 2. Hiervon wurde weitgehend Gebrauch gemacht, mit der Folge, dass 1929 rund 41 % der an der Berliner Börse notierten AGs eine Stückelung von 20 bis 100 Reichsmark aufwiesen und nur rund 26 % von 1.000 Reichsmark oder mehr. Insofern setzte sich also das ursprüngliche Ziel des Handelsgesetzbuches nicht bzw. nur eingeschränkt durch (explizit zum Widerspruch der späteren Regelungen zum Geist des Handelsgesetzbuches Nußbaum, Aktionär und Verwaltung, 1928, S. 9). Dies ermöglichte aber eher bestehenden Kleinaktionären, ihre Titel zu behalten, als dass es eine größere Beteiligung des Publikums am Aktienmarkt gefördert hätte, zum Ganzen näher Ausschuss zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft (Enquete-Ausschuss), Quellen Weimar, 1999, S. 741, 751–753 (3–5). Das Aktiengesetz 1937 erhöhte den Mindestbetrag wieder auf 1.000 Reichsmark.

<sup>67</sup> Entwurf eines Gesetzes betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 7. März 1884, in: Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 387, 419: „Schon oben (§.2) wurden als die wirtschaftlichen Ursachen, aus welchen das Aktienwesen zu einer so schweren Schädigung des Volkswohlstands führen konnte, vorzüglich die Ueberschwemmung der Aktienunternehmungen mit Kapital und die tief in die weitesten Schichten der Bevölkerung gedrungene spekulative Beteiligung an solchen bezeichnet. [...] Die Gesetzgebung darf nicht darauf verzichten, jedem übermäßigen Zudrang zur Spekulation einen wirksamen Damm entgegenzusetzen. [...] Mit Recht wird geltend gemacht, daß der falschen Strömung des Kapitals in erster Linie dadurch begegnet werden könne und müsse, daß der sog. ‚kleine Mann‘ im allgemeinen wie im eigenen Interesse nicht nur nicht darauf hinzuweisen, vielmehr davor zu bewahren sei, in diese für seine wirtschaftliche Existenz bedrohliche Strömung sich zu begeben. Die Geldanlage in Aktien ist stets eine gewagte. Das kleine Kapital, mühsam erworben, vielleicht die einzige Ersparnis langjähriger Arbeit, muß sicher angelegt werden; es sollte auf die Anlage in guten Hypotheken, Staatspapieren, Pfand- und Rentenbriefen, Kommunal- oder Prioritätsobligationen oder in Sparkassen oder auf die Beteiligung an wirtschaftlichen Genossenschaften, welche die eigene Erwerbsthätigkeit fördern, verwiesen sein. Die Hoffnung auf Gewinn einer Geldanlage in Aktien liegt oft auch weniger in dem erhofften Zinsgenuß, als in der Spekulation eines Verkaufs zu höherem Preise. Hierfür den richtigen Zeitpunkt zu wählen, ist der kleine Kapitalist nicht im Stande, sowenig wie es ihm möglich ist, selbstständig die Lage des Aktienunternehmens zu beurteilen oder seine Rechte als Aktionär zu vertreten. Kreisen, welche dieser Fähigkeit nach Lage der Verhältnisse ermangeln müssen, sollte die Beteiligung an Aktienunternehmungen unzugänglich gemacht werden.“

nachteilig beeinflussen, in heutiger Diktion also zu *Short-termism* führen könnte.<sup>68</sup> Der Eindruck eines kurzfristigen, sprunghaften Kapitalmarktes verfestigte sich in der Folgezeit. Generell hatten Krisenjahre und Inflation einerseits sowie die als erfolgreich wahrgenommene staatliche Kriegswirtschaft andererseits das Vertrauen in die scheinbar zerstörerischen Marktkräfte untergraben, dasjenige in den Staat hingegen gestärkt.<sup>69</sup> Die Weltwirtschaftskrise lieferte bald eine weitere Bestätigung dieser Sicht.

b) „Gute“ Verwaltung und langfristige Aktionäre vs. „schlechte“ kurzfristige Aktionäre

aa) Walther Rathenau „Vom Aktienwesen“

Vor diesem Hintergrund begann man zunehmend, *de lege lata* wie *de lege ferenda*, zwischen „guten“ langfristig orientierten und „schlechten“ kurzfristigen und/oder ausländischen Aktionären zu unterscheiden, wobei man die letztgenannten Merkmale nicht selten als verbunden darstellte. Diese Differenzierung spielte zunächst eine zentrale Rolle in der viel beachteten „geschäftlichen Betrachtung“ Walther Rathenaus „Vom Aktienwesen“ aus dem Jahre 1917.<sup>70</sup> Rathenau schilderte dort eingangs „den Weg von der Familien- und Sozienunternehmung zur Großunternehmung“. Diese kennzeichnete er als „Substitution des Grundes für unsere Wirtschaftsgesellschaften“, vor allem in Deutschland, dem „Land der europäischen Großunternehmung“. <sup>71</sup> Konzentration, vor allem vertikale Integration, war für Rathenau ein „absolutes Wirtschaftsgesetz“. <sup>72</sup> Die Ausstattung mit finanzstarken, technisch führenden Großunternehmen hob Rathenau hier und vor allem im letzten Drittel seiner Schrift als unverzichtbare Voraussetzung für eine erfolgreiche Kriegführung,<sup>73</sup>

<sup>68</sup> Dass., in: Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 387, 412: „Die Aktionäre [...] wollen [...] möglichst hohe Dividenden beziehen und die Möglichkeit haben, sich in jedem Augenblick durch den Verkauf der Aktie von dem Unternehmen zurückzuziehen. [...] In den meisten Ländern werden die Generalversammlungen [...] sich weniger von dem Interesse sachlicher Förderung des Unternehmens leiten lassen, als von dem durch die Rücksicht auf Dividenden, Kursstand und Verkäuflichkeit der Aktien bestimmten Interesse des Augenblicks. [...] Gefördert wird diese Gefahr durch das erklärliche Streben der das Unternehmen leitenden [...] Beamten, so lange es angeht, eine Verringerung oder Einstellung des Geschäftsbetriebes zu vermeiden und die Verhältnisse der Gesellschaft in möglichst günstigem Licht erscheinen zu lassen.“

<sup>69</sup> Herbert, Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert, 2014, S. 230–231.

<sup>70</sup> Rathenau, Vom Aktienwesen, 1917.

<sup>71</sup> Ders., Vom Aktienwesen, 1917, S. 7–13, Zitate von S. 11, 12.

<sup>72</sup> Ders., Vom Aktienwesen, 1917, S. 48; ähnlich S. 52–53: „[...] die Industrie ist für den überwiegenden Teil der technischen Forschung verantwortlich geworden. [...] Die endgültige Experimentation heutiger Technik erfolgt in Lebensgröße: ihre Stätten sind [...] gewaltige Fabrikbauten [...]; ihre Methoden sind [...] versuchsweiser Großbetrieb. [...] Somit handelt es sich bei diesen Experimentationen nicht mehr sowohl um die erstmalige Schaffung eines einzelnen Stoffes oder Mechanismus, sondern um die Begründung einer vollentwickelten Gesamttechnik, die zugleich die Erprobung durch Massenfabrication und die Rückwirkung der Gebrauchserfahrung auf Konstruktion und Herstellung einschließt.“

<sup>73</sup> Siehe insbesondere ders., Vom Aktienwesen, 1917, S. 11, S. 40 („Der Krieg, den wir führen, hätte nicht sechs Monate lang geführt werden können, wenn nicht die deutsche Großunternehmung die Umstellungsfähigkeit erwiesen hätte, die erforderlich war, um neun Zehntel des deutschen Produktionsbetriebes auf Rüstungsarbeit zu werfen und die Wehrmaterialerzeugung zu ver Hundertfachen.“), S. 49, S. 51 („Dieser Leistungshöhe, die auf einzelnen Wirtschaftsgebieten zur unbestrittenen Weltführerschaft sich gesteigert hatte, verdanken wir es, daß wir technisch den Krieg der Welt gegen uns ertragen.“), S. 54 („Dieser höchste Wettbewerb [um technische Führerschaft] aber setzt neben den Kräften des Geistes und Willens schlechthin große Unternehmungen voraus.“), S. 55 f. („Dieser Grundsatz, der allein den Ausgleich der Verluste, die Kraft der Erneuerung, die Stetigkeit des Aufstiegs, die Erkämpfung der Leistungshöhe, zurzeit die Umstellung auf die Kriegswirtschaft ermöglichte, der Grundsatz mäßiger Aus-

aber auch für den gesellschaftlichen Wohlstand hervor.<sup>74</sup> Die Großunternehmung sah *Rathenau* dementsprechend in enger Beziehung „nicht nur zur nationalen Gesamtwirtschaft, sondern zur nationalen Existenz“.<sup>75</sup> Aus diesem Befund zog *Rathenau* Folgen für die Verfassung der Aktiengesellschaft, zunächst mit Blick auf den Aufsichtsrat,<sup>76</sup> dann ausführlich für Rolle, Kompetenzen und Einfluss der Aktionäre bzw. der Hauptversammlung.<sup>77</sup> *Rathenaus* Ausgangspunkt war auch hier der Wandel von persönlich und langfristig engagierten Kaufleuten als Trägern der Gesellschaft zu einem „selbstbezweckte[n] Handel mit Aktien“, und damit der Agiotage, „die gefährlichen Gaben, die jungen Großunternehmen an die Wiege gebunden wurden“.<sup>78</sup> Den „normalen“ Börsenhandel, mit täglicher Bewertung und Kursen, die überproportional zu Gewinnänderungen schwankten, bewertete *Rathenau* als „an sich [...] vollkommen sinnlos“.<sup>79</sup> Auf dieser Grundlage stellte er zwei Anlegertypen gegenüber: einerseits den langfristig ausgerichteten, informierten und engagierten Käufer, der selten in Konflikt mit den Verwaltungen stehe, da die Interessen beider mit denjenigen des Unternehmens gleichgerichtet seien; andererseits den spekulativen Aktionär, der uninformiert kaufe und eine möglichst rasche Kurssteigerung um jeden Preis erstrebe, dazu bei Bedarf aktivistisch als Gegner der Verwaltung auftrete, um Ausschüttungen zu erreichen,<sup>80</sup> ohne Rücksicht auf nötige langfristige Investitionen.<sup>81</sup> Verwaltungen, die sich dem anpassen, „werden sich überwiegend auf kurzfristige und kurzfristige Pläne einlassen“, mit der Folge eines langfristigen Niedergangs der Gesellschaft.<sup>82</sup>

*Rathenau* verband dabei die kurz- oder langfristige Neigung eines Aktionärs implizit mit seiner Anteilshöhe: Zunächst führte er aus, die Aktie sei „keine Kapitalsanlage für den kleinen Sparer“,<sup>83</sup> ein dahingehender Rat „unverantwortlich“ und „gewissenlos“, sofern er überdies „zum Börsenspiel verführt“.<sup>84</sup> Ebenso biete auch die breit „in kleine spekulative Partikel“ gestreute Anlage eines Wohlhabenden „volkswirtschaftlich kein Interesse“, anders als die Anlage institutioneller Investoren (größere „sachverständige Vermögensverwaltungen“).<sup>85</sup> Den rein spekulativen Kleinbesitz geißelte *Rathenau* sogar als „schlechthin verwerflich“.<sup>86</sup> Käme es wieder zu verstärkter Spekulation am Markt,

---

schüttungen und hoher Rückstellungen und zwar innerer, nicht öffentlich ausgewiesener [...].“), S. 56 („[...] das Großunternehmen, auf das sich die Verteidigung und Wehrkraft des Staates stützt [...]“), S. 61 („Am wenigsten nach den Erfahrungen dieses Krieges, von dem man sagen kann, daß die stillen Reserven unserer Aktiengesellschaften seine technische Entscheidung geliefert haben.“).

<sup>74</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 48–49: „Können wir diesen Wettlauf der Völker um Technik und Methode uns nicht ersparen; [...]? Auch wenn wir auf alle Machtpolitik, auf jede Möglichkeit der Selbstverteidigung verzichten, mit einer politischen Neutralitätsstellung uns bescheiden, vom Welthandel zurücktreten wollten, so könnten wir es nicht; es sei denn, daß wir uns entschlossen, alle Wohlstandsbestrebung zu opfern und zu einem kümmerlichen Lande des Menschenexports zu werden.“

<sup>75</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 40.

<sup>76</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 13–23.

<sup>77</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 23–62.

<sup>78</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 24–25, im 19. Jahrhundert fortgeschritten zu einem „Veitstanz“, der in Deutschland in dem Zusammenbruch von 1873 gipfelte.

<sup>79</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 25.

<sup>80</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 26–28.

<sup>81</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 57–60.

<sup>82</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 60.

<sup>83</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 33.

<sup>84</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 32–33.

<sup>85</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 33.

<sup>86</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 34.

würden, so fürchtete *Rathenau*, große stetige Investoren abgeschreckt, der Kapitalbedarf der Wirtschaft würde nicht nachhaltig gedeckt und Großunternehmen wären nicht mehr möglich.<sup>87</sup> Das Großunternehmen war folglich nach *Rathenau* „gegen Zerstückelung durch privatinteressierten Partikularismus zu schützen, gleichviel ob hierdurch gelegentliche spekulative Absichten durchkreuzt werden“.<sup>88</sup>

*Rathenaus* Ausführungen erklären sich durch seinen biografischen Hintergrund und im Lichte seiner gemeinwirtschaftlichen Überlegungen: *Rathenau* war zunächst in das Direktorium der von seinem Vater gegründeten AEG aufgestiegen und nach dessen Tod neben zahlreichen Aufsichtsratsmandaten Präsident des Konzerns, insofern also ein Vertreter der Großindustrie. Mit Eintritt in die Politik stieg *Rathenau* aus allen privatwirtschaftlichen Aufgaben aus.<sup>89</sup> Im Ersten Weltkrieg organisierte er die Kriegsrohstoffbewirtschaftung mithilfe sog. Kriegsrohstoffgesellschaften,<sup>90</sup> meist private Aktiengesellschaften oder GmbHs, welche als Kontrolleur und Treuhänder im staatlichen Auftrag die Rohstoffbewirtschaftung organisierten, und indem er sich an Unternehmensverbände sowie Kartelle wandte, um Konzentrations- und Zentralisationstendenzen in der Industrie zu fördern.<sup>91</sup> Diese erfolgreich praktizierte gemischtwirtschaftliche Organisationsform, ein „Nebeneinander von Selbstverwaltung und Dirigismus, von kapitalistischem Privatunternehmertum und zentral gelenktem Staatssozialismus“,<sup>92</sup> sollte nach *Rathenaus* Verständnis auch die strukturelle Grundlage der „neuen Wirtschaft“,<sup>93</sup> der „Gemeinwirtschaft“ der Nachkriegszeit, bilden,<sup>94</sup> deren Einführung nach Ende des Ersten Weltkrieges intensiv debattiert wurde.<sup>95</sup> *Rathenau* befürwortete dementsprechend eine „Objektivierung“ bis zur „Autonomie“ des Großunternehmens, dergestalt, dass langfristiges Wachstum und Machtgewinn des Unternehmens ein vom Eigentümerinteresse gelöster Selbst-

<sup>87</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 36.

<sup>88</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen, 1917, S. 41.

<sup>89</sup> *Michalka*, FS Hempel, 2006, S. 235, 236.

<sup>90</sup> Hierzu und zur entscheidenden Bedeutung von *Rathenaus* Initiative für das Funktionieren der deutschen Kriegswirtschaft *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 1404 Anmerkung 8.

<sup>91</sup> *Michalka*, FS Hempel, 2006, S. 235, 237–238; knapp *Spindler*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 440, 449; *Barkai*, Das Wirtschaftssystem des Nationalsozialismus, 1998, S. 87.

<sup>92</sup> *Michalka*, FS Hempel, 2006, S. 235, 238; ganz ähnlich *Barkai*, Das Wirtschaftssystem des Nationalsozialismus, 1998, S. 87 („Die Erfahrungen der Kriegswirtschaft 1914–1918 bestärkten die bereits vorhandenen staatsdirigistischen Tendenzen, die hier sozusagen ihre operationelle Wirksamkeit bestätigt sehen konnten.“).

<sup>93</sup> *Rathenau*, Die neue Wirtschaft<sup>50</sup>, 1921.

<sup>94</sup> *Barkai*, Das Wirtschaftssystem des Nationalsozialismus, 1998, S. 87, 88–90; *Michalka*, FS Hempel, 2006, S. 235, 239; deutlich *Rathenau*, Die neue Wirtschaft<sup>50</sup>, 1921, S. 74–75: „Unsere Kriegswirtschaft aber, mag sie an einzelnen Stellen versagt haben, ja niedergebrochen sein, bietet, wenn man sie recht betrachtet, gerade den Beweis, daß die scheinbar unveränderlichen Systeme nicht auf eine, sondern auf viele Weisen angewandt werden können, und daß der Staat, sofern man ihn nur richtig bei der Hand nimmt, sich mit seinen Organen und Einrichtungen auf jedes Arbeitsgebiet leiten und wirksam einstellen läßt. [...] Die neue Wirtschaft wird, wie wir gesehen haben, keine reine Staatswirtschaft sein, sondern eine der bürgerlichen Entschlußkraft anheimgestellte Privatwirtschaft, die freilich zum organischen Zusammenschluß, zur Überwindung innerer Reibung und zur Vervielfältigung ihrer Leistung und Tragkraft staatlicher Mitwirkung bedarf.“

<sup>95</sup> Instruktiver Überblick über diese Gemeinwirtschaftsbewegung und wichtige Vertreter bei *Spindler*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 440, 449–452; *Röper/Berndt/Schmid u. a.*, Theorie und Praxis der gemeinwirtschaftlichen Konzeption, 1976, S. 15 ff.; siehe auch zur Vielfalt und zum Wandel des Begriffsverständnisses *Brich* (Hrsg.), Gabler Wirtschaftslexikon, 2014, Stichwort „Gemeinwirtschaft“, unter Ziffer 2.; *Loesch*, Die gemeinwirtschaftliche Unternehmung, 1977, S. 21 ff.

zweck werden.<sup>96</sup> Das „souveräne Recht der Bestimmung“ der Eigentümer wird dabei „mehr und mehr theoretisch“, zugunsten von anderen „Kollektivorganismen“, die als „Treuhand“ an der Verwaltung mitwirken.<sup>97</sup>

*bb) Rezeption im Lichte der „Lehre vom Unternehmen an sich“*

*Rathenaus* gemeinwirtschaftliche Überlegungen stießen gerade in der Industrie auf scharfe Ablehnung.<sup>98</sup> Hingegen griff die Industrieseite, aber auch das wissenschaftliche Schrifttum<sup>99</sup> seine schwarz-weiß-malerische Einteilung der „guten“, weil langfristig orientierten Verwaltung und Großaktionäre im Widerstreit mit „schlechten“, weil kurzfristigen Kleinaktionären verbreitet als argumentativen Topos auf. Dies erfolgte vor allem, um Mehrstimmrechte als probates Mittel zur Sicherung des bestehenden Einflusses zu verteidigen.

Darüber hinaus wurde der Gegensatz zwischen legitimen langfristigen und illegitimen kurzfristigen Aktionären selbst von Stimmen aufgenommen, die *Rathenaus* Konzeption des Unternehmensinteresses und/oder der Mehrstimmrechte deutlich ablehnten, wenn auch teils in modifizierter oder stärker ausdifferenzierter Form. So lehnte *Hausmann*, der in seiner Auseinandersetzung mit *Rathenau* die „Lehre vom Unternehmen an sich“ begründete, zwar *Rathenaus* Differenzierung in „anlagesuchende und spekulative Aktionäre“ als wirtschaftlich überholt ab. Dafür unterschied er aber im Ergebnis ganz ähnlich zwischen dem Einfluss erstrebenden „Unternehmeraktionär“ und dem passiven „Gelegenheitsaktionär“.<sup>100</sup> Letzterer pflege auf möglichst hohe Erträge in verhältnismäßig kurzer Zeit Wert zu legen, während der Unternehmeraktionär die Dividendenfrage auf lange Sicht betrachte.<sup>101</sup> In diesem Widerstreit sah *Hausmann* sogar „einen

<sup>96</sup> Vgl. *Rathenau*, Von kommenden Dingen<sup>44</sup>, 1918, S. 144–145; plastisch S. 145: „Der wirtschaftliche Sinn der gesamten Bewegung aber ist im letzten Sinne der: Nicht mehr die Erwerbslust des reichen Kapitalisten ist es, die das Unternehmen schafft, sondern das Unternehmen selbst, zur objektiven Person geworden, erhält sich selbst, schafft sich seine Mittel, wie es sich seine Aufgaben schafft, und ist bereit, diese Mittel aus eigenen Erträgen, aus vorübergehendem Anlagebedürfnis, aus Staatsdarlehen, aus Stiftungen, aus Spargeldern seiner Angestellten und Arbeiter oder wie immer sonst zu entnehmen.“ Eingehend zu *Rathenaus* Konzeption sowie knapp zu ihrer Aufnahme in Deutschland (mehrheitlich ablehnend) sowie im Ausland (gelobt und viel beachtet) *Michalka*, FS Hempel, 2006, S. 235, 239–246.

<sup>97</sup> *Rathenau*, Von kommenden Dingen<sup>44</sup>, 1918, S. 142–143.

<sup>98</sup> *Michalka*, FS Hempel, 2006, S. 235, 244.

<sup>99</sup> Siehe etwa *Hueck*, Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, 1922, S. 26–27; in der Sache auch *Geiler*, in: ders., Beiträge zum modernen Recht, 1933, S. 119, 124, 127–128.

<sup>100</sup> *Hausmann*, Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht, 1928, S. 15, 21, mit weiterer Unterteilung auf S. 85 in den „industriellen“, „finanziellen“ (bankmäßigen) und „anlagesuchenden“ Unternehmeraktionär sowie den Einzelaktionär zwecks Vermögensanlage, zwecks Spekulation und kraft besonderer Beziehung zum Unternehmen, etwa als Angestellter oder Kunde. Modifiziert später *ders.*, Bank-Archiv 30 (1930/31), 57, 61, wo er „Kapitalaktionäre, bestehend aus Anlageaktionären und Gelegenheitsaktionären“ und Unternehmeraktionäre unterschied.

<sup>101</sup> *Hausmann*, Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht, 1928, S. 53. Mit dieser Schilderung der Interessenlage setzte sich *Hausmann* in latenten Widerspruch zu seiner Ausgangskritik an *Rathenaus* Unterscheidung auf S. 21, wo er noch ausführte, nur auf die Gelegenheitsaktionäre könne zu einem gewissen Grade die herkömmliche Scheidung der Aktionäre in diejenigen, die durch Aktienerwerb eine Kapitalanlage suchen, und diejenigen, die aus spekulativen Gründen Aktien kaufen, zutreffen, wobei allerdings auch hier die Grenzen flüchtig seien. *Hausmanns* spätere Ausführungen nahmen diesem Einwand weitgehend die praktische Bedeutung, weil auch *Hausmann* der Gruppe der Gelegenheitsaktionäre typisierend ein kurzfristiges Gewinninteresse zuschrieb, also exakt die Charakterisierung, welche *Rathenau* mit spekulativen Aktionären verband, selbst wenn *Hausmanns* theoretische Begriffsdefinition (S. 85, dazu eben Fn. 100) auch langfristig orientierte Gelegenheitsaktionäre kannte. Bei *ders.*, Bank-Archiv

der Hauptkonfliktstoffe“ der Aktiengesellschaften von ihren Frühformen an.<sup>102</sup> Zugleich deckte sich auch für *Haussmann* die – gegebenenfalls privatwirtschaftlich egoistische – Erhaltung des Unternehmens auf möglichst lange Dauer mit „dem volkswirtschaftlichen Gesichtspunkt der Erhaltung der Unternehmungen, welche im Rahmen der Volkswirtschaft als bedeutsam anzusehen sind“, auch wenn er es anders als *Rathenau* ablehnte, zu diesem Zweck alle, also sowohl Kapital- als auch Spekulationsaktionäre, von einem Mittelzugriff abzuschneiden.<sup>103</sup>

### cc) 33. Deutscher Juristentag 1924

In der Folgezeit spitzte sich die Debatte um Langfrist- versus Spekulationsaktionäre vor allem auf Mehrstimmrechts-, Verwaltungs- und Schutzaktien als Instrumente zur Abwehr etwaiger unerwünschter Einflüsse auf Aktiengesellschaften zu.

Aus der Perspektive der Berichterstatter des 33. Deutschen Juristentages im September 1924 lag es nahe, diese Instrumente vorsichtig ablehnend zu bewerten: Rund ein Jahr nach dem Stopp der Hyperinflation und vor dem Hintergrund des starken Kapitalhungers der sich erholenden Wirtschaft, der nur mit ausländischen Quellen zu stillen war, standen sie vor der Frage, ob sich Gesetzesänderungen zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktien empfahlen. *Flechtheim* bemühte sich insofern, Ängste vor ausländischem Einfluss zu dämpfen, und strich dazu dessen vorübergehenden Charakter heraus: Wo ein starker Wille zu wirtschaftlicher Selbstständigkeit bestehe, könne sich ausländisches Kapital nicht dauerhaft festsetzen.<sup>104</sup> Dann werde es „abgelöst und hinausgetrieben“. Dabei würden geeignete Maßnahmen wie Stimmrechts- und Schutzaktien, „die sich vielfach gegen eine nur eingebildete oder gar nur vorgespiegelte Überfremdungsgefahr richteten, wirklich als Schutzmittel hiergegen sehr nützliche Dienste leisten.“<sup>105</sup> *Flechtheim* zeigte Verständnis für „die Besorgnis vor ernstlicher Überfremdung“, ging aber dezidiert nicht davon aus, dass ausländisches Kapital, ohne das man nicht durchkomme, „so stark darauf versessen ist, unsere Industrie zu beherrschen“, und verwies ergänzend wieder auf Stimmrechts-, Vorrats- und Schutzaktien.<sup>106</sup> Ganz ähnlich argumentierte der Co-Referent *Hachenburg*: Man dürfe sich vom Schlagwort der Überfremdung nicht blenden lassen. Bei einem etwaigen überwiegenden fremden Einfluss auf die deutsche Wirtschaft werde es sich nur um einen vorübergehenden Zustand handeln, bis das fremde Kapital zurückfließe, was früher oder später sicher erfolge: „Ein dies certus an, incertus quando!“<sup>107</sup> Auch Diskussionsteilnehmer erkannten Überfremdungsbedenken zwar teils an, erachteten sie aber zumeist als nicht durchgreifend.<sup>108</sup> Diese

30 (1930/31), 57, 61 (zu der dortigen modifizierten Unterscheidung bereits oben Fn. 100) fehlte eine solche typisierende Charakterisierung.

<sup>102</sup> *Haussmann*, Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht, 1928, S. 53.

<sup>103</sup> *Ders.*, Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht, 1928, S. 54.

<sup>104</sup> *Flechtheim*, Verhandlungen 33. DJT, 1925, S. 386, 387.

<sup>105</sup> *Ders.*, Verhandlungen 33. DJT, 1925, S. 386, 387–388.

<sup>106</sup> *Ders.*, Verhandlungen 33. DJT, 1925, S. 386, 394, im Kontext der Frage nach der Zulassung von *convertible bonds*.

<sup>107</sup> *Hachenburg*, Verhandlungen 33. DJT, 1925, S. 407, 408.

<sup>108</sup> Siehe die bei *Schriftführer-Amt der ständigen Deputation* (Hrsg.), Verhandlungen des Dreiunddreißigsten Deutschen Juristentags (Heidelberg), 1925, 426–427 wiedergegebenen Stellungnahmen von Melchior (für *convertible bonds*, trotz nicht zu verkennender Überfremdungsgefahr) und Wimpfheimer (Verweis auf mit dem Begriff der Überfremdung getriebenen Missbrauch); anders Waldecker (vorgeschlagene Lösungen sehr bedenklich, Überfremdungsgefahr nicht zu unterschätzen).

tendenziell, aber nicht entschieden skeptische Haltung gegenüber Mehrstimmrechten zeigte sich auch vereinzelt im Handeln des Gesetzgebers.<sup>109</sup>

dd) 34. Deutscher Juristentag 1926

Auf dem nachfolgenden 34. Deutschen Juristentag fiel das Meinungsbild deutlich kontroverser aus, auch aufgrund des unterschiedlichen Hintergrunds der Berichterstatter: *Julius Lehmann*, Rechtsanwalt in Frankfurt a. M., Justizrat *Albert Pinner*, Rechtsanwalt in Berlin und Vorstandsvorsitzender des Berliner Anwaltvereins, *Georg Solmssen*, Geschäftsinhaber der Diskontogesellschaft, einer der damals größten deutschen Banken, und der Geheime Justizrat *Ernst Heymann*, Rechtsprofessor in Berlin und späterer Direktor des Max-Planck-Instituts für ausländisches und internationales Privatrecht<sup>110</sup> erörterten die Frage einer Annäherung an das englisch-amerikanische Recht. Mit Blick auf die aktienrechtlichen Implikationen einer kurz- oder langfristigen Orientierung der Aktionäre waren die Referenten gespalten, ebenso wie hinsichtlich anderer Punkte. *Solmssen* stellte dies in einer separaten, leicht erweiterten Veröffentlichung seines Referates<sup>111</sup> deutlich heraus.

Bei *Solmssen* war die zeitliche Ausrichtung verschiedener Aktionärsgruppen ein zentraler Baustein seiner Argumentation: Er stellte zunächst fest, dass die akute Kapitalnot der deutschen Industrie mit dem Wiedererstarken der Wirtschaft gesunken sei und dass eine weitere Öffnung schädlich sein könne.<sup>112</sup> Sodann wandte er sich gegen eine Unterscheidung von Groß- und Kleinaktionär, zugunsten einer solchen nach Zeithorizont bzw. Engagement.<sup>113</sup> Daran anknüpfend argumentierte *Solmssen* unter Berufung auf das ame-

<sup>109</sup> Infolge der Kritik an Mehrstimmrechten hatte der Gesetzgeber mit § 15 des Kapitalverkehrssteuergesetzes vom 08.04.1922 (RGBl I v. 20.04.1922, S. 354–373) (KVStG 1922) Mehrstimmrechtsaktien einer Sonderbesteuerung in Höhe von drei Tausendstel des Mehrbetrags unterstellt, der sich ergeben würde, falls der Nennbetrag der Aktie mit dem Stimmrecht in Übereinstimmung gebracht würde (§ 15 II KVStG 1922). Steuerschuldner war die Gesellschaft, mit der Berechtigung, den Gewinnanteil der bevorrechtigten Gesellschafter um den Steuerbetrag zu kürzen (§ 15 IV KVStG 1922). Allerdings waren Mehrstimmrechte ausgenommen, die dem Reich, Ländern oder Gemeinden zustanden oder die sich auf die Besetzung des Aufsichtsrates, Satzungsänderungen oder die Auflösung der Gesellschaft bezogen (§ 15 IV KVStG 1922). Die Sondersteuer fußte auf dem Gedanken, dass, abgesehen von den ausgenommenen Fallgruppen, ein berechtigtes Abwehrinteresse als Zweck von Mehrstimmrechten zunehmend in den Hintergrund trete, zugunsten besonderer Vorteile aus überproportionaler Beherrschungsmacht. Die Steuer lief indes, wie vom Schrifttum früh prophezeit, weitgehend leer, weil Mehrstimmrechte in der Folge meist im Sinne der Ausnahmeregelung gestaltet wurden. Aus diesem Grund wurde § 15 KVStG 1922 bereits gut eineinhalb Jahre später wieder gestrichen, die Steuer also abgeschafft (Art. V § 1 Nr. 4 der Zweiten Steuernotverordnung vom 19.12.1923, RGBl I vom 21.12.1923, S. 1205–1228). Zum Ganzen *Zeißig*, Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht in der Aktiengesellschaft, 1996, S. 58; aus zeitgenössischer Sicht, auch zu weiteren Einzelfragen, *Hueck*, Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, 1922, S. 76–79 f., ferner S. 28 f.

<sup>110</sup> *Schubart-Fikentscher*, in: Historische Kommission bei der Bayerischen Akademie der Wissenschaften (Hrsg.), Neue deutsche Biographie, 1972, 88.

<sup>111</sup> *Solmssen*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928.

<sup>112</sup> *Solmssen*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 678, 686; *Solmssen*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 678, 15–16.

<sup>113</sup> *Solmssen*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 54: [...] „zwischen den finanziell oder verwaltungsmäßig dauernd mit dem Unternehmen verknüpften und den nur vorübergehend oder durch die Form ihrer Einlage quasi-obligatorisch daran interessierten Beteiligten ist die Trennungs-Linie zu ziehen.“; in der Formulierung leicht abgewandelt sodann *Solmssen*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 678, 718; *Solmssen*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 64: Unterscheidung zwischen „nur rentenmäßig und den verwaltungsmäßig und dauernd interessierten Aktionären.“

rikanische Recht, die Forderung gleicher Rechte für alle Aktionäre zerschelle daran, dass sich bei großen kapitalmarktorientierten Unternehmen der Interessengegensatz dieser Gruppen so vertieft habe, dass ihre Wünsche unmöglich gleichzeitig erfüllbar seien.<sup>114</sup> Breit diversifizierten, ihre Beteiligungen wechselnden Aktionären sprach *Solmssen* ab, Maßnahmen der Verwaltung sachkundig kritisieren, begleiten oder kontrollieren<sup>115</sup> zu können. Hierin erblickte er den Grund für die – aus seiner Perspektive folgerichtig – „glückliche Indolenz des Aktionärs“.<sup>116</sup> Eine weitsichtige Geschäftspolitik sei mit wechselnden Mehrheiten nicht zu betreiben.<sup>117</sup> In Mehrstimmrechten sah *Solmssen* deswegen wertvolle Abhilfe: Sie schützten vor Zufallsmehrheiten und zugleich die produktive Arbeit gegenüber spekulativen Interessen.<sup>118</sup> Die Interessen der Verwaltungsorgane porträtierte *Solmssen* dabei in den wärmsten Farben<sup>119</sup> und empfahl das „Ziel oligarchischer Organisation“ für moderne Großbetriebe.<sup>120</sup> Zugleich, und in gewisser Weise widersprüchlich, trat *Solmssen* für einen Ausbau der Unternehmensberichterstattung ein, mit unterjährigen Berichten nach dem Vorbild des amerikanischen Rechts bzw. der zwei-monatlichen Bilanzübersichten von Banken.<sup>121</sup>

In der erweiterten, separat veröffentlichten Fassung akzentuierte *Solmssen* seine Einstellung in einer „Ergänzung“ noch deutlich stärker: Er betonte, ein Unternehmen könne nur gedeihen, wenn die Leitung sich dauerhaft mit ihm verknüpft fühle und in der Lage sei, auf lange Sicht zu planen und zu handeln. Im Gegensatz dazu habe sich der Aktionär immer mehr zu einem temporär anlegenden, spekulativen Kapitalisten gewandelt.<sup>122</sup> Eine positive Rolle von Aktionären erkannte *Solmssen* an dieser Stelle nicht: Als Regelfall kennzeichnete er den diversifizierten, wechselnden Aktionär ohne Branchenkenntnis und ergänzte als Sondererscheinung allein den Branchenkenner-Aktionär mit Sonderinteressen.<sup>123</sup> In dieser Schwarz-Weiß-Zeichnung erstrebte der normale Aktionär selbstsüchtig-opportunistisch möglichst hohe Ausschüttungen ohne Rücksicht auf dauernde Folgen und trat dazu gegebenenfalls aktivistisch der sachkundigen, langfristig orientierten und bemühten Verwaltung gegenüber.<sup>124</sup> Das Unternehmen, folgerte *Solmssen*, müsse deshalb in doppelter Hinsicht vor dem Aktionär geschützt werden, sogar vor einer

<sup>114</sup> *Solmssen*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 678, 714; *Solmssen*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 59–60.

<sup>115</sup> Zu Begleitung und Kontrolle *Solmssen*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 678, 731; *Solmssen*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 89; gleichgerichtet *Solmssen*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 678, 741; *Solmssen*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 105.

<sup>116</sup> *Solmssen*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 678, 722; *Solmssen*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 69–70.

<sup>117</sup> *Solmssen*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 56.

<sup>118</sup> *Ders.*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 77–81.

<sup>119</sup> *Ders.*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 80: „Für den Vorstand einer Aktiengesellschaft und deren Aufsichtsrat gibt es, jedenfalls in den Kreisen, in denen ich zu leben gewohnt bin, und die ich als den normalen Fall der deutschen Wirtschaft zu bezeichnen mich für berechtigt halte, doch nur die Anschauung, daß die Ehre und der Erfolg der Firma für ihre Angehörigen das höchste Gebot bilden.“

<sup>120</sup> *Solmssen*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 678, 741; *Solmssen*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 105.

<sup>121</sup> *Solmssen*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 678, 736–738; *Solmssen*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 97–99.

<sup>122</sup> *Solmssen*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 115.

<sup>123</sup> *Ders.*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 116.

<sup>124</sup> *Ders.*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 116–117.

tatsächlichen Kapitalmehrheit.<sup>125</sup> Dem Aktionär solle man auch theoretisch kein Interesse mehr am Dauerwohl des Unternehmens und dessen Verwaltung zusprechen.<sup>126</sup> Die Mehrstimmrechtsaktie mit dem dadurch bedingten Übergewicht der Verwaltung sei wirtschaftlich erforderlich, auch mit Blick auf eine fortbestehende Überfremdungsgefahr.<sup>127</sup> Nötige, aber hinreichende Kautelen gegen exorbitante Mehrstimmrechtskonstruktionen und Missbräuche sah *Solmssen* durch die Börsenzulassungsstellen bzw. die Rechtsprechung gewährleistet.<sup>128</sup>

*Lehmann* stimmte mit *Solmssen* im Kern weitgehend überein – keine grundlegende Reform der Mehrstimmrechtspraxis, kein legitimer Einfluss kurzfristig spekulativer Aktionäre –, argumentierte aber differenzierter und konzilianter: Eingangs stellte er heraus, dass Bestrebungen der Aktiengesellschaft um eine möglichst unbeschränkte Handlungsfreiheit und der Aktionäre auf volle Wahrung ihrer individuellen Interessen letztendlich zusammenfielen. Denn ein Aktionär könne nur in einer beweglichen AG erfolgreich anlegen und diese nur Kapital einwerben, wenn die Aktionäre auf Wahrung ihrer Rechte vertrauen.<sup>129</sup> Gesetzgeberisches Eingreifen beschränkte er auf „typische[n] und verderbliche[n] Mängel[n]“, weil die Gefahr gelegentlichen Missbrauchs mit jeder Rechtsinstitution verbunden sei.<sup>130</sup> Deutschland kennzeichnete *Lehmann* anders als *Solmssen* klar als Kapitalimporteur, mit England und Amerika als hauptsächlich Geldgebern und einem entsprechenden Bedarf, sich deren Rechtsformen anzunähern.<sup>131</sup> Unter diesem Gesichtspunkt erörterte *Lehmann* unter anderem<sup>132</sup> die Generalversammlung mit Fokus auf Mehrstimmrechten.<sup>133</sup> Dabei ging er nach der Rechtspraxis in England und den USA auf die deutschen Verhältnisse ein. Mehrstimmrechtsaktien aus der Inflationszeit geißelte *Lehmann* zwar als „schweren Mißbrauch“, der von den Aktionären aber offenbar nicht wirklich als solcher empfunden werde, teilweise weil sich Aktien in der Inflationszeit als Anlage bewährt hätten.<sup>134</sup> Ausländische Investoren würden durch Mehrstimmrechte ebenfalls nicht abgeschreckt. Unter Verweis auf die extensive Mehrstimmrechtspraxis in den USA erblickte *Lehmann* die tiefere Ursache der deutschen Entwicklung nicht in Überfremdungssorgen, sondern unter anderem in den „außerordentlichen Vermögensumwälzungen [...] in den letzten Jahren auf der ganzen Welt“.<sup>135</sup> *Lehmann* unterteilte die Aktionäre sodann unter Zitierung von *Rathenau* in solche mit dem Ziel angemessener Verzinsung und kurzfristig spekulative, wobei Letztere seit Ende der Inflationszeit stark zugenommen hätten. Ein solcher Aktionär, der wegen des Kursgewinns kaufe, sei in Fragen des Stimmrechts gleichgültig, und diese Interessenlosigkeit bilde den letzten Grund, aber auch eine gewisse wirtschaftliche Rechtfertigung der Stimmentrechtung der Aktionäre in der Inflationszeit.<sup>136</sup> Denn so ungesund es sei, der Verwaltung dauerhaft

<sup>125</sup> *Ders.*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 117.

<sup>126</sup> *Ders.*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 118.

<sup>127</sup> *Ders.*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 119–120.

<sup>128</sup> *Ders.*, Probleme des Aktienrechts<sup>2</sup>, 1928, S. 71–76, 82–83, 119, 121–124; *Solmssen*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 678, 723–727.

<sup>129</sup> *Lehmann*, Verhandlungen 34. DJT – Gutachten, 1926, S. 258, 260.

<sup>130</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Gutachten, 1926, S. 258, 260.

<sup>131</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Gutachten, 1926, S. 258, 262–263.

<sup>132</sup> Nach den Modalitäten der Kapitalaufbringung (*ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Gutachten, 1926, S. 258, 268–289) sowie der Binnenorganisation der AG (ebd., S. 289–304).

<sup>133</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Gutachten, 1926, S. 258, 305–320.

<sup>134</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Gutachten, 1926, S. 258, 312.

<sup>135</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Gutachten, 1926, S. 258, 313.

<sup>136</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Gutachten, 1926, S. 258, 314.

die Macht über das Unternehmen anzuvertrauen, so ungesund sei es, das Unternehmen von einer „täglich wachsenden Aktionärsschicht“ abhängig zu machen, „die ohne Interesse an dem Unternehmen selbst lediglich auf den Spielgewinn bedacht ist.“ Solange nicht wieder eine breite, dauerhaft am Unternehmen interessierte Aktionärsschicht vorhanden sei, die ihr Wohlergehen als Aktionär mit demjenigen des Unternehmens identifiziere, lasse sich der Bestrebung der Verwaltungen, Mehrstimmrechtsaktien beizubehalten, „eine gewisse Berechtigung nicht versagen“.<sup>137</sup> *Lehmann* ging sodann auf weitere Konstellationen ein, in denen ein gleiches Stimmrecht aller Aktionäre „unbegründet oder unerwünscht zu sein“ scheine.<sup>138</sup> Aus alledem schloss er, dass ein gleiches Stimmrecht verschiedener Aktiegattungen theoretisch nicht zu begründen sei und dass beträchtlicher praktischer Bedarf für eine Differenzierung bestehe. Die im Schrifttum diskutierten gesetzlichen Reformvorhaben<sup>139</sup> wies *Lehmann* zurück und befürwortete stattdessen eine gerichtliche Einzelfallentscheidung durch einen spezialisierten Spruchkörper.<sup>140</sup>

*Pinner* stand hingegen in wichtigen Teilen diametral zu *Solmssens* Position: Er benannte als Hauptpunkt der gegenwärtigen Beschwerde „die Gefahr der Fälschung des Mehrheitswillens und der Diktatur der Mehrheit“, namentlich durch in der Inflationszeit ohne echten Gegenwert erworbene Vorzugs- und Vorratsaktien.<sup>141</sup> Zugleich bewertete *Pinner* in ausdrücklicher Abgrenzung zu *Rathenau* eine Entrechtung des Kleinaktionärs negativ, durch die „aus der Demokratie eine Oligarchie, bestenfalls eine Aristokratie“<sup>142</sup> werde, wenngleich er das Problem gewerbsmäßiger Anfechtungsklagen anerkannte.<sup>143</sup> Auch hinsichtlich Stimmrechts- und Vorratsaktien wandte sich *Pinner* explizit gegen *Rathenau*: Eine Unterscheidung zwischen Daueraktionären, die eine angemessene Verzinsung erwarten, und Spekulationsaktionären, die ihre Aktien mit Gewinn verkaufen wollen, sei praktisch nicht durchzuführen.<sup>144</sup> Der Versuch der Steuergesetzgebung, zwischen Anlage und Spekulation zu differenzieren, sei „nach jeder Richtung hin mißlungen“.<sup>145</sup> Außerdem würden die Rechte der Aktionäre hiervon nicht tangiert. Beide Zwecke seien berechtigt und legal. Die Aktiengesellschaft als Kapitalgesellschaft charakterisierte *Pinner* durch das Mehrheitsprinzip, kraft dessen alle Aktionäre gleichberechtigt entscheiden.<sup>146</sup> Eine drohende Überfremdung als Rechtfertigung für Vorzugs- und Vorratsaktien möge kurz nach dem Krieg oft vorhanden gewesen seien, vielfach und vor allem nach der erfolgten Stabilisierung der Währung diene sie aber als Vorwand, selbst

<sup>137</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Gutachten, 1926, S. 258, 314.

<sup>138</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Gutachten, 1926, S. 258, 315–318 nannte Fälle der Ausbeutung („Aufsaugung“) in faktischen Konzernstrukturen, die Abwehr eines Übernahmeversuchs der Konkurrenz, Kapitalerhöhungen bei hohen Kursen der Stammaktien, Sanierungsfälle oder Überfremdung etwa bei Infrastrukturunternehmen wie der Eisenbahn.

<sup>139</sup> *Lehmann* nennt knapp die Abschaffung, quantitative Bedingung, Übertragung auf eine neutrale Stelle und verstärkte Publizität.

<sup>140</sup> *Lehmann*, Verhandlungen 34. DJT – Gutachten, 1926, S. 258, 318–320.

<sup>141</sup> *Pinner*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 615, 618.

<sup>142</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 615, 625.

<sup>143</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 615, 625–630.

<sup>144</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 615, 658.

<sup>145</sup> Hiermit dürfte *Pinner* auf die oben in Fn. 109 auf S. 287 geschilderte Steuergesetzgebung angepielt haben.

<sup>146</sup> *Pinner*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 615, 658: „Sowohl derjenige, der angemessene Verzinsung erwartet, als auch derjenige, der auf einen Kursgewinn hofft, sind an der Gesellschaft beteiligt und wollen mit Recht innerhalb des Grundsatzes, daß die Mehrheit zu entscheiden hat, in der Gesellschaft mitreden. Solange die Aktiengesellschaft Kapitalgesellschaft ist [...] soll daher an diesem Rechte nicht gerüttelt werden.“

wenn einzelne Beispiele eine fortbestehende Überfremdungsgefahr belegten.<sup>147</sup> Einen Schutz gegen „innere Überfremdung“ durch strategische Investoren erkannte *Pinner* hingegen im Grundsatz an,<sup>148</sup> ergänzt um die Kautele einer Missbrauchskontrolle.<sup>149</sup>

*Heymann* bemühte sich abschließend ähnlich wie *Lehmann* um eine vermittelnde Position, allerdings ohne konkrete Entscheidung in die eine oder andere Richtung: Er betonte zunächst die Unterschiede zwischen deutschem und englisch-amerikanischen Recht mit Blick auf die Freiheit von Aktionären und Verwaltung<sup>150</sup> und hob sodann, ähnlich wie *Lehmann*, als gleichberechtigte Aspekte weitgehende Befugnisse der Verwaltung und den vermögensrechtlichen Schutz der Aktionäre hervor.<sup>151</sup> Bei Mehrstimmrechtsaktien erblickte *Heymann* Handlungsbedarf, wo sie den Minderheitenschutz untergraben oder Herrschaft ohne Kapitalrisiko-Grundlage herbeiführen bzw. perpetuieren, aber auch „ungeheure Vorteile“ durch einen Schutz vor Überfremdung, vor „Vertrusting“, einem Aufkauf durch Spekulanten, vor Zufallsmehrheiten sowie vor Einmischung der Konkurrenz.<sup>152</sup>

Der Juristentag fasste keinen gesonderten Beschluss zu Mehrstimmrechten als Schutz gegen spekulative Aktionäre, sprach sich gegen eine Orientierung am amerikanischen Recht aus und erachtete eine allgemeine Reform des Aktienrechts für derzeit nicht erforderlich. Er ersuchte aber die Ständige Deputation des Juristentages, eine Kommission zur weiteren Prüfung dieser Frage zu bilden.<sup>153</sup>

#### ee) DJT-Kommission: Generalbericht

Die vom 34. Juristentag eingesetzte Kommission veröffentlichte ihren Generalbericht zwei Jahre später.<sup>154</sup> Auch bei ihr spielte die kurz- oder langfristige Orientierung aktienrechtlicher Akteure eine wesentliche Rolle bei der Beurteilung von Mehrstimmrechten: Die Kommission konstatierte einen augenfällig scheinenden Missbrauch durch Mehrstimmrechte und Vorratsaktien in der Inflationszeit und führte aus, dass ein Modus, der zuerst gegen die Abwehr äußerer Überfremdung gedacht gewesen sei, später zu einer Waffe gegen das Eindringen neuer Kapitalisten umfunktioniert worden sei.<sup>155</sup> Hinsichtlich der Frage der angemessenen Reaktion war die Kommission indes gespalten: Nur ein Mitglied befürwortete eine allmähliche Abschaffung von Mehrstimmrechten.<sup>156</sup>

<sup>147</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 615, 659.

<sup>148</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 615, 659.

<sup>149</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 615, 662.

<sup>150</sup> *Heymann*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 742, 743.

<sup>151</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 742, 745.

<sup>152</sup> *Ders.*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht, 1927, S. 742, 748–749.

<sup>153</sup> *Schriftführer-Amt der ständigen Deputation* (Hrsg.), Verhandlungen des Vierunddreißigsten Deutschen Juristentags zu Köln, 1927, 797–798; dieser Beschluss dürfte auf die Ansicht von *Pinner*, ZHB 1 (1926), 3, 4–7 zurückgehen, der Missbräuche von Mehrstimmrechten vorwiegend als überwundene Erscheinung der Inflationszeit einordnete, legitime Verwendungsmöglichkeiten anerkannte und eine Ad-hoc-Reform aufgrund von etwaigen übersehenen Wechselwirkungen sowie der schweren Beherrschbarkeit des politischen Verfahrens ablehnte, hingegen eine systematische Prüfung des gesamten Aktienrechts befürwortete; kritisch *Klausning*, Reform des Aktienrechts, 1933, S. 40, der die Beschlüsse als „in sich widerspruchsvoll“ kennzeichnet.

<sup>154</sup> *Hachenburg/Heinitz/Durig u. a.*, Quellen Weimar, 1999, S. 161 ff.

<sup>155</sup> *Dies.*, Quellen Weimar, 1999, S. 161, 164 (4).

<sup>156</sup> Hierfür wurde vorgebracht, dass Mehrstimmrechte das Interesse am Aktienerwerb senkten sowie die Verwaltungen unangreifbar und damit potenziell nachlässig machten und dass eine Überfremdungsgefahr im Allgemeinen nicht mehr bestehe.

Mehrheitlich hielt man ihre Bedeutung für überschätzt, weil die stellenweise vorgeschriebene Abstimmung nach Aktienklassen vor Missbrauch schütze.<sup>157</sup> Zwar sei eine Überspannung ungesund. Die Mehrheit erkannte aber ausdrücklich an, dass die Verwaltung gegen Zufallsmehrheiten geschützt werden müsse und dass nur ein Dauerinteresse an dem Gang des Unternehmens einen Einfluss auf dessen Leitung rechtfertigen könne. Dieses fehle einem Aktionär, der Aktien zu spekulativen Zwecken kaufe.<sup>158</sup> Den Einfluss der Verwaltung durch Stimmrechtsaktien zu sichern sei umso notwendiger, „als die zunehmende Fluktuation der Vermögenswerte die Aktienpakete in einem Umfang zum Spielball spekulativer Interessen gemacht habe, wie es in der Vorkriegszeit nicht denkbar gewesen sei.“<sup>159</sup> Zudem hielt man die Gefahr der Überfremdung durch ausländisches Kapital eher für zu- denn abnehmend<sup>160</sup> und ging im Übrigen mit *Solmssen* davon aus, dass die Börsenzulassungsstellen eine „recht beachtliche Rückbildung“ von Mehrstimmrechten veranlasst hätten.<sup>161</sup> *Solmssen*, selbst Kommissionsmitglied, konnte damit zentrale Teile seines Standpunktes und seiner Argumente scheinbar durchsetzen.<sup>162</sup> Im Gegensatz hierzu, ja geradezu überraschend, entfernten sich die Kommissionsempfehlungen dann aber deutlich von denjenigen *Solmssens*:<sup>163</sup> Die Kommission empfahl, Aktiengesellschaften gesetzlich zu gestatten, binnen Fünfjahresfrist auf Beschluss einer Dreiviertelmehrheit nach Aktienbeträgen die Einziehung von Mehrstimmrechtsaktien zu beschließen. Nicht voll eingezahlte Aktien sollten spiegelbildlich nur auf Beschluss einer Dreiviertelmehrheit volles Stimmrecht erhalten.<sup>164</sup> Zudem sprach man sich dafür aus, dass das Stimmrecht von Vorratsaktien ruhen sollte, sofern sie bereits ursprünglich auf Rechnung der Gesellschaft gezeichnet wurden.<sup>165</sup>

#### ff) Reformvorschläge im Schrifttum

Die Vorschläge der DJT-Reformkommission entsprachen vom Ergebnis her einer breiten Strömung des rechtswissenschaftlichen Schrifttums der Weimarer Zeit, das Mehrstimmrechte intensiv diskutierte. Hiervon zeugen mehrere in dichtem Abstand erschienene Monografien.<sup>166</sup> Auch von diesen haben einige den Aspekt kurzfristiger versus langfristiger Einflüsse auf die Leitung der Aktiengesellschaft thematisiert, den die Reformkommission im Anschluss an *Solmssen* betonte. Vielfach sprach man sich dafür aus, Mehrstimmrechte zum Schutz gegen Überfremdung, teilweise auch zur Förderung langfristiger

<sup>157</sup> *Hachenburg/Heinitz/Durig u. a.*, Quellen Weimar, 1999, S. 161, 184 (24).

<sup>158</sup> *Dies.*, Quellen Weimar, 1999, S. 161, 185 (25).

<sup>159</sup> *Dies.*, Quellen Weimar, 1999, S. 161, 185 (25).

<sup>160</sup> *Dies.*, Quellen Weimar, 1999, S. 161, 185 (25).

<sup>161</sup> *Dies.*, Quellen Weimar, 1999, S. 161, 185 (25).

<sup>162</sup> Siehe das Protokoll über die Sitzungen am 28.09., 05.10.1927 und 19.01.1928 zu Ziffer IV und V des Arbeitsprogramms bei *Schubert* (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, 74, 75–77.

<sup>163</sup> Allerdings hatte *Nußbaum* noch deutlich weitergehende Vorschläge unterbreitet, siehe das Protokoll über die Sitzungen am 28.09., 05.10.1927 und 19.01.1928 zu Ziffer IV und V des Arbeitsprogramms bei *ders.*, Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, 74, 78–79.

<sup>164</sup> *Hachenburg/Heinitz/Durig u. a.*, Quellen Weimar, 1999, S. 161, 186–187 (26–27); dieser Beschluss ging auf die Initiative Lehmanns und Geilers zurück, abgewandelt durch Zusatzanträge von Heymann, Flechtheim, Solmssen und Goldschmidt, dazu das Protokoll über die Sitzung der Aktienrechtskommission am 10.03.1928 bei *Schubert* (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, 127, 130–131.

<sup>165</sup> *Hachenburg/Heinitz/Durig u. a.*, Quellen Weimar, 1999, S. 161, 176 (16).

<sup>166</sup> Siehe die Nachweise in Fn. 167, 168, 173 auf S. 293–294.

unternehmerischer Planung sowie schlicht vor dem Hintergrund der gewachsenen Strukturen beizubehalten, aber Missständen durch Reformmaßnahmen zu begegnen, für die das Schrifttum ganz unterschiedliche Vorschläge anbot.<sup>167</sup>

Beachtenswert ist, dass in allen Lagern der Mehrstimmrechtsdiskussion die negative Bewertung kurzfristiger und die positive Beurteilung langfristiger Einflüsse in der Corporate Governance Anklang fand, ebenso wie die Ansicht, dass Erstere einzudämmen und Letztere förderungswürdig seien. So erkannte etwa *Arthur Nußbaum*, einer der entschiedensten Kritiker von *Solmssens* Schwarz-Weiß-Darstellung von Aktionären und Verwaltung,<sup>168</sup> ausdrücklich den Wert langfristiger Planungssicherheit der Verwaltung, befreit von verfrühten Erfolgsnachweisen, an.<sup>169</sup> In der Belebung der „Neigung zum

<sup>167</sup> Siehe etwa *Planitz*, Die Stimmrechtsaktie, 1922, der Mehrstimmrechtsaktien vorrangig unter den Gesichtspunkten äußerer und innerer Überfremdung (S. 28, 33 f., 58) sowie als Herrschaftsinstrument behandelte und nur sehr knapp als Mittel, um eine langfristige Strategie abzusichern (dazu S. 48 oben, 58 Mitte). Sein Reformvorschlag (S. 49 ff.) sah Stimmrechte ohne Kapitalanteil für die Verwaltung, Arbeitnehmer und eine neu zu schaffende Zentralstelle für das Aktienwesen vor, die an die Stelle von Mehrstimmrechten der am Kapital beteiligten Aktionäre treten sollen. Insofern als *Planitz* eine Stimmrechtsbeteiligung der Arbeitnehmer forderte, kann man seinen Vorschlag als einen Vorläufer des Mitbestimmungsrechts sehen, dazu *Fischer*, AcP 154 (1955), 85, 106 Fn. 63, 108 Fn. 68. *Frank-Fahle*, Die Stimmrechtsaktie, 1923 erörterte Mehrstimmrechtskonstruktionen weitgehend rein juristisch, erkannte auf S. 11, 100–103, 134 f. aber die Überfremdungsgefahr und die Sicherung nationaler Einflüsse auf die Aktiengesellschaft als berechnete Interessen an; er lehnte tiefgreifende Reformen ab, regte aber an, Maßnahmen gegen eine unerwünschte Übertragung von Mehrstimmrechtsaktien zu treffen, entweder durch eine unmittelbare Zuerkennung an Vorstand und Aufsichtsrat oder durch staatliche Genehmigung von Übertragungen. *Horrwitz*, Schutz- und Vorratsaktien, 1926 trat dezidiert für eine Abschaffung bzw. Beseitigung von Mehrstimmrechten und vergleichbaren Schutzkonstruktionen ein (siehe insb. a. a. O., S. 22 f.); ein Bedürfnis nach Schutz gegen Überfremdung bewertete er zwar als legitim, aber Mehrstimmrechte als unzulässiges Gegenmittel, das oft vorgeschoben und zu Missbräuchen genutzt werde (a. a. O., S. 2–3). *Pinner*, ZHB 1 (1926), 3 ff. ordnete die Missbräuche von Mehrstimmrechtsaktien vorwiegend als Erscheinung der überwundenen Inflationszeit ein; da Mehrstimmrechtsaktien insbesondere in Sanierungsfällen legitimen Zwecken dienen könnten und Reformbestrebungen im parlamentarischen Prozess schwer beherrschbar seien, sprach er sich gegen zeitnahe Gesetzesänderungen aus, wohl aber für eine systematische Prüfung des Aktienrechts. *Nußbaum*, Aktionär und Verwaltung, 1928 lehnte eine Rechtfertigung von Mehrstimmrechten als Überfremdungsschutz dezidiert ab (S. 10 f.) und wies im Gegenteil auf eine denkbare Förderung der Überfremdung hin (S. 16 f.). Als Vorteil erkannte er eine langfristige Planungssicherheit für die Verwaltung an, allerdings um den Preis des Nachteils, vorzugsweise auch die untüchtige oder gar unredliche Verwaltung zu schützen und die Auslesefunktion des Kapitalmarktes zu untergraben (S. 4). Eine Förderung dauerhaften statt spekulativ kurzfristigen Aktienbesitzes wertete *Nußbaum* als volkswirtschaftlich elementar, erachtete Mehrstimmrechte insoweit aber als kontraproduktiv (S. 8 f.). Eine Abschaffung hielt er für unrealistisch (S. 10 f.) und schlug stattdessen Begrenzungen von Mehrstimmrechten nach Höhe und Gegenstand, mehr Publizität, eine Beseitigungsklage und eine qualifizierte Mehrheit für ihre Neuschaffung vor (S. 14–19). *Ohlendorf*, Das Stimmrecht der Aktiengesellschaft nach lebendem Recht und der Schutz des Unternehmens, 1931, S. 78–84 erkennt sowohl die damals verbreiteten Argumente für Mehrstimmrechte als auch ihre Gefahren an; im Übrigen behandelt er vorwiegend einschlägige zeitgenössische Rechtsfragen und bejaht am Ende die Notwendigkeit einer Reform (S. 142), allerdings ohne konkrete Richtungsangabe. Ebenfalls mit Diskussion der Vor- und Nachteile, insbesondere auch des Schutzes vor unsteter Geschäftsführung, sowie für Beibehaltung von Mehrstimmrechtsaktien, aber flankiert durch eine Abschaffungsmöglichkeit und Änderungen bei Schutz-, Vorrats- oder Verwertungsaktien *Geiler*, in: ders., Beiträge zum modernen Recht, 1933, S. 119, 127–129. Weitgehend berichtend zu bisherigen Entwicklungen und Reformvorschlägen *Pullmann*, Die Mehrstimmvorratsaktie, 1933; knapper allg. Abriss der Diskussion um Mehrstimmrechtsaktien aus heutiger Sicht bei *Zeißig*, Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht in der Aktiengesellschaft, 1996, S. 55–57.

<sup>168</sup> Siehe *Nußbaum*, Aktionär und Verwaltung, 1928, S. 5–10, implizit auch 11–14 (gegen *Solmssens* Verweis auf Börsenzulassungsstellen), ferner S. 17.

<sup>169</sup> *Ders.*, Aktionär und Verwaltung, 1928, S. 4.

dauernden Aktienbesitz“ erblickte er ein „Lebensinteresse unserer Volkswirtschaft“. <sup>170</sup> Mehrstimmrechte hielt *Nußbaum* allerdings im Gegensatz zu *Solmssen* für kontraproduktiv: Sie schützen nicht nur die gute und erfolgreiche, sondern sogar vorzugsweise die untüchtige und selbst die unredliche Verwaltung. <sup>171</sup> Das Gefühl, der Verwaltung ausgeliefert zu sein, habe „dazu beigetragen, daß der solide Daueraktionär der Vorkriegszeit mehr und mehr durch den auf kurze Frist operierenden Spekulanten ersetzt worden ist“. <sup>172</sup>

Gleichsam den Gegenpol zu *Nußbaum*, der Mehrstimmrechte für ungeeignet zur Förderung einer langfristigen Orientierung hielt, bildete *Müller-Erbach*. Er zeigte sich ebenfalls sehr kritisch gegenüber *Solmssens* Ausführungen <sup>173</sup> und zitierte mehrfach zustimmend *Nußbaum*, <sup>174</sup> wollte aber, völlig anders als dieser, die Einflussverteilung noch viel stärker an der kurz- oder langfristigen Orientierung der Aktionäre ausrichten. Seine Überlegungen lohnen aus zwei Gründen eine nähere Betrachtung: Erstens wurden sie nachfolgend, insbesondere im Vorfeld des Aktiengesetzes von 1937, intensiv diskutiert und – was zunächst überrascht – auch von nationalsozialistischer Seite positiv aufgenommen. <sup>175</sup> Zweitens behandelten sie, wie sich später zeigen wird, bereits viele Probleme, die heute unter etwas veränderten Vorzeichen für Bemühungen zur Aktivierung langfristigen Aktionärsverhaltens wie das Stewardship-Konzept bedeutsam sind.

*Müller-Erbachs* Vorschlag beruhte auf drei Prämissen: erstens dem Regeltypus der konzernierten Aktiengesellschaft, in der allein Großaktionäre Einfluss ausüben können, während die Rechte der Kleinaktionäre allenfalls zu Missbrauchszwecken taugen. <sup>176</sup> Zweitens konzipierte er die Mitgliedschaft als Dauerverhältnis, in dem verbindliche Mehrheitsbeschlüsse entscheidend durch eine typische Gleichrichtung der mitgliederschaftlichen Interessen aller Beteiligten gerechtfertigt sind, die wiederum mit dem Eigeninteresse des Verbandes selbst übereinstimmen. <sup>177</sup> Rechtspolitische Erkenntnisse müssten sich an der tatsächlichen Interessenlage ausrichten, aus Praktikabilitätsgründen <sup>178</sup> könne diese aber gegebenenfalls nicht vollständig in die Rechtsgestaltung übertragen werden. <sup>179</sup> Drittens müsse bei der Ausgestaltung der Mitgliedschaft das für die Allgemeinheit geringere Interesse dem höheren weichen, bei der Aktiengesellschaft der rechtliche Schutz der Interessen des Kleinaktionärs dem Eigeninteresse der AG. <sup>180</sup> Denn die Aktiengesellschaft weise, ungeachtet eines „gewisse[s]n demokratische[s]n Geprä[s]e[s]“ durch die Gesetzgebung, eine „aristokratische Organisation“ auf, weil die Unternehmensleitung „nicht in den Händen einer Vielheit liegen kann“. <sup>181</sup>

Ausgehend von diesen Prämissen – große Konzern-AG, Mitgliedschaftsrechte gerechtfertigt nur durch Interessengleichklang, aristokratische Organisation mit Nachrang

<sup>170</sup> *Ders.*, Aktionär und Verwaltung, 1928, S. 8–9.

<sup>171</sup> *Ders.*, Aktionär und Verwaltung, 1928, S. 4.

<sup>172</sup> *Ders.*, Aktionär und Verwaltung, 1928, S. 8.

<sup>173</sup> Siehe *Müller-Erbach*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 1 (Rolle der Bankenvertreter, also namentlich *Solmssens*, in der DJT-Reformkommission), 24, 30 Fließtext sowie Fn. 1.

<sup>174</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 3, 19, 22.

<sup>175</sup> Dazu näher unter 2. Teil, § 2 I.2.c), S. 302 ff.

<sup>176</sup> *Müller-Erbach*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 3.

<sup>177</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 7.

<sup>178</sup> Beweisschwierigkeiten, Rechtssicherheit, Bewegungsfreiheit der Rechtsunterworfenen.

<sup>179</sup> *Müller-Erbach*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 7–8.

<sup>180</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 16.

<sup>181</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 18.

des Kleinaktionärs – erschien *Müller-Erbach* die Mitgliedschaft des Kleinaktionärs stark reformbedürftig: Die Mitglieder der Aktiengesellschaft scheiden sich, beobachtete er, in zwei Gruppen: erstens solche mit dauernder Beteiligungsabsicht und dem Ziel einer Einflussnahme auf die Verwaltung, zweitens solche, die lediglich eine Anlage ohne Bereitschaft zu Engagement suchen und teilweise sogar als „Nomadenaktionäre“ nur auf eine Kurssteigerung spekulieren. Letztere verdrängten – so *Müller-Erbach* im Anschluss an *Nußbaum* – immer mehr den „soliden Daueraktionär der Vorkriegszeit“. Da die beiden Aktionärsgruppen ein abweichendes Interesse mit ihrer Gesellschaft verbinde, müsse sich das Recht darauf einstellen.<sup>182</sup> Dabei schied es allerdings für *Müller-Erbach* aus, unmittelbar an Anlagehorizont und Bereitschaft zu Engagement der Aktionäre anzuknüpfen, denn das Gesetz könne sich nicht auf ihre inneren Beweggründe zur Verbindung mit der Gesellschaft einlassen. Es bedürfe objektiver, äußerlich erkennbarer Kennzeichen. Folglich müsse das Gesetz die Gesellschafter gröber in Groß- und Kleinaktionäre scheiden. Diese Gruppenbildung komme im Wesentlichen auf dasselbe hinaus, weil große Aktienpakete nicht leicht kursneutral abzustoßen seien und den Aktionär somit „von selbst“ enger mit dem Unternehmen verbänden und dazu drängten, sich des Unternehmens anzunehmen.<sup>183</sup>

Die Mitgliedschaft des Kleinaktionärs kennzeichnete nach *Müller-Erbach* eine „Atomisierung und Verflüchtigung“ des mitgliedschaftlichen Interesses, bedingt durch einen kleinen Anteil und leichte Übertragbarkeit („Abstreifen der Mitgliedschaft“). Indem der deutsche Gesetzgeber trotzdem auf gleichen Stimm- und Verwaltungsrechten für alle Aktien bestehe, habe er „unökonomisch Rechte geschaffen“, denen das erforderliche Interesse fehle. Notwendige Folge sei, dass der Kleinaktionär seine Rechte nicht ausübe<sup>184</sup> und diese letztlich den großen Depotbanken<sup>185</sup> „verantwortungslosen Einfluss“ eröffnen.<sup>186</sup>

Der Gedanke der Aktienrechtskommission, dass nur ein Dauerinteresse an dem Gang des Unternehmens einen Einfluss auf dessen Leitung rechtfertigt,<sup>187</sup> bildet den Leitstern für *Müller-Erbachs* Reformvorschlag zur Rechtsstellung der Klein- und Großaktionäre.<sup>188</sup>

*Müller-Erbach* hielt es für aussichtslos, den Kleinaktionär durch „Erziehung“<sup>189</sup> oder mittels Interessen- oder Schutzvereinigungen<sup>190</sup> in einen langfristigen, engagierten Anteilseigner zu verwandeln. Ohne ein entsprechendes Interesse gewöhnen seine Mitgliedschaftsrechte Leben nur zum eigennütigen, gesellschaftsfremden Missbrauch. Zudem laufe es dem Interesse des Unternehmens zuwider, wenn es „Hundertern von geschäftsunkundigen Mitgliedern oder auch einem Börsenspekulanten, der im Termingeschäft

<sup>182</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 19.

<sup>183</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 19.

<sup>184</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 20–21.

<sup>185</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 22: „Das unverwertete Recht ließ sich von einem Interesse suchen, und dieses Interesse fand sich alsbald bei den Großbanken.“

<sup>186</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 23. *Müller-Erbach* erachtete die damit bezeichnete Praxis der Legitimationszession im damaligen Deutschland entgegen der überwiegenden Ansicht für unzulässig. Er räumte aber ein, dass es praktisch aufgrund von Beweisproblemen nicht möglich sei, auf der Generalversammlung zu unterscheiden zwischen einer – nach *Müller-Erbach* unzulässigen – Ausübung des Stimmrechts im eigenen Interesse der Bank und einem Ausüben des Stimmrechts im Interesse des Aktionärs durch die Bank als dessen mittelbarer oder unmittelbarer Stellvertreter (dazu a. a. O., S. 9, 24–25).

<sup>187</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 22, mit dem – berechtigten – Hinweis, dass die Kommission hieraus keine, für *Müller-Erbach* indes notwendige, Folgerung gezogen habe.

<sup>188</sup> Siehe *ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 37, 45.

<sup>189</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 21.

<sup>190</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 26.

vorübergehend große Mengen von Aktien in seine Hand gebracht hat“, erlaubt sei, in die Geschäftsführung hineinzureden.<sup>191</sup> *Müller-Erbach* forderte daher, bei großen börsenfähigen Gesellschaften das Stimmrecht der Kleinaktie und damit des Kleinaktionärs abzuschaffen.<sup>192</sup> Als stimmbähig sollten nur Anteile von 1/1.000, bei vinkulierten Aktien von 1/5.000 angesehen werden, und ein Börsenhandel dieser Großaktien sollte ausgeschlossen sein. Börsenmäßig gehandelt werden sollten nur stimmlose Aktien.<sup>193</sup> Im Gegenzug für den Stimmrechtsverlust seien die Kleinaktionäre durch eine Vorzugsdividende vor einer Thesaurierungspolitik zu schützen. Hiervon versprach sich *Müller-Erbach* zugleich, dass solche Aktien marktghängig und als Anlage attraktiv werden würden.<sup>194</sup> Das Recht zur Teilnahme an der Generalversammlung und auf Auskunft wollte *Müller-Erbach* dem Inhaber einer Kleinaktie belassen bzw. in Relation zur Rechtsprechung sogar stärken, ein Anfechtungsrecht allerdings auf einen mehrheitlich gewählten Vertreter verlagern. In diesen Schutzvorkehrungen zugunsten des Kleinaktionärs sah *Müller-Erbach* einen wesentlichen Vorzug gegenüber Mehrstimmaktien.<sup>195</sup>

Die Großaktionäre, legitimiert durch ihr Dauerinteresse, sollten allein über die Gesellschaft herrschen. Hiermit müsse das Recht aber auch eine entsprechende Verantwortung verbinden, denn „Einfluß verpflichte“.<sup>196</sup> Die Großaktionäre sollten deshalb im Interesse der Kleinaktionäre und auf Antrag ihres Vertreters einmalig zur teilweisen bzw. vollständigen Neueinzahlung ihres Nennbetrags verpflichtet sein, wenn das Grundkapital zu einem wesentlichen Teil verloren gegangen ist – dies sollte eine regelmäßige gründliche Prüfung eruieren –, es sei denn, der Verlust beruhe nachweislich auf höherer Gewalt.<sup>197</sup> Für grob fahrlässige oder vorsätzliche Schädigungen sollte ein Großaktionär voll schadensersatzpflichtig sein.<sup>198</sup> Um all dies abzusichern, sollten die Aktien der Großaktionäre auf Namen lauten, mindestens 10 % des Grundkapitals ausmachen, gestückelt in höchstens 20–25 Anteile mit einem hohen Mindestnennbetrag<sup>199</sup> und zudem zum Schutz gegen Überfremdung vinkuliert werden dürfen. Hierdurch würde auch ausgeschlossen, dass Spekulanten, die nur vorübergehend Anteile halten, Einfluss auf die AG nehmen können.<sup>200</sup> Um eine Ausweichbewegung auf die GmbH zu verhindern, unterbreitete *Müller-Erbach* knapp auch für diese Reformvorschläge.<sup>201</sup>

<sup>191</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 27–28.

<sup>192</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 30: Sein mitgliedschaftliches Interesse sei so geschwächt, dass es bei solchen „Riesengebilden“ kein Stimmrecht mehr tragen könne.

<sup>193</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 28.

<sup>194</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 32. *Müller-Erbach* greift dabei auf S. 33 zustimmend den Vorschlag der Aktienrechtskommission auf, eine mindestens 6%ige, nachzahlbare Vorzugsdividende vorzusehen.

<sup>195</sup> Das mit diesen angestrebte Ziel sei berechtigt, aber der Weg bedeute einen schweren Rechtsbruch und eine entschädigungslose Entrechtung der Mitaktionäre. Mehrstimmaktien erforderten daher ähnliche Schutzvorkehrungen. Zudem könnten Mehrstimmaktien die Überfremdung gerade fördern, zum Ganzen *ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 29, 34–35.

<sup>196</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 37.

<sup>197</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 42–43.

<sup>198</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 43.

<sup>199</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 45 (nicht unter 10.000 Mark).

<sup>200</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 45.

<sup>201</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 46–49: Regelung eines Mindestanteils der Beteiligung wie nach seinem Vorschlag für Großaktionäre, subsidiäre Haftung der Gesellschafter im Insolvenzfall gegenüber den Gesellschaftsgläubigern in Höhe des Nennbetrags des jeweiligen Geschäftsanteils jedes einzelnen Gesellschafters.

*Müller-Erbach* war sich der Radikalität seines Reformansinnens bewusst. Einleitend wandte er sich ausdrücklich gegen eine Beschränkung von Reformüberlegungen auf einen „Vorschlag des geringsten Widerstands“, den die politische Machtverteilung „alsbald gesetzgeberisch zu verwirklichen erwarten läßt“,<sup>202</sup> zugunsten einer Besinnung auf „die werbende Kraft der Gedanken“.<sup>203</sup> Vielleicht deswegen hat *Wiethölter Müller-Erbach* als radikalen Außenseiter eingeordnet, dessen Ansicht die aktienrechtliche Entwicklung zur Kenntnis genommen, aber nicht sonderlich beachtet habe.<sup>204</sup> Die Aufnahme des Vorschlags im unmittelbaren Vorlauf zum Aktiengesetz 1937 wird damit freilich deutlich unterzeichnet.<sup>205</sup> Aus heutiger Sicht besonders interessant sind augenfällige Parallelen zur Debatte nach der Finanzkrise, auch wenn nunmehr institutionelle Anleger mit eher geringen Anteilen im Zentrum stehen: Diese sucht man verbreitet und mit verschiedenen rechtlichen Instrumenten zu langfristig orientiertem Engagement zu „erziehen“, und bei der wieder aktuellen Diskussion um Mehrstimmrechte stellt sich nicht nur die Frage, wie erwünschte langfristige von unerwünschten kurzfristigen Anlegern äußerlich unterschieden werden können, sondern auch, wie das Aktieneigentum an bestimmten Anteilen klar nachvollzogen werden kann. Die Ausführungen *Müller-Erbachs* scheinen in diesem Kontext wieder aktuell und anregend.

#### gg) Wirtschaftsenquete-Generalbericht

Noch vor dem 34. Juristentag im September 1926 erließ der Reichstag im April 1926 ein Gesetz über einen Ausschuss zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft.<sup>206</sup> Dieser sog. Enqueteausschuss setzte einen I. Unterausschuss ein, der wiederum seine dritte Arbeitsgruppe beauftragte, die Wandlungen in den wirtschaftlichen Organisationsformen zu erforschen. Diese Arbeitsgruppe führte zunächst Tatsachenerhebungen auf dem Gebiet des Aktien- und Kartellwesens durch und veröffentlichte 1930 einen darauf aufbauenden Generalbericht über die Wandlungen der aktienrechtlichen Gestaltung in rechtlicher Hinsicht, entworfen von *Flechtheim, Geiler und Schmulewitz*.<sup>207</sup>

Der Bericht diskutierte die zeitliche Orientierung im Aktienrecht vor allem bei Mehrstimmrechten, entsprechend dem Diskussionsschwerpunkt der Weimarer Zeit. Das Aufkommen dieser Rechte wurde im Wesentlichen auf die Gefahr äußerer, vor allem aber innerer Überfremdung während der Inflationszeit zurückgeführt. Außerdem sah man es

<sup>202</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 4.

<sup>203</sup> *Ders.*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 5.

<sup>204</sup> *Wiethölter*, Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, 1961, S. 43–44.

<sup>205</sup> Dazu noch unten 2. Teil, § 2 I.2. c), S. 302 ff.

<sup>206</sup> Reichsgesetzblatt I vom 20. April 1926, Nr. 21, S. 195–196. Die Art der Ausschusseinrichtung ist für heutige Verhältnisse durchaus bemerkenswert: Der Ausschuss setzte sich aus Mitgliedern zusammen, die vom Reichstag (elf) und dem vorläufigen Reichswirtschaftsrat (neun) vorgeschlagen sowie von der Reichsregierung bestimmt wurden (neun), ergänzt um neun zuzuwählende Mitglieder (§ 2). Der Ausschuss erhielt bestimmte Ermittlungsbefugnisse, insbesondere konnte er Auskünfte und Gutachten fordern, Besichtigungen vornehmen und die Vorlage von Unterlagen verlangen, wobei bewusste und fahrlässige Falschangaben unter Strafe gestellt wurden (§ 4). Die Mitglieder des Ausschusses erhielten mit Blick auf die Ausschusstätigkeit Immunität (§ 11) und unterlagen einer Verschwiegenheitspflicht (§ 12). Die Mitglieder konnten Sondervoten abgeben (§ 5) und erhielten eine Entschädigung und Reisekosten (§ 14).

<sup>207</sup> *Ausschuss zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft* (Enqueteausschuss), Quellen Weimar, 1999, S. 741, 745–746 (VII–VIII).

als Beitrag dazu, „einen Grundzug der Entwicklung des Aktienwesens“ zu befriedigen, der darauf beruhe, dass es wirtschaftlich notwendig sei, auf lange Sicht zu handeln und zu entscheiden. Für die Gegenwart konstatierte der Ausschuss allerdings eine abnehmende Bedeutung der Mehrstimmrechtsaktie.<sup>208</sup> In der rechtspolitischen Bewertung waren die Mitglieder gespalten: Einige kritisierten die Durchbrechung der Entsprechung von Kapitalbeteiligung und Verwaltungsmacht. Demgegenüber argumentierte die Mehrheit, die Herrschaftsaktie fördere die Stabilität der Verwaltung gegen Zufallsmehrheiten und Spekulation. Dies liege im Interesse einer guten Leitung des Unternehmens, dem ein häufiger Wechsel der Geschäftspolitik sehr nachteilig sein könne, vor allem in schwierigen Wirtschaftsverhältnissen. Der Ausschuss erblickte hier also ein probates Mittel gegen kurzfristiges Denken. Auch eine Überfremdungsfahr bestehe noch fort.<sup>209</sup>

Aktionäre teilte der Ausschuss in drei Gruppen ein: (1) engagierte Unternehmensaktionäre mit Beherrschungsinteresse, (2) meist passive und nur bei Misserfolg aktive Anlageaktionäre mit Interesse an hohen Ausschüttungen statt Thesaurierung zur Stärkung des Betriebes sowie (3) Spekulationsaktionäre, die von kurzfristigen Börsenbewegungen profitieren wollen.<sup>210</sup> Eine konstruktive Beteiligung vermisste der Ausschuss bei den letzten beiden Gruppen weitgehend, hielt Konsequenzen aber nur mit Blick auf missbräuchliche Rechtsausübungen vor allem bei der Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage für geboten.<sup>211</sup> Dies war insofern konsequent, als man sich eine langfristige Perspektive bereits aus Mehrstimmrechten zugunsten der Verwaltung versprach.

#### *hh) Konsultation des Reichsjustizministeriums*

Das Reichsjustizministerium begann 1928 mit Reformarbeiten und führte zu diesem Zweck eine umfangreiche Konsultation zu 720 Einzelfragen durch,<sup>212</sup> um insbesondere die Spitzenverbände von Handel und Industrie, die Handelspresse, daneben Gewerkschaften und Rechtswissenschaft zu einer umfassenden Meinungsäußerung zu veranlassen.<sup>213</sup> Fragebogen IV widmete sich dem Themenkomplex Generalversammlung und Stimmrecht. Das 1. Kapitel enthält unter Ziffer 1 Fragen zu Mehrstimmrechtsaktien und Überfremdungsfahr und unter Ziffer 2 Fragen zu anderen denkbaren Gründen, um die Beibehaltung von Mehrstimmrechten zu rechtfertigen, darunter unter lit. b), ob das Dauerinteresse des Unternehmens grundsätzlich erhöhten Schutz gegenüber dem Individualinteresse des Einzelaktionärs verdiene, sowie unter lit. c), ob insbesondere das Dauerinteresse des Unternehmens mit Rücksicht auf die Gefahr des Einbruchs spekulativer Kräfte und gesellschaftsfremder Konkurrenz schutzbedürftig sei, unter dem Schlagwort „innere Überfremdungsfahr“.<sup>214</sup>

Generell am einflussreichsten war die Antwort des Deutschen Anwaltvereins.<sup>215</sup> Er beantwortete beide Fragen in auffälligem Gegensatz zur bisherigen Reformdebatte ver-

<sup>208</sup> *Ders.*, Quellen Weimar, 1999, S. 741, 757–759 (9–11).

<sup>209</sup> *Ders.*, Quellen Weimar, 1999, S. 741, 759–760 (11–12).

<sup>210</sup> *Ders.*, Quellen Weimar, 1999, S. 741, 766–768 (18–20).

<sup>211</sup> *Ders.*, Quellen Weimar, 1999, S. 741, 769–771 (21–23).

<sup>212</sup> *Reichsjustizministerium*, Quellen Weimar, 1999, S. 209 ff.; dazu *Klausing*, Reform des Aktienrechts, 1933, S. 42.

<sup>213</sup> *Schubert*, Quellen Weimar, 1999, S. 13, 15–16.

<sup>214</sup> *Reichsjustizministerium*, Quellen Weimar, 1999, S. 209, 240.

<sup>215</sup> *Schubert*, Quellen Weimar, 1999, S. 13, 16; *Schubert*, SZG 103 (1986), 140, 151; *Bezenberger*, Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, 1991, S. 18 (im Kontext der Vorzugsaktie).

neinend.<sup>216</sup> Auch eine Gefahr äußerer Überfremdung sah man nur in sehr geringem Maße, hielt Mehrstimmrechte aber im Einzelfall bei Sacheinlagen schwer bestimmbarer Werte, bei Sanierungen sowie unter Umständen beim Kampf zweier Interessengruppen innerhalb einer Gesellschaft für sinnvoll.<sup>217</sup>

Weitere wichtige Stellungnahmen stammten vom Reichsverband der Deutschen Industrie, dem Deutschen Industrie- und Handelstag, dem Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes, der Vereinigten Handelsredakteure und den Gewerkschaften.<sup>218</sup>

Der Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes setzte eine Kommission zur Beantwortung des Fragebogens ein, die in Bezug auf (Mehr-)Stimmrechtsaktien gespalten war: Mitglieder mit Tätigkeitsschwerpunkt im Effektenhandel lehnten sie völlig ab, Mitglieder, die sich mit industriellem Emissions- und Finanzierungsgeschäft befassten, erachteten sie mehrheitlich für unerlässlich.<sup>219</sup> Im letztgenannten Sinne argumentierte der Berichterstatter *Sintenis*: Er wandte sich zwar gegen eine Gegenüberstellung von Gelegenheitsaktionären oder Tagesspekulanten und der dauernden Verwaltungsgruppe, betonte aber ganz ähnlich einen Gegensatz der Interessen an möglichst hoher Rendite sowie an einer starken und soliden Leitung. Diese könnten scharf aufeinanderprallen, soweit der Verwaltung, welche eine langfristige Wirtschaftspolitik betreiben müsse, mehr an einer Verstärkung der Reserven liege, den Einzelaktionären hingegen an möglichst hohen Ausschüttungen. Insbesondere in wirtschaftlich unsicheren Zeiten könnten ungenügende Reserven dem Unternehmen schaden. Die Verwaltung sei verpflichtet, dies zu verhindern. Sie könne sich dazu auf Daueraktionäre (Anlageaktionäre, Großaktionäre) sowie nahestehende Banken stützen, bedürfe aber in vielen Fällen ergänzend Schutzaktien.<sup>220</sup> Die Stetigkeit der Verwaltung durch Herrschaftsaktien erleichtere überdies die Kreditversorgung.<sup>221</sup> Äußere und innere Überfremdung erkannte *Sintenis* unter Verweis auf zahlreiche Praxisfälle und ausländische Abwehrregelungen als Probleme an,<sup>222</sup> betonte aber, dass günstiges ausländisches Kapital aus Unternehmenssicht auch erwünscht sein könne,<sup>223</sup> ähnlich wie innere Überfremdung nicht stets schädlich sei, wenn sie Zusammenschlüsse herbeiführe.<sup>224</sup>

Der Co-Referent *Hamel* argumentierte im Sinne der Effekthändler: Mehrstimmrechtsaktien schützten neben guten auch schlechte Verwaltungen, eine Beständigkeit der Verwaltung habe ihre Vorteile, berge aber auch die Gefahr der Veraltung.<sup>225</sup> Die Vorstellung „inländischer Überfremdung“ sei abzulehnen bzw. werde erst gerade durch Mehrstimmrechtsherrschaft herbeigeführt. Die Sorge vor ausländischer Überfremdung sei zwar berechtigt, Mehrstimmrechte stellten aber kein Patentrezept zur Abwehr dar.<sup>226</sup>

Demgegenüber sprach man sich erwartbar einhellig gegen Beschränkungen von AGB-vertraglichen Ermächtigungen der Banken zur Vertretung deponierter Aktien aus, hier

<sup>216</sup> *Deutscher Anwaltverein*, Quellen Weimar, 1999, S. 443, 533.

<sup>217</sup> *Ders.*, Quellen Weimar, 1999, S. 443, 531–532.

<sup>218</sup> *Schubert*, Quellen Weimar, 1999, S. 13, 17.

<sup>219</sup> *Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes*, Quellen Weimar, 1999, S. 295, 298.

<sup>220</sup> *Ders.*, Quellen Weimar, 1999, S. 295, 359.

<sup>221</sup> *Ders.*, Quellen Weimar, 1999, S. 295, 360.

<sup>222</sup> *Ders.*, Quellen Weimar, 1999, S. 295, 360–364.

<sup>223</sup> *Ders.*, Quellen Weimar, 1999, S. 295, 360.

<sup>224</sup> *Ders.*, Quellen Weimar, 1999, S. 295, 361.

<sup>225</sup> *Ders.*, Quellen Weimar, 1999, S. 295, 395.

<sup>226</sup> *Ders.*, Quellen Weimar, 1999, S. 295, 395–396.

mit dem Argument, Zufallsmehrheiten zu verhindern und den Banken einen Einfluss auf die Verwaltung bereits vor der Generalversammlung zu erhalten.<sup>227</sup>

Der Reichsverband der Deutschen Industrie betonte die fortbestehend hohe Bedeutung auch kleiner Aktiengesellschaften. Er trat daher für eine offene Regelung ein, die aber jedenfalls den Gedanken nicht verletzen dürfe, dass Interesse und Wohl des Unternehmens gegenüber dem Eigeninteresse des Aktionärs eine selbstständige Berechtigung haben.<sup>228</sup> Zugleich erkannte man an, dass es dem Aktionär möglich sein müsse, sich bei Wahrnehmung seiner Rechte von seinen eigenen Interessen leiten zu lassen.<sup>229</sup> Einen Schutz gegen unwillkommene Auslandsbeteiligungen ebenso wie gegen Beherrschungsversuche gegensätzlich interessierter inländischer Aktionäre wertete man als berechtigte Anliegen und – trotz Missbrauchspotenzial – als Rechtfertigung für Mehrstimmrechte, ohne aber mit der Dichotomie kurzfristig vs. langfristig zu argumentieren.<sup>230</sup>

In ähnlicher Weise plädierte der DIHT dafür, Mehrstimmrechte in der bestehenden Form beizubehalten, um Überfremdungsgefahren angesichts fortbestehender Kapitalknappheit abzuwehren, den Familiencharakter vieler Gesellschaften zu schützen und Interessengemeinschaften zu festigen.<sup>231</sup> Missstände räumte man ein, lastete sie aber den wirtschaftlichen Verhältnissen anstatt dem aktienrechtlichen Rahmen an.<sup>232</sup> Das Interesse des Unternehmens sei in der Regel auch dasjenige der Aktionäre, in Konfliktfällen müsse aber Ersteres vorgehen.<sup>233</sup> Die Dichotomie kurz- versus langfristiger Interessen spielte für den DIHT hier keine ersichtliche Rolle.

Den gleichen Ausgangspunkt vertraten die Gewerkschaften: Das in der Form der AG betriebene Unternehmen sei ein selbstständiges schutzwürdiges Rechtsgut, hinter dessen Wohl die Eigeninteressen des Aktionärs zurücktreten müssten, freilich aber auch mit erhöhten Kontrollmöglichkeiten „der Volksgesamtheit“.<sup>234</sup> Eine Überfremdungsgefahr wies man zurück.<sup>235</sup>

## ii) Der Gesetzentwurf von 1930

Die breite fachliche und öffentliche Diskussion mündete zunächst 1930 in einen Entwurf eines Gesetzes über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (AktG-E 1930).<sup>236</sup> Im Lichte der vorangegangenen Debatte durchaus überraschend spielte der Gegensatz kurz- versus langfristiger Interessen dort eine kaum erkennbare Rolle. Die Entwurfsverfasser orientierten sich hier wie sonst, wie auch die Begründung andeutet,<sup>237</sup> ersichtlich stark an dem Ergebnis der Konsultation.<sup>238</sup> Diese hatte nach Bedarf

<sup>227</sup> Ders., Quellen Weimar, 1999, S. 295, 299.

<sup>228</sup> Reichsverband der Deutschen Industrie, Quellen Weimar, 1999, S. 649, 652.

<sup>229</sup> Ders., Quellen Weimar, 1999, S. 649, 657.

<sup>230</sup> Ders., Quellen Weimar, 1999, S. 649, 659–660.

<sup>231</sup> Deutscher Industrie- und Handelstag (DIHT), Quellen Weimar, 1999, S. 667, 670.

<sup>232</sup> Ders., Quellen Weimar, 1999, S. 667, 668.

<sup>233</sup> Ders., Quellen Weimar, 1999, S. 667, 686.

<sup>234</sup> Allgemeiner Deutscher Gewerkschaftsbund/Allgemeiner Freier Angestelltenbund, Quellen Weimar, 1999, S. 693, 695.

<sup>235</sup> Dies., Quellen Weimar, 1999, S. 693, 697.

<sup>236</sup> Abgedruckt einschließlich Begründung und Einführungsgesetz bei Schubert (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, 847–974.

<sup>237</sup> Erläuternde Bemerkungen zum Entwurf 1930, in: Schubert (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, S. 935, 938.

<sup>238</sup> Hierfür spricht auch die zeitliche Abfolge: Der Entwurf wurde unmittelbar nach Abschluss der Fragebogenaktion aufgestellt, dazu näher ders., SZG 103 (1986), 140, 152–153.

für den Schutz von Dauerinteressen gefragt, war damit aber bei den wichtigen Stellungnahmen auf keine oder gespaltene Resonanz getroffen. Hierzu könnte beigetragen haben, dass sich bei der Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien, die als Gegenmaßnahme zur Stärkung langfristiger Kräfte in der Diskussion standen, mittlerweile eine gewisse Ausbalancierung eingestellt hatte.<sup>239</sup> Selbst im Kreis der Bankenvertreter, die mit *Solmsen* einen der prominentesten Verfechter der Sorge um kurzfristige Einflüsse stellten, war deren Berechtigung heftig umstritten gewesen,<sup>240</sup> wodurch die Überzeugungskraft des Anliegens ebenso wie seine politische Priorität stark gelitten haben dürften. Die Entwurfsbegründung bekennt sich zwar zu der Vorstellung, dass das Unternehmen als „Rechtsgut besonderer Eigenart“ Schutz und Förderung des Staates auch im Konflikt mit Sonderinteressen der Aktionäre bedürfe.<sup>241</sup> Die moderne Aktiengesellschaft sei nicht nur eine Form für individuelles Gewinnstreben, sondern habe in verschiedenen Abstufungen auch den allgemeinen Interessen des Volkes zu dienen,<sup>242</sup> wobei bei „richtiger Einstellung einzelner Aktionäre“ kein Interessengegensatz bestehe.<sup>243</sup> Die Entwurfsbegründung konkretisiert eine solche „richtige Einstellung“ aber nicht näher, insbesondere nicht mit Blick auf den Zeithorizont. Schädliche Einflussnahmen werden nur mit Blick auf Groß- und Unternehmeraktionäre sowie ausschlaggebende Aktionäre thematisiert.<sup>244</sup> Mit Blick auf Mehrstimmrechte sowie verwandte Konstruktionen strebte der Entwurf dementsprechend nach wirksamem Schutz gegen eine Verfälschung des Mehrheitswillens.<sup>245</sup> Vorratsaktien sollten abgeschafft, Mehrstimmrechte deutlich eingeschränkt und ihre Einziehung erleichtert werden.<sup>246</sup> Eine vermeintliche Überfremdungsgefahr be-

<sup>239</sup> Die meisten Mehrstimmrechtsaktien wurden während der Phase der hohen Inflation geschaffen, anschließend wurden seltener neue begeben. Zudem sorgten die öffentliche Kritik an den Missständen, welche Mehrstimmrechtsaktien hervorgerufen hatten, eine restriktivere Praxis der Zulassungsstellen der Börsen und eine verminderte Gefahr der „Überfremdung“ durch ausländisches Kapital für eine Abschaffung vieler bestehender Mehrstimmrechtsaktien, *Schmalenbach*, Finanzierungen, 1. Teil<sup>5</sup>, 1932, S. 160.

<sup>240</sup> Dazu 2. Teil, § 2 I. 2. b) hh), S. 298 ff.

<sup>241</sup> Erläuternde Bemerkungen zum Entwurf 1930, in: Schubert (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, S. 935, 936.

<sup>242</sup> Erläuternde Bemerkungen zum Entwurf 1930, in: Schubert (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, S. 935, 937.

<sup>243</sup> Erläuternde Bemerkungen zum Entwurf 1930, in: Schubert (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, S. 935, 936.

<sup>244</sup> Erläuternde Bemerkungen zum Entwurf 1930, in: Schubert (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, S. 935, 949.

<sup>245</sup> Erläuternde Bemerkungen zum Entwurf 1930, in: Schubert (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, S. 935, 937. Inwieweit die geplanten wesentlichen Beschränkungen der Mehrstimmrechtsaktie tatsächlich deren Schattenseiten beseitigt hätten, war freilich im zeitgenössischen Schrifttum keinesfalls ausgemacht, dezidiert verneinend namentlich *Schmalenbach*, Finanzierungen, 1. Teil<sup>5</sup>, 1932, S. 162.

<sup>246</sup> § 94 I, II AktG-E 1930 gestattete ihre Ausgabe nur mit einer Dreiviertelmehrheit des vertretenen Grundkapitals, also ohne Berücksichtigung erhöhter Stimmrechte (Erläuternde Bemerkungen zum Entwurf 1930, in: Schubert (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, S. 935, 944), und zwar gemäß § 95 AktG-E 1930 ausschließlich als vinkulierte, nur mit Zustimmung der Gesellschaft übertragbare Namensaktien. Bestehende Aktien sollten umzuschreiben sein, Art. 13 EG-AktG-E 1930. Nach spätestens fünf Jahren sollten Stimmrechtsvorzüge mit einfacher Mehrheit des vertretenen Grundkapitals eingezogen oder beschränkt werden können, ohne qualifiziertes Mehrheitserfordernis bei den betroffenen Mehrstimmrechtsinhabern, § 96 AktG-E 1930. §§ 97–101 AktG-E 1930 gestatteten dafür Vorzugsaktien ohne Stimmrecht.

rücksichtigte man anderweitig.<sup>247</sup> Der Fortgang des Entwurfs wurde bekanntlich durch Zusammenbrüche wichtiger Bank- und Versicherungsgesellschaften überholt. Sie veranlassten die Reichsregierung, dringliche Reformelemente per Notverordnung vorwegzunehmen.<sup>248</sup> Die nicht umgesetzten Teile verloren danach mangels politischer Lobby und angesichts ideologischer Kritik ihre politische Schubkraft.<sup>249</sup>

### c) Die Bekämpfung kurzfristiger Einflüsse zwischen Weimarer Republik und NS-Ideologie

Statt den Entwurf von 1930 weiterzubetreiben, sammelte das Reichsjustizministerium neue, nationalsozialistische Reformanregungen, erstellte daraus Vorschläge einer Reform des Aktienrechts<sup>250</sup> und übersandte diese an den Vorsitzenden des Aktienrechtsausschusses der Akademie für deutsches Recht (AkDR). Weitere Bedeutung für die Reform hatte das allerdings nicht.<sup>251</sup> Die prägenden Schritte zum AktG 1937 bildeten vielmehr zwei sukzessive Berichte des Aktienrechtsausschusses der AkDR, ein darauf aufbauender erster Entwurf des Reichsjustizministeriums von 1935 sowie zwei Reden, die erste von dem damaligen Staatssekretär im Reichsjustizministerium *Franz Schlegelberger*, die zweite vom Reichsbankdirektor und beauftragten Reichswirtschaftsminister *Hjalmar Schacht*.

Die AkDR war als nationalsozialistische Institution gegründet und konzipiert,<sup>252</sup> verfolgte teilweise aber auch eine relativ normale rechtswissenschaftliche Akademietätig-

<sup>247</sup> Siehe Erläuternde Bemerkungen zum Entwurf 1930, in: Schubert (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), 1999, S. 935, 946, 960, dort zugleich einräumend, dass die Wirtschaft auf Auslandskapital angewiesen sei.

<sup>248</sup> Aus zeitgenössischer Sicht *Mahn*, Der deutsche Volkswirt 1934, 1687, 1688; eingehend, insbesondere zu den Inhalten der Notverordnungen, *Engelke/Maltschew*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 570, 582 ff.; zum ministeriellen und politischen Ablauf *Schubert*, SZG 103 (1986), 140, 154–156.

<sup>249</sup> Zum einen war die Wirtschaft an einem Inkrafttreten des Restentwurfs nicht mehr interessiert, da eine Verschärfung der Vorlage zu erwarten war (so *Schubert*, SZG 103 (1986), 140, 157, mit Schilderung und Belegen zur weiteren Erörterung des Entwurfs a. a. O., S. 157–159), zum anderen galt der Entwurf ideologisch nach der Ernennung Hitlers zum Reichskanzler als nicht mehr tragfähig (exemplarisch *Bachmann*, Die Deutsche Volkswirtschaft 1933, 264: „Sie [die Regierung Hitler] wird ihn [Entwurf von 1930] dort vermodern lassen müssen, weil seine geistige Grundlage heute nicht mehr tragbar ist.“; *Bachmann*, Die Deutsche Volkswirtschaft 1934, 590 („überalterte Weltanschauung“ des früheren Entwurfs); zahlreiche weitere eindrucksvolle Belege in Form scharfer polemischer Zitate aus dem „Völkischen Beobachter“ bei *Schubert*, in: ders. (Hrsg.), Ausschluß für Aktienrecht, 1986, S. XX ff.).

<sup>250</sup> Sie sind bisher unveröffentlicht geblieben, siehe *Schubert*, in: ders. (Hrsg.), Ausschluß für Aktienrecht, 1986, S. XX, XXV der auf ZStA Potsdam, RJM, Nr. 2948, Bl. 24 ff. verweist.

<sup>251</sup> *Schubert*, in: ders. (Hrsg.), Ausschluß für Aktienrecht, 1986, S. XX, XXV; *Bayer/Engelke*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 619, 624.

<sup>252</sup> Die Akademie für Deutsches Recht wurde am 26.06.1933 gegründet und erhielt zunächst durch Gesetz des Freistaats Bayern vom 22.09.1933 (Gesetz- und Verordnungsblatt für den Freistaat Bayern Nr. 37, S. 277) die Rechte einer Körperschaft des öffentlichen Rechts, später durch das Gesetz über die Akademie für Deutsches Recht vom 11. Juli 1934 (RGBl I Nr. 78 vom 12. Juli 1934, S. 605) den Status einer öffentlich-rechtlichen Körperschaft des Reichs. Die Aufgabe der AkDR bestand gemäß § 1 Abs. 1 der als Anlage zu dem Gesetz veröffentlichten Satzung (RGBl I Nr. 78 vom 12. Juli 1934, S. 605–607) darin, „die Neugestaltung des deutschen Rechtslebens zu fördern und in enger dauernder Verbindung mit den für die Gesetzgebung zuständigen Stellen das nationalsozialistische Programm auf dem gesamten Gebiete des Rechtes zu verwirklichen“. Zu ihrem Wirkungskreis gehörten die Mitarbeit bei Gesetzentwürfen, bei der Neugestaltung der rechts- und staatswissenschaftlichen Ausbildung, bei wissenschaftlichen Veröffentlichungen und der finanziellen Förderung von praktischen wissenschaftlichen Arbeiten zur Erforschung von Sondergebieten des Rechts, der Veranstaltung wissenschaftlicher Tagungen und Lehrkurse sowie der Pflege der Beziehungen zu gleichgerichteten Einrichtungen des Auslandes (§ 1 Abs. 2

keit. Tatsächlich werden die Akademieausschüsse im Wirtschaftsrecht heute zugleich als Instrument der Ministerialbürokratie angesehen, um von nationalsozialistischer Seite betriebene Reformen abzuschwächen, und als eine der wenigen offiziellen Institutionen, in denen damals eine wissenschaftlich ernst zu nehmende rechtspolitische Diskussion stattfinden konnte, ungeachtet der Tatsache, dass die Akademieprotokolle vielfach starke Parteinahme für den Nationalsozialismus zeigen.<sup>253</sup> Dies erklärt die Zusammenfassung von *Heins*, der die Zeit von 1933 bis 1937 pointiert kennzeichnet „durch den Widerstreit zwischen den vornehmlich aus Parteikreisen stammenden, vormodern-deutschtümelnden Vorstellungen einer Radikalreform des Aktienrechts und den Bemühungen einzelner Fachleute um die AkDR, das Reichsjustizministerium und insbesondere das Reichswirtschaftsministerium, zumindest den größten Unsinn zu verhindern“.<sup>254</sup>

Das Ziel, eine langfristige Orientierung von AG und Aktionären zu stärken, fand in diesem Prozess wieder starke Beachtung: In ihrem ersten Bericht<sup>255</sup> stellte die AkDR entsprechende Überlegungen im Zusammenhang mit dem nationalsozialistischen Programmziel<sup>256</sup> an, das anonyme Verhältnis zwischen Aktionären und Gesellschaft zu bekämpfen,<sup>257</sup> dessen Ursache man in kurzfristigen, spekulativen Handelsaktivitäten und/oder eigennütziger Ausübung von Rechten sah.<sup>258</sup> *Kißkalt* rief daher das Ziel aus, die Generalversammlung sollte der Geschäftsleitung als ein bekannter Kreis von interessierten Persönlichkeiten gegenüberstehen<sup>259</sup> – in der heutigen Diskussion erinnert dies

---

Nr. 1 bis 6 der Satzung). Formal war der Einfluss der Akademie indes begrenzt: Sie sollte in geeigneten Fällen bei der Erarbeitung von Gesetzentwürfen beteiligt werden, sofern kein Bedürfnis für Eile oder Geheimhaltung bestand und das Vorhaben nicht verzögert würde. In der Praxis variierte die Beteiligung der Akademie an wichtigen Gesetzgebungsvorhaben der NS-Zeit daher stark von Projekt zu Projekt (*Mertens*, Rechtsetzung im Nationalsozialismus, 2009, S. 44–45). Näher zu Gründung, interner Organisation („Führerprinzip“), Mitgliedern und Wirkung siehe *Schubert*, in: ders. (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. VIII ff.; *Mertens*, Rechtsetzung im Nationalsozialismus, 2009, S. 44–47, sowie die ausführlichen Angaben auf der Homepage der *European Holocaust Research Infrastructure* (EHRI), Akademie für Deutsches Recht, März 2015 <[https://portal.ehri-project.eu/units/de-002429-r\\_61](https://portal.ehri-project.eu/units/de-002429-r_61)> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>253</sup> So *Schubert*, in: ders. (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. VIII, XVII f. Für seine Ansicht spricht namentlich die a. a. O. berichtete Besetzung des Aktienrechtsausschusses, dessen Mitglieder *Schubert* rund zur Hälfte als Vertreter der Wirtschaft einordnet.

<sup>254</sup> *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 172; ganz ähnlich, mit sachlicherer und abstrakterer Formulierung *Riechers*, Das „Unternehmen an sich“, 1996, S. 154; *Bayer/Engelke*, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 619, 625.

<sup>255</sup> *Kißkalt*, in: *Schubert* (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 474 ff. = *ders.*, ZAkDR 1 (1934), 20 ff.

<sup>256</sup> Vgl. *Bachmann*, Die Deutsche Volkswirtschaft 1934, 590, 591: „Im Mittelpunkt der nationalsozialistischen Kritik am heutigen Aktienrecht steht die Anonymität [...]“; *Danielcik*, Die Deutsche Volkswirtschaft, 1934, 657 („Kampf gegen die Anonymität“ als eine von drei Kernfragen im Vordergrund einer nationalsozialistischen Aktienrechtsreform); ebenso aus nationalsozialistischer Sicht *Dix*, Der deutsche Volkswirt 1933, 242 ff., insb. S. 242. Viele der nach 1933 erschienenen Dissertationen und Aufsätze zu tatsächlichen oder vermeintlichen Verwerfungen im Kapitalgesellschaftsrecht führten das damalige Modethema der Bekämpfung der Anonymität sogar im Titel, dazu *Damler*, Konzern und Moderne, 2016, S. 238, der a. a. O., S. 235 ff. nicht nur einen Zusammenhang mit nationalsozialistischer Ideologie herstellt, sondern auch mit dem anonymen Charakter des Zusammenlebens in den damals entstehenden Großstädten.

<sup>257</sup> *Kißkalt*, in: *Schubert* (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 474, 475(3)–484(12) = *ders.*, ZAkDR 1 (1934), 20, 20–26.

<sup>258</sup> *Kißkalt*, in: *Schubert* (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 474, 475(3).

<sup>259</sup> *Kißkalt*, in: *Schubert* (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 474, 476(4); *Kißkalt*, ZAkDR 1 (1934), 20; dazu *Bayer/Engelke*, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 619, 626.

an Forderungen nach einem Stewardship-Verhalten der Aktionäre. Den Vorschlag *Müller-Erzbachs* lehnte der Ausschuss im ersten Bericht ab. Er fürchtete für den Fall der Umsetzung eine verbreitete „Flucht in die Inhaberaktie“ aus Scheu vor Haftung und kostspieligem Engagement, spiegelbildlich eine Annahme von Unternehmeraktien nur zu dem Zweck, Sondervorteile zu ziehen, sowie eine Beeinträchtigung der Kapitalsammel-funktion.<sup>260</sup> Großen AGs sei eine gewisse Anonymität immanent, die AG dementsprechend aber auch nur Großunternehmen vorzubehalten. Allerdings erwog der Ausschuss, das Stimmrecht auf Aktionäre zu beschränken, die ihre Aktien vor einem Zeitraum von etwa sechs Monaten erworben und bis zur Generalversammlung gehalten haben, sowie steuerliche Anreize für Anleger, ihren Aktienbesitz in ein von der Gesellschaft geführtes Aktienbuch eintragen zu lassen, damit die Gesellschaft ihre Anteilseigner kennt.<sup>261</sup> Vorab empfahl der Ausschuss aber abzuklären, ob in der Praxis der Anteil fluktuierender Gelegenheitsaktionäre in Relation zu den Daueraktionären überhaupt problematisch sei, woran er merkliche Zweifel anklingen ließ.<sup>262</sup> Jedenfalls empfahl man eine (Wieder-)Erhöhung des Mindestnennbetrags der Aktie auf 1.000 Mark, um auf größere Verbundenheit gerichtete Bestrebungen zu vereinfachen.<sup>263</sup>

Im zweiten Bericht ließ der Ausschuss seine Bedenken gegen Anreize zu langfristige-m Aktienbesitz fallen und befürwortete auf Vorschlag *Kißkalt's*<sup>264</sup> ein Doppelstimmrecht für langfristige Aktionäre: Aktionäre sollten danach ihre Aktien bei der Gesellschaft hinterlegen können, damit in ein Aktienbuch eingetragen werden und nach zwei Jahren Hinterlegungsdauer oder auf Verpflichtung hierzu ein doppeltes Stimmrecht erhalten. Hinterlegte Aktien bzw. für diese ausgestellte Beweisurkunden sollten nicht übertragbar, aber verpfändbar sein. Wünschenswert sei zudem eine steuerliche Freistellung von Dividenden auf hinterlegte Aktien. Von alledem versprach man sich unter anderem eine Milderung der Anonymität und eine stabilere Verwaltung.<sup>265</sup> Zudem votierte der Ausschuss für ein Verwaltungsstimmrecht von 20 %.<sup>266</sup>

Diese Empfehlung knüpfte an Überlegungen aus der Weimarer Zeit an, die Generalversammlung zu einem kleinen Gremium sachverständiger Aktionäre umzugestalten, die neben *Müller-Erzbach* auch andere Autoren vertreten und dabei unter anderem zeitabhängige Mehrstimmrechte vorgeschlagen hatten.<sup>267</sup> Nicht übersehen werden darf indes,

<sup>260</sup> *Kißkalt*, in: Schubert (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 474, 477(5)–479(7).

<sup>261</sup> *Ders.*, in: Schubert (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 474, 481(9)–482(10) = *ders.*, ZAkDR 1 (1934), 20, 24–25.

<sup>262</sup> *Kißkalt*, in: Schubert (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 474, 481(9)–482(10).

<sup>263</sup> *Kißkalt*, ZAkDR 1 (1934), 20, 25; weitgehend zustimmend *Mahn*, Der deutsche Volkswirt 1934, 1687, 1689, der resümierend feststellt, eine stärkere Bindung der AG an die Person der Kapitalgeber könne auf gesetzlichem Wege kaum erreicht werden, weshalb der Einfluss der Hauptversammlung auf die Unternehmensleitung zu beschränken sei.

<sup>264</sup> Siehe dazu den Bericht über die Sitzung des Ausschusses vom 9. Juni 1934, 10 Uhr vormittags, in: Schubert (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 175, 185 (11).

<sup>265</sup> *Kißkalt*, in: Schubert (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 497, 501 (5) = *ders.*, ZAkDR 2 (1935), 247, 249–250.

<sup>266</sup> *Kißkalt*, in: Schubert (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 497, 502 (6) = *Kißkalt*, ZAkDR 2 (1935), 247, 250; zustimmend *Quassowski*, ZAkDR 2 (1935), 726, 729.

<sup>267</sup> Siehe *Heilbrunn*, Zur Reform des Aktienrechts, 1930, S. 17, 22, der sich zunächst für die Schaffung eines Aktionärsausschusses als selbstständiges Organ neben dem Aufsichtsrat aussprach und daneben dafür plädierte, Daueraktionäre zu schützen und zu stärken, indem (1) Mehrstimmrechte nur bei im Aktienregister eingetragenen Namensaktien entsprechend der Besitzdauer zugelassen werden und (2) generell das Stimmrecht bei Besitzwechsel erst nach Ablauf einer Sperrfrist beginnt; *von Falkenhausen*, Bank-Archiv 33 (1933), 107, 109–111, der zu diesem Zweck für eine Heraufsetzung des Mindestbetrags

dass sich das Vorhaben auch mit Forderungen des NS-nahen Schrifttums deckte, welches den ersten Bericht der AkDR scharf angegriffen hatte. Diese Kritik wird heute mitunter als „im Ergebnis nahezu folgenlos“ angesehen.<sup>268</sup> Die einschlägigen Autoren hatten allerdings bemerkenswerte Sympathie für eine Umgestaltung der Aktiengesellschaft nach den Vorschlägen *Müller-Erbachs* bzw. ähnlicher Überlegungen.<sup>269</sup> Unter anderem wegen deren Ablehnung hatten sie den ersten Bericht der Akademie vielfach beanstandet,<sup>270</sup>

---

pro Aktie auf 1.000 RM sowie eine weitgehende, schrittweise anzuwendende Nutzung von stimmrechtslosen Vorzugsaktien plädierte, hingegen skeptisch mit Blick auf eine Beschränkung auf Namensaktien war und sich auch gegen eine „allzu weitgehende Vinkulierung von Aktien“ aussprach, da diese zwar die Anonymität wirksam bekämpfen, eine Aktienanlage aber zu unattraktiv machen würde; Mehrstimmrechtsaktien wollte v. Falkenhausen in beschränktem Umfang erhalten, da sie zur „Stetigkeit der Betriebsführung“ beitragen.

<sup>268</sup> So *Bayer/Engelke*, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 619, 633–634.

<sup>269</sup> Siehe etwa *von Heyl zu Herrnsheim*, *Der deutsche Volkswirt* 1934, 943, 944–945, der den Vorschlag *Müller-Erbachs* als „durchaus gangbaren Weg“ ansah, aber selbst ein abgewandeltes Konzept vorschlug, mit kommanditistenähnlichen Kapitalaktionären und Unternehmeraktionären, Letztere mit erweiterter Verantwortung, besonderen Pflichten, herausgehobenen Entscheidungs- und Vetorechten sowie durch teilweise Personalunion mit dem Vorstand verzahnt; *Fischer*, *Die Deutsche Volkswirtschaft* 1934, 1004 ff., der für eine Trennung der Aktionäre in allein stimmberechtigte Großaktionäre und stimmrechtslose Kleinaktionäre und eine Umwandlung der Großaktien in Namensaktien eintrat; ebenso schon *Fischer*, *Der praktische Betriebswirt* 1934, 29, 30; ganz ähnlich *Fischer*, *Der praktische Betriebswirt* 1935, 135 ff. unter mehrfacher Zitierung *Müller-Erbachs* und in enger Anlehnung an dessen Vorschlag für eine Umgestaltung der Generalversammlung zu einem kleinen, arbeitsfähigen Gremium sachverständiger, durch einen hohen Kapitalanteil mit dem Unternehmen dauerhaft verbundener Persönlichkeiten. Hiermit werde das Verhältnis von AG und Banken „im nationalsozialistischen Sinne“ gestaltet, indem Banken herrschen und der Einfluss „romantischer Nivellierungssucht“ gebrochen werden und dem Kapital eine dienende Rolle zugewiesen werde, wie sie der Nationalsozialismus mit Recht fordere; *Fischer*, *Der praktische Betriebswirt* 1935, 475, 478; ausdrücklich *Fischer*, *ZBW* 1936, 180, 191 Fn. 44: „Diese Gedankengänge und Vorschläge gehen zu einem wesentlichen Teil auf das Buch von *Müller-Erbach*: Umgestaltung der Aktiengesellschaft zur Kerngesellschaft verantwortungsvoller Großaktionäre, 1929, zurück“; *Heiser*, *Der praktische Betriebswirt* 1934, 499, 504, der *Müller-Erbachs* Vorschlag in die Gruppe der „einigermaßen nationalsozialistischen Grundsätzen entsprechenden Vorschläge“ einordnet, zwar mit ihm „nicht ganz einverstanden“ ist, aber die Art der Ablehnung durch die AkDR zurückweist; siehe ferner *Bachmann*, *Die Deutsche Volkswirtschaft* 1933, 264, 267, der neben diversen anderen radikalen Vorschlägen ohne Bezugnahme auf *Müller-Erbach* dafür plädiert, die Inhaberaktie durch Namensaktien zu ersetzen, mit dem Vorbehalt einer Abwägung, ob Vorteile der Inhaberaktie mit Blick auf erleichterte Finanzierung der Wirtschaft die „Nachteile“ ihrer Beibehaltung überwiegen; *Dix*, *Der deutsche Volkswirt* 1933, 242, 244, der als Teil radikaler Umgestaltungsvorschläge fordert, Kleinaktionäre zu stimmrechtslosen Obligationären zu machen und danach verbleibende Aktien als vinkulierte Namensaktien auszugestalten; aus heutiger Sicht zu der Popularität der Vorschläge *Müller-Erbachs* in NS-Kreisen knapp *von Hein*, *Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland*, 2008, S. 169–170.

<sup>270</sup> Siehe etwa *Heiser*, *Der praktische Betriebswirt* 1934, 499, 500 („Wir können uns diesen Argumenten nur anschließen, daß in diesem Entwurf vom Nationalsozialismus außer der bloßen Erwähnung dieses Wortes nicht viel enthalten ist. Vor allen Dingen mußte die glatte Ablehnung entfremden, die die meist von nationalsozialistischer Seite gekommenen Vorschläge auf Beseitigung der Anonymität erfuhren.“), S. 502 (Vorschlag der AkDR einer Mindesthaltedauer von sechs Monaten bis zur Stimmrechtsausübung als übliche „Überlegung von Reförmchenmachern“), S. 504 (Behandlung von *Müller-Erbach*, dessen Vorschlag *Heiser* nicht vollständig teilt, aber die Art der Ablehnung durch die AkDR zurückweist); *Bachmann*, *Die Deutsche Volkswirtschaft* 1934, 590, 591 (gegen die ablehnende Haltung der AkDR zu Vorschlägen einer Zweiteilung in Namens- bzw. Unternehmeraktien und stimmrechtslose Vorzugsaktien, wobei Namensaktien abweichend von *Müller-Erbachs* Vorschlag nicht mit einer Nachhaftung zu versehen sein brauchten); *Bachmann* ausdrücklich zustimmend *Richter*, *Die Deutsche Volkswirtschaft* 1934, 629; ganz ähnlich *Fischer*, *Die Deutsche Volkswirtschaft* 1934, 1004 ff. (Kritik an unzureichenden Maßnahmen gegen die Anonymität der AG; für Umwandlung der Aktien in allein stimmberechtigte Großaktien als Namensaktien und stimmrechtslose Kleinaktien); *ders.*, *Der praktische Betriebswirt*

bzw. die veränderte Position im zweiten Bericht gelobt.<sup>271</sup> Man war sich lediglich im Detail uneinig, ob die im zweiten Bericht von der AkDR adaptierte Variante eines Doppelstimmrechts für langfristige Aktionäre<sup>272</sup> oder die radikale Variante einer Zweiklassenaktienstruktur „dem nationalsozialistischen Ideal entspricht.“<sup>273</sup>

Dieser Befund mag zunächst überraschen, zielte doch zumindest *Müller-Erbachs* Vorschlag ideologiefrei auf eine Stärkung langfristigen Wirtschaftens. Ungewollt kamen er sowie abgeschwächte Varianten gleichwohl Denkweise und Zielen der Nationalsozialisten entgegen. Die nationalsozialistische Ideologie mit ihrem Feindbild eines „arbeits- und mühelosen Einkommens“<sup>274</sup> war von einer starken generellen Abneigung gegen den anonymen Börsenhandel geprägt und bestrebt, die deutsche Wirtschaft von damit verbundenen internationalen Einflüssen abzuschotten. *Hitler* propagierte unter Berufung auf *Gottfried Feder*<sup>275</sup> eine „scharfe Scheidung des spekulativen Börsenkapitals von der nationalen Wirtschaft“<sup>276</sup> worin er den Schlüssel erblickte, um „der Verinternationalisie-

---

1935, 135 (Einstellung des Aktienrechtsausschusses der AkDR insoweit „für viele Kreise so überraschend konservativ“; zu seiner Position bereits oben Fn. 269).

<sup>271</sup> Siehe zum zweiten Bericht der AkDR *Dietrich*, Deutsche Justiz 97 (1935), 1268, der die von der AkDR vorgeschlagene Vorzugsstellung von Daueraktionären begrüßt; seine Kritik an anderen Vorschlägen kommt abgesehen von unvermeidbaren Bezügen zum Zeitgeist ohne augenfällige nationalsozialistische Parteinahme aus, allerdings ist zu bedenken, dass Hugo Dietrich als Hausjurist des Flick-Konzerns später maßgeblich daran mitwirkte, die Enteignung jüdischer Unternehmen in großem Stil zu ermöglichen, dazu *Thiessen*, in: Görtemaker/Safferling (Hrsg.), Die Rosenberg, S. 204, 284–285.

<sup>272</sup> Gewisse Sympathie hierfür offenbar bei *Richter*, Die Deutsche Volkswirtschaft 1934, 629 f.

<sup>273</sup> So *Fischer*, Die Aktiengesellschaft in der nationalsozialistischen Wirtschaft, 1936, S. 70, der selbst a. a. O., S. 70–72 den Vorschlag eines Doppelstimmrechts mit Blick auf praktische Verwerfungen und Umgehungsmöglichkeiten zurückweist, zuvor a. a. O., S. 65–68 aber auch den Vorschlag Müller-Erbachs mit Verweis auf Ausbeutungsmöglichkeiten dezidiert ablehnt.

<sup>274</sup> Dazu im Kontext der Börsengesetzgebung knapp *Thiessen*, in: Görtemaker/Safferling (Hrsg.), Die Rosenberg, S. 204, 224. Bereits das Parteiprogramm der NSDAP von 1920, abgefasst in 25 Punkten, forderte unter Punkt elf die „Abschaffung des arbeits- und mühelosen Einkommens“ (abgedruckt bei *Feder*, Das Programm der N.S.D.A.P. und seine weltanschaulichen Grundgedanken<sup>25</sup>, 1930, S. 19–22 (Punkt elf auf S. 20). Dazu passend waren nach Ende des Ersten Weltkrieges in Deutschland Forderungen zur Abschaffung des Zinses weit verbreitet, nicht zuletzt vor dem Hintergrund, dass 1918/19 der Zinsdienst für Kriegsanleihen rund 80 % des deutschen Reichshaushalts beanspruchte (dazu *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), *Hitler, Mein Kampf*, 2016, 572 Anmerkung 32).

<sup>275</sup> Zur großen Bedeutung der Schriften Gottfried Feders als programmatische und wirtschaftspolitische Grundlage der NSDAP sowie zur zeitgenössischen Auseinandersetzung mit wirtschaftspolitischen Vorstellungen der Nationalsozialisten siehe *Plöckinger*, Geschichte eines Buches: Adolf Hitlers „Mein Kampf“<sup>2</sup>, 2011, S. 391–397, insb. S. 391, 393 f., 396, zum ersten Aspekt zudem *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), *Hitler, Mein Kampf*, 2016, 56–57, S. 565 Anmerkung 22; deutlich einschränkend aber *Barkai*, Das Wirtschaftssystem des Nationalsozialismus, 1998, S. 32, der befindet, dass Feders Einfluss sowohl von den Zeitgenossen als auch der späteren Geschichtsforschung „sichtlich überschätzt“ worden sei.

Für eine Kurzbiografie Gottfried Feders *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), *Hitler, Mein Kampf*, 2016, 1896, unter anderem dazu, dass Feder wirtschaftspolitischer Sprecher und Vorsitzender des Reichswirtschaftsrates der NSDAP war, Mitglied der AkDR sowie von 1933 bis 1934 Staatssekretär im Reichsministerium für Wirtschaft. Siehe zudem *dies.*, *Hitler, Mein Kampf*, 2016, 566 Anmerkung 22 zu Feders eigenständigem Engagement und zunehmender Bekanntheit für seine Forderung zur „Brechung der Zinsnechtschaft“, die er Ende 1918 ausarbeitete und die Ende 1920 der Deutschvölkische Schutz- und Trutzbund (DVSTB) übernahm, die größte völkisch-antisemitische Massenorganisation in der frühen Weimarer Republik (zum DVSTB grundlegend *Lohalm*, Völkischer Radikalismus, 1970 sowie aus neuerer Zeit *Jung*, Ideologische Voraussetzungen, Inhalte und Ziele außenpolitischer Programmatik und Propaganda in der deutschvölkischen Bewegung der Anfangsjahre der Weimarer Republik – Das Beispiel Deutschvölkischer Schutz- und Trutzbund, 2000).

<sup>276</sup> *Hitler*, Mein Kampf<sup>172</sup>, 1936, S. 232–233. Siehe zudem *ders.*, Mein Kampf<sup>172</sup>, 1936, S. 228–229: „Unterschied dieses reinen Kapitals als letztes Ergebnis der schaffenden Arbeit gegenüber einem Kapi-

rung der deutschen Wirtschaft entgegenzutreten, ohne zugleich mit dem Kampf gegen das Kapital überhaupt die Grundlage einer unabhängigen völkischen Selbsterhaltung zu bedrohen.<sup>277</sup> Der „schwerste Kampf“, so *Hitler*, müsse „nicht mehr gegen die feindlichen Völker, sondern gegen das internationale Kapital ausgefochten werden“.<sup>278</sup> „Börsenkapital“ wie auch „Finanzkapital“ verband *Hitler* unmittelbar mit dem ihm verhassten Judentum,<sup>279</sup> beide Begriffe wurden nach dem Ersten Weltkrieg ein zentraler Bezugspunkt der antisemitischen Agitation.<sup>280</sup> Aber auch der Sozialdemokratie unterstellte *Hitler*, sich an einem Kampf für die „Herrschaft des wirklich internationalen Finanz- und Börsenkapitals“ zu beteiligen,<sup>281</sup> ebenso wie der „Revolution“ nach dem Ersten Weltkrieg.<sup>282</sup> Die Aktie war für *Hitler* ein Mittel, mit dem diese Gruppen die von ihm gegeißelte

tal, dessen Existenz und Wesen ausschließlich auf Spekulation beruhen [...]“; „Das Verdienst Feders beruhte [...] darin, mit rücksichtsloser Brutalität den ebenso spekulativen wie volkswirtschaftlichen Charakter des Börsen- und Leihkapitals festgelegt [...] zu haben.“ (Die Erstauflage von „Mein Kampf“ der Jahre 1925/27 sprach von dem „volkswirtschaftsschädlichen Charakter des Börsen- und Leihkapitals“, mit der Volksausgabe von 1930 wurde dies in „volkswirtschaftlichen“ geändert, 1944 schließlich wieder die Fassung der Erstauflage gedruckt [*Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), *Hitler, Mein Kampf*, 2016, 567 Anmerkung zur zweiten Raute (#) im zweiten Absatz, i. V. m. S. 70–71 zur Publikationsgeschichte].) Dass *Hitler* in diesem Satz eigentlich negativ besetzte Begriffe wie „rücksichtslos“ und „Brutalität“ in einem dezidiert positiven Sinn verwendet, ist ein auffälliges Merkmal, das sich häufiger in „Mein Kampf“ findet, und charakteristisch für den nationalsozialistischen Sprachgebrauch, siehe *dies.*, *Hitler, Mein Kampf*, 2016, 23 m. w. N.

<sup>277</sup> *Hitler, Mein Kampf*<sup>f72</sup>, 1936, S. 233. Zu den mehrfachen, aber unwesentlichen leichten stilistischen Variationen dieses Satzes in der Publikationsgeschichte von „Mein Kampf“ siehe die Rautenanmerkungen bei *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), *Hitler, Mein Kampf*, 2016, 573.

<sup>278</sup> *Hitler, Mein Kampf*<sup>f72</sup>, 1936, S. 233.

<sup>279</sup> Dies zeigt sich vielfach in phrasenmäßiger Form, siehe *ders.*, *Mein Kampf*<sup>f72</sup>, 1936, S. 358 („Hauften jüdischer Literaten und Börsenbanditen“), S. 393 („internationalen marxistischen Juden- und Börsenparteien“), S. 702 („internationalen Börsenjudentums“, „jüdischen Börsenkräften“, „Finanzjudentum“, „jüdische Weltfinanz“, „internationalen jüdischen Börsenkapitals“, „internationalen Weltfinanzjudentums“), S. 704 („jüdischen Weltbörsentums“), S. 723 („Juden sind die Regenten der Börsenkräfte der amerikanischen Union.“); siehe dazu *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), *Hitler, Mein Kampf*, 2016, 1522 Anmerkung 21 sowie zur Einordnung in die NS-Ideologie *dies.*, *Hitler, Mein Kampf*, 2016, 564 Anmerkung 19: „Die Unterscheidung zwischen einem arischen ‚schaffenden‘ und einem jüdischen ‚raffenden‘ Kapital entsprach gängigen antisemitischen Klischees, die einen Gegensatz zwischen Industrie und Landwirtschaft einerseits und zwischen Banken und Börsen andererseits konstruierten. Diese Dichotomie radikalisierte sich zu einer Deutung, die ‚dem‘ Arier einen ‚schaffenden‘ und ‚dem‘ Juden einen ‚raffenden‘ Charakter unterstellte. Damit konnten nicht nur rassistische, sondern auch anti-kapitalistische Affekte bedient werden, ohne dabei auf linke oder antinationale Argumente zurückgreifen zu müssen.“

<sup>280</sup> *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), *Hitler, Mein Kampf*, 2016, 565 Anmerkung 21.

<sup>281</sup> *Hitler, Mein Kampf*<sup>f72</sup>, 1936, S. 234: „Ich [...] kam nun erst recht zum Verständnis des Inhaltes des Wollens der Lebensarbeit des Juden Karl Marx. Sein ‚Kapital‘ wurde mir jetzt erst recht verständlich, genau so wie der Kampf der Sozialdemokratie gegen die nationale Wirtschaft, der nur den Boden für die Herrschaft des wirklich internationalen Finanz- und Börsenkapitals vorzubereiten hat.“; *ders.*, *Mein Kampf*<sup>f72</sup>, 1936, S. 257: „[...] ist ja endlich auch der Generalangriff gegen die deutsche Reichsbahn gelungen, die nun zu Händen des internationalen Finanzkapitals überwiesen wird. Die ‚internationale‘ Sozialdemokratie hat damit wieder eines ihrer Hochziele erreicht.“ Diese Aussage spielte auf den sog. Dawes-Plan an, der gegenüber vorherigen Plänen durchaus Vorteile für Deutschland brachte und dessen Deutung als von langer Hand vorbereitete Maßnahme der SPD absurd ist, zu beidem näher *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), *Hitler, Mein Kampf*, 2016, 627 Anmerkungen 50, 51.

<sup>282</sup> *Hitler, Mein Kampf*<sup>f72</sup>, 1936, S. 309: „Erst der Revolution blieb es vorbehalten, diesen Musterapparat [die Staatsbahnen, geleitet von Beamtenschaft, *d. Verf.*] so lange zu zerstören, bis er endlich reif zu sein schien, aus den Händen der Nation genommen und im Sinne der Begründer dieser Republik sozialisiert zu werden, das heißt, dem internationalen Börsenkapital, als dem Auftraggeber der deutschen Revolution, zu dienen.“ Diese Behauptung steht gegen Ende des zehnten Kapitels von „Mein Kampf“, in dem *Hitler* versuchte nachzuweisen, dass die Niederlage im Ersten Weltkrieg nicht der militärischen

„Internationalisierung der deutschen Wirtschaft“ vorantrieben.<sup>283</sup> Hitler wiederholte damit eine gängige antisemitische These, dass der Marxismus anstrebe, die nationale Wirtschaft des „schaffenden Kapitals“ zu zerstören und so weit zu schwächen, dass sie vom „raffenden Kapital“ des „internationalen Judentums“ übernommen und für die Aufrichtung seiner Weltherrschaft verwendet werden könnte.<sup>284</sup>

Noch deutlicher gegen die Aktiengesellschaft richteten sich die Erläuterungen *Gottfried Feders* zum NSDAP-Parteiprogramm von 1920. Die Aktiengesellschaft war für *Feder* ebenso wie für ideologisch verwandte Autoren Ausdruck einer entpersönlichten, anonymisierten, vom verhassten „Finanzkapital“<sup>285</sup> in Gestalt profitgieriger Aufsichtsräte und Aktionäre beherrschten Wirtschaft.<sup>286</sup> Als besonders „verheerend“ brandmarkte er die Inhaberaktie.<sup>287</sup> Ein anderer nationalsozialistischer Programmtext stellte in ähnlicher Weise den „mit seinem Betrieben verwachsenen“ Unternehmer und das als „unpersönlich und rücksichtslos“ charakterisierte „vagierende Finanzkapital“ einander gegenüber.<sup>288</sup> Dementsprechend forderte man im Aktienrecht von nationalsozialistischer Seite, die „Anonymität“ der AG zu beseitigen.<sup>289</sup>

---

Führung anzulasten sei, sondern aus seiner Sicht bestehenden allgemeinen gesellschaftlichen Missständen im Kaiserreich, dazu *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 601.

<sup>283</sup> Hitler, Mein Kampf<sup>172</sup>, 1936, S. 257: „Die Internationalisierung der deutschen Wirtschaft war schon vor dem Kriege über dem Umwege der Aktie in die Wege geleitet worden. Freilich versuchte ein Teil der deutschen Industrie, sich noch mit Entschiedenheit vor diesem Schicksale zu bewahren. Sie fiel schließlich aber auch dem vereinigten Angriff des gierigen Finanzkapitals, das diesen Kampf besonders mithilfe seines treuesten Genossen, der marxistischen Bewegung, ausfocht, zum Opfer.“

<sup>284</sup> *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 1522 Anmerkung 21.

<sup>285</sup> *Feder*, Das Programm der N.S.D.A.P. und seine weltanschaulichen Grundgedanken<sup>25</sup>, 1930, S. 25: „Verwirrt sind die Hirne! Die ganze Wirtschaft ist entedelt, entpersönlicht, in Aktiengesellschaften umgewandelt worden. Die Schaffenden haben sich selbst ihren größten Feinden in die Hände gegeben, dem Finanzkapital. [...], jeder Gewinn der Arbeit fließt in die Taschen der anonymen Geldmacht als Zins und Dividende.“; a. a. O., S. 47: „Aber sofort schlägt die Wesensart solcher Betriebe um, wenn sie nicht mehr unter der selbstverantwortlichen Leitung einer sittlichen Persönlichkeit stehen, die meist ihren Arbeitern auch im wohlverstandenen Interesse ihres Betriebes fürsorglich und anständig gegenüber gestanden sind, – sondern ‚anonymisiert‘, ‚entpersönlicht‘ werden und in die Form einer Aktiengesellschaft oder G.m.b.H. übergehen.“

Ganz ähnliche Aussagen fanden sich in ideologisch verwandten Texten anderer Autoren. So zitieren *Hartmann/Vordermayer/Plöckinger u. a.* (Hrsg.), Hitler, Mein Kampf, 2016, 626 Anmerkung 48 aus einem Aufsatz Paul Bangs in „Deutschlands Erneuerung“ aus dem Jahr 1921 unter anderem den Satz: „So findet im Aktienrecht die Entfremdung zwischen Kapital und Arbeit ihren stärksten Ausdruck. Das unpersönliche Kapital und die unpersönliche Aktie haben sich verbunden, um [...] die Wertschaffung zu entpersönlichen und sie zum Spekulationsobjekt zu machen.“

<sup>286</sup> *Feder*, Das Programm der N.S.D.A.P. und seine weltanschaulichen Grundgedanken<sup>25</sup>, 1930, S. 31: „In Zinsknechtschaft befindet sich der Industrielle, der in zähester Arbeit seinen Betrieb aufgebaut hat, ihn dann dem Zug der Zeit folgend in eine ‚Aktiengesellschaft‘ umgewandelt hat, nun nicht mehr Herr seiner freien Entschliebung ist, sondern die unersättliche Profitgier der ‚Aufsichtsräte und Aktionäre‘ befriedigen muß – will er nicht entlassen (!) werden aus seiner eigenen Schöpfung.“

<sup>287</sup> *Ders.*, Das Programm der N.S.D.A.P. und seine weltanschaulichen Grundgedanken<sup>25</sup>, 1930, S. 47: „Ganz verheerend wurden diese Zustände durch die Inhaberaktie, so daß jeder hergelaufene Schieber und Geldmensch Aktionär, Großaktionär und damit Besitzer größter industrieller Werke werden konnte, ohne das Geringste vom Betriebe zu verstehen. Was sind den Berufsleihkapitalisten, den Großaktionären, den Börsianern, diese Anteilscheine, die Aktien anderes als ‚Spielpapier‘ an der Börse?“

<sup>288</sup> *Reupke*, Der Nationalsozialismus und die Wirtschaft, 1931, S. 51–53, Zitate von S. 53.

<sup>289</sup> Siehe *Fischer*, Die Aktiengesellschaft in der nationalsozialistischen Wirtschaft, 1936, S. 53: „Große Bedenken sind gegen die AG vom Nationalsozialismus unter dem Gesichtspunkt der Anonymität geltend gemacht worden.“; *Bachmann*, Die Deutsche Volkswirtschaft 1934, 590, 591: „Im Mittelpunkt der nationalsozialistischen Kritik am heutigen Aktienrecht steht die Anonymität [...]“. Ferner zur überwie-

Dieses Denken beeinflusste auch den Aktienausschuss der Akademie für deutsches Recht. Er fürchtete als Folgen von Anonymität spekulative, egoistische Anteilseigner, welche „nicht einmal die Absicht des Dauerbesitzes“ hegten, eine Möglichkeit im Widerspruch zu den Grundsätzen „nationalsozialistischer Wirtschaftsführung“. <sup>290</sup> *Schlegelberger* ergänzte die Gefahr der Verschiebung „deutschen Volksvermögens an das Ausland oder in die Hand ausländischer Staatsfeinde“. <sup>291</sup>

Der Vorschlag *Müller-Erbachs* – vinkulierte Namensaktien mit Verwaltungsrechten konzentriert bei wenigen Großanlegern, börsengehandelte Kleinaktien ohne Einflussmöglichkeit – kam, ohne dass der Urheber gerade darauf gezielt hätte, der erwünschten Abschottung von Einflüssen des internationalen Börsenhandels einen großen Schritt näher. <sup>292</sup> Gleiches galt für die Variante *Kißkalt*. Zugleich versprach beides aus nationalsozialistischer Sicht eine bessere Nachverfolgbarkeit und damit ideologische Abgleichbarkeit unternehmerischer Anteilseigner, <sup>293</sup> eine wichtige Voraussetzung zur Kontrolle

---

genden Skepsis der Nationalsozialisten gegenüber der Börse als Institution *Merkt*, in: Hopt (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 17, 102–103.

<sup>290</sup> *Kißkalt*, in: Schubert (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 474, 475(3).

<sup>291</sup> *Schlegelberger*, Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, 1935, S. 7; ganz ähnlich die Kennzeichnung der Position der AkDR durch *Fischer*, Die Aktiengesellschaft in der nationalsozialistischen Wirtschaft, 1936, S. 54; allg. auch *Bachmann*, Die Deutsche Volkswirtschaft 1933, 264, 267 („Wir müssen aber verhindern, daß sich staatsfeindliche Elemente in der Wirtschaft breit machen [...]“).

<sup>292</sup> Dies könnte zugleich erklären, warum, wie *Thiessen*, in: Görtemaker/Safferling (Hrsg.), Die Rosenberg, S. 204, 224–225 zeigt, die materiellen Änderungen der Nationalsozialisten im Börsenrecht „eher unspektakulär“ ausfielen, obgleich sich das Börsenrecht an sich besonders als Anknüpfungspunkt für das Feindbild eines „arbeits- und leistungslosen Einkommens“ anbot.

<sup>293</sup> Vgl. dazu *Bachmann*, Die Deutsche Volkswirtschaft 1934, 1002: „Gerade die Trennung des Aktienkapitals in diese zwei Gattungen bewirkt, daß der kleine Kreis der Besitzer der Namensaktien ohne Weiteres zu kontrollieren ist.“; *Fischer*, Die Deutsche Volkswirtschaft 1934, 1004, 1006 = *ders.*, Der praktische Betriebswirt 1935, 1024, 1028, nach Befürwortung einer Zweiklassenaktienstruktur (dazu siehe oben Fn. 270 auf S. 305): Es möge vielleicht zutreffen, dass „der Daueraktionär und insbesondere der der Verwaltung nahestehende Großaktionär oder besser ‚Verwaltungsaktionär‘ nicht gern aus der Anonymität“ heraustrete, „aber demgegenüber muß darauf hingewiesen werden, daß diejenigen, denen das Recht zusteht, an den Entschlüssen der Aktiengesellschaft bestimmend mitzuwirken, auch die Pflicht haben, für ihre Entscheidungen einzustehen. Für den Nationalsozialismus bedeutet Anonymität Verantwortungslosigkeit, und er kann auf Großaktionäre, die sich der Verantwortung auf diese Weise entziehen wollen, bei der Neugestaltung des deutschen Aktienrechts wohl kaum Rücksicht nehmen.“ Da auch anonyme Großaktionäre – vom Sonderfall des *empty voting* abgesehen – allerdings stets insofern für ihre Entscheidungen einstehen müssen, als sie die wirtschaftlichen Folgen für den Wert ihrer Beteiligung tragen, kann die von Fischer hier gemeinte „Verantwortungslosigkeit“ nur Erwartungshaltungen der damaligen NS-Regierung betreffen. Bündig *Richter*, Die Deutsche Volkswirtschaft 1934, 629, 630: „[...] die drei gefährlichen Eigenschaften der Inhaberaktie: Anonymität, Heimatlosigkeit, Unkontrollierbarkeit [...]. Die Namensaktie bringt Persönlichkeit, Stetigkeit, Überprüfbarkeit.“

Bezeichnend ist auch, dass im weiteren Verlauf der Reform Vertreter des Ministeriums Hess verlangten, Namensaktien einzuführen, um den jüdischen Aktienbesitz besser kontrollieren zu können. Damit konnten sie sich allerdings nicht gegen das Reichswirtschafts- und Justizministerium durchsetzen, die, wie Schachts Rede zeigt, derartige Eingriffe in die Kapitalsammelfunktion der AG ablehnten, dazu näher *Schubert*, in: *ders.* (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. XX ff., i. V. m. S. XXXV zur Position des damaligen beauftragten Reichswirtschaftsministers Schacht.

und Dienstbarmachung der Wirtschaft.<sup>294</sup> Zu dem letztgenannten Ziel bekannte sich im Grundsatz auch der Aktienrechtsausschuss der AkDR.<sup>295</sup>

Im weiteren Gesetzgebungsverfahren setzte sich dieses Unterfangen gleichwohl nicht bzw. nur mit Blick auf die (Wieder-)Erhöhung des Aktienmindestbetrags und des Mindestkapitals durch. Der Vorschlag im zweiten Bericht der AkDR war bereits auf ein gemischtes Echo gestoßen: Neben im Grundsatz lobenden Stimmen<sup>296</sup> wurde eingewandt, eine Verdopplung der Stimmenzahl gebe einem Großaktionär einen Anreiz, seinen Einfluss zum Nachteil der übrigen Aktionäre zu verstärken.<sup>297</sup> Im ersten Entwurf des Reichsjustizministeriums aus dem Jahre 1935 war kein Doppelstimmrecht für Daueraktionäre enthalten, obgleich im Übrigen fast alle Empfehlungen der AkDR übernommen worden waren.<sup>298</sup> Weiter gefestigt wurde diese Entscheidung sodann durch Reden *Schlegelbergers* und insbesondere *Schachts*.

*Schlegelbergers* Rede vor der IHK Hamburg am 15.08.1935 kennzeichnete die Position des Reichsjustizministeriums.<sup>299</sup> *Schlegelberger* betonte, dass die Anonymität zwischen den Aktionären ebenso wie zwischen Aktionären und Gesellschaft ein zwar nach-

<sup>294</sup> Vgl. zu diesem Bestreben *Fischer*, Die Aktiengesellschaft in der nationalsozialistischen Wirtschaft, 1936, S. 138 f.: „In Zukunft werden die ständischen Organisationen der Wirtschaft, wie sie im Gesetz zur Vorbereitung des organischen Aufbaus der deutschen Wirtschaft vom 27. II. 1934 und der I. Durchführungs-VO [...] vorgesehen sind [...] einen segensreichen Einfluß geltend machen können. Danach hat der Leiter der Gruppe der gewerblichen Wirtschaft die Mitglieder derselben [...] im Sinne des nationalsozialistischen Staates zu führen und die Angelegenheiten der Gruppe und ihrer Mitglieder unter Rücksichtnahme auf die Gesamtinteressen der gewerblichen Wirtschaft und unter Wahrung des Staatsinteresses zu fördern. [...] Der Leiter der Gruppe ist wiederum dem Reichswirtschaftsminister verantwortlich, der ihn bestellt und abberuft. [...] Das Problem der Staatsaufsicht hat sich also völlig verlagert: nicht mehr Spezialaufsicht über bestimmte Unternehmensformen wird daher das Leitmotiv der Erwägungen sein müssen, sondern Erfassung der großen Unternehmungen und Konzerne durch organische, allgemeine Staatsaufsicht und ständische Disziplinierung.“; *Bachmann*, Die Deutsche Volkswirtschaft 1933, 264, 265: „Ganz klar muß in der Wirtschaft auch das verantwortliche Führertum im Sinne der Unterordnung unter den Staat und die Gesamtheit hervortreten.“; *Fischer*, Der praktische Betriebswirt 1935, 475, 477–478: „Die Generalversammlung bleibt oberstes Organ der Aktiengesellschaft; nur bedürfen ihre Mitwirkungsrechte bei der Leitung und Führung der Gesellschaft jener Schranken, die einerseits durch das Primat der staatlichen Wirtschaftspolitik, andererseits durch das Erfordernis einer wirksamen Wirtschaftsführerstellung der verantwortlichen Leiter der A.-G. gezogen sind.“ [Hervorhebung des Verfassers]. Eingehend zu den bereits früh einsetzenden Maßnahmen des nationalsozialistischen Regimes, die gesetzlichen und administrativen Voraussetzungen für die staatliche Lenkung der privaten Investitionstätigkeit zu schaffen, *Barkai*, Das Wirtschaftssystem des Nationalsozialismus, 1998, S. 185 ff.

<sup>295</sup> Siehe *Kißkalt*, in: Schubert (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, 1986, S. 474, 474(2): „Er [der neue Staat, der seine Grundlage im Führerprinzip hat] beruht auf dem Grundsatz der Totalität des Staates und beansprucht demgemäß die Führung auch der Wirtschaft.“ Siehe aber auch a. a. O., S. 495 f. (23 f.), wo *Kißkalt* klarstellt, der Staat solle „die Wirtschaft führen, nicht Wirtschaft betreiben“. Staatliche Einflussnahme sah *Kißkalt* daher nicht als Gegenstand des Aktienrechts, sondern verwies auf Instrumente des Aufsichtsrechts und darauf, dass die „Durchdringung der Unternehmungen, insbesondere auch der Aktiengesellschaften, mit nationalsozialistischem Geiste [...] eine Sache der Erziehung der Menschen, einer geschickten Wirtschaftsleistung und schließlich auch eine Frage der Zeit“ sei. Auch hierzu musste man freilich die einflussreichen Unternehmeraktionäre erst kennen.

<sup>296</sup> Siehe oben Fn. 271 auf S. 306.

<sup>297</sup> So *Mahn*, Der deutsche Volkswirt 1935, 1805, 1806, der hingegen finanzielle Vorteile in Gestalt kostenloser Einlösung der Dividendenscheine und steuerlicher Begünstigung als probates Mittel nennt, um auch Kleinaktionären einen Anreiz zu geben, die Rechtsstellung eines Daueraktionärs zu erwerben. Hinter dieser Positionierung Mahns steht seine Ansicht, dass man auch in Zukunft den Kleinaktionär als Quelle der Unternehmensfinanzierung und Anteilseigner erhalten solle (S. 1806 f.).

<sup>298</sup> *Bayer/Engelke*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 619, 639.

<sup>299</sup> In der Argumentation identisch und mit vielfachem Verweis auf *Schlegelbergers* Rede ist der Aufsatz des damaligen Ministerialrates im Reichsjustizministerium *Quassowski*, ZAKDR 2 (1935), 726 ff.

teilbehaftetes, aber unvermeidbares Wesensmerkmal großer AGs sei.<sup>300</sup> Vermeintlichen Gefahren hieraus wollte er durch Beschränkung auf Großunternehmen bzw. finanzstarke Anleger<sup>301</sup> sowie durch Kompetenzverlagerung auf den Vorstand, ergänzt durch ein Verwaltungsstimmrecht, begegnen.<sup>302</sup> Hingegen lehnte *Schlegelberger* es ab, allein Namensaktien zuzulassen oder bei Hinterlegung ein Doppelstimmrecht zu gewähren: Im Fall einer Beschränkung auf Namensaktien fürchtete er unter Verweis auf ausländische Erfahrungen unproduktiven Verwaltungsaufwand und Umgehungspraktiken. Dem AkDR-Vorschlag eines zeitabhängigen Doppelstimmrechts attestierte *Schlegelberger* zwar, „nationalsozialistischen Grundforderungen“ zu entsprechen,<sup>303</sup> aber nur, um ihn sogleich argumentativ regelrecht zu zerpfücken: Zunächst würden sich Doppelstimmrechte als Treueprämie gegenseitig aufheben, wenn, wie von der AkDR angedeutet, nur ein kleiner Teil der Aktien fluktuieren. Weiterhin würde eine Hinterlegung Veräußerbarkeit und Verpfändbarkeit „weitestgehend“ einschränken und sei daher wirtschaftlich nicht empfehlenswert, zudem werde die Sicherheit des Aktieneigentums gefährdet. Dazu nutze ein Doppelstimmrecht nur Großaktionären und Konzernen, die auch allein eine zweijährige Hinterlegung versprechen könnten, während es Kleinaktionäre entrechte, denen es lediglich auf die Dividende ankomme. Überdies könnte bei einem Paketverkauf die Stabilität der Verwaltung durch plötzliche Mehrheitswechsel gefährdet statt gestärkt werden, wodurch verbleibenden Altaktionären ein überproportionaler Einfluss auch gegenüber Erwerbem zufallen würde, die im Unternehmensinteresse liegen. Die Gewährung eines Doppelstimmrechts bereits auf Verpflichtung zu zweijähriger Hinterlegung schaffe hier keine Abhilfe, weil sie bei schuldrechtlicher Bindung nicht sanktionierbar wäre und bei dinglicher Verankerung auch berechnigte Veräußerungen unterbände. Ohnehin lasse sich der Verlust des Doppelstimmrechtes im Übertragungsfalle leicht durch Strohmänner oder Holdingstrukturen umgehen, und schließlich sei ein Doppelstimmrecht nach den Erfahrungen Frankreichs sowieso unzureichend, um dem Sparkapital die Vorherrschaft über die Spekulation zu sichern.<sup>304</sup> Auch wenn in sich nicht stets konsistent,<sup>305</sup>

<sup>300</sup> *Schlegelberger*, Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, 1935, S. 5–8; insoweit zustimmend, allerdings mit anderen Reformvorschlägen *Klausing*, DJZ 40 (1935), 1135, 1141 („nicht ohne Grund der Auffassung“).

<sup>301</sup> *Schlegelberger*, Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, 1935, S. 8–11.

<sup>302</sup> *Schlegelberger*, Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, 1935, S. 23–30; zustimmend *Quassowski*, ZAkDR 2 (1935), 726, 729–730; zum Verwaltungsstimmrecht als Maßnahme gegen Zufallsmehrheiten und zur Förderung einer stetigen, „nicht jederzeit durch die Vorgänge am Kapitalmarkt [...] gestörten“ Leitung auch eingehend *Gefßler*, Deutsche Justiz 97 (1935), 1488 ff.; kritisch *Huppert*, Der deutsche Volkswirt 1936, 1156, 1157, mit dem Argument, dass ein Verwaltungsstimmrecht nichts daran ändern würde, dass sich der Vorstand letztlich nach den Wünschen der Großaktionäre richten muss, die den Aufsichtsrat dominieren.

<sup>303</sup> *Schlegelberger*, Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, 1935, S. 13; ohne diese ideologische Zuordnung *Quassowski*, ZAkDR 2 (1935), 726, 727 („wirkt auf den ersten Blick bestechend“).

<sup>304</sup> *Schlegelberger*, Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, 1935, S. 14–20; zustimmend *Quassowski*, ZAkDR 2 (1935), 726, 727–728.

<sup>305</sup> So plädierte *Schlegelberger* einerseits dafür, Kleinanleger durch einen hohen Aktienmindestbetrag von 1.000 Mark aus der Aktienanlage herauszudrängen und auf Anleihen zu beschränken, beklagte aber andererseits, ein Doppelstimmrecht nutze nur Mittel- und Großaktionären, während es Kleinaktionäre entrechte, die den „wahren Typ des Sparer“ verkörperten (*Schlegelberger*, Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, 1935, S. 17), was eigentlich eine Förderung des Aktieneigentums dieser Gruppe nahelegen würde. Weiterhin bezweifelte *Schlegelberger* eine praktische Wirksamkeit eines zeitabhängigen Doppelstimmrechtes zum einen, weil nur 10 % der Aktien fluktuieren, das Doppelstimmrecht also die Regel bilden würde, und zum anderen, weil ein Doppelstimmrecht nicht genüge, um dem Sparkapital die Vorherrschaft über die Spekulation zu sichern, was nach französischen Erfahrungen ein drei- bis

verwies *Schlegelberger* damit auf zahlreiche zwingend erscheinende Fallstricke. Dementsprechend blieb Widerspruch NS-naher Autoren, die an einer Zweiteilung der Aktionäre festhielten, sehr vereinzelt,<sup>306</sup> während Forderungen nach einer umfassenden Reform des Gesellschaftsrechts weiterhin vorgetragen wurden.<sup>307</sup>

Die äußerst geschickt vorgetragene Rede<sup>308</sup> *Hjalmar Schachts*, zu dieser Zeit Reichsbankpräsident sowie kommissarischer Reichswirtschaftsminister und in nationalsozialistischen Kreisen hoch angesehen,<sup>309</sup> auf der Vollversammlung der Akademie für Deutsches Recht am 30.11.1935<sup>310</sup> markierte sodann den entscheidenden Schritt, um viele radikale Reformanliegen abzuwehren,<sup>311</sup> einschließlich Bestrebungen zur Förderung langfristigen Aktionariats. *Schacht* unterstrich die Unverzichtbarkeit der Kapitalsammlungsfunktion der Aktiengesellschaft für industriellen Fortschritt sowie Kriegswirtschaft<sup>312</sup> und betonte, dass diese Funktion entscheidend davon abhängt, auch potenziell zeitlich begrenzt oder lediglich kurzfristig verfügbare Mittel akquirieren zu können. Die hohe

---

fünffache Stimmrechte erfordere (*ders.*, Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, 1935, S. 20 f.). Folgt man dem ersten Einwand (praktische Wirkungslosigkeit wegen Dominanz langfristigen Anlageverhaltens), verliert indes der zweite seine Kraft. Ferner werden *Schlegelbergers* Hinweise auf plötzliche Mehrheitswechsel bei einem Paketverkauf sowie doppelte Stimmrechtsmacht von Altaktionären auch gegenüber erwünschten Neuaktionären fraglich, wenn man zugleich seinem Argument folgt, dass sich der Verlust des Doppelstimmrechts ohne Weiteres durch Strohmänner oder Holdingstrukturen vermeiden lässt.

<sup>306</sup> Namentlich von *Fischer*, Der praktische Betriebswirt 1935, 1024, 1026–1029, mit Wiederholung seiner zuvor bereits vielfach vorgetragenen Position und Argumente (dazu oben Fn. 269 auf S. 305, Fn. 270 auf S. 305, Fn. 293 auf S. 309). *Fischer* erkannte sich dabei indes selbst in einer Minderheitsposition, siehe *ders.*, ZBW 1936, 180, 188 („Abgesehen von der eben erwähnten ausführlichen Darlegung meiner, der Einstellung des Aktienrechtsausschusses und *Schlegelbergers* entgegengesetzten Ansicht, hat sich gegenüber diesen Ausführungen des Staatssekretärs kaum irgendein Widerspruch erhoben.“).

<sup>307</sup> Siehe *Siebert*, Weltwirtschaftliches Archiv 43 (1936), 144, 146–147.

<sup>308</sup> So zu Recht *Schubert*, in: *ders.* (Hrsg.), Ausschluß für Aktienrecht, 1986, S. XX, XLVI.

<sup>309</sup> Siehe den redaktionellen Beitrag „Die Lage“ in o. A., Die Deutsche Volkswirtschaft 3 (1934), 769, wo *Schacht* im direkten Vergleich mit Adolf Hitler, der in seinen Reden von Mal zu Mal über sich hinauswuchs, bescheinigt wird, auch seine Reden würden mit Zunehmen der Schwierigkeiten, die das Ausland wirtschaftlich bereite, „klarer und eindringlicher, überzeugender und unwiderlegbarer“. Daher könne man sich nicht des Eindrucks erwehren, hier spreche bereits der Mann, der als „kommender ‚Führer der Wirtschaft‘ die wirtschaftlichen Geschicke des deutschen Volkes schon jetzt vollkommen in der Hand hat.“ Die „Deutsche Volkswirtschaft“ bezeichnete sich selbst als „Nationalsozialistischer Wirtschaftsdienst“ und warb für sich mit der Aussage, sie „war längst vor der Machtergreifung: Die erste nationalsozialistische Kampfzeitschrift auf wirtschaftlichem Gebiet, ist jetzt im nationalsozialistischen Staat: Die erste und führende Wirtschaftszeitschrift und zugleich die schärfste Verfechterin des unverfälschten Nationalsozialismus“ (Die Deutsche Volkswirtschaft 1934, 630).

<sup>310</sup> Veröffentlicht im Januar des Folgejahres.

<sup>311</sup> Siehe aus zeitgenössischer Sicht *Fischer*, ZBW 1936, 180, 181: „Insbesondere nach der ausführlichen Stellungnahme von Dr. Schacht [...] scheint man neuerdings von den Empfehlungen des Akademieausschusses nicht nur größtenteils abgekommen zu sein, sondern eine Reform des deutschen Aktienrechts könnte für die nächste Zeit überhaupt ernstlich in Frage gestellt sein.“; o. A., Der deutsche Volkswirt 1935, 467: „Die Rede des Reichsbankpräsidenten und Reichswirtschaftsministers Dr. Schacht [...] hat einen starken Widerhall gefunden. Die lebhafteste Zustimmung, die ganz überwiegend hierbei zum Ausdruck gebracht worden ist [...]“; *Würdinger*, DJZ 41 (1936), 223, 226: „Als endgültig erledigt konnte es [das Verwaltungsstimmrecht von 20 % im ersten Entwurf] gelten nach der Rede des Reichsbankpräsidenten Dr. Schacht in der Akademie für Deutsches Recht (Dezember 1935).“; rückblickend *Schubert*, in: *ders.* (Hrsg.), Ausschluß für Aktienrecht, 1986, S. XX; *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 173–175, auch zu den Motiven *Schachts*, die ausweislich seiner Rede weniger in Distanz zum Regime als eher darin lagen, ein effektives Kapitalsammelinstrument zur Bewältigung der Rüstungsanstrengungen zu erhalten.

<sup>312</sup> *Schacht*, ZAKDR 3 (1936), 35, 36.

Verkehrsfähigkeit der Aktie sei deshalb unbedingt zu erhalten.<sup>313</sup> Allein die bloße Möglichkeit der Veräußerung sichere dabei mehr als alles andere den Dauerbesitz.<sup>314</sup> Ergänzend stellte *Schacht* in Sinne eines Market for Corporate Control infrage, ob im Interesse des Unternehmens der Daueraktionär dem wechselnden Aktionär stets vorzuziehen sei,<sup>315</sup> gefolgt von der Bemerkung, dass Ersterer vorwiegend im Rahmen der Konzernbildung erscheine, welche dem nationalsozialistischen Ideal nicht entspreche.<sup>316</sup> Anreize für ein – gemäß dem Ziel der Weimarer Reformdiskussion – stärker langfristig orientiertes Aktionariat bzw. – so eher das eigentliche Ziel nationalsozialistischer Bestrebungen – ein stärker personalistisches und leichter kontrollierbares Aktionariat verloren danach weitgehend an Unterstützung.<sup>317</sup> Selbst verbleibende Stimmen bemühten sich, einen offenen Gegensatz zu *Schacht* zu vermeiden.<sup>318</sup>

#### d) Das Aktiengesetz 1937

Der Gesetzgeber des Aktiengesetzes von 1937 lehnte eine Unterscheidung nach dem Anlagehorizont wie schon der Entwurf von 1930 und entsprechend dem Diskussionsstand nach der Rede *Schachts* dezidiert ab. Die amtliche Begründung zu § 12, dem grundsätzlichen Verbot von Mehrstimmrechtsaktien, stellte klar: „Eine verschiedene Behandlung der Aktionäre, je nachdem ob sie Dauer-, Zufalls- oder nur Spekulationsaktionäre sind, kann nicht befürwortet werden.“<sup>319</sup> Es könne nicht auf die Absichten zurückgegriffen werden, aus denen der Aktienkauf erfolgt. Das Stimmrecht ergebe sich nicht aus der jeweiligen Person des Inhabers, sondern aus der Aktie und komme daher grundsätzlich auch jedem Inhaber zu, mit einer Ausnahme lediglich für Vorzugsaktien.<sup>320</sup>

<sup>313</sup> *Ders.*, ZAkDR 3 (1936), 35, 37: „Wäre nicht die Wertpapierform mit ihrer leichten Übertragbarkeit erfunden worden, würde die Geldbeschaffung für Staat und Wirtschaft unendlich viel schwieriger. [...] Die leichte Veräußerungsmöglichkeit sichert den Anreiz, sich überhaupt an Aktiengesellschaften zu beteiligen.“

<sup>314</sup> *Ders.*, ZAkDR 3 (1936), 35, 37.

<sup>315</sup> *Ders.*, ZAkDR 3 (1936), 35, 37: „Der gelegentliche Wechsel im Aktienbesitz zwingt die Leitung eines Unternehmens zu einer Geschäftsführung, die sich das Vertrauen ihrer Geldgeber nicht nur erhalten, sondern täglich immer wieder erobern muß.“

<sup>316</sup> *Ders.*, ZAkDR 3 (1936), 35, 37.

<sup>317</sup> Siehe entschieden zustimmend zu *Schachts* Ablehnung einer „Schwarzweißmalerei“ schlechter kurzfristiger und guter langfristiger Aktionäre o. A., *Der deutsche Volkswirt* 1935, 467, 468; weiterhin allerdings *Würdinger*, DJZ 41 (1936), 223, 228: „Hier will es scheinen, daß der in den Akademievorschlägen vorgetragene Gedanke, unter den Aktionären denjenigen eine Sonderstellung einzuräumen, welche ihre Aktien für eine gewisse Mindestdauer hinterlegen, eine sehr beachtenswerte Entwicklungsmöglichkeit bietet, mag auch die Vorzugsstellung in anderer Weise zur Durchführung gelangen, als es in den Akademievorschlägen vorgesehen ist. [...] jedenfalls würden die mit einer solchen Regelung verbundenen Vorteile die eventuellen Nachteile überwiegen.“

<sup>318</sup> Siehe *Fischer*, ZBW 1936, 180, 188–191, der zwar *Schlegelbergers* Rede kritisiert, *Schacht* hingegen bescheinigt, seine kapitalmarkttheoretische Begründung könne „als durchaus richtig anerkannt werden“, und im Folgenden versucht, einen Konflikt zwischen *Schlegelberger* und *Schacht* mit Blick auf Möglichkeit und Billigung der Umgestaltung des Aktionariats zu konstruieren (S. 190).

<sup>319</sup> Dies wiederholend, ohne Verweis auf die Begründung, GK AktG<sup>4</sup>/*Brändel*, § 8 Rn. 12, allerdings unter Verweis auf einen Beitrag aus der Weimarer Reformdiskussion mit dem Hinweis, Vorschläge zu einer Abhängigkeit des Stimmrechts von der Anlagedauer seien vereinzelt geblieben. Diese Einschätzung erscheint mit Blick darauf, dass sogar die AkDR sich entsprechende Vorschläge aus dem Schrifttum zu eigen machte und dem Gesetzgeber empfahl, jedenfalls im historischen Rückblick nicht durchgängig zutreffend.

<sup>320</sup> Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) vom 30. Januar 1937 mit Amtlicher Begründung und Einführungsgesetz, in: *Klausing* (Hrsg.), *Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, 1937*, S. 1, 11; siehe dazu auch *Mülbert*, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt*<sup>2</sup>, 1996, S. 61–62.

Der ideologisch motivierte Kampf gegen die „Anonymität“ der AG fand seinen direkten Niederschlag auf Aktionärsseite allein in der Erhöhung des Mindestkapitals einer AG auf 500.000 RM (§ 7 I AktG 1937) und des Mindestbetrags einer Aktie auf 1.000 RM (§ 8 I 1 AktG 1937).<sup>321</sup> Die amtliche Begründung zu den §§ 6–8 erläuterte dazu, dass die Rechtsform der AG wegen ihrer notwendigen Anonymität restriktiv zuzulassen sei, führte das aber nicht näher aus.<sup>322</sup> Die Begründung zu §§ 100, 101 ergänzte, dass sich die Anonymität, die in erster Linie zu den Mängeln des bisherigen Aktienrechts gerechnet werde, soweit sich die Angriffe gegen die Anonymität der Aktie richteten, nicht beseitigen lasse, ohne die Aktiengesellschaft ihrer wirtschaftlichen Bedeutung zu berauben.<sup>323</sup> Dementsprechend folgte die Begründung zu § 10 AktG 1937, der Namens- und Inhaberaktien beibehielt, im Kern der Argumentation *Schlegelbergers* und *Schachts*, eine Beschränkung auf Namensaktien sei wirtschaftlich untragbar und umgehungsanfällig.

Im Schrifttum begriff man daneben, wie zuvor von *Schlegelberger* vorgetragen, auch die Stärkung des Vorstands(-Vorsitzenden) als Maßnahme gegen Probleme aus der Anonymität, zu deren Folgen man unter anderem „mangelhaften Kontakt zwischen der Geschäftsleitung und der Vielzahl von ständig wechselnden, oft nur spekulativ interessierten Mitgliedern“ rechnete.<sup>324</sup> So erblickte *Klausing*<sup>325</sup> den wesentlichen Unterschied des neuen Rechtszustands im Vergleich zum alten „darin, daß man versucht hat, die betriebs- und volkswirtschaftlich schädlichen Einflüsse ‚anonymer‘ Kapitalmärkte durch eine sinnvolle, der Eigenart der AG. angepaßte Übernahme des ‚Führerprinzips‘ und des hierin beschlossenen Gedankens der persönlichen Verantwortlichkeit nach Möglichkeit abzuwehren und unschädlich zu machen“.<sup>326</sup> Dies deckte sich mit der Ansicht einiger NS-naher Autoren, die die „Verwirklichung eines verantwortungsbewußten Führertums“ und den „Kampf gegen die Anonymität und das Treueverhältnis zum Staat“ als „unlöslich miteinander verquicte“ Gesichtspunkte darstellten.<sup>327</sup>

<sup>321</sup> *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 175.

<sup>322</sup> Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) vom 30. Januar 1937 mit Amtlicher Begründung und Einführungsgesetz, in: *Klausing* (Hrsg.), Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, 1937, S. 1, 8–9.

<sup>323</sup> Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) vom 30. Januar 1937 mit Amtlicher Begründung und Einführungsgesetz, in: *Klausing* (Hrsg.), Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, 1937, S. 1, 85.

<sup>324</sup> *Klausing*, in: ders. (Hrsg.), Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, 1937, S. 1, 5\*; zuvor etwa *Würdinger*, DJZ 41 (1936), 223, 224–226.

<sup>325</sup> Zur Person *Klausings* sowie seines Sohnes Karl-Friedrich *Klausing* siehe den bedrückenden Beitrag von *Rüthers*, JZ 2005, 689 ff.

<sup>326</sup> *Klausing*, in: ders. (Hrsg.), Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, 1937, S. 1, 42\*. Beachte aber auch *ders.*, in: ders. (Hrsg.), Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, 1937, S. 1, 53\*: „Es leuchtet unmittelbar ein, daß mit alledem [Anonymität der Spekulationsaktionäre ebenso wie weitgehend der Daueraktionäre gegenüber der Geschäftsleitung] nicht nur Unzuträglichkeiten und Gefahren verschiedenster Art verknüpft sind, sondern daß auch mancherlei abwegige und übertriebene Vorstellungen von den verhängnisvollen Einflüssen des ‚anonymen Kapitals‘ im Aktienwesen wie überhaupt im gesamten nationalen und internationalen Wirtschaftsleben verhältnismäßig weite Verbreitung gefunden haben.“ In unmittelbarer Folge (S. 54\*) kennzeichnet *Klausing* die neue Regelung allerdings dessen ungeachtet als wesentlichen Fortschritt. Unter der neuen Aktienrechtsordnung werde sich das „anonyme Kapital“ voraussichtlich nicht mehr in der alten Weise „breitmachen“ und nachteilig auswirken können.

<sup>327</sup> So *Danielcik*, Die Deutsche Volkswirtschaft, 1934, 657; ähnlich *Heiser*, Der praktische Betriebswirt 1934, 499, 504, der zunächst (S. 500–504) ausführlich die ablehnende Haltung der AkDR zu einer Aufteilung des Aktionariats in stimmberechtigte Groß- und stimmrechtslose Kleinaktionäre kritisiert,

Ob und inwieweit die Stärkung des Vorstands zulasten der Generalversammlung in der Sache tatsächlich auf nationalsozialistische Ideologie oder auf Einflüsse des US-amerikanischen Rechts bzw. das schon in der Weimarer Zeit bekannte „Generaldirektorenprinzip“ und dahinter stehende Sachzwänge zurückgeht, ist heute umstritten.<sup>328</sup> Jedenfalls aber verstanden es das Justizministerium (*Schlegelberger*) ebenso wie führende Wirtschaftsrechtler auch<sup>329</sup> als Maßnahme zur Abschottung gegen spekulative, kurzfristige Einflüsse anonymer Kapitalmärkte. Dabei mag eine Rolle gespielt haben, dass die von vielen NS-nahen Autoren geteilten Vorschläge, welche stärker auf die Aktionärsseite einwirken wollten, scheiterten und sich das „Führerprinzip“ mit dieser erweiterten Zuschreibung eignete, daran ansetzender Kritik den ideologischen Wind aus den Segeln zu nehmen. Hierfür spricht, dass die Einleitung zur amtlichen Begründung des AktG 1937 schlicht apodiktisch ausführte, die Unternehmensleitung könne nicht mehr im bisherigen Umfang von den Aktionären abhängig sein, denen meist auch der notwendige Überblick über die Geschäftslage fehle,<sup>330</sup> also keinen expliziten Zusammenhang mit spekulativer Anlage herstellte.<sup>331</sup> Andererseits stellte die Begründung zu §§ 100, 101 AktG 1937 (heute in etwa §§ 80 I 1, 117 AktG) das erstmals vorgeschriebene namentliche Hervortreten des Vorstands und des Aufsichtsratsvorsitzenden auf Geschäftsbriefen als Maßnahme dar, um angesichts der unmöglichen Beseitigung der Anonymität der Aktie zumindest sicherzustellen, „daß das anonyme Kapital das Unternehmen durch verantwortliche Persönlichkeiten führen läßt, und [...], daß die leitenden Persönlichkeiten der Verwaltung stärker hervortreten und ihre Namen bekannt werden“.<sup>332</sup>

---

dann aber etwas widersprüchlich ausführt, die Anonymität liege aus Sicht der Nationalsozialisten nicht so sehr in der Vielheit der Aktionäre als in der Anonymität der Entschlüsse und Geschäfte der Gesellschaft seitens des Vorstands.

<sup>328</sup> Eingehend *Thiessen*, in: Görtemaker/Safferling (Hrsg.), *Die Rosenberg*, S. 204, 240–264, der überzeugend eine skeptische Haltung gegenüber einer Rückführung auf Einflüsse des amerikanischen Rechts einnimmt; abweichend von *Hein*, *ZHR* 166 (2002), 464, 474–478; von *Hein*, *Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland*, 2008, S. 183–184; vermittelnd *Raiser/Veil*, *Recht der Kapitalgesellschaften*<sup>6</sup>, 2015, § 2 Rn. 5; aus zeitgenössischer Sicht zu bereits damals divergierenden Interpretationen *Klausing*, in: ders. (Hrsg.), *Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien*, 1937, S. 1, 63\*–64\*.

<sup>329</sup> Daneben diene es dazu, der Verwaltung, trotz der „nun einmal unvermeidbaren Abhängigkeit von ihren [...] Aktionären, diejenige Selbständigkeit zu erhalten, ohne die eine befriedigende Erfüllung sowohl der privatwirtschaftlichen als auch der volkswirtschaftlichen und sozialen Pflichten nicht wohl denkbar ist.“ (*Klausing*, in: ders. (Hrsg.), *Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien*, 1937, S. 1, 59\*–60\*). Diese Pflichten kennzeichnete § 70 I AktG 1937 als das „Wohl des Betriebs und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich“ (dazu *ders.*, in: ders. (Hrsg.), *Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien*, 1937, S. 1, 72\* ff.). Daneben wurde auf die auch heute anerkannte Überlegung verwiesen, dass eine große Zahl von Aktionären kaum sinnvoll in die Unternehmensführung eingebunden werden kann, zumal vielen Aktionären dazu Mittel und wirtschaftliches Interesse fehlen, so etwa *Würdinger*, *DJZ* 41 (1936), 223, 223–224.

<sup>330</sup> Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) vom 30. Januar 1937 mit Amtlicher Begründung und Einführungsgesetz, in: *Klausing* (Hrsg.), *Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien*, 1937, S. 1, 3.

<sup>331</sup> Vielmehr kommt in der Passage eine negative Einschätzung der Rolle der Gesamtheit der Aktionäre zum Ausdruck, dazu *Milbert*, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt*<sup>2</sup>, 1996, S. 60–61.

<sup>332</sup> Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) vom 30. Januar 1937 mit Amtlicher Begründung und Einführungsgesetz, in: *Klausing* (Hrsg.), *Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien*, 1937, S. 1, 85.

*e) Erkenntniswert für die heutige Diskussion*

Rückblickend weist die Weimarer Reformdiskussion in bemerkenswerter Weise Merkmale auf, die ebenso spätere *Short-termism*-Debatten in Deutschland und anderen Rechtsordnungen bis in die heutige Zeit kennzeichnen:

Erstens entstand die Diskussion um kurzfristige Einflüsse im Aktienrecht damals ebenso wie in vielen späteren Diskussionswellen in einem Umfeld wirtschaftlicher Umbrüche oder Instabilität mit krisenhaften Zuspitzungen. Das Aktienrecht wird dabei in gewisser Weise zu einer Projektionsfläche von Sorgen und Interessen, welche sich aus ungewöhnlichen, oft als disruptiv empfundenen Entwicklungen ergeben. Hierdurch droht ein etwaiger aktienrechtlicher Reformbedarf überzeichnet zu werden.

Zweitens neigte die Debatte in der Weimarer Zeit ähnlich wie insbesondere die *Short-termism*-Debatte in den USA in den letzten Jahrzehnten und in heutiger Zeit zu einem schroffen, mitunter ins Polemische reichenden Aufeinanderprallen von Befürwortern und Gegnern mit diametralen Standpunkten zu der Frage, ob (vermeintliche) kurzsichtige Orientierung im Gesellschaftsrecht rechtspolitisch beachtlich ist.

Drittens belegt die Weimarer Zeit, dass viele der diskutierten Reformvorschläge zur Stärkung langfristiger Tendenzen mit wirtschaftlichen Gegebenheiten und – tatsächlichen oder vermeintlichen – Notwendigkeiten kollidier(t)en, die sich als starke Widerstände erweisen und jedenfalls bis zur Finanzkrise in allen nachfolgenden Diskussionswellen im Wesentlichen die Oberhand behalten haben, in Deutschland ebenso wie etwa in Großbritannien. Rechtliche Rahmenbedingungen, auf die sich gewachsene Strukturen und damit verknüpfte Interessen gründen, erzeugen offenbar beachtliche Beharrungskräfte – eine Spielart institutioneller Pfadabhängigkeit im Gesellschaftsrecht.<sup>333</sup>

Viertens stehen die rechtlichen Gestaltungen, welche in der Weimarer Reformdebatte als Instrumente gegen kurzsichtige Orientierung diskutiert wurden, ähnlich prominent in der heutigen Diskussion: Mehrstimmrechtsaktien, zeitabhängige Anreize bzw. Sonderrechte für langfristige Aktionäre im Gesellschaftsrecht und Steuerrecht, die Erfolgsaussicht einer „Erziehung“ der Aktionäre, die Ausrichtung des Unternehmensleitbildes sowie Maßnahmen zur Stärkung der Verwaltung. Diese zentralen Stellschrauben zur Steuerung zeitlicher Orientierung sind offenbar zeitlose Dauerbrenner.

Zugleich enthält die weitere Entwicklung der Weimarer Zeit bis zum Aktiengesetz 1937 aber auch eine spezifische Mahnung, die ungeachtet der besonderen damaligen Lage nicht in Vergessenheit geraten sollte: Der Fortgang der Weimarer Diskussion nach 1930 verdeutlicht, brennglasartig verstärkt, die Gefahr einer ideologischen Aufladung und Indienstnahme von Bestrebungen zur Abwehr kurzfristigen Denkens bzw. der damit einhergehenden Einwirkung auf gesellschaftsrechtliche Akteure. Die Abwehr kurzfristiger Orientierung kann leicht als Regulierungsvorwand, eine dazu notwendige Einwirkung auf gesellschaftsrechtliche Akteure als trojanisches Pferd zur Umsetzung anders gelagerter politisch-ideologischer Ziele genutzt werden. Bereits in den Anfängen der Weimarer Zeit prominent und auch heute noch verbreitet ist das Ziel des Protektionismus zugunsten der heimischen Wirtschaft. Nicht nur in der deutschen aktienrechtlichen Diskussion finden sich protektionistische Elemente auch in der Nachkriegszeit immer

---

<sup>333</sup> Eingehend zu institutionellen Pfadabhängigkeiten im Gesellschaftsrecht Heine, Regulierungswettbewerb im Gesellschaftsrecht, 2003, S. 194 ff.; grundlegend *Bebchuk/Roe*, 52 Stan. L. Rev. 127 (1999).

wieder.<sup>334</sup> Viel gefährlicher war naturgemäß die „Umwidmung“ des ursprünglich aus den wirtschaftlichen Erfahrungen der Weimarer Zeit geborenen Ziels, ein langfristiges Aktionariat zu fördern, zur ideologischen Indienstnahme und Steuerung der Wirtschaft durch das NS-Regime, wie sie im Vorfeld des AktG 1937 zunehmend in den Vordergrund trat. Wenn der Staat festlegt, wie sich einflussreiche Investoren zu verhalten haben, ihre Identität genau kennt und damit ihre Zusammensetzung steuern kann, kann das die Freiheit des Wirtschaftslebens im Kern bedrohen. Insofern sollte stets beachtet werden, inwieweit Maßnahmen zur Förderung eines langfristigen Aktionariats und stabiler Unternehmensverwaltung auch staatliche Einflussnahme erleichtern bzw. die potenzielle staatliche Zugriffsmacht erhöhen. Der damit einhergehende mögliche Freiheitsverlust und eine drohende Abkehr von liberalen Ausgangspositionen müssen als Nachteile in Rechnung gestellt und gegen angestrebte Vorteile abgewogen werden.

## II. 1990er Jahre: Kapitalismus vs. Kapitalismus (Michel Albert)

### 1. Die These

Nach der national geprägten Weimarer Reformdiskussion dauerte es gut 55 Jahre, bis die moderne Debatte um kurzfristiges Denken in der Wirtschaft erstmals über Fachkreise hinaus eine europäische Dimension erreichte, und zwar durch die viel beachtete<sup>335</sup> These des französischen Wirtschaftswissenschaftlers und Managers *Michel Albert*<sup>336</sup> vom zeitgenössischen Kapitalismus als einem bipolaren System. Sein Buch „Capitalisme

<sup>334</sup> So diskutierte man Mitte der 1970er Jahre zur Zeit der Ölkrise anlässlich großer Aktienpaketkäufe verschiedener Ölstaaten darüber, wie man sich gegen „unerwünschte“ ausländische Aktienkäufe wehren und einen „Schutz der deutschen Wirtschaft gegen Überfremdung“ durch zivil- und öffentlichrechtliche, präventiv wirkende Abwehrmaßnahmen herstellen könne (dazu etwa die zeitgenössischen Überlegungen *de lege lata* und *ferenda* von Lutter/Schneider, ZGR 1975, 182 ff.; rückblickend jeweils knapp Michalski, AG 1997, 152, 154; Assmann/Bozenhardt, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), Übernahmeangebote, 1990, S. 1, 120). Die Praxis griff vor allem auf Höchststimmrechte zurück, die ab 1975 mehrfach eingeführt wurden. Die zeitgenössische Literatur widmete der Eignung von Höchststimmrechten zur „Überfremdungsabwehr“, rechtspolitischen Aspekten und Alternativen entsprechend viel Aufmerksamkeit (zu alledem Baums, AG 1990, 221, 222, 239 f., der von einer entsprechenden Welle spricht (S. 222) und umfassende Literaturnachweise bietet (S. 239 f. Fn. 149–151); rückblickende Kritik etwa bei Otto, DB Beilage 12/88, 1988, 1, 6). Der BGH hat in dieser Zeit anerkannt, dass der Schutz einer AG vor „Überfremdung vom In- oder Ausland her“ als sachlicher Grund in Betracht kommt, um zu rechtfertigen, dass die bereits vorhandene Stimmrechtsmacht eines Aktionärs durch die nachträgliche Einführung von Höchststimmrechten ohne dessen Zustimmung begrenzt wird (BGHZ 70, 117, 121 f. = NJW 1978, 540, 541 f.; scharfe rechtsökonomische Kritik daran bei Adams, AG 1990, 63, 77–78). Mitte der 2000er Jahre waren in der Heuschreckendebatte um kurzfristiges Profitstreben (dazu eingehend 2. Teil, § 2 V., S. 354 ff.) stellenweise protektionistische Elemente zu verzeichnen. Historisch finden sich deutliche protektionistische Strömungen in aktienrechtlichen Diskussionen um kurzfristige Einflüsse etwa auch in der Schweiz (dazu 2. Teil, § 3 I.2. a), S. 376 f.), in der jüngeren französischen aktien- und kapitalmarktrechtlichen *Court-termisme*-Diskussion sind sie ebenfalls sehr verbreitet (zu dieser eingehend 4. Teil, § 5, S. 810 ff.).

<sup>335</sup> Siehe Müller, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, 434.

<sup>336</sup> *Michel Albert*, geboren am 25.02.1930, gestorben am 20.03.2015, war ein französischer Wirtschaftswissenschaftler. *Albert* war unter anderem Präsident der Assurances Générales de France (AGF, eine damals führende, mehrheitlich dem Staat gehörende und später privatisierte französische Versicherungsgesellschaft), Präsident des Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations International (wichtigstes französisches Forschungsinstitut für internationale Ökonomie), Mitglied des Conseil de la Politique Monétaire der Banque de France und veröffentlichte zahlreiche Publikationen zu wirtschaftlichen, politischen und sozialen Fragen (siehe die Kurzbiografie der Zentralbibliothek Wirtschaftswissenschaften, Albert, Michel, Biografisch/historische Angaben, 2015 <<http://lhzbw.gbv.de/DB=1/SET=2/TTL=1/SHW?FRST=1>> (geprüft am 11.06.2020)).

contre Capitalisme“ erschien zuerst 1991 auf Französisch<sup>337</sup> und wurde anschließend in 19 Sprachen übersetzt.<sup>338</sup> Bereits 1992 folgte die deutsche Ausgabe (Kapitalismus contra Kapitalismus), 1993 eine englische für Großbritannien<sup>339</sup> sowie eine weitere für den US-amerikanischen Markt, Letztere mit dem provokanten Untertitel „How America’s Obsession with Individual Achievement and Short-term Profit Has Led It to the Brink of Collapse“.<sup>340</sup>

*Albert* ging von der Prämisse aus, dass sich der Kapitalismus als Wirtschaftsform durchgesetzt habe,<sup>341</sup> aber keine homogene Einheit darstelle. Vereinfachend und typisierend arbeitete er zwei im Wettbewerb miteinander stehende Kapitalismusmodelle heraus<sup>342</sup> (daher „Kapitalismus contra Kapitalismus“<sup>343</sup>), den „neoamerikanischen“<sup>344</sup> und den „rheinischen Kapitalismus“<sup>345</sup>, ein Begriff, den *Albert* mit diesem Buch prägte. Jener basiere auf dem „individuellen Erfolg und dem schnellen finanziellen Gewinn“<sup>346</sup> und komme am deutlichsten in der Politik der Regierung *Reagan* („*Reaganomics*“) zum Ausdruck sowie abgeschwächt in Großbritannien. Dieser favorisiere „den gemeinschaftlichen Erfolg, den Konsens und das langfristige Vorausdenken“<sup>347</sup> und sei vorrangig in der Bundesrepublik, in Japan und in Varianten in weiteren nordeuropäischen Staaten anzutreffen.<sup>348</sup>

<sup>337</sup> *Albert*, *Capitalisme contre capitalisme*, 1991.

<sup>338</sup> So die Anmerkung der Redaktion zu *ders.*, *Blätter für deutsche und internationale Politik* 46 (2001), 1451.

<sup>339</sup> *Ders.*, *Capitalism against capitalism*, 1993.

<sup>340</sup> *Ders.*, *Capitalism vs. capitalism*, 1993.

<sup>341</sup> Diese Wahrnehmung war maßgeblich durch das Scheitern des Sowjetkommunismus, den damit einhergehenden Zerfall des Ostblocks sowie die deutsche Wiedervereinigung geprägt und entsprach einer verbreiteten, wenn auch kontroversen Sicht der damaligen Zeit, die ähnlich pointiert wie bei *Albert* kurz vor dem Erscheinen von „*Capitalisme contre Capitalisme*“ von Francis Fukuyama mit seiner viel beachteten These vom „Ende der Geschichte“ formuliert worden war (zunächst in Aufsatzform in *Fukuyama*, *The National Interest* 1989, 3 ff., nachfolgend vertieft als Buch, *ders.*, *The end of history and the last man*, 1992, in deutscher Übersetzung *ders.*, *Das Ende der Geschichte*, 1992; zur Rezeption in Deutschland *Herbert*, *Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert*, 2014, S. 1137–1143).

<sup>342</sup> Die zentralen Kriterien und Kernthesen dieser Gegenüberstellung resümiert *Albert* in der Einleitung des Buches anhand von zehn grundlegenden Dimensionen einer Gesellschaft, deren Ausgestaltung in den gegenübergestellten Kapitalismusmodellen bzw. entsprechend zugeordneten Ländern jeweils prägnant auf weniger als einer Seite umrissen wird. Die betrachteten Gebiete betreffen etwa den Umgang mit Einwanderung, die Organisation der Wirtschaft und des Rechtssystems, Ausbildung und soziale Sicherung (*Albert*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 13–21; für eine englische Aufsatzfassung dieses Inhalts siehe *ders.*, *Eur. Bus. J.* 4 (1992), 8 ff.). Im vorliegenden Zusammenhang sind vor allem die Kriterien sieben („Banken und Börse“) und acht („Wie muß die Macht in einem Unternehmen zwischen den Aktionären auf der einen Seite und den Managern und dem Personal auf der anderen Seite verteilt sein?“) von Interesse, ferner die Kriterien fünf („Muß das Steuerwesen das Sparen oder das Schuldenmachen begünstigen?“), sechs („Was ist besser: mehr Regulierungen und Beamte, um sie anzuwenden, oder weniger Regulierungen und mehr Rechtsanwälte, um prozessieren zu können?“) und neun („Wie muß die Rolle des Unternehmens in der Erziehung und in der beruflichen Ausbildung sein?“). In den nachfolgenden Kapiteln stellt *Albert* die in der Einführung präsentierten Gesichtspunkte eingehender dar und unterlegt sie vielfach mit Zahlenmaterial.

<sup>343</sup> *Albert*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 13.

<sup>344</sup> Erstmals *ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 23.

<sup>345</sup> Erstmals *ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 25.

<sup>346</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 25.

<sup>347</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 25.

<sup>348</sup> *Ders.*, *Blätter für deutsche und internationale Politik* 46 (2001), 1451 nennt zehn Jahre später Deutschland, die Schweiz, die Beneluxstaaten sowie die nordeuropäischen Staaten.

## a) Der kurzfristige neoamerikanische Kapitalismus

Die nach *Albert* kurzfristige Natur des neoamerikanischen Modells bezieht sich in erster Linie auf das Finanzmarktumfeld für Unternehmen in den USA, welches der Autor im dritten Kapitel, „Die Finanzwirtschaft und der Ruhm“, charakterisierte. *Albert* skizzierte zunächst die Taktik des Leveraged Buyout als eine riskante fremdkapitalfinanzierte Übernahme unterbewerteter Unternehmen, um sodann deren Bestandteile per Asset Stripping zu Geld zu machen. Die kreditgebenden Banken betätigten sich dabei als risikofreudige, kurzfristige Finanziere statt als vorsichtige, auf lange Sicht arbeitende Institutionen.<sup>349</sup> In der großen Bedeutung der Börsenmärkte für die Unternehmensfinanzierung in den angelsächsischen Volkswirtschaften, im Gegensatz zu der dominierenden Bankenfinanzierung in den Alpenländern, erkannte *Albert* den „Triumph der Finanzwirtschaft über die Industrie“. Dieser erzeuge Einkünfte ohne realwirtschaftliche Grundlage und beschädige die Geschäftsmoral in hohem Maße.<sup>350</sup> *Albert* rechnete zu den „Bösewichter[n] der Finanzwirtschaft“ in erster Linie *raider* wie Carl Icahn, „vom unmittelbaren Gewinn besessene[n] Raubtiere“,<sup>351</sup> welche sich auf feindliche Übernahmen mit einer „*appartementweisen* Aufteilung, der Zerstückelung der verkauften Unternehmen mit unglaublichen Gewinnen“ spezialisiert hatten, mit einer Hochzeit unter *Reagan*.<sup>352</sup>

*Albert* sah diese Finanzwelt in einer antagonistischen Position zur Industrie, exemplifiziert unter anderem durch das kriegerische Vokabular des Übernahmerechts.<sup>353</sup> Der Finanzmarkt zwingt der Wirtschaft kurzfristige Verhaltensweisen und Strategien auf, weit entfernt von wirtschaftlicher und industrieller Rationalität: Die Börse verlange vom Unternehmen, „daß es sofort eine maximale Rentabilität aus seinem Eigenvermögen herausholt“, immer forderndere Aktionäre mit „wettbewerbsfähigen“ Dividenden befriedige, und zwingt dazu, feindliche Übernahmen mit hohen Aktienkursen abzuschrecken. Man setze „alles ins Werk, um die kurzfristigen Gewinne zu maximieren, um dann in jedem Quartal an der Wall Street befriedigende Ergebnisse vorweisen zu können“, eine „Tyrannei des vierteljährlichen Berichtes“. Das effizienteste Mittel hierzu bestehe darin, langfristige, zukunftsgerichtete Ausgaben für Forschung, Ausbildung, Produktentwicklung oder Werbung zu kürzen, wodurch über kurz oder lang die Existenz des Unternehmens bedroht werde.<sup>355</sup> Überdies veranlasse die Übernahmeforderung Direktoren,

<sup>349</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 69–71.

<sup>350</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 72–73. Auf diesen Aspekt geht *Albert* etwas später (*ders.*, 86–87) erneut ein: Die auf den Finanzmärkten regierende „Monarchie des Geldes“ drohe jegliche Moral hinwegzufegen, wozu *Albert* auf gezieltes Ausspionieren potenzieller Zielunternehmen und den Kauf von Informanten verweist. Moral sei indes technisch notwendig für das gute Funktionieren des Kapitalismus. Dies erkläre die Härte der SEC gegenüber Finanzmarktdelikten, aber auch einzelstaatliche Abwehrgesetze gegen feindliche Übernahmeangebote.

<sup>351</sup> *Albert*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 77.

<sup>352</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 73–75.

<sup>353</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 75 f. unter Verweis auf solche Begriffe wie „schwarze oder weiße Reiter“ (sic; hier handelt es sich um eine wörtliche Übersetzung des französischen Originaltextes, der von „chevaliers blancs ou noirs“ spricht [*ders.*, *Capitalisme contre capitalisme*, 1991, S. 85]; heute spricht man im Deutschen vom schwarzen oder weißen Ritter), vergiftete Pillen, Handschellen oder goldene Fallschirme und „Krieg der Sterne“. Daneben zeigt sich das antagonistische Verhältnis für *Albert* bei dem Wettbewerb um junge Talente, welche in den USA nicht mehr in die Industrie, sondern in die Finanzwirtschaft gingen, gelockt von deren exorbitanten Gehaltsangeboten und schnellen Gewinnmöglichkeiten.

<sup>354</sup> *Albert*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 77–78.

<sup>355</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 78.

aufwendige Verteidigungsstrategien zu entwickeln, „um sich mit einer ganz und gar unproduktiven Börsenguerilla auseinanderzusetzen“.<sup>356</sup> Auf ein stabiles Kapital könnten Unternehmen im neuen angelsächsischen Modell des Kapitalismus nicht mehr zählen, „Untreue“ sei für den Aktionär zum Synonym für Rationalität geworden. Das gelte auch für die institutionellen Investoren Amerikas, die, anders als in Japan und in gewissem Maße in Europa, nicht mehr „die Rolle des Regulatoren oder Gendarmen des Marktes“ spielten.<sup>357</sup> Stattdessen versuchten sie, die kurzfristigen Erträge ihres Portefeuilles zu optimieren, um bei jeder Fälligkeit ihren Fondssparern Rekordergebnisse vorweisen zu können und in den Fondsranglisten an oberster Stelle zu erscheinen.<sup>358</sup> In der Folge seien amerikanische Unternehmen anders als ihre japanischen Konkurrenten nicht ausreichend in der Lage, industrielle Risiken einzugehen und dazu Anfangsverluste in Kauf zu nehmen.<sup>359</sup>

#### b) *Das langfristige modèle rhénan*

Vor allem in den Kapiteln fünf bis sieben ging *Albert* näher auf die Merkmale des rheinischen Kapitalismus (*modèle rhénan*, *Rhine model*) ein. Nach *Albert* kennzeichneten ihn eine andere Vision der wirtschaftlichen Organisation, andere Finanzstrukturen und eine andere Form des sozialen Ausgleichs, womit er aber in der weltweiten Beachtung deutlich hinter dem „Pomp und [...] Gezänk der Kasinowirtschaft“ zurückfalle.<sup>360</sup> Im rheinischen Kapitalismus nehmen nach *Albert* die gemischten Güter, welche teilweise dem Markt und teilweise öffentlichen Initiativen entspringen, eine größere Bedeutung ein als im neoamerikanischen Modell, das Handelsgüter stärker betone. *Albert* nannte hier unter anderem Unternehmen: Im neoamerikanischen Modell seien sie eine Ware unter vielen, im rheinischen Modell halb Gemeinschaftsbesitz.<sup>361</sup> Eine enge Verflechtung von Universalbanken und Unternehmen ersetze den Stellenwert der Finanzmärkte und Börsen.<sup>362</sup> Zwischen Unternehmensleitung, Aktionären und Arbeitnehmern herrsche über die Dichotomie von Vorstand und mitbestimmtem Aufsichtsrat ein „gut verwalteter Konsens“, der das Zugehörigkeitsgefühl zum Unternehmen stärke, flankiert durch eine Sozialpartnerschaft mit starken Gewerkschaften sowie eine ordoliberalen Wirtschaftspolitik.<sup>363</sup>

*Albert* gestand zu, dass es keine allgemeingültige Idealform des Kapitalismus gebe,<sup>364</sup> bewertete das rheinische Modell aber im Vergleich zum angloamerikanischen als gerechter und effizienter<sup>365</sup> bzw. wirtschaftlich und sozial<sup>366</sup> überlegen. In wirtschaftlicher

<sup>356</sup> *Ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 79.

<sup>357</sup> In der heutigen Begrifflichkeit würde man von Stewardship sprechen; *Albert* verwendet diesen Begriff auch in der englischen Übersetzung noch nicht; dort heißt es, die japanischen und in geringerem Maße die europäischen institutionellen Investoren „help regulate and even ‘police’ the market“ (*ders.*, Capitalism against capitalism, 1993, S. 74).

<sup>358</sup> *Ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 79–80.

<sup>359</sup> *Ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 82–85.

<sup>360</sup> *Ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 103–104.

<sup>361</sup> *Ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 105–107.

<sup>362</sup> *Ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 110–114.

<sup>363</sup> *Ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 114–125.

<sup>364</sup> Vgl. *ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 21–22: „keinen one best way“.

<sup>365</sup> *Ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 25.

<sup>366</sup> In sozialer Hinsicht bewertete *Albert* das rheinische Modell als überlegen bei der Absicherung der Bürger gegen existenzielle Risiken sowie bei der Verringerung sozialer Ungleichheit, allerdings un-

Hinsicht lobte er insbesondere die Industrie der Länder des rheinischen Modells,<sup>367</sup> deren Dynamik er darauf zurückführte, dass hohe Produktivität betont werde und besondere Anstrengungen zur Ausbildung der Arbeiter sowie für Forschung & Entwicklung unternommen würden, worin sich der Unterschied zum atlantischen Modell am deutlichsten zeige.<sup>368</sup> Ein weiterer Hauptzug der rheinischen „Kultur der Ökonomie“ sei die Neigung der Haushalte zum Sparen, die wiederum umfangreiche Investitionsmittel für die Wirtschaft sichere.<sup>369</sup>

### c) Trend und Empfehlung

Trotz der von *Albert* vertretenen wirtschaftlichen und sozialen Überlegenheit des rheinischen Modells sah er es auf dem Rückzug: Es werde so sehr von den politischen, medialen und kulturellen Einflüssen seines amerikanischen Konkurrenten getroffen, dass selbst die Länder, die das rheinische Modell erfolgreich verkörperten, „dem amerikanischen Charme erliegen und Opfer seiner Illusionen werden.“<sup>370</sup> Das amerikanische Kapitalismusmodell sei ein farbiger, spannender „Medienstar“.<sup>371</sup> In einer zunehmend individualistischen Welt liefere es eine starke und einfache Idee: „Eine sofortige Gewinnmaximierung; eine Maximierung des individuellen Interesses; eine systematische Präferenz für das kurzfristige Handeln; ein Misstrauen gegenüber jedem gemeinschaftlichen Projekt“.<sup>372</sup> Demgegenüber beinhalte der rheinische Kapitalismus weder einen Traum noch etwas Spielerisches oder Erregendes, kurz: „das rheinische Modell ist nicht sexy“.<sup>373</sup> Darüber hinaus würden die grundsätzlichen Gedanken und Werte, die ihm vorangehen, weitgehend ignoriert und bestritten.<sup>374</sup> *Albert* verknüpfte dies mit einem beobachteten Niedergang der Sozialdemokratie, unter Verweis auf eine Aussage *Pierre Rosanvillons*, dass das rheinische Modell nicht weit von einem modernisierten Ideal der Sozialdemokratie entfernt sei.<sup>375</sup>

In Konsequenz gewinne seit Beginn der 1980er Jahre der weniger leistungsstarke neoamerikanische Kapitalismus selbst in Deutschland, Schweden und Japan psychologisch und politisch immer mehr an Boden.<sup>376</sup> So werde der soziale Konsens in vielen Ländern des rheinischen Modells infrage gestellt<sup>377</sup> und der traditionelle Begriff der Hausbank verschwinde, während die Macht der Finanzmärkte ansteige.<sup>378</sup> Die Globalisierung der Finanzwirtschaft wirke als hauptsächlicher und übermächtiger Träger der

---

terlegen bei dem Ausmaß der sozialen Mobilität, *ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 126, 147–164.

<sup>367</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 139: „Die Industrie der rheinischen Länder ist, das ist eine Tatsache, die beste der Welt.“

<sup>368</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 139–140.

<sup>369</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 142–146. *Albert* führte dies unter anderem darauf zurück, dass in den rheinischen Ländern „die Bedeutung der Wirtschaft von der ganzen Bevölkerung begriffen wird.“ (S. 145) – eine These, die aus heutiger Sicht freilich eher wenig Unterstützung finden dürfte.

<sup>370</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 165.

<sup>371</sup> Vgl. *ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 187–189.

<sup>372</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 195.

<sup>373</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 197.

<sup>374</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 197.

<sup>375</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 198.

<sup>376</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 185–186.

<sup>377</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 168.

<sup>378</sup> *Ders.*, *Kapitalismus contra Kapitalismus*, 1992, S. 176.

Ausbreitung des „ultraliberalen Modells“.<sup>379</sup> Für *Albert* war das naturgemäß keine wünschenswerte Entwicklung. Er empfahl das als gerechter und effizienter erachtete rheinische Modell Europa sowie namentlich Frankreich,<sup>380</sup> dessen Wirtschafts- und Gesellschaftsmodell nach *Albert* zum Veröffentlichungszeitpunkt unter anderem zwischen Elementen alpenländischer Tradition und einer „amerikanischen Brise“ oszillierte.<sup>381</sup>

## 2. Zeitgeschichtlicher Kontext und spätere Entwicklung

„Capitalisme contre Capitalisme“ erschien in einer Zeit, in der das „Modell Deutschland“ in Frankreich sehr *en vogue* war, ablesbar nicht zuletzt am Regierungsprogramm der neuen sozialistischen Premierministerin *Edith Cresson*, das deutlich Anleihen bei den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des damals erfolgreich scheinenden Nachbarn nahm.<sup>382</sup> Zugleich und unabhängig davon kann man *Alberts* Buch als Versuch interpretieren, die Moral der angeschlagenen<sup>383</sup> europäischen Sozialdemokratie zu stärken, in der es europaweit auch besonders intensiv aufgenommen wurde und weiterhin einflussreich ist.<sup>384</sup>

*Albert* wollte zeigen, dass die Vereinigten Staaten nicht so stark waren wie verbreitet wahrgenommen, und verwies dazu auf die wirtschaftliche Kraft Japans sowie Deutschlands. Die Ideologie des Kampfs zwischen Kapitalismus und Kommunismus, die nach der deutschen Wiedervereinigung obsolet schien, ersetzte *Albert* durch eine neue politische Ideologie eines Widerstreits zwischen neoamerikanischem und rheinischem Kapitalismusmodell.<sup>385</sup>

Zehn Jahre nach Erscheinen seines Buches nahm *Albert* zu der zwischenzeitlichen Entwicklung Stellung.<sup>386</sup> An einer Bipolarität zwischen zwei Kapitalismusmodellen hielt er zwar im Ausgangspunkt fest.<sup>387</sup> Statt eines medial-politischen Siegeszuges des neoamerikanischen Modells müsse nun allerdings eine Konvergenz in Betracht gezogen

<sup>379</sup> *Ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 184.

<sup>380</sup> Dazu *ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 230–235.

<sup>381</sup> *Ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 24.

<sup>382</sup> Näher *Siegele*, Die Zeit, 29.11.1991, auch dazu, dass diese Linie im damaligen Frankreich durchaus umstritten war.

<sup>383</sup> So jedenfalls *Alberts* Sicht, siehe *Albert*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 198; siehe auch *Charkham*, Keeping good company, 1995, S. 143, zur ideologischen Desorientierung der französischen Gewerkschaften nach dem Zusammenbruch des Ostblocks im Hinblick darauf, welche Änderungen des Marktsystems sie anstreben sollten, nachdem Forderungen nach einer zentral gesteuerten Wirtschaft grundlegend diskreditiert waren.

<sup>384</sup> Zur Aufnahme in den Niederlanden *Frentrop*, Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 65 inkl. Fn. 153 (geprüft am 11.06.2020); zum nach wie vor hohen Identifikationspotenzial und Wahlkampfwert von *Alberts* Konzept für die deutsche und europäische Sozialdemokratie siehe Fn. 411 auf S. 325. Auch in den USA scheint *Alberts* Buch vor allem bei Intellektuellen links der Mitte Resonanz gefunden zu haben, siehe etwa *Mitchell*, Corporate irresponsibility, 2001, S. 52, 268–270, der *Alberts* bipolare Systematisierung kapitalistischer Systeme übernimmt; zur Selbsteinordnung *Mitchells* als links von der Mitte siehe a. a. O., S. 111/112.

<sup>385</sup> Deutlich *Albert*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 26: „Wenn man das Ganze mit etwas Distanz betrachtet, wird man darin die erste Episode eines neuen ideologischen Kampfes sehen, den nicht mehr der Kapitalismus und Kommunismus austragen, sondern das neo-amerikanische und das rheinische Modell des Kapitalismus.“

<sup>386</sup> *Albert*, Blätter für deutsche und internationale Politik 46 (2001), 1451 ff.; sehr ähnlich bereits drei Jahre zuvor *Albert*, in: Messner (Hrsg.), Die Zukunft des Staates und der Politik, 1998, S. 100 ff.

<sup>387</sup> *Albert*, Blätter für deutsche und internationale Politik 46 (2001), 1451, 1451–1453.

werden.<sup>388</sup> Rückblickend erkannte *Albert*, dass er seine Ausgangsthesen zu Beginn der 90er Jahre in einer Phase veröffentlicht hatte, als in den USA Befürchtungen eines „amerikanischen Niedergangs“ der Wirtschaft zugunsten von Deutschland und Japan vorherrschten,<sup>389</sup> auf die aber bald eine „wundersame Wende“ gefolgt sei. Im Jahr 2000 stellte sich die Lage umgekehrt dar, mit einer Arbeitslosigkeit in den USA von nur noch 4 % im Vergleich zu 10 % in Deutschland.<sup>390</sup> Dementsprechend war das rheinische Modell zu dieser Zeit in Europa im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht nicht mehr besonders *en vogue*. Dies zeigte sich exemplarisch an der angloamerikanischen Prägung des (erneuten) Kommissionsvorschlags für eine Übernahmerrichtlinie von 1996 mit einer Neutralitätspflicht der Leitung der Zielgesellschaft.<sup>391</sup> Diesem Regelungsvorhaben verweigerte das Parlament zwar 2001 auch in modifizierter Form haarscharf die Zustimmung,<sup>392</sup> nicht zuletzt weil vor allem deutsche Abgeordnete sich parteiübergreifend ablehnend zeigten.<sup>393</sup> Das hielt den zuständigen Kommissar *Frits Bolkestein* aber nicht davon ab, weiter trotzig für eine Überwindung des rheinländischen Kapitalismus zugunsten von Liberalisierung und wirtschaftlicher Globalisierung zu werben<sup>394</sup> und prompt einen erneuten Richtlinienvorschlag mit im Kern identischer Konzeption hinterherzuschicken.<sup>395</sup>

Vor diesem Hintergrund erscheint verständlich, dass *Albert* 2001 davon ausging, die Grundannahmen des amerikanischen Modells hätten sich durchgesetzt: „Die Bank beugt sich der Börse, die allmächtigen Aktionäre beherrschen die Manager und der europäische Kapitalismus hat Mühe, sich wirklich zu entfalten.“<sup>396</sup> Parallel dazu habe in den USA und Großbritannien das Konzept eines aktiven Staates an Einfluss gewonnen, entgegen den konservativen Exzessen unter *Reagan* und *Thatcher*.<sup>397</sup> Währenddessen beginne sich

<sup>388</sup> *Ders.*, *Blätter für deutsche und internationale Politik* 46 (2001), 1451, 1452, 1458–1461.

<sup>389</sup> Ebenso schon zwei Jahre zuvor *ders.*, in: Messner (Hrsg.), *Die Zukunft des Staates und der Politik*, 1998, S. 100, 104.

<sup>390</sup> Siehe dazu auch in zeitlich etwas größerem Zusammenhang *Albert/Gonenc*, *The Political Quarterly* 67 (1996), 184, 188.

<sup>391</sup> *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, 07.02.1996, ABl. EG Nr. C 162 vom 06.06.1996, S. 5–8, Art. 8 lit. a), dazu, insbesondere zur Anlehnung der Regelung an den englischen City Code, *Kirchner/Painter*, 50 Am. J. Comp. L. 451, 456–458 (2002).

<sup>392</sup> *Knudsen*, *Eur. Law J.* 11 (2005), 507, 508; *Clarke*, *Int. & Comp. Corp. L. J.* 10 (2013), 80, 81–83.

<sup>393</sup> Interessante politökonomische Analyse des Stimmverhaltens im Europäischen Parlament bei *Callaghan/Höpner*, *Comp. Eur. Polit.* 3 (2005), 307, 308, 321–322, 325: Mehr als 90 % der deutschen Abgeordneten stimmten parteiübergreifend gegen den Vorschlag, mehr als 90 % der britischen parteiübergreifend dafür; übereinstimmend die parallel veröffentlichte, ebenfalls instruktive Analyse von *Knudsen*, *Eur. Law J.* 11 (2005), 507, 512–515.

<sup>394</sup> *Bolkestein*, *NZZ* vom 09.11.2002, 83 (überarbeitete Fassung eines Vortrags).

<sup>395</sup> *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote, 2.10.2002, ABl. EU Nr. C 45E vom 25.02.2003, S. 1–17, Art. 9 II, III. Auch bei diesem Anlauf konnte sich die Kommission letztlich aber nicht mit einer vollharmonisierten zwingenden Neutralitätspflicht und Durchgriffsregel durchsetzen, siehe Art. 9 II, III, Art. 11 i. V. m. Art. 12 I RL 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EU Nr. L 142 vom 30.04.2004, S. 12–23, zum Ganzen *Davies/Schuster/van de Walle de Ghelke*, in: Bernitz/Ringe (Hrsg.), *Company law and economic protectionism*, 2010, S. 105, 106–107; *Callaghan/Höpner*, *Comp. Eur. Polit.* 3 (2005), 307, 310–311.

<sup>396</sup> *Albert*, *Blätter für deutsche und internationale Politik* 46 (2001), 1451, 1454, sowie dann im Einzelnen 1455–1458; ganz ähnlich bereits *Albert*, in: Messner (Hrsg.), *Die Zukunft des Staates und der Politik*, 1998, S. 100, 104, 112.

<sup>397</sup> So *Albert*, in: Messner (Hrsg.), *Die Zukunft des Staates und der Politik*, 1998, S. 100, 114; siehe aber auch *ders.*, *Transfer: European Review of Labour and Research* 2 (1996), 261, 265 zum Scheitern

in Europa eine im Vergleich zu den USA bislang fehlende Aktienkultur zu entwickeln und der Aktienbesitz zu demokratisieren, wofür *Albert* auf steigende Aktionärszahlen in Deutschland verwies.<sup>398</sup> Zugleich werde in den USA die Idee der sozialen Marktwirtschaft mit zunehmender ethischer Investitionstätigkeit nach sozialen und ökologischen Kriterien wiedergeboren,<sup>399</sup> während man in Europa erkenne, dass soziale Maßnahmen das Risiko antiökonomischer Ergebnisse in sich tragen können.<sup>400</sup>

Weitere 15 Jahre später erweist sich indes auch diese aktualisierte Einschätzung als teilweise überholt:<sup>401</sup> Die von *Albert* beobachteten zarten Keime einer deutschen Aktienkultur sind nach dem Absturz der „Volksaktie“ Telekom und dem Platzen der New-Economy-Blase rasch vergangen, rückblickend erscheint das von *Albert* betrachtete Jahr 2000 als flüchtiger Spitzenwert.<sup>402</sup> *Bolkesteins* Vorhaben, den rheinischen Kapitalismus mit einer britisch inspirierten Übernahmerrichtlinie zu überwinden, ist gescheitert, nachdem der Kommissar trotz erbitterten Widerstands ein Optionsmodell hinnehmen musste, das verschiedene nationale Kapitalismusmodelle im Kern unberührt lässt.<sup>403</sup> Dessen ungeachtet ist die von *Albert* vermutete Konvergenz andernorts eher als Bewegung zum angloamerikanischen Modell gedeutet worden<sup>404</sup> und dürfte sich rückblickend nicht durchgängig bestätigt haben.<sup>405</sup>

### 3. Heutiger Stellenwert

*Alberts* Buch hat in Deutschland bereits vor bzw. unmittelbar mit Erscheinen der deutschen Ausgabe starke Beachtung gefunden, wovon Rezensionen in der FAZ<sup>406</sup> und der ZEIT<sup>407</sup> zeugen. Bis heute hat *Alberts* einprägsame und dem europäischen Modell gewogene Typisierung großen Einfluss: Sie findet sich etwa in einem Standardwerk der

---

der Einführung einer gesetzlichen Krankenpflichtversicherung unter der Präsidentschaft von Bill Clinton.

<sup>398</sup> *Albert*, Blätter für deutsche und internationale Politik 46 (2001), 1451, 1458–1459.

<sup>399</sup> *Ders.*, Blätter für deutsche und internationale Politik 46 (2001), 1451, 1461.

<sup>400</sup> *Ders.*, Blätter für deutsche und internationale Politik 46 (2001), 1451, 1462 bezeichnet dies als „Schlüsselgedanken des neuen Sozialliberalismus“.

<sup>401</sup> Zweifelhaft erscheint aus heutiger Sicht auch *Alberts* Vorstellung von dem Potenzial der Euro-Einführung, von der er sich eine immense industrielle Dynamik sowie eine Ausdehnung der rheinischen Stabilitätskultur in ganz Europa versprach (so *ders.*, in: Messner (Hrsg.), Die Zukunft des Staates und der Politik, 1998, S. 100, 118), wozu man gerechterweise ergänzen muss, dass er zugleich die Gefahr des Steuereumpings betonte (a. a. O., S. 118) sowie die Notwendigkeit einer zentral statt föderativ organisierten politischen Gewalt (a. a. O., S. 119), also einer engeren politischen Union (ebenso *ders.*, Transfer: European Review of Labour and Research 2 (1996), 261, 270–272). Die von *Albert* gesehene günstigen Refinanzierungskosten für staatliche Investitionen und langfristige Ausgaben im Zuge der Euro-Einführung (*ders.*, Transfer: European Review of Labour and Research 2 (1996), 261, 270) bestanden zwar tatsächlich, wurden aber in den Südländern, wie sich in der Euro- und Staatsschuldenkrise nach der Finanzkrise gezeigt hat, zu oft für konsumptive Ausgaben und Immobilienspekulation statt produktivitätssteigernde langfristige Investitionen genutzt.

<sup>402</sup> Näher von *Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 841; *Kachel*, Finanzplatz 2006, 30 f.

<sup>403</sup> Näher 2. Teil, § 2 III. 2., S. 337 ff.

<sup>404</sup> Siehe o. A., The Economist vom 10.02.2000: „Rhenish finished“.

<sup>405</sup> Die damals in Deutschland geführte Diskussion um ein neues Leitbild der sozioökonomischen Entwicklung (dazu *Castellucci*, APuZ 2001, 20 ff.) dürfte unter der Kanzlerschaft Angela Merkels stärker sozialdemokratisch als im Jahr 2000 beantwortet werden, während die Rechtssetzungsprozesse im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht auf EU-Ebene nach verbreiteter Einschätzung stärker als früher von angloamerikanischen Einflüssen geprägt werden.

<sup>406</sup> *Kotz*, FAZ vom 23.03.1992, 16.

<sup>407</sup> *Siegele*, Die Zeit, 29.11.1991.

Lehrerausbildung für wirtschaftliche Unterrichtsstoffe<sup>408</sup> und der Begriff „rheinischer Kapitalismus“ führt zu gut 100.000 Treffern in der Suchmaschine Google.<sup>409</sup> Im gesellschaftlichen sowie politischen Diskurs ist er fest etabliert<sup>410</sup> und genießt dort nach wie vor ein hohes Identifikationspotenzial.<sup>411</sup>

In der akademischen Welt hat sich *Alberts* Begrifflichkeit demgegenüber nicht durchgesetzt. Die von *Alberts* populärem und grundlegendem Buch angestoßene Fachdebatte firmiert mittlerweile unter dem Stichwort *varieties of capitalism*<sup>412</sup> und trennt überwiegend zwischen *liberal market economies* und *coordinated market economies*.<sup>413</sup> Dabei stimmen zwar die Ländergruppen im Wesentlichen mit *Alberts* Einteilung überein, weniger aber die Zuordnungskriterien bzw. die herausgestellten Merkmale der Systeme.<sup>414</sup> Mitunter werden sie indes auch mit Anreizen zu kurzfristigen bzw. langfristigen

<sup>408</sup> Siehe *Schlosser*, in: May (Hrsg.), Handbuch zur ökonomischen Bildung<sup>9</sup>, 2008, S. 133, 136. Der Sammelband von May wird als Standardwerk für Lehramtsstudenten und Lehrer in der schulischen Praxis, die wirtschaftliche Unterrichtsstoffe behandeln, bezeichnet. Schlosser stellt in seinem Beitrag zur „Zukunft der Arbeit“ vereinfachend drei Konzeptionen der Arbeitsmarktpolitik gegenüber: (1) das US-Modell des „Cowboy-Kapitalismus“, welches auf Deregulierung der Märkte, Lohnsenkung im unteren und teilweise mittleren Einkommenssegment und Begrenzung der Gewerkschaftsmacht mit *hire and fire* setze, (2) das deutsche Modell, welches Michel Albert als „rheinischen Kapitalismus“ bezeichnet habe und das auf Sozialpartnerschaft, Konsens, runde Tische, konzertierte Aktionen und Bündnisse für Arbeit setze, sowie (3) das Modell der Europäischen Kommission, welches unter französischem Einfluss entwickelt worden sei und auf der Vorstellung beruhe, dass Wachstum und Beschäftigung durch Politik mach- und planbar seien, wobei der Schlüssel fast aller Probleme in entschiedenen Infrastrukturverbesserungen gesehen werde.

<sup>409</sup> Eine Suche am 15.06.2015, ohne Verwendung des Anführungszeichen-Operators, ergab 127.000 Treffer, eine weitere Suche am 05.11.2020 ergab 387.000 Treffer für „rheinische\* Kapitalismus“. Zugleich lässt sich daran allerdings die Überflügelung durch das nachfolgende und durch Albert angestoßene Konzept der *varieties of capitalism* ablesen (am 18.06.2015 führte es ebenfalls ohne Verwendung des Anführungszeichen-Operators zu 495.000 Ergebnissen, am 05.11.2020 zu 5.710.000 Ergebnissen).

<sup>410</sup> Vgl. den Beitrag von *Castellucci*, APuZ 2001, 20 ff.: „Zur Zukunft des ‚Rheinischen Kapitalismus‘“; *Castellucci* zitiert Albert nicht, aber die Bezugnahme auf sein Konzept ist für den kundigen Leser unübersehbar. Die Befassung mit dem „rheinischen Kapitalismus“ hat sich dabei durchaus weiterentwickelt und geht in Tiefe und Anspruch deutlich über das Konzept von Albert hinaus, siehe etwa den instruktiven und teils prophetischen Beitrag zur „Zukunft des rheinischen Kapitalismus“ von *Windolf*, in: Allmendinger (Hrsg.), Organisationssoziologie, 2002, S. 414 ff.

<sup>411</sup> Dies verdeutlicht beispielhaft die 2014 erschienene Streitschrift „Rheinischer Kapitalismus“, die der medienbekannte Pfarrer Peter Meurer, der stellvertretende Vorsitzende der SPD Nordrhein-Westfalen und Landtagsabgeordnete Jochen Ott sowie der Historiker, Literaturwissenschaftler und Autor Peter Sprong 2014 veröffentlicht haben (*Meurer/Ott/Sprong*, Rheinischer Kapitalismus, 2014) und die vom damals amtierenden Präsidenten des EU-Parlaments, Martin Schulz (ebenfalls SPD), mitten in seinem Wahlkampf zur Neuwahl des Europäischen Parlaments vorgestellt wurde (dazu *Severin*, Mehr „Rheinischer Kapitalismus“ für Europas Wirtschaft, 2014 <[http://www.koeln.de/koeln/mehr-rheinischer-kapitalismus-fuer-europas-wirtschaft\\_834320.html](http://www.koeln.de/koeln/mehr-rheinischer-kapitalismus-fuer-europas-wirtschaft_834320.html)> (geprüft am 11.06.2020)).

<sup>412</sup> Siehe *Müller*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 434, 435. Zu Grundlagen und Begründern dieses Ansatzes siehe die Nachweise in Fn. 414.

<sup>413</sup> Siehe nur *Hassel/Höpner*, FS Streeck, 2006, S. 13, 25–26; *Boyer*, FS Streeck, 2006, 135, beide auch zu dem umstrittenen Charakter dieser Einteilung, die in Deutschland namentlich von Wolfgang Streeck angegriffen worden ist; für eine ebenfalls weitgehend kritische Bestandaufnahme aus wirtschaftshistorischer Perspektive siehe den *Varieties of Capitalism Roundtable* der *Business History Review*, *Wilkins/Thelen/Whitley u. a.*, Bus. Hist. Rev. 84 (2010), 637 ff.; zu weiteren Ansätzen *Preuss*, *Business Ethics: A European Review* 17 (2008), 149, 150–151; *Müller*, in: Kastendiek/Sturm (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien<sup>3</sup>, 2006, S. 434, 435–436.

<sup>414</sup> Grundlegend *Hall/Soskice*, *Varieties of Capitalism*, 2001; für einen instruktiven Überblicksbeitrag in deutscher Sprache siehe *Hall*, FS Streeck, 2006, S. 181 ff.; zum Stand der darauf bezogenen empirischen Forschung siehe etwa *Schneider/Paunescu*, *Socio-Ec. Rev.* 10 (2012), 731, 731–734; *Herrigel/Zeitlin*, *Bus. Hist. Rev.* 84 (2010), 667, 669–670.

Investitionen verbunden, entsprechend der Charakterisierung angloamerikanischer sowie deutscher und japanischer Corporate Governance in der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte der 1980er und 1990er Jahre.<sup>415</sup> Speziell im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht hat daneben die Legal-Origins-Hypothese viel Beachtung erhalten, die unter anderem versucht, unterschiedliche Konzentrationsniveaus bei der Eigentümerstruktur von Aktiengesellschaften zu erklären.<sup>416</sup> Dessen ungeachtet ist der Begriff des „rheinischen Kapitalismus“ nach wie vor in der deutschen soziologischen Literatur als Kürzel für das deutsche Modell verbreitet<sup>417</sup> und auch international ein aktiv genutztes Konzept.<sup>418</sup> Zudem dient *Alberts* dualistische Gegenüberstellung nicht selten als Referenzmodell für konkurrierende Konzepte.<sup>419</sup>

Im vorliegenden Zusammenhang ist besonders wichtig, dass *Alberts* Buch die Wahrnehmung der Problematik kurzfristigen Wirtschaftsdenkens in Kontinentaleuropa und damit die europäische *Short-termism*-Debatte nachhaltig geprägt und beeinflusst hat. Drei miteinander verwobene Aspekte verdienen insoweit besondere Hervorhebung:

Erstens hat *Albert* die *Short-termism*-Diskussion, welche in den USA seit den 1980er Jahren etwa von *Porter* betrieben wurde, in eine für Kontinentaleuropa ansprechende Form gebracht und damit einen entscheidenden Beitrag geleistet, sie auch dort wirtschaftspolitisch breiter zu etablieren.<sup>420</sup> Das gilt insbesondere für *Alberts* Argumentation, dass eine kurzfristige Einstellung von Investoren der wirtschaftlichen Entwicklung der Unternehmen schade, vermittelt über Prozesse des Finanzmarktes und der Unternehmensberichterstattung.

Zweitens wird *Alberts* wirkmächtiges Narrativ in der niederländischen Gesellschaftsrechtswissenschaft als Ursache dafür angesehen, dass niederländische Bürger dazu neigen, kurzfristiges Denken als angelsächsisches Phänomen einzuordnen.<sup>421</sup> Ähnliches

<sup>415</sup> So etwa *Munari/Oriani/Sobrero*, Res. Pol. 39 (2010), 1093, 1096 f., 1102; *Beck/Scherrer*, in: *Wullweber/Graf/Behrens* (Hrsg.), *Theorien der Internationalen Politischen Ökonomie*, 2014, S. 151, 153, 155 f., mit nachfolgender gewichtiger Kritik an der verkürzenden Konzeptualisierung des Finanzsektors durch den Varieties-of-Capitalism-Ansatz.

<sup>416</sup> Eingehend zu diesem ebenfalls umstrittenen Ansatz *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, in: *Constantinides/Harris/Stulz* (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 425 ff.; *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, 46 *J. Econ. Lit.* 285 (2008); im Kontext der *Short-termism*-Debatte *Frentrop*, *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 66 mit Fn. 156 (geprüft am 11.06.2020). Siehe auch zu Defiziten der empirischen Methodik 3. Teil, § 4 I.2.c)bb), S. 588 f. und § 4 I.3.a)bb), S. 592 ff.

<sup>417</sup> Vgl. *Windolf*, in: *Allmendinger* (Hrsg.), *Organisationssoziologie*, 2002, S. 414 ff.; *Zugehör*, *Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus*, 2003; *Ludlam*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 456, 468.

<sup>418</sup> Siehe etwa *Jurgens/Berthon/Papania u. a.*, *Industrial Marketing Management* 39 (2010), 769 ff.; *Kantabutra*, *Int. J. Bus.* 19 (2014), 152 ff.

<sup>419</sup> Siehe *Müller*, in: *Kastendiek/Sturm* (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien*<sup>3</sup>, 2006, S. 434, 434–435.

<sup>420</sup> Umgekehrt fand *Alberts* Gegenüberstellung zweier unterschiedlicher Kapitalismussysteme auch in der US- *Short-termism*-Debatte Anhänger, namentlich *Mitchell*, *Corporate irresponsibility*, 2001, S. 52, 268–270; zudem aus der britischen Debatte *Carr*, in: *Papadakis/Barwise* (Hrsg.), *Strategic Decisions*, 1998, S. 107, 108. Insgesamt steht in den USA aber ganz deutlich die Gegenüberstellung von *Porter*, *Capital choices*, 1992 im Vordergrund. Sie beschreibt zwar wie *Albert* das kontinentaleuropäische Modell als langfristig und das angloamerikanische als kurzfristig orientiert, weist im Übrigen aber deutlich abweichende Bewertungen und Akzente auf. Insbesondere bewertet *Porter* anders als *Albert* das US-Modell nicht grundsätzlich negativ, sondern sieht es lediglich als verbesserungsbedürftig an, und er stellt das traditionelle europäische Modell nicht als generell, sondern nur punktuell überlegen dar.

<sup>421</sup> So *Frentrop*, *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 64 (geprüft am 14.01.2015).

wird man für Deutschland und Europa annehmen können, wo *Alberts* Konzept über die Abbeviatur des „rheinischen Kapitalismus“ im gesellschaftspolitischen Diskurs einen festen Platz hat. Dies zeigte sich etwa in der späteren „Heuschreckendebatte“, in der auf deutscher wie europäischer Ebene kurzfristig-egoistisches Geschäftsgebaren angelsächsisch geprägter Finanzinvestoren als Gefahr für das stärker kooperativ und langfristig ausgerichtete rheinische Kapitalismusmodell beschrieben worden ist.<sup>422</sup> Diesem Zweig der *Short-termism*-Diskussion wird noch nachzugehen sein.<sup>423</sup>

Drittens ist *Alberts* Buch der soweit ersichtlich erste einflussreiche Beitrag in der *Short-termism*-Debatte, der aus einer gesamteuropäischen Perspektive argumentiert, während vorherige Diskussionswellen national geprägt und begrenzt waren. Der Bezug zu Frankreich erscheint in *Alberts* Schrift eher als nachträglicher Anhang und geht offenbar weniger auf das Konzept des Autors als auf Wünsche seines Verlegers zurück.<sup>424</sup> *Albert* hat die kapitalmarktorientierte *Short-termism*-Debatte mit einer europäischen Perspektive in den gesellschaftspolitischen Diskurs eingeführt und so einen grundlegenden Beitrag dazu geleistet, der Problematik, wie von ihm selbst eindringlich empfohlen, mit institutionellen Reformen auf Ebene des europäischen Rechts zu begegnen.<sup>425</sup> Wie noch zu zeigen sein wird, betreibt die Europäische Kommission genau dies seit der Finanzkrise intensiv.<sup>426</sup>

### III. Short-termism und Übernahmerecht

#### 1. Innerdeutsche Diskussion ab 1985

##### a) Frühe Rezeption der US takeover controversy mit Short-termism-Kritik ...

Bereits vor dem Ausbruch der *takeover controversy* arbeitete das deutsche Schrifttum Rolle und Funktion von *tender offers* in den USA auf,<sup>427</sup> einschließlich wichtiger Aspekte des späteren Streits: Aufmerksamkeit erhielten Vor- und Nachteile der *tender offer* im Übernahmekampf für den Bieter,<sup>428</sup> Folgen für diesen, die Zielgesellschaft und deren Aktionäre,<sup>429</sup> *Mannes* These eines förderlichen Marktes für Unternehmenskontrolle<sup>430</sup>

<sup>422</sup> Etwa bei *Simon*, in: Schmidt/Spindler, Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive, 2008, 5; *Socialist Group in the European Parliament*, Hedge funds and private equity, a critical analysis, April 2007, S. 172, 174.

<sup>423</sup> Dazu 2. Teil, § 2 V., S. 354 ff.

<sup>424</sup> Siehe dazu *Albert*, in: Messner (Hrsg.), Die Zukunft des Staates und der Politik, 1998, 100.

<sup>425</sup> *Albert* selbst sah in der institutionellen Weiterführung der Wirtschafts- und Währungsunion die entscheidende Maßnahme, um ein stabiles europäisches *modèle rhéna*n zu etablieren, siehe dazu oben die Nachweise in Fn. 401 auf S. 324 sowie *ders.*, Kapitalismus contra Kapitalismus, 1992, S. 221–222, 234–235.

<sup>426</sup> Dazu 4. Teil, § 6, S. 858 ff.

<sup>427</sup> Siehe *Breiding*, Übernahmeangebote (Take-Over Bids) im amerikanischen Börsen- und Gesellschaftsrecht, 13.02.1975; *Dietrich*, Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten, 1975. Daneben erhielten ebenso frühzeitig Rechtsvorschriften zu Übernahmen in anderen Ländern Aufmerksamkeit, dazu *Assmann/Bozenhardt*, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), Übernahmeangebote, 1990, S. 1, 1–2 mit weiteren Nachweisen in Fn. 4.

<sup>428</sup> *Dietrich*, Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten, 1975, S. 39–51 (Vorteile), 51–58 (Nachteile).

<sup>429</sup> *Ders.*, Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten, 1975, S. 61–67 (Folgen für die Zielgesellschaft, mit eher positivem Fazit), 67–70 (Folgen für die Aktionäre der Zielgesellschaft, mit ebenfalls zumeist positiver Bewertung für verschiedene Fallkonstellationen), 70 (Folgen für den Bieter) mit positivem Gesamtfazit (S. 71: „eher positive als negative Bilanz“).

<sup>430</sup> *Ders.*, Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten, 1975, S. 71–84, einschließlich damals verfügbarer empirischer Befunde. Im Kontext der *Short-termism*-Debatte bereits oben 2. Teil, § 1 I.3.b)aa), S. 98 ff.

sowie die damit verbundene Interessenlage der genannten Gruppen und der Öffentlichkeit, welche von besserem Ressourceneinsatz profitiere.<sup>431</sup> Aus dieser (Chicago-School-) Perspektive galt es in erster Linie, die Entscheidungsfunktion der Aktionäre und die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle angemessen auszutarieren.<sup>432</sup> Daneben fürchtete man im deutschen Schrifttum eine zunehmende Konzentration durch Übernahmen.<sup>433</sup>

Die Kontroverse, welche bald darauf in den USA losbrach, fand ebenfalls zeitnah Aufmerksamkeit in Deutschland, einschließlich der *Short-termism*-Bedenken. Hervorhebung verdient insoweit eine breit angelegte Aufarbeitung des damaligen US-Meinungsstands von *Meier-Schatz*, die 1985 in der Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht erschien.<sup>434</sup> Der spätere Professor an der Universität St. Gallen erwähnte an unterschiedlichen Stellen seines Beitrags einige wichtige Varianten und Vertreter der Kurzfristigkeitskritik,<sup>435</sup> die er allerdings recht unverbunden präsentierte. Letzteres dürfte sich vor allem daraus erklären, dass *Meier-Schatz* mit dem zuvor besprochenen deutschen Schrifttum<sup>436</sup> den funktionenschutzrechtlichen Aspekt der *takeover controversy* auf den Markt für Unternehmenskontrolle beschränkte und etwaige negative gesamtwirtschaftliche Folgen durch kurzfristigen Druck als „unternehmens- und wirtschaftsrechtlichen“ Aspekt einordnete, anknüpfend an den in Deutschland nach herrschender Ansicht erweiterten Schutzbereich betroffener Interessen.<sup>437</sup> Der *takeover controversy* der 1980er Jahre war eine so verstandene unternehmensrechtliche Einordnung ganz überwiegend fremd. Vor allem aber ließ sich die US-*Short-termism*-Kritik mit diesem Ansatz nicht systematisch erschließen, weil sie – nach hier vertretener Ansicht – auch und gerade den Funktions- bzw. Institutionenschutz der AG als Kapitalsammelbecken für langfristige Investitionen betraf (und betrifft).<sup>438</sup> Dessen ungeachtet hat *Meier-Schatz* die Bedeutung

<sup>431</sup> *Ders.*, Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten, 1975, S. 84–93.

<sup>432</sup> *Ders.*, Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten, 1975, S. 93–94.

<sup>433</sup> Vgl. *Behrens*, ZGR 1975, 433, 448.

<sup>434</sup> *Meier-Schatz*, ZHR 149 (1985), 76 ff.

<sup>435</sup> *Ders.*, ZHR 149 (1985), 76, 82 Fn. 28 (Verweis nach unten), 86 oben mit Fn. 44 (Lipton), implizit S. 87 unten (Lowenstein), S. 89 oben, S. 99 (Lowenstein), S. 100 (Buxbaum), S. 102 (Hayes/Abernathy).

<sup>436</sup> Die Arbeit von *Dietrich*, Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten, 1975 zitierte *Meier-Schatz* mehrfach.

<sup>437</sup> *Meier-Schatz*, ZHR 149 (1985), 76, 82, 85/86, 87. *Meier-Schatz* verwies damit erstens auf die in Deutschland dominierende Auffassung, die zusätzlich zu den Aktionären andere Anspruchsgruppen in den Kreis der Belange einbezieht, denen eine Aktiengesellschaft dienen soll („Perspektivenerweiterung vom aktionärsorientierten Gesellschafts- zum pluralistisch ausgerichteten Unternehmensrecht“; für unternehmensrechtliche Einordnung der Arbeitnehmerinteressen bei Übernahmeangeboten auch schon *Behrens*, ZGR 1975, 433, 448; später etwa *Kirchner*, WM 2000, 1821, 1822; zum „unternehmensrechtlichen Modell“ mit einem offenen Begriff des Unternehmensinteresses siehe nur *Mertens*, AG 1990, 49, 53–54). Zweitens spielte *Meier-Schatz* wohl auch auf die aufkommende Debatte um Corporate Social Responsibility an, die ebenfalls eine langfristige Stabilisierung des Unternehmens gegenüber kurzfristiger Rentabilität in den Vordergrund stellte und stellt (siehe dazu aus dem zeitgenössischen Schrifttum *Teubner*, ZGR 1983, 34, 42, 46).

<sup>438</sup> Siehe Einführung I., S. 1 ff., sowie 2. Teil, § 1 I.3.b)aa), S. 98 ff. Die *Short-termism*-Kritik durchbricht damit die in Deutschland vertretene Trennung zwischen den Zielrichtungen von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Diese herkömmliche Standardbetrachtung ordnet dem Gesellschaftsrecht das Ziel zu, die konfligierenden Interessen der beteiligten Anspruchsgruppen (Stakeholder) zum Ausgleich zu bringen (so die wohl herrschende Meinung) und eine wirtschaftlich tragfähige Organisationsform für moderne Unternehmen bereitzustellen, während das Kapitalmarktrecht die Funktionsfähigkeit bzw. „Effizienz“ der Kapitalmärkte in den Vordergrund stellt, zu der als Unterpunkt der Markt für Unternehmenskontrolle gehöre (*Kirchner*, WM 2000, 1821, 1823). Der *Short-termism*-Kritik zufolge gibt es indes Wechselwirkungen, die eine getrennte Zielbetrachtung stark erschweren: Denn der Markt

dieser Kritik zutreffend erkannt. Er erachtete sie auch für Kontinentaleuropa als wichtig: In seiner Stellungnahme betonte er zwar die Schwierigkeit, einen „generellen, auch rechtspolitisch maßgeblichen Saldobefund [zur Debatte um Übernahmeangebote] zu erstellen“,<sup>439</sup> bekräftigte aber eine generelle Skepsis gegenüber dem Markt für Unternehmenskontrolle.<sup>440</sup> Neben anderen Einwänden werde man „(abermals gerade in Europa) die hierzulande umstrittene Gefahr einer in den Mechanismen von Kapital- und Kontrollmarkt verwurzelten kurzfristig-kursorientierten Unternehmenspolitik, welche langfristig-industrielle Belange tendenziell zu vernachlässigen droht, ernstzunehmen haben“.<sup>441</sup>

b) ... und baldiges Reenactment

aa) Auslöser

In der Folgezeit nahm die Zahl der Beiträge insbesondere zur Praxis feindlicher Übernahmen in den USA und ihrer – sehr begrenzten – Übertragbarkeit auf die Verhältnisse des deutschen Aktienrechts rasch stark zu. Vor allem zwei Entwicklungen beförderten das Interesse: Erstens legte die Europäische Kommission nach einem Vorentwurf 1989 einen kontroversen Vorschlag für eine Übernahmerichtlinie vor (näher unter 2.). Zweitens gab das Phänomen feindlicher Übernahmen, welches in den USA boomte, in Kontinentaleuropa seinen Einstand.<sup>442</sup> Es brachte erste stark beachtete Fälle in der deutschen Nachbarschaft hervor, die auch hiesige Aktiengesellschaften nicht mehr sicher erscheinen ließen.<sup>443</sup> Diesen Eindruck bestärkte ein (mutmaßlicher) Versuch der *Flick*-Neffen, die Mehrheit an der Feldmühle-Nobel-AG zu erlangen.<sup>444</sup>

Das Schrifttum trug alledem mit einer wahren Beitragsflut Rechnung, welche Übernahmen rechtsvergleichend, den deutschen Rechtsrahmen, den Richtlinienvorschlag und deren rechtspolitische Bewertung erörterte.<sup>445</sup> Dabei zeichnete sich bald ein hoch

---

für Unternehmenskontrolle ist nicht funktionsfähig bzw. „effizient“, wenn er seine Handelsobjekte schädigt, indem er die Aktiengesellschaft als Organisationsform für langfristige Investitionen torpediert. Das kann sich wiederum auf die Kompetenz der Verwaltung der Zielgesellschaft auswirken, Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen, weil das gesellschaftsrechtliche Ziel in Rede steht, eine tragfähige Organisationsform für kapitalintensive, insbesondere langfristige Investitionen bereitzustellen.

<sup>439</sup> *Meier-Schatz*, ZHR 149 (1985), 76, 103.

<sup>440</sup> *Ders.*, ZHR 149 (1985), 76, 105.

<sup>441</sup> *Ders.*, ZHR 149 (1985), 76, 107.

<sup>442</sup> Entsprechende Anzeichen sehend schon *Dietrich*, Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten, 1975, S. 21; drei Übernahmen deutscher Gesellschaften mit gewisser Nähe zu feindlichen Transaktionen ansprechend sodann *Peltzer*, ZIP 1989, 69, 69–70, der zudem a. a. O., S. 76–79 freiwillige freundliche Übernahmeangebote aus dem Zeitraum 01.01.1981 bis 30.09.1988 zusammenstellt; Auflistung mehrerer europäischer Beispielfälle feindlicher Übernahmen auch mit deutscher Beteiligung bei *Werner*, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, 1989, S. 6, wengleich noch ohne erfolgreiche feindliche Übernahmen deutscher Zielgesellschaften.

<sup>443</sup> Näher *Assmann/Bozenhardt*, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), Übernahmeangebote, 1990, S. 1, 3–6, auch zum Eindruck, den diese Fälle auf die Vorstände großer deutscher Aktiengesellschaften machten („Übernahmegespenst“, „Gespenst Übernahmeangebot“); gleichsinnig *Otto*, DB Beilage 12/88, 1988, 1, 2 (unter I.1.), und vor allem S. 3 (unter 5.), S. 11 f. (unter IV.).

<sup>444</sup> *Assmann/Bozenhardt*, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), Übernahmeangebote, 1990, S. 1, 2–4, auch zum Nachgang des Feldmühle-Falls a. a. O. in Fn. 16.

<sup>445</sup> Siehe etwa zur Übernahmepraxis in den USA und der Frage ihrer Übertragbarkeit ins deutsche Aktienrecht *Peltzer*, Kreditwesen 1986, 291 ff.; *ders.*, FS Zimmerer, 1986, S. 271 ff.; eingehend *Sünner*, AG 1987, 276 ff.; *von Falkenhausen*, FS Stiefel, 1987, S. 163 ff.; insbesondere zum Recht Delawares *Ebenroth/Eyles*, RIW 1988, 413 ff.; auch mit Blick auf Kaufinteressenten aus Deutschland *Schiessl*, RIW 1988, 522 ff.; übergreifend, aber vor allem mit Rechtsvergleich Deutschland – USA sowie konkre-

kontroverser Meinungsstand zur Kurzfristigkeitskritik ab. Weitgehend konsentiert war wohl noch eine fremdelnde Grundeinstellung gegenüber den Usancen des US-amerikanischen „Takeover Game“,<sup>446</sup> das zeitgenössische Beiträge als aleatorisch und/oder rücksichtslos-spekulativ charakterisierte.<sup>447</sup> Hinzu kam das Erstaunen über die Summen, welche Übernahmen in den USA bewegten, mitsamt der enormen Finanzkraft dortiger Akteure.<sup>448</sup> Im Kern fiel die ordnungspolitische Bewertung aber uneinheitlich aus, wobei die prononciertesten Pole des Meinungsspektrums gleichsam eine Neuinszenierung der US-amerikanischen *takeover controversy* darboten.

### bb) Gegner

So wie in den USA mit *Martin Lipton* ein Unternehmensanwalt die Rolle des entscheidenden Warners vor *Short-termism* übernahm, hörte man in Deutschland die pointiertere Kurzfristigkeitskritik aus dem Kreis der Anwälte und Syndizi:

So thematisierte der Anwalt, Bankier und Aufsichtsrat *Bernhard Freiherr von Falkenhausen*<sup>449</sup> 1987 in einem Festschriftenbeitrag die Funktion der Managerkontrolle nur kurz und stellte Bedenken in den Vordergrund.<sup>450</sup> Der Druck, den die ständige Gefahr einer feindlichen Übernahme erzeuge, könne das Management zwingen, sich auf kurzfristige Ertragsmöglichkeiten zu konzentrieren, zulasten von Forschung & Entwicklung sowie langfristiger Planung. Die Funktionen der Börse und des Kapitalmarktes würden pervertiert. Letzten Endes gehe es um die Frage, „ob die langfristige Planung und Steu-

---

ten rechtspolitischen Empfehlungen für Deutschland *Hauschka/Roth*, AG 1988, 181 ff.; *Peltzer*, ZIP 1989, 69 ff.; vorrangig zum deutschen Recht *Stoll*, BB 1989, 301 ff.; *Otto*, DB Beilage 12/88, 1988, 1 ff.; eingehende Beiträge zum deutschen Recht, dem europäischen Vorschlag und rechtspolitischen Überlegungen das ZGR-Sonderheft *Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a.* (Hrsg.), Übernahmeangebote, 1990.

Speziell zu (Leveraged) Management Buyouts unter angloamerikanischen und deutschen Rahmenbedingungen *Peltzer*, DB 1987, 973 ff.; eingehend *Lutter/Wahlers*, AG 1989, 1 ff. (Rechtsvergleich USA – Deutschland, AG und GmbH); unter französischen Rahmenbedingungen *Kerber*, WM 1987, 741 ff.; zum deutschen Recht *Otto*, DB 1989, 1389 ff.; ausschließlich zum GmbH-Recht *Kerber*, WM 1989, 473 ff.; *Kerber*, WM 1989, 513 ff. mit Kritik von *Rutke*, WM 1989, 805 ff.

<sup>446</sup> So der Titel des Beitrag von *von Falkenhausen*, FS Stiefel, 1987, S. 163 ff.: Das „Takeover Game“ – Unternehmenskäufe in den USA.

<sup>447</sup> *Peltzer*, FS Zimmerer, 1986, S. 271, 271–275 („große Spiel der takeovers“, „Dimension des Spiels“, „takeover fever“, „merger mania“, „Die Mitspieler“, „Wild“ und „Jäger, the raider“, „Belohnungen für die Mitspieler“, „kursorische Bewertung des Spiels“, Investmentbanker und Anwälte als „Condottieri“); ganz ähnlich in offensichtlicher Anlehnung an *Peltzer von Falkenhausen*, FS Stiefel, 1987, S. 163, 164, 167; *Ebenroth/Eyles*, RIW 1988, 413 („Takeover-Spiel“); *Sünner*, AG 1987, 276, 279, 281 Fn. 44, 284 (S. 279: „Auswirkungen auf die Volkswirtschaft erscheinen [...] durchaus als zweischneidig.“; S. 281 Fn. 44: Maximierung des Shareholder-Value als „Glaubensbekenntnis in der amerikanischen Wirtschaft“, hinter dem „alle sonstigen Ziele wie der Unternehmenserhalt oder – fast undenkbar – Beschäftigungspolitik und gesamtwirtschaftliche Interessen verblassen“; S. 284: amerikanische Aktionäre im Gegensatz zu deutschen weit stärker kurzfristig orientiert und bereit, längerfristige Aspekte zu vernachlässigen); *Assmann/Bozenhardt*, in: *Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a.* (Hrsg.), Übernahmeangebote, 1990, S. 1, 4, insbesondere mit Blick auf den Fall *Kraft/RJR Nabisco* („gigantischen Übernahmesummen“, „fragwürdige Rolle einzelner Investmenthäuser oder die befürchteten Folgen solcher Megadeals auf das amerikanische Finanzsystem“).

<sup>448</sup> Vgl. die Präsentation und Einordnung des Zahlenmaterials bei *Sünner*, AG 1987, 276, 276, 278 Fn. 9, 284.

<sup>449</sup> Kurzbiografie bei *von Falkenhausen*, Gedenkrede 20. Juli 2000 <[https://stiftung-adam-von-trott.de/fileadmin/media/pdf/Gedenkrede/2000\\_gedenkrede.pdf](https://stiftung-adam-von-trott.de/fileadmin/media/pdf/Gedenkrede/2000_gedenkrede.pdf)>, S. 3 (geprüft am 21.11.2020).

<sup>450</sup> *Ders.*, FS Stiefel, 1987, S. 163, 191–193, dabei gut fünf Zeilen zur Kontrollfunktion, der Rest zur Kurzfristigkeitskritik.

zung eines Unternehmens seinem Management oder kurzfristig disponierenden Börsenspekulanten überlassen werden soll“.<sup>451</sup>

Ausgefeilter argumentierte der Rechtsanwalt und ehemalige Chefsyndikus der Deutschen Bank, *Winfried Werner*, im April 1989 in einem viel beachteten Vortrag vor der Juristischen Gesellschaft zu Berlin. *Werner* kam, nachdem er geläufige Argumente für und gegen die Nützlichkeit von Übernahmen durchgemustert hatte, zu dem Schluss, dass die negativen Gesichtspunkte der Sache nach überwögen.<sup>452</sup> Zu diesen zählte er insbesondere,<sup>453</sup> dass die Verwaltung einer potenziellen Zielgesellschaft schon vor Übernahmeversuchen eine kurzfristige, ertragsmaximierende Unternehmenspolitik betreiben müsse, zulasten von Forschung & Entwicklung sowie ausreichender Rücklagen. Überdies könne im Gefolge dieser kurzfristigen Unternehmenspolitik und durch prophylaktische Abwehrmaßnahmen die Bonität sinken.<sup>454</sup> *Werner* zog daraus konkrete aktienrechtliche Folgen: Eine Neutralitätspflicht (Vereitelungsverbot) der Verwaltung gegenüber Übernahmeansinnen lehnte er ab, weil das Wohl der Gesellschaft im Einzelfall Maßnahmen erforderlich machen könne, die einem schädlichen Anteilseignerwechsel vorbeugen.<sup>455</sup> Zudem bedürften Hauptversammlungsbeschlüsse zu Abwehrmaßnahmen jedenfalls keiner besonderen Rechtfertigung.<sup>456</sup> Der Praxis empfahl *Werner*, die übliche Satzungsgestaltung zu überdenken, wonach ein Vorstand mit einfacher Mehrheit anstelle der gesetzlich vorgesehenen Dreiviertelmehrheit abrufbar ist.<sup>457</sup>

### cc) Befürworter

Am anderen Ende des Meinungsspektrums übernahm die Rolle des vielleicht prononciertesten Fürsprechers von *hostile takeovers* ähnlich wie in den USA ein Akademiker mit rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Ausbildung. *Michael Adams* trat *Werner* pointiert entgegen.<sup>458</sup> Er argumentierte, gestützt auf US-amerikanische Theorie und Empirie, dass der Markt für Unternehmenskontrolle effizienzsteigernd wirke, indem er als „Kontrolle der letzten Instanz“ das Management bei Versagen der gesellschaftsinternen Kontrollorgane diszipliniere und aufgeblähte Unternehmensverwaltungen und Konglo-

<sup>451</sup> *Ders.*, FS Stiefel, 1987, S. 163, 193; inhaltlich und stilistisch erinnert dies an die rhetorische Frage von *Lipton*, 35 Bus. Law. 101, 104 (1979) in seinem grundlegenden Aufsatz zur *US takeover controversy*. Ähnliche Bedenken klangen bei *Sünner*, AG 1987, 276, 284 an, der ausführte, dass amerikanische Aktionäre im Gegensatz zu deutschen weit stärker kurzfristig orientiert und bereit seien, längerfristige Aspekte zu vernachlässigen.

<sup>452</sup> *Werner*, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, 1989, S. 8–9, 14–15.

<sup>453</sup> Neben (1) einer Absorption der Schaffenskraft der Verwaltung durch Abwehrversuche, (2) Substanzverlusten nach Leveraged Buyouts mit der denkbaren Konsequenz von Arbeitsplatzverlusten und Gefährdung der Gläubiger sowie (3) einer Förderung der Konzentration. Somit waren zwei der fünf Aspekte, welche *Werner* als Nachteile von Übernahmen anführte, auf die Kurzfristigkeitskritik bezogen.

<sup>454</sup> *Werner*, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, 1989, S. 15. Näher zu konkreten Maßnahmen einer solchen Vorsorge durch *streamlining* in den USA *Sünner*, AG 1987, 276, 282–284.

<sup>455</sup> *Werner*, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, 1989, S. 16; zur Notwendigkeit der Einzelfallbetrachtung a. a. O., S. 29–30. Andererseits akzeptierte *Werner* (a. a. O., S. 24) eine drohende Übernahme nicht als „schweren, unmittelbar bevorstehenden Schaden“, der laut Rechtsprechung einen Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft rechtfertigt.

<sup>456</sup> *Ders.*, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, 1989, S. 17.

<sup>457</sup> *Ders.*, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, 1989, S. 26–27; demgegenüber lehnte *Werner* verschiedene aus den USA bekannte Verteidigungstaktiken als für die Gesellschaft übermäßig schädigend ab (S. 28–29).

<sup>458</sup> *Adams*, AG 1990, 243 ff.; kurz zuvor schon ähnlich pointiert und im Sinne der übernahmefreundlichen Seite der *US takeover controversy* *ders.*, AG 1990, 63 ff.

merate „produktivitätssteigernden Schlankheitskuren“ zuführe.<sup>459</sup> Widerstand der Verwaltung gegen Übernahmeansinnen zum „Wohle der Gesellschaft“ brandmarkte Adams als „unlegitimierte Aneignung der Kontrolle über die dem Management anvertrauten Ressourcen durch die Unternehmensverwaltung“, welche mit der Grundidee der Aktiengesellschaft unvereinbar sei und „zudem auf dieselben Argumente stoßen würde, die letztlich gegen eine allgemeine Zulassung von Diebstahl und Untreue sprechen“.<sup>460</sup> Werners Kurzsichtigkeitskritik erachtete Adams als durch empirische Studien in den USA widerlegt und zudem unplausibel, da kurzfristige Anlegergruppen am Kapitalmarkt von längerfristig orientierten Investoren verdrängt würden.<sup>461</sup> Unmittelbar zuvor hatte Adams zwar eingeräumt, dass ein aktiver Übernahmemarkt Manager veranlassen kann, kurzfristig zu investieren, um ihre Chancen auf Alternativbeschäftigungen zu verbessern,<sup>462</sup> und dass er es zudem Aktionären ermöglichen kann, unternehmensspezifische Investitionen der Manager kurzfristig opportunistisch unter Verletzung eines impliziten Vertrags auszubeuten.<sup>463</sup> Beidem lasse sich aber durch Abfindungsvereinbarungen mit kostenlosen Aktienoptionen abhelfen.<sup>464</sup> Damit übereinstimmend und in etwa zeitgleich argumentierte der rechtsökonomisch affine spätere Kirch-Manager Dieter Hahn<sup>465</sup> in der ZBB.<sup>466</sup>

Andere Befürworter, die sich vor allem unter Akademikern, mitunter aber auch in der Riege der Praktiker fanden, gestanden zwar negative Facetten der US-Praxis und/oder eine mangelnde Effizienz des Aktienmarktes bzw. eine gewisse Kurzfristigkeitsproblematik zu, gewichteten aber die Vorteile eines aktiveren Übernahmemarktes im deutschen Umfeld höher. Diese erblickten sie vor allem in einer engeren Kontrolle des Managements und einer besseren Nutzung unternehmerischer Ressourcen durch Neuordnung.<sup>467</sup> Widerstand der Verwaltung gegen einen neuen Großaktionär erschien danach

<sup>459</sup> Adams, AG 1990, 243, 244–245, mit farbiger Argumentation (S. 244: „[...] ist [...] das Management zum unlegitimierten Herrscher in der Gesellschaft aufgestiegen, gewährt der Markt für Unternehmenskontrolle den Aktionären und ihren Vertretern erneut die Möglichkeit, konsumbetontes, machtungrüßiges, phantasievolles, uninteressiertes oder auf andere Weise unfähiges Management von den Schalthebeln des Unternehmens entfernen zu können“); gleichlautend und mit weiteren farbigen Passagen kurz zuvor *ders.*, AG 1990, 63, 63–65.

<sup>460</sup> Adams, AG 1990, 243, 245.

<sup>461</sup> Adams, AG 1990, 243, 247–248; Adams, AG 1990, 63, 72.

<sup>462</sup> Zu der dahinterstehenden ökonomischen Theorie 3. Teil, § 2 V.1. a), c), S. 431 ff., S. 439 ff.

<sup>463</sup> Zu der dahinterstehenden ökonomischen Theorie 3. Teil, § 2 IV.3. a), S. 418 ff.

<sup>464</sup> Adams, AG 1990, 63, 73–74.

<sup>465</sup> Dieter Hahn war damals Rechtsreferendar in Hamburg. Sein Aufsatz ging auf einen Vortrag auf der Tagung der European Association of Law and Economics zurück und deckte sich mit seinem Dissertationsthema (*Hahn, Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften*, 1992). Nach Abschluss der Dissertation wurde Hahn zunächst kurz Verlagsleiter. Bald darauf trat er in die Kirch-Gruppe ein. Dort stieg er bis zum Geschäftsführer und engen Vertrauten Leo Kirchs auf. Nach dem Zusammenbruch des Kirch-Imperiums engagierte sich Hahn maßgeblich im Schadensersatzprozess gegen die Deutsche Bank.

<sup>466</sup> *Ders.*, ZBB/JBB 1990, 10, 11–13. Hahn zeichnete knapp einige wesentliche Argumente aus der US-amerikanischen *takeover controversy* nach, darunter die Kurzfristigkeitskritik von Martin Lipton, Lowenstein und Drucker. Hahn schlug sich auf die Seite der dezidierten Übernahmefürworter um Michael Jensen, dessen Argumentation er weitgehend übernahm. Die Börsen erfüllten empirischen Studien zufolge zumindest die Anforderungen halbstrenger Markteffizienz. Für eine generelle Kurzfristigkeit des Marktes bestünden keine Anzeichen, ebenso wenig dafür, dass Manager aus Übernahmangst zu kurzfristig dächten. Gleichsinnig in der späteren Dissertation *ders.*, *Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften*, 1992, S. 120–124.

<sup>467</sup> So etwa Mertens, AG 1990, 252, 252–254 (mit grundsätzlicher Anerkennung, aber geringer Gewichtung der Kurzfristigkeitskritik); ähnlich Peltzer, FS Zimmerer, 1986, S. 271, 273–275; Peltzer, ZIP

grundsätzlich als Usurpation.<sup>468</sup> Anzustreben sei in erster Linie, dass die Aktionäre auf guter Informationsgrundlage über allfällige Übernahmeangebote entscheiden.<sup>469</sup> Diese Befürworter positionierten sich also zwar im theoretischen Ausgangspunkt gemäßigt bzw. zurückhaltend, gelangten aber – nicht stets völlig widerspruchsfrei<sup>470</sup> – bei der Bewertung eines aktiven Übernahmemarktes und der Frage nach der Abwehrkompetenz der Verwaltung zu identischen Schlussfolgerungen wie neoklassische Stimmen der *US takeover controversy*.

*dd) Praktische Bedeutung, insbesondere die Kontroverse um Höchststimmrechte*

Ungeachtet der Meinungsunterschiede stimmten beide Lager weitgehend überein, dass der damalige rechtliche und tatsächliche Rahmen feindliche Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften im Vergleich zu anderen Rechtsordnungen deutlich erschwerte und dass deshalb in Deutschland kein aktiver Kontrollmarkt mit solchen Übernahmen absehbar war, ohne dass man sie per se für ausgeschlossen hielt.<sup>471</sup> In der Wirtschaft war

---

1989, 69, 70–71 (knapp Missstände in der US-Praxis anerkennend, allerdings ohne ausdrückliche Thematisierung der Kurzfristigkeitskritik); in der Sache auch *Assmann/Bozenhardt*, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), *Übernahmeangebote*, 1990, S. 1, 6, 15–16, 45–48: Sie referierten den Streit um bessere Managerkontrolle vs. schädlichen Kurzfristigkeitsdruck, lehnten aber einen Transfer der amerikanischen Debatte insgesamt ab (S. 16, 45–46). Sodann verneinten sie zwar Effizienz für Aktienmärkte generell und insbesondere für Deutschland und Europa (S. 15, 46), wollten aber gleichwohl für ein Regelungsmodell auf den ihrer Ansicht nach „weniger voraussetzungsvollen“ Gedanken rekurrieren, ein Übernahmeangebot als Transaktionsform zur Beförderung effizienter Allokation zu begreifen (S. 47). Abwehrmaßnahmen seien daher als ineffizienter Eingriff in die Entscheidungsfreiheit der Anteilseigner zu verbieten (S. 54, 101 f., 112 ff.), zumal *Assmann/Bozenhardt* eine Instrumentalisierung seitens des Managements fürchteten (S. 6, 112 unten).

<sup>468</sup> *Peltzer*, ZIP 1989, 69, 70; *Assmann/Bozenhardt*, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), *Übernahmeangebote*, 1990, S. 1, 54, 101 f., 112 ff.

<sup>469</sup> Deutlich *Stoll*, BB 1989, 301, 302, 305 (S. 302: „Das eigentlich Bedenkliche von ‚feindlichen Übernahmen‘ kann daher nicht in der Veränderung an sich liegen, sondern nur in der unkontrollierten Veränderung, welche sich ohne vorherige Information der betroffenen Aktionäre über den eigentlichen Wert ihrer Anteile und die Identität, Stellung und Absichten des potenziellen Übernehmers vollzieht.“; S. 305: „Übernahmen sollten nicht grundsätzlich verhindert, sondern transparent gemacht werden, so daß sachgerechte Entscheidungen möglich sind.“).

<sup>470</sup> Siehe etwa die in Fn. 467 wiedergegebene Argumentation von *Assmann/Bozenhardt*, die eine Effizienz des Aktienmarktes verneinten, das Übernahmeangebot aber gleichwohl als Mittel zur Förderung effizienter Allokation ansahen und Eingriffe in die Entscheidungsfreiheit der Anteilseigner als ineffizient bewerteten. Beides lässt sich indes nur begründen, wenn die Preisbildung am Aktienmarkt nicht systematisch verzerrt und im Schnitt so zielgenau ist, dass sie Aktionären hinreichend richtige Verhaltensanreize vermittelt. Das entspricht indes den Annahmen für einen effizienten Preisbildungsmechanismus des Aktienmarktes, wie sie die *US takeover controversy* herausgearbeitet hat (vgl. dazu oben Fn. 197 auf S. 102 und den begleitenden Satz im Fließtext). Folgt man den dort aufgeführten Annahmen, geht aber zugleich davon aus, dass der Markt für Unternehmenskontrolle auch andere, negative Effekte zeitigt (z. B. Erhöhung der Marktmacht, schädlicher kurzfristiger Druck auf Manager), so ist eine Abwägung erforderlich (siehe von *Weizsäcker*, in: Forschungsinstitut für Wirtschaftsverfassung und Wettbewerb e. V. (FIW) (Hrsg.), *Strukturwandel und Wirtschaftsordnung*, 1987, S. 31, 41). *Assmann/Bozenhardt* gelangten bei dieser Abwägung offenbar implizit zu einem weitgehend übernahmefreundlichen Resultat, für das aber wiederum viele Annahmen erfüllt sein müssen.

<sup>471</sup> *Peltzer*, FS Zimmerer, 1986, S. 271, 275 ff. und *ders.*, ZIP 1989, 69, 72 ff., jeweils zur Übertragbarkeit einzelner Bestandteile der US-Takeover-Praxis auf die rechtlichen und tatsächlichen Verhältnisse deutscher Aktiengesellschaften; von *Falkenhausen*, FS Stiefel, 1987, S. 163, 193–195; *Sünner*, AG 1987, 276, 284; *Werner*, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, 1989, S. 17–20; *Adams*, AG 1990, 243, 250–252; *Mertens*, AG 1990, 252, 254–255; in der Sache auch *Schiessl*, RIW 1988, 522; offener aber *Assmann/Bozenhardt*, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), *Übernahmeangebote*, 1990, S. 1, 4–5, 12–13; *Lutter/Wahlers*, AG 1989, 1 („erste Symptome des ‚Takeover‘-Fiebers

die Sorge vor feindlichen Übernahmen allerdings durchaus vorhanden. Große Aktiengesellschaften setzten daher zunehmend auf Höchststimmrechte als Schutzschild.<sup>472</sup> Hiergegen opponierte die Deutsche Schutzvereinigung Wertpapierbesitz,<sup>473</sup> die zudem ein Verbot von Höchststimmrechten forderte.<sup>474</sup> Entsprechende Pläne wurden auch in den Koalitionsparteien verfolgt, vor allem von der FDP.<sup>475</sup>

Vor diesem Hintergrund widmete das Schrifttum möglichen Abwehrinstrumenten besondere Aufmerksamkeit.<sup>476</sup> Insbesondere arbeitete die Literatur den Zweck der bestehenden Regelung von Höchststimmrechten, ihre Vor- und Nachteile sowie alternative Instrumente eingehend auf. Dabei zeigten sich wiederum kontroverse Standpunkte,<sup>477</sup> in denen sich die Diskussion um Übernahmen widerspiegelte.<sup>478</sup> So attackierte auf der einen Seite *Adams* Höchststimmrechte, weil sie die Kontrolle der Verwaltung insbesondere durch Übernahmen beeinträchtigten,<sup>479</sup> während Übernahmeskeptiker dem Abschaffungspetition unter anderem mit Kurzfristigkeitskritik widersprachen: „Stimmrechtsbeschränkungen mögen daher den Spekulanten enttäuschen; die Kursstrategie des langfristigen Aktionärs wird nicht gestört.“<sup>480</sup> Inwieweit Höchststimmrechte diese erhoffte

---

in der Bundesrepublik Deutschland erkennbar“), aber auch S. 16 (deutsche Aktiengesellschaften deutlich weniger Buyouts ausgesetzt als amerikanische Corporations); ähnlich zwiespältig, aber letztlich eher restriktiv *Hauschka/Roth*, AG 1988, 181, 182, 186–187, 195.

<sup>472</sup> Näher *Assmann/Bozenhardt*, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), *Übernahmeangebote*, 1990, S. 1, 121 Fn. 629 mit Zahlenangabe (16 Gesellschaften bis Herbst 1987) und einigen besonders beachteten Fällen; zudem etwa *Baums*, AG 1990, 221, 222, mit Angabe von 23 Gesellschaften (Stand November 1989) auf S. 221 Fn. 6. Ebenso instruktive wie scharfe rechtsökonomische Kritik dieser Praxis bei *Adams*, AG 1990, 63, 71 ff.

<sup>473</sup> Siehe die Rede des DSW-Sprechers auf der Hauptversammlung der Dresdner Bank, *Zätzsch*, *Das Wertpapier* 1989, 656 f. (leicht gekürzter Abdruck).

<sup>474</sup> Dazu *Schneider*, AG 1990, 56, 56–57 mit Überblick über die Argumente der DSW, die auch im Schrifttum vertreten wurden: trügerische Sicherheit, kontraproduktiv „zur Kursstrategie“, nachteilig für Kursfantasie, leicht zu umgehen, wecke den Ruf nach öffentlicher Kontrolle der Unternehmen; dagegen sodann *Schneider* (a. a. O., S. 57 ff.).

<sup>475</sup> Dazu knapp *Baums*, AG 1990, 221; zur Kritik aus der FDP an Höchststimmrechten siehe etwa *Graf Lambsdorff*, *Das Wertpapier* 1989, 656 („Der amerikanische Grundsatz ‚one share one vote‘ hat seine guten Gründe. Ich bin immer dagegen, wenn Eigentümer in verschiedene Klassen eingeteilt werden.“; jüngste Bestrebungen zur Abwehr von Übernahmen durch Höchststimmrechte bezeichnete Lambsdorff (ebd.) als „Schildbürgerstreich“).

<sup>476</sup> Ein solches Interesse feststellend etwa *Schneider*, AG 1990, 56; kritisch *Assmann/Bozenhardt*, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), *Übernahmeangebote*, 1990, S. 1, 5, da dieser Fokus der Literatur den Blick auf die Problematik in mehrfacher Hinsicht verenge.

<sup>477</sup> Umfassend mit differenzierender Ansicht *Baums*, AG 1990, 221 ff.; sehr beachtliche Kritik an mehreren seiner Argumente bei *Zöllner/Noack*, AG 1991, 117 ff.; zuvor mit pointierteren Positionen *Schneider*, AG 1990, 56 ff. (pro Höchststimmrechte als legitimes Instrument insbesondere zum Schutz vor Übernahmen) vs. *Adams*, AG 1990, 63 ff. (contra).

<sup>478</sup> Zutreffend *Zöllner/Noack*, AG 1991, 117, 119.

<sup>479</sup> *Adams*, AG 1990, 63 ff.; gegen ihn *ders.*, AG 1990, 63, 121 f., 125 f.

<sup>480</sup> *Schneider*, AG 1990, 56, 58. Ganz ähnlich *Zöllner/Noack*, AG 1991, 117, 123 („[...] große Unternehmen komplexe Organisationen sind, deren Planungs- und Entscheidungsvorgänge nicht ausschließlich der Beurteilung durch den Kapitalmarkt als Steuerungsinstrument unterworfen werden können. [...] Ob [...] von langer Hand zu planende und in Einzelschritten langwierig vorzubereitende Projekte durchzuführen sind, eignet sich nicht generell für Kapitalmarktentscheidungen.“), S. 126 („Ein Management, das eine Übernahme fürchten muß, wird [...] weit eher sich von kurzfristigen Überlegungen und der Vorsorge für die eigene Zukunft leiten lassen als vom langfristigen Wohl des Unternehmens. Es wäre ganz und gar verfehlt, wenn ausgerechnet die potenzielle Gefahr einer Übernahme zum das ökonomische Verhalten managergeleiteter Unternehmen determinierenden wirtschaftsordnenden Leitprinzip aufgebaut würde.“). Kritisch GK AktG<sup>4</sup>/*Grundmann*, Juli 2008, § 134 AktG Rn. 26, der rhetorisch fragt,

Wirkung umgehungssicher erreichen konnten, sah man allerdings verbreitet skeptisch.<sup>481</sup> Zudem verwiesen Kritiker auf Kursabschläge infolge von Höchststimmrechten und vor allem auf Interessenkonflikte von Vorständen und Depotinstituten, die Höchststimmrechte zum Nachteil der Aktionäre auch zur Abwehr vorteilhafter Übernahmen einführen und nutzen könnten.<sup>482</sup> *Baums* forderte daher, die damals generell zulässige nachträgliche Einführung von Höchststimmrechten für börsennotierte Gesellschaften zu streichen.<sup>483</sup> Stattdessen sei auf andere Instrumente zu setzen, die einen präventiven Konzernschutz<sup>484</sup> und die nötige Verteidigungsfähigkeit gewährleisten, falls ein *konkretes* Übernahmeansinnen nachteilig bzw. mit absehbaren Gefahren für die Gesellschaft verbunden sei.<sup>485</sup> Eine solche Einzelfallbetrachtung und gegebenenfalls -reaktion sei geboten, weil sich die Argumente der Übernahmefürworter und -gegner einschließlich der Kurzfristigkeitskritik letztlich nur im Einzelfall bewerten ließen.<sup>486</sup> Mit Blick darauf forderte *Baums* zwar angesichts des bestehenden aktienrechtlichen Kompetenzgefüges, dass bei Abschaffung nachträglicher Höchststimmrechte für börsennotierte Gesellschaften diesen andere Abwehrvorkehrungen an die Hand zu geben seien. *Baums* verwies dazu aber nur auf die Instrumente, welche er zuvor schon für einen präventiven Konzernschutz befürwortet hatte, sowie ferner für öffentliche Belange auf das Außenwirtschafts- und Kartellrecht.<sup>487</sup> *Baums'* Ausführungen trafen zwar auf sehr beachtliche Kritik im Schrifttum, die unter anderem darlegte, dass Höchststimmrechte für börsennotierte Gesellschaften rechtspolitisch berechtigt seien.<sup>488</sup> Gleichwohl hat *Baums'* Argumentation den Gesetzgeber des späteren KonTraG offenbar überzeugt.<sup>489</sup> Dessen Maßnahmen sind freilich, wie noch zu erörtern ist, als dem Konzept des Shareholder-Value besonders zugetan bewertet worden, welches seinerseits ein maßgebliches Ziel der *Short-termism*-Kritik ist.

---

ob nicht das ernst zu nehmende Interesse an langfristiger Strategiewerthaltung eher bei Paketaktionären als beim Streubesitz zu erwarten sei.

<sup>481</sup> Zweifel ergaben sich aus zwei Richtungen: Zum einen ließ sich die Veba AG durch das Höchststimmrecht bei der Feldmühle Nobel AG nicht davon abhalten, an dieser einen über 40 %igen Anteil zu erwerben, den kurz zuvor eine Gruppe um die Flick-Enkel zusammengekauft hatte. Die DSW als Kritiker von Höchststimmrechten vermutete sogar, die Höchststimmrechtsregelung habe ein Ansteigen des Feldmühle-Kurses angesichts der Paketkäufe verhindert und so deren Übernahme erleichtert (in diesem Sinne *Zätzsch*, Das Wertpapier 1989, 656; ganz ähnlich *Graf Lambsdorff*, Das Wertpapier 1989, 656). Zum anderen verwies das Schrifttum auf Umgehungsmöglichkeiten, siehe zu diesen *Baums*, AG 1990, 221, 224–226; *Assmann/Bozenhardt*, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), Übernahmeangebote, 1990, S. 1, 122–123; *Otto*, DB Beilage 12/88, 1988, 1, 7–8; zuvor schon *Lutter/Schneider*, ZGR 1975, 182, 193–194. *Schneider*, AG 1990, 56, 58–60 wollte wichtigen Schutzlücken, etwa dauerhaften Stimmbindungsverträgen, mit der Treuepflicht entgegenzutreten, konnte damit aber gewichtige Nachweisprobleme nicht beheben. Diese auszunutzen wäre allerdings mit Blick auf Haftungsrisiken riskant und zumindest für inländische Aktionäre wohl schwerlich dauerhaft durchzuhalten gewesen, einsichtig *Zöllner/Noack*, AG 1991, 117, 120.

<sup>482</sup> *Baums*, AG 1990, 221, 226–228, zudem S. 228–230 dazu, dass diese Mängel nicht durch flankierende Schutzinstrumente wie eine Schadensersatzpflicht oder richterliche Inhaltskontrolle zu beheben seien. Entschieden gegen diese Argumente *Zöllner/Noack*, AG 1991, 117, 121 ff.

<sup>483</sup> *Baums*, AG 1990, 221, 230–234.

<sup>484</sup> *Ders.*, AG 1990, 221, 234–235: etwa ein Pflichtangebot oder ein (anfechtbarer) Hauptversammlungsbeschluss als nötige Voraussetzung für die Veräußerung einer Mehrheitsbeteiligung.

<sup>485</sup> *Ders.*, AG 1990, 221, 235.

<sup>486</sup> *Ders.*, AG 1990, 221, 236–237; ebenso *Otto*, DB Beilage 12/88, 1988, 1, 3.

<sup>487</sup> *Baums*, AG 1990, 221, 237–242.

<sup>488</sup> *Zöllner/Noack*, AG 1991, 117, 118–119, mit weiterer Kritik an *Baums* auf den Folgeseiten.

<sup>489</sup> Das KonTraG beschränkte entsprechend dem Vorschlag von *Baums* die Zulässigkeit von Höchststimmrechten auf nicht börsennotierte Gesellschaften, § 134 I Satz 2–4 AktG.

### c) Die Haltung des WpÜG-Gesetzgebers

Die übernahmefreundliche Grundeinstellung des überwiegenden gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Schrifttums entsprach der bekundeten Haltung des Gesetzgebers des WpÜG von 2002: Die damalige Bundesregierung aus SPD/Grünen ebenso wie die bürgerliche Opposition aus CDU/CSU und FDP stellten positive Folgen von Übernahmen in den Vordergrund und strebten dementsprechend einen aktiveren grenzüberschreitenden Übernahmemarkt an, freilich unter der Bedingung eines – aus deutscher Warte definierten – *level playing field*. Hiervon zeugt die parlamentarische Debatte um den Regierungsentwurf zum WpÜG Ende 2001.<sup>490</sup> Der Entwurf war zwischen den etablierten Parteien in den Grundlinien unstrittig und sollte laut Regierungsbegründung eine neutrale Haltung zu Übernahmen einnehmen.<sup>491</sup> Einzig die PDS-Opposition äußerte unter Verweis auf die US-Verhältnisse der 1980er und 1990er Jahre Bedenken mit Blick auf kurzfristiges Renditestreben bei Fusionen.<sup>492</sup>

Inwieweit die bekundete gesetzgeberische Haltung mit dem Gesetzesprodukt übereinstimmte, wird indes unterschiedlich beurteilt: Nach *Hopt* wurde das WpÜG 2002 in durchaus positiver Auseinandersetzung mit den Maßstäben des City Code erarbeitet und entsprach „im Wesentlichen dem internationalen aktien- und kapitalmarktrechtlichen Standard“.<sup>493</sup> Andere bescheinigten dem Gesetz hingegen eine deutlich übernahmefeindliche Tendenz.<sup>494</sup> Beides hat gewisse Stützen in der Entstehungsgeschichte: Für die letztgenannte Ansicht spricht, dass in der parlamentarischen Beratung des WpÜG vor allem die Verteidigungsmöglichkeiten der Zielgesellschaft im Mittelpunkt standen und mehrfach ausgedehnt wurden.<sup>495</sup> Insoweit lässt sich das WpÜG auch als Reaktion auf die

<sup>490</sup> Siehe *Deutscher Bundestag*, Stenographischer Bericht, 192. Sitzung, Berlin, Donnerstag, den 11. Oktober 2001, 11.10.2001, S. 18824–18828, und dort insbesondere die zu Protokoll gegebenen Reden von Nina Hauer (SPD) (S. 18824 in Absätzen (B) und (C)), Hartmut Schauerte (CDU/CSU) (S. 18824 in Abs. (D)), S. 18825 in Absätzen (A) bis (C), S. 18826 in Abs. (D)), Rainer Funke (FDP) (S. 18827). Zu dieser Einstellung der deutschen Politik in größerem Zusammenhang auch *Cioffi*, *Law & Policy* 24 (2002), 355, 388.

<sup>491</sup> *Bundesregierung*, Gesetzentwurf WpÜG, BR-Drucks. 574/01, 17.08.2001, S. 65:

Insbesondere soll das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz „Leitlinien für ein faires und geordnetes Angebotsverfahren schaffen, ohne Übernahmen zu fördern oder zu verhindern, [...]“

<sup>492</sup> *Deutscher Bundestag*, Stenographischer Bericht, 192. Sitzung, Berlin, Donnerstag, den 11. Oktober 2001, 11.10.2001, S. 18828, zu Protokoll gegebene Rede von Ursula Lötzer (PDS), in Abs. (A): „Der Preis des gehandelten Unternehmens und wie er kurzfristig an den Börsen zu steigern ist, wird entscheiden, wer mit wem fusioniert. Die sozialen Folgen, Arbeitsplatzsicherheit oder regionalpolitische Interessen werden dabei kaum eine Rolle spielen. Das ist nicht aus der Luft gegriffen, genauso hat es sich in den 80er und 90er Jahren in den USA abgespielt.“

<sup>493</sup> *Hopt*, *ZHR* 166 (2002), 383, 388, 432 (dort das wörtliche Zitat).

<sup>494</sup> Sehr prononciert *Liekefett*, *RIW* 2004, 824, 836: „[...] hatte das WpÜG insbesondere mit den Verteidigungsmöglichkeiten des Vorstands unnötig den erforderlichen Strukturwandel in Deutschlands Großunternehmen erschwert. Effizienzsteigernde Übernahmeaktivitäten wurden durch diesen ‚übernahmerechtlichen Overkill‘ noch weiter erschwert, denn für das WpÜG wurden aus den Regelungsmodellen der USA und Japans (Abwehrmaßnahmen) und Großbritanniens (Pflichtangebot mit Gleichbehandlungspreisregel) im Wege eines partiellen Rechtsimports nur die übernahmefeindlichsten Elemente herausgesucht.“; einen asymmetrischen Rechtsimport übernahmehinderlicher Elemente in das WpÜG beklagte auch *Baum*, *RIW* 2003, 421, 423–424.

<sup>495</sup> Näher *Fleischer*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), *Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG*, 2017, § 1 Rn. 25, 27; zu den dahinterstehenden Interessengruppen *Cioffi*, *Law & Policy* 24 (2002), 355, 386.

*Mannesmann*-Übernahme durch *Vodafone* interpretieren.<sup>496</sup> Für die erste Sichtweise könnte man anführen, dass das WpÜG mit einem „vergewissernden Seitenblick auf die parallel verlaufenden Verhandlungen über die 13. Richtlinie“ entwickelt wurde, deren Vorgaben der Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen vom 29.06.2000<sup>497</sup> nahezu vollständig berücksichtigte. Der Anpassungsbedarf an die später verabschiedete Fassung der Übernahmerichtlinie war dadurch relativ gering.<sup>498</sup> Allerdings war die Richtlinie ihrerseits äußerst umkämpft, und zwar durchaus entlang der Frontlinien der *Short-termism*-Debatte. Die deutsche Seite wirkte dabei nach verbreiteter, außerhalb Deutschlands wohl einhelliger Wahrnehmung keineswegs im Sinne einer übernahmeförderlichen Regelung.

## 2. Geschichte der Übernahmerichtlinie: Mittelbare Eruption?

### a) Konfliktlinien mit Parallelität zur *Short-termism*-Debatte

Die Übernahmerichtlinie hat eine lange Vorgeschichte. In ihrem Verlauf traten bald grundsätzliche Konflikte zutage, die eng mit Themen und Konzepten der *Short-termism*-Debatte verwoben waren, wenngleich nicht so augenfällig und stark wie insbesondere in der US-amerikanischen Kontroverse um die „richtige“ Regulierung von Übernahmen.<sup>499</sup>

Den historischen Ursprung der EU-Übernahmerichtlinie datiert man gemeinhin auf 1974, als *Robert R. Pennington* für die Europäische Kommission ein Rechtsgutachten über „Takeovers and other Bids“ mitsamt einem Vorentwurf für eine Richtlinie erstattete.<sup>500</sup> Die Kommission selbst legte einen Richtlinienvorschlag erst 1989 vor,<sup>501</sup> verfolgte dann aber sogleich ein ehrgeiziges Vollharmonisierungsziel. Dieses stieß angesichts der britischen Tradition der Selbstregulierung einerseits sowie inhaltlicher Be-

<sup>496</sup> In diesem Sinne, aber pauschaler, *Rulf*, Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG, 2010, S. 32.

<sup>497</sup> Abgedruckt bei *Fleischer/Kalss* (Hrsg.), Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, 237 ff.

<sup>498</sup> Zum Ganzen *Fleischer*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 1 Rn. 19 (Zitat), Rn. 22 (Diskussionsentwurf), 31 (Umsetzung der Richtlinie).

<sup>499</sup> Zu dieser oben insbesondere 2. Teil, § 1 I.3.b)aa), S. 98 ff. (*takeover controversy*), 2. Teil, § 1 I.4.c)aa), S. 148 ff. (Debatte um Effizienzmarkthypothese und Markt für Unternehmenskontrolle nach *Enron*) sowie 4. Teil, § 3 II.2.c), S. 770 ff. (Debatte um Aktionärsrechte inkl. Übernahmen nach der Finanzkrise). Zu *Short-termism* als Thema der britischen Debatte um Auswirkungen und Regulierung von Übernahmen 2. Teil, § 1 II.3.b)bb)(4), S. 202 ff., 2. Teil, § 1 II.3.b)cc)(2)(a), S. 215 ff., 4. Teil, § 4 III., S. 801 ff.

<sup>500</sup> *Pennington*, Report on Takeovers and other Bids, 1974. Näher zu diesem Bericht *Fleischer*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 1 Rn. 55–56; zu verschiedenen Elementen des Richtlinienvorschlags eingehend *Behrens*, ZGR 1975, 433 ff.; für die Datierung als Beginn der Bestrebungen zur Übernahmerichtlinie etwa auch *Roos*, WM 1996, 2177; *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368, 373; *Bundesregierung*, Gesetzentwurf WpÜG, BR-Drucks. 574/01, 17.08.2001, S. 63; *Möller/Pöttsch*, ZIP 2001, 1256, 1257.

<sup>501</sup> *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, 19.01.1989, ABl. EG Nr. C 64 vom 14.03.1989, S. 8–14. Diesem Vorschlag vorausgegangen war ein Vorentwurf von 1987 (Kom.-Dok. XV/63/87-DE), zu diesem sowie den Unterschieden zum Richtlinienentwurf von 1989 eingehend *Assmann/Bozenhardt*, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), Übernahmeangebote, 1990, S. 1, 32–36; zudem *Rulf*, Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG, 2010, S. 23–24; knapp *Roßkopf*, Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien, S. 268.

denken in Deutschland andererseits auf wenig Gegenliebe<sup>502</sup> und erwies sich auch in einer modifizierten Vorschlagsfassung vom Folgejahr<sup>503</sup> als nicht konsensfähig.<sup>504</sup>

Die Kommission verlegte sich daher anschließend auf eine Rahmenrichtlinie, mit erneuten Regelungsvorschlägen 1996<sup>505</sup> und 1997.<sup>506</sup> Mitte 1999 gelang eine politische Verständigung im Rat, die aufgrund vorhabenfremder Verzögerungen offiziell erst Mitte 2000 in einen gemeinsamen Standpunkt mündete.<sup>507</sup> Die Verabschiedung der Richtlinie schien danach zunächst reine Formsache zu sein.<sup>508</sup> Das änderte sich indes, als in Deutschland das Traditionsunternehmen Mannesmann im Rahmen des bis dato größten M&A-Deals aller Zeiten seine Unabhängigkeit an die britische Vodafone AirTouch plc. verlor, welche Mannesmann anschließend zerschlug – ein Ergebnis, das man von deutscher Seite kaum für möglich gehalten hatte.<sup>509</sup> Überdies äußerte bald nach dem Erfolg Vodafones der amerikanische Autohersteller Ford Interesse an der deutschen Ikone

<sup>502</sup> Rückblickend *Neye*, DB 1996, 1121; *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368, 373; *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 344; *Knudsen*, Eur. Law J. 11 (2005), 507, 509. Aus der zeitgenössischen Literatur siehe etwa die kritische Besprechung des Entwurfs von *Grunewald*, WM 1989, 1233, 1239 („Eine Umsetzung des Entwurfs der 13. Richtlinie würde dem deutschen Recht manches Neue bringen, aber nicht viel Gutes.“), die Kritik an Pflichtangebot und Vereitelungsverbot von *Werner*, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, 1989, S. 13–14 sowie die neutraler gehaltene Besprechung des Entwurfs aus dem Jahr 1989 von *Stoll*, BB 1989, 1489 ff., die aber eine starke Nähe des Richtlinienvorschlags zum britischen City Code of Takeovers and Mergers betonte und wie *Grunewald* die Unterschiede zu Konzepten und Bestand des deutschen Rechts herausstellte. Diese konstatierten auch *Hommelhoff/Kleindiek*, AG 1990, 106, 107, die sich der Abstimmung des Pflichtangebots mit dem deutschen Konzernrecht widmeten und mit Blick darauf ein Wahlrecht bei der Umsetzung forderten (a. a. O., S. 111); zum gleichen Aspekt mit sehr kritischem Fazit *Mertens*, AG 1990, 252, 256–259 („besser keine Richtlinie als eine, die unbedachte konzernrechtliche Auswirkungen hat und Fragen der Unternehmensstruktur und Unternehmenspolitik zur Disposition der Aufsichtsbehörde [...] stellt.“); gegen die Bedenken von *Hommelhoff/Kleindiek* aber *Adams*, AG 1990, 243, 249–250; ferner die Besprechung von *Hahn*, ZBB/JBB 1990, 10, 13–21, der den übernahmefreundlichen Ansatz des Vorschlags begrüßte, insoweit aber Defizite sah.

Zu der Kritik von englischer Seite näher *Roßkopf*, Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien, S. 277.

<sup>503</sup> *Europäische Kommission*, Geänderter Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, 14.09.1990, ABl. EG Nr. C 240 vom 26.09.1990, S. 7–30.

<sup>504</sup> Näher, insbesondere zur Kritik im deutschen Schrifttum *Fleischer*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 1 Rn. 58–60. Die Beratungen zum Richtlinienvorschlag wurden ausgesetzt, also faktisch beendet, nachdem im Rat keine Einigkeit mehr erzielt werden konnte, *Bundesregierung*, Gesetzentwurf WpÜG, BR-Drucks. 574/01, 17.08.2001, S. 63.

<sup>505</sup> *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, 07.02.1996, ABl. EG Nr. C 162 vom 06.06.1996, S. 5–8. Zu dem Vorschlag eingehend *Roos*, WM 1996, 2177 ff.; *Neye*, DB 1996, 1121 ff., auch zur Positionierung anderer Mitgliedstaaten (S. 1123) und der Aufnahme in Deutschland (S. 1123 f.); *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368, 379–393, sowie zur politischen Kritik daran in den verschiedenen Mitgliedstaaten a. a. O., S. 405–407.

<sup>506</sup> *Europäische Kommission*, Geänderter Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, 11.11.1997, ABl. EG Nr. C 378 vom 13.12.1997, S. 10–19. Hiermit trug die Kommission insbesondere den 22 Änderungswünschen des Europäischen Parlaments Rechnung, dazu *Zinser*, EWS 1999, 133, 134.

<sup>507</sup> *Rat*, Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 1/2001 vom Rat festgelegt am 19. Juni 2000 im Hinblick auf den Erlass der Richtlinie 2000/.../EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom ... auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote, 19. Juni 2000, ABl. EG Nr. C 23 vom 24.01.2001, S. 1–14. Näher *Fleischer*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 1 Rn. 63.

<sup>508</sup> *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 344.

<sup>509</sup> Siehe die Fallstudie mit dieser Einordnung als M&A-Superlativ von *Müller-Stewens*, in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder (Hrsg.), Mergers & Acquisitions<sup>2</sup>, 2016, S. 99, 99–101.

VW.<sup>510</sup> Hierdurch rückte nicht nur ins Bewusstsein, welche gravierenden Konsequenzen Übernahmen für Aktionäre, Management, Arbeitnehmer und Standorte zeitigen können, sondern auch und vor allem, dass deutsche Aktiengesellschaften nach Abschaffung der Höchst- und Mehrfachstimmrechte durch das KonTraG<sup>511</sup> und der Erosion der Deutschland AG wirksame generelle Schutzschilde verloren hatten, die Gesellschaften anderer Mitgliedstaaten weiter zur Verfügung standen.<sup>512</sup> In Deutschland sah man sich vor diesem Hintergrund durch den Richtlinienentwurf, der eine Neutralitätspflicht der Verwaltung (auch: Verhinderungsverbot oder [übernahmerechtliches] Behinderungsverbot genannt) festschreiben wollte, unfair benachteiligt.<sup>513</sup> Eine solche war zwar schon *de lege lata* im Schrifttum ganz herrschende Meinung, aber umstritten.<sup>514</sup> Daneben bildete der Arbeitnehmerschutz einen weiteren wesentlichen Streitpunkt.<sup>515</sup> Letztlich verweigerte das Parlament dem mittlerweile modifizierten Regelungsvorhaben 2001 haarscharf mit Stimmenpatt<sup>516</sup> die Zustimmung,<sup>517</sup> nachdem die Bundesregierung kurzfristig in die Ablehnungsfront eingeschwenkt war.<sup>518</sup> Tatsächlich zeigten sich deutsche Abgeordnete aber zu mehr als 90 %, also parteiübergreifend, ablehnend, während 90 % der britischen Parlamentarier den Vorschlag befürworteten. Generell stimmten nur die Abgeordneten kleinerer Parteien an den Rändern bzw. in Nischen des politischen Spektrums vorwiegend gemäß Parteiprogrammatik einheitlich für oder gegen den Entwurf. Die Abgeordneten

<sup>510</sup> Knudsen, Eur. Law J. 11 (2005), 507, 510.

<sup>511</sup> Zu dessen Bedeutung in der deutschen *Short-termism*-Debatte 2. Teil, § 2 IV., S. 347 ff.

<sup>512</sup> Wiesner, ZIP 2004, 343, 344; Cioffi, Law & Policy 24 (2002), 355, 357–358; zum aufkommenden Druck deutscher Unternehmen und Gewerkschaften unter dem Eindruck von Vodafone/Mannesmann auch Liekefett, RIW 2004, 824, 832; Cioffi, Law & Policy 24 (2002), 355, 382; als Treiber des Widerstands von deutscher Seite Mülbert/Birke, WM 2001, 705, 706; Knudsen, Eur. Law J. 11 (2005), 507, 510.

<sup>513</sup> Wiesner, ZIP 2004, 343, 344; Knudsen, Eur. Law J. 11 (2005), 507, 518; Liekefett, RIW 2004, 824, 835, mit kritischer Stellungnahme; ebenso kritisch Mülbert/Birke, WM 2001, 705, 716.

<sup>514</sup> Für ein Vereitelungsverbot (Neutralitätspflicht): frühzeitig Mestmäcker, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, 1958, S. 142–149; später namentlich Adams, AG 1990, 243, 245–246; Assmann/Bozenhardt, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), Übernahmeangebote, 1990, S. 1, 101–102, 113–114; Baums, AG 1990, 221, 238–239; Ebenroth/Daum, DB 1991, 1157, 1158 ff. unter III. 4., 5., 8.; Hopt, ZGR 1993, 534, 545–553; Roos, WM 1996, 2177, 2185; Hopt, ZHR 161 (1997), 368, 391; Michalski, AG 1997, 152, 159; aus rechtsökonomischer Perspektive eingehend Mülbert/Birke, WM 2001, 705 ff.; ferner rückblickend Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 424.

Mit gewissen Einschränkungen: Grunewald, WM 1989, 1233, 1237; Mertens, AG 1990, 252, 258–259.

Dagegen: Werner, Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, 1989, S. 16; Kirchner, WM 2000, 1821, 1825 (Einwirkung auf Aktionärskreis im Rahmen des Unternehmensinteresses); ebenso Wiese/Demisch, DB 2001, 849, 851.

Zur Regelung im WpÜG 2002 auf Basis des Regierungsentwurfs Möller/Pöttsch, ZIP 2001, 1256, 1259–1260, und zum vorherigen Diskussionsentwurf Kirchner, WM 2000, 1821, 1829–1830; rückblickend Wolf, ZIP 2008, 300, 300–301, mit konziser Zusammenstellung der Argumente beider Seiten und Nachweisen zu ihren Vertretern sodann a. a. O., S. 301–304 zur Rechtslage nach dem Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 08.07.2006 (BGBl I 2006, 1426).

<sup>515</sup> Clarke, Int. & Comp. Corp. L. J. 10 (2013), 80, 81–83; Knudsen, Eur. Law J. 11 (2005), 507, 511.

<sup>516</sup> Gemäß Art. 231 I AEUV (ex Art. 198 EG) beschließt das Europäische Parlament grundsätzlich mit der Mehrheit der abgegebenen Stimmen. Demzufolge kommt ein Beschluss nur zustande, wenn mindestens eine Stimme mehr für als gegen den Beschlussentwurf abgegeben worden ist, die Zahl der Ja-Stimmen also diejenige der Nein-Stimmen überwiegt. Stimmenthaltungen und ungültige Stimmen zählen dabei nicht mit, Hölscheidt, in: Nettesheim (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union, 2016, Art. 231 AEUV Rn. 5.

<sup>517</sup> Clarke, Int. & Comp. Corp. L. J. 10 (2013), 80, 81–83.

<sup>518</sup> Wiesner, ZIP 2004, 343, 345; Cioffi, Law & Policy 24 (2002), 355, 383, auch zu dem dadurch ausgelösten Unmut bei anderen Mitgliedstaaten.

aus der politischen Mitte, also den Fraktionen der Sozialdemokratischen Partei Europas und der Europäischen Volkspartei, votierten demgegenüber zu über 80 % abhängig von ihrer Landeszugehörigkeit pro oder contra (Ausnahmen: Spanien, Italien, Frankreich).<sup>519</sup> Damit ließ sich die deutliche Mehrheit der Abgeordneten weniger von der Fraktionslinie leiten als von Erwägungen, die ihr heimatliches Corporate-Governance-System betrafen. Die dahinterstehenden Gründe und Positionen stimmen mit Frontlinien der *Short-termism*-Debatte überein, die aus *Michel Alberts* „Capitalisme contre Capitalisme“,<sup>520</sup> der Debatte im angloamerikanischen Raum<sup>521</sup> sowie von Abwehrbestrebungen gegen als disruptiv empfundene ausländische Unternehmenskäufer in Deutschland („Überfremdung“, „Heuschrecken“)<sup>522</sup> und Frankreich (Loi Florange)<sup>523</sup> bekannt sind:

Die Kommission war der Ansicht, wie eine im angloamerikanischen Raum verbreitete rechtsökonomische Strömung, dass Übernahmen die volkswirtschaftliche Wohlfahrt fördern. Mit Blick hierauf und um einen europäischen Binnenmarkt zu fördern, erschien der Kommission ein aktiver europäischer Übernahmemarkt erstrebenswert.<sup>524</sup> Ihr Richtlinienvorschlag war dementsprechend im Vergleich zum bisherigen Rechtszustand dezidiert übernahmefreundlich(er) ausgerichtet.<sup>525</sup>

In den kontinentaleuropäischen Mitgliedstaaten erblickte man in dem Entwurf verbreitet einen Shareholder-Value-Ansatz britischer Prägung, welcher die Stakeholder-Präferenzen vieler Mitgliedstaaten und Unternehmen gefährde.<sup>526</sup> Solche Bedenken waren keineswegs neu: Bereits dem Richtlinienvorschlag von 1989 bescheinigte man in Deutsch-

<sup>519</sup> Interessante politökonomische Analyse des Stimmverhaltens im Europäischen Parlament bei *Callaghan/Höpner*, *Comp. Eur. Polit.* 3 (2005), 307, 308, 321–322, 325; übereinstimmend die parallel veröffentlichte, ebenso instruktive Analyse von *Knudsen*, *Eur. Law J.* 11 (2005), 507, 511 ff.

<sup>520</sup> Dazu 2. Teil, § 2 II., S. 317 ff.

<sup>521</sup> Soeben Fn. 499 auf S. 337.

<sup>522</sup> Zu Überfremdungssorgen als Treiber der Diskussion über eine Aktienrechtsreform in der Weimarer Republik 2. Teil, § 2 I.2. a), S. 279 ff., zur Heuschreckendebatte 2. Teil, § 2 V., S. 354 ff.

<sup>523</sup> Dazu 4. Teil, § 5 II. und § 5 III., S. 816 ff., 821 ff.

<sup>524</sup> So ausdrücklich *Europäische Kommission*, *Implementation of the Directive on Takeovers Bids*, 21.02.2007, S. 3: „The Commission’s proposal was based on the assumption that takeovers offer a number of benefits for companies, investors and ultimately for the European economy as a whole. Takeovers may be efficient drivers of value creation. They facilitate corporate restructuring and consolidation and provide a means for companies to achieve an optimal scale [...]. They help in disseminating good management practices and technology, and thus improve [...] corporate performance. Furthermore, takeovers discipline management and stimulate competition.<sup>2</sup> Such transactions are also beneficial for investors, allowing them to obtain a better return on their investment.“

Deutlich zudem die obige Fn. 2: „Takeovers are not always beneficial for all (or any) of the parties involved. However, the Directive was based on the assumption that, in the long run, takeover facilitation is in the best interests of all stakeholders and the company.“

<sup>525</sup> Vgl. zu dem deutlich zurückhaltenderen Vorschlag von 2004 *dies.*, *Implementation of the Directive on Takeovers Bids*, 21.02.2007, S. 3: „The aim of the Commission’s proposal was to help exploit such benefits [of takeovers] at European level and to promote integration of European capital markets by creating favourable conditions for the emergence of a European market for corporate control: efficient takeover mechanisms, a common regulatory framework and strong rights for shareholders, including minority shareholders.“

The purpose of the directive in facilitating takeover activity through efficient takeover mechanisms required the removal of some of the main company-related obstacles permitted under national company law; these obstacles meant that takeovers could not be undertaken on equal conditions in the different Member States.

Two key provisions of the Directive – board neutrality and breakthrough – were considered to be particularly important in this respect.“ (Beides war im Ursprungsentwurf dementsprechend zwingend, im später angenommenen Entwurf hingegen nur noch optional.)

<sup>526</sup> *Clarke*, *Int. & Comp. Corp. L. J.* 10 (2013), 80, 82.

land, „zu einem nicht geringen Teil auf britischem Einfluß“ zu beruhen und die Prinzipien des City Code of Takeovers and Mergers zu übernehmen,<sup>527</sup> lanciert mit dem Ziel, wähte ein führender Kapitalmarktrechtler, in die gegenüber Übernahmen abweisenden Rechte Deutschlands und anderer kontinentaleuropäischer Staaten einzubrechen.<sup>528</sup> Auch der Kommissionsvorschlag von 1996 mit einer zwingenden Neutralitätspflicht (Vereitelungsverbot) der Leitung der Zielgesellschaft war sichtlich vom britischen City Code geprägt,<sup>529</sup> wengleich in etwas geringerer Intensität als seine Vorläufer.<sup>530</sup>

*b) Die Übernahmerichtlinie als Ausdruck von „Capitalisme contre Capitalisme“?*

Vor diesem Hintergrund erkennt die politökonomische Literatur in dem damaligen und dem nachfolgenden rechtspolitischen Ringen um die Übernahmerichtlinie einen *clash of capitalisms*.<sup>531</sup> In der Diktion des Varieties-of-Capitalism-Ansatzes<sup>532</sup> prallten die Vorstellungen der Kommission, welche sich an dem übernahmefreundlichen Shareholder-Value-Ansatz von *liberal market economies* wie Großbritannien orientierte, auf diejenigen von *coordinated market economies* wie Deutschland, die vor allem feindlichen Übernahmen skeptisch gegenüberstanden und Belange von Stakeholdern stärker betonten.<sup>533</sup> Zu ganz ähnlichen Konfliktlinien eines „Capitalisme contre Capitalisme“ führt die eng verwandte, insbesondere in Deutschland und Zentraleuropa nach wie vor sehr einflussreiche Unterscheidung *Michel Alberts* zwischen rheinischem Kapitalismus, der langfristig, an Belangen der Realwirtschaft orientiert sowie konsensual geprägt ist, und neoamerikanischem Kapitalismus, welcher die Interessen der Finanzwirtschaft betont und nach kurzfristigen Renditen strebt.<sup>534</sup> An dieser Dichotomie orientierte sich auch der zuständige Kommissar *Frits Bolkestein*. Nach Scheitern seines Vorschlags von 2001 warb er weiter trotzig dafür, den rheinländischen Kapitalismus zugunsten von Libera-

<sup>527</sup> So *Stoll*, BB 1989, 1489, zudem ebd.: „Dem Vorschlag für die dreizehnte gesellschaftsrechtliche Richtlinie der EG liegen letztlich die gleichen Prinzipien zugrunde wie dem britischen City Code, nämlich das Bestreben, daß zum einen die Aktionäre einer Gesellschaft selbst entscheiden sollen, ob eine Übernahme Erfolg hat oder nicht und die sich hieraus ergebende Notwendigkeit ihrer frühzeitigen und vollständigen Information sowie der Ausschaltung jeglicher nicht von den Aktionären sanktionierter Abwehrmaßnahmen, zum anderen die Gleichbehandlung, verstanden als Chancengleichheit der betroffenen Aktionäre in bezug auf Informationsmöglichkeiten und Preisbildung.“; ebenso *Assmann/Bozenhardt*, in: *Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.)*, Übernahmeangebote, 1990, S. 1, 33, die zwar mit Blick auf Intensität und Verbindlichkeit der britischen Prägung eine gewisse Rücknahme im Vergleich zu dem Pennington-Entwurf feststellen, aber a. a. O., S. 37 f. ihre ablehnende Stellungnahme darauf stützen, dass der Entwurf eine „noch immer sehr stark am britischen Vorbild verhaftete“ Verfahrensordnung vorsehe; aus späterer Zeit *Baum*, RIW 2003, 421, 423, dem zufolge sich die verschiedenen Entwürfe einer Übernahmerichtlinie „von Anfang an konzeptionell an den einschlägigen britischen Vorstellungen orientierten“.

<sup>528</sup> *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368, 373: „[...]“, war doch der Richtlinienvorschlag [von 1989/1990] nicht nur maßgeblich von britischem Gedankengut geprägt, sondern ging auch auf britische Anstöße zurück, die sich davon einen Einbruch in die gegenüber Übernahmen abweisenden Rechte Deutschlands, der Niederlande und anderer kontinentaleuropäischer Staaten versprochen.“

<sup>529</sup> *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, 07.02.1996, ABl. EG Nr. C 162 vom 06.06.1996, S. 5–8, Art. 8 lit. a), dazu, insbesondere zur Anlehnung der Regelung an den englischen City Code *Kirchner/Painter*, 50 Am. J. Comp. L. 451, 456–458 (2002).

<sup>530</sup> *Roos*, WM 1996, 2177, 2177–2178 i. V. m. S. 2183.

<sup>531</sup> So *Callaghan/Höpner*, Comp. Eur. Polit. 3 (2005), 307 ff.; *Clift*, JCMS 47 (2009), 55 ff.

<sup>532</sup> Zu diesem bereits oben 2. Teil, § 2 II. 3., S. 324 f., Text bei und Nachweise in Fn. 412–414 auf S. 325, auch zur Kritik an dem Konzept.

<sup>533</sup> *Clift*, JCMS 47 (2009), 55, 62–63; *Clarke*, Int. & Comp. Corp. L. J. 10 (2013), 80, 81–82.

<sup>534</sup> Zu dieser bereits 2. Teil, § 2 II., S. 317 ff.

lisierung und Globalisierung im Sinne angelsächsischer Kapitalismusformen zu überwinden,<sup>535</sup> und legte prompt erneut einen Richtlinienvorschlag<sup>536</sup> mit im Kern unveränderter Zielrichtung und damit unveränderter Akzeptanzproblematik vor.<sup>537</sup> Dieser stieß wiederum auf starken Widerstand: Die skandinavischen Länder und Frankreich waren bestrebt, ihre Mehrstimmrechtsstrukturen gegen die neu aufgenommene Durchbrechungsregel zu schützen. Dazu argumentierten sie unter anderem, dass die Mehrstimmrechtskonstruktionen ihren Gesellschaften eine langfristige Perspektive ermöglichten.<sup>538</sup> Deutschland wollte die mit einer Ausnahme zugunsten von Skandinavien und Frankreich verbundenen Nachteile für das eigene Regime nicht akzeptieren, ebenso wenig wie unterlegene Abwehrmöglichkeiten im Vergleich zu US-Gesellschaften.<sup>539</sup> Letztlich konnte sich die Kommission deshalb auch bei diesem Anlauf nicht mit einer vollharmonisierten zwingenden Neutralitätspflicht (Vereitelungsverbot), ergänzt um eine Durchgriffsregel, durchsetzen: Auf Initiative Portugals und des deutschen Berichterstatters im Rechtsausschuss des Europäischen Parlaments, *Klaus-Heiner Lehne*, einigte man sich gegen den hartnäckigen Widerstand *Bolkesteins*<sup>540</sup> auf ein Optionsmodell,<sup>541</sup> das im April 2004 als Richtlinie verabschiedet wurde.<sup>542</sup> Kritiker haben das Resultat ob seines gerin-

<sup>535</sup> *Bolkestein*, NZZ vom 09.11.2002, 83 (überarbeitete Fassung eines Vortrags): „Sie [die Gewerkschaften] wollen in den sicheren und behaglichen Grenzen dessen verharren, was man das Rheinland-Modell des Kapitalismus genannt hat, in dem nicht Shareholder, sondern Stakeholder gehätschelt werden und Konsultationen an zahlreichen runden Tischen stattfinden. Wenn aber Europa wirklich zur kompetitivsten und modernsten Wirtschaftszone werden will, muss es das bequeme Umfeld des Rheinland-Modells verlassen und sich den härteren Bedingungen der angelsächsischen Kapitalismusform annähern, wo die Erträge grösser sind, aber auch die Risiken. [...] Eine Synthese des Rheinland- und des angelsächsischen Modells müsste möglich sein. Ein mittelatlantisches Modell würde die positiven Elemente beider vereinen. Ein solches Modell hat man aber noch nicht erreicht. Es braucht mehr Liberalisierung, [...]“

<sup>536</sup> *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote, 2.10.2002, ABl. EU Nr. C 45E vom 25.02.2003, S. 1–17.

<sup>537</sup> Vorausgegangen war ein Bericht einer siebenköpfigen hochrangigen Expertengruppe, die die Idee eines *level playing field* nach wie vor hochhielt und dazu neue Vorschläge mit übernahmefreundlicher Grundhaltung vorlegte, die eine ungleiche Betroffenheit verringern sollten, insbesondere durch eine neue Durchbrechungsregel (*breakthrough rule*) (zur übernahmefreundlichen Grundeinstellung von Expertengruppe und Kommissionsentwurf *Dauner-Lieb/Lamandini*, BB 2003, 265–266; zur Expertengruppe auch *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 387). Die Kommission setzte die Ideen der Expertengruppe aber nur ausschnitthaft um, sodass die Problematik asymmetrischer Betroffenheit aus deutscher Sicht fortbestand, näher *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 345; *Clift*, JCMS 47 (2009), 55, 64.

<sup>538</sup> So bezogen auf die skandinavischen Länder *Knudsen*, Eur. Law J. 11 (2005), 507, 519, ferner knapp *Sjåffell*, EBLR 22 (2011), 641, 687; zum gleichen Argument von französischer Seite siehe *Délégation Française*, Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition – Remarques sur l'article 11, 06.03.2003; *Seibert*, FS Westermann, 2008, S. 1505, 1507–1508; ferner im historischen Kontext 4. Teil, § 5 III. 1. a) bei Fn. 103 auf S. 823.

<sup>539</sup> *Fleischer*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 1 Rn. 68; *Clift*, JCMS 47 (2009), 55, 65; *Knudsen*, Eur. Law J. 11 (2005), 507, 519; aus der zeitgenössischen Literatur mit dieser Kritik etwa *Kirchner*, WM 2000, 1821, 1830.

<sup>540</sup> Kritisch zu dessen kompromissloser Haltung, die ein Scheitern des Projekts riskiert habe, *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 346.

<sup>541</sup> *Fleischer*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 1 Rn. 69. Für eine detaillierte Analyse der durch die Richtlinie eröffneten Wahlentscheidungen auf Ebene der Mitgliedstaaten und der Gesellschaften *Davies/Schuster/van de Walle de Ghelke*, in: Bernitz/Ringe (Hrsg.), Company law and economic protectionism, 2010, S. 105, 125–135; grundsätzlichere rechtsökonomische Analyse übernahmerechtlicher Optionsregelungen bei *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 3 Rn. 63–75.

<sup>542</sup> Siehe Art. 9 II, III, Art. 11 i. V. m. Art. 12 I RL 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EU Nr. L 142 vom 30.04.2004, S. 12–

geren Harmonisierungspotenzials als „À la carte directive“ verspottet,<sup>543</sup> während andere Stimmen auch Erfolge bei mehreren standardisierten Bausteinen sehen.<sup>544</sup> Insbesondere mit Blick auf diese Vereinheitlichungen hat man der Richtlinie mitunter sogar ein gewisses übernahmeförderliches Potenzial im Vergleich zum Status quo ante bescheinigt.<sup>545</sup>

Die Politikwissenschaft, insbesondere der Varieties-of-Capitalism-Ansatz, erblickt den Kern der langen Kontroverse um die Übernahmerrichtlinie in einem Verteilungskonflikt: Angesichts unterschiedlicher nationaler Ausgangspunkte bei Corporate Governance und Übernahmeregulierung sind die Vor- und Nachteile eines harmonisierten Marktes für Unternehmenskontrolle zwischen den EU-Mitgliedstaaten ungleich verteilt,<sup>546</sup> diese also „asymmetrisch anfällig“ dafür, sich auf der Verliererseite einer übernahmefreundlichen Reform wiederzufinden (bzw. ex ante dort zu sehen).<sup>547</sup> Dementsprechend erkannte man von deutscher Seite in den Kommissionsentwürfen eher eine Wettbewerbsverzerrung als die Schaffung vergleichbarer Wettbewerbsbedingungen.<sup>548</sup>

Für den Erklärungsgehalt der Konzeption *Michel Alberts* lassen sich darüber hinaus zunächst gewisse Elemente der Entstehungsgeschichte anführen. Wie erwähnt bezog sich *Bolkestein* als hartnäckiger Spiritus Rector der britisch inspirierten Kommissionsentwürfe ausdrücklich auf die von *Albert* geprägte Dichotomie. Aufseiten der Kritiker spielten Bedenken kurzfristiger Orientierung 2003 bei der parlamentarischen Debatte um die Kompromissfindung eine Rolle. So wurde in der Anhörung im Rechtsausschuss des Europäischen Parlaments am 28. Januar 2003 beanstandet, der vorliegende Richtlinienentwurf mache langfristige Werte und Planungen bei zunehmenden Übernahmen unmöglich.<sup>549</sup> Auch ein Gutachten für das Europäische Parlament betonte „gewichtige

23. Zum Ganzen *Davies/Schuster/van de Walle de Ghelke*, in: Bernitz/Ringe (Hrsg.), *Company law and economic protectionism*, 2010, S. 105, 106–107; *Callaghan/Höpner*, *Comp. Eur. Polit.* 3 (2005), 307, 310–311. Die verabschiedete Fassung stützten die Konservativen, die Liberalen und Teile der Grünen, während die Sozialisten ganz überwiegend ablehnend votiert hatten, insbesondere weil sie die Informations- und Konsultationsrechte der Arbeitnehmer für unzureichend befanden. Zudem war die Zustimmung unter britischen Parlamentariern nach wie vor ausgeprägter als unter deutschen und französischen, zu alledem *Knudsen*, *Eur. Law J.* 11 (2005), 507, 520–523; knapp auch *Wiesner*, *ZIP* 2004, 343, 346.

<sup>543</sup> So aus britischer Sicht *Rickford*, *EBLR* 15 (2004), 1379, 1420; ganz ähnlich zur Verfehlung des am Standard von *liberal market economies* orientierten Harmonisierungsziels durch eine „à la carte nature of the Directive“ *Clift*, *JCMS* 47 (2009), 55, 66; gleichsinnig aus deutscher Perspektive *Merkt/Binder*, *BB* 2006, 1285, 1286: „Die gefundene Lösung [...] schafft anstelle eines gemeinschaftsweiten ‚level playing field‘ kontraproduktive Beliebigkeit.“ In der Sache ebenso *Bolkestein*, *ECL* 2 (2005), 4, 7.

<sup>544</sup> Näher dazu *Hopt*, *Europäisches Übernahmerecht*, 2012, S. 16; erschöpfend *Marccus Partners/CEPS*, *Takeover Bids Directive Assessment Report*, 2012, S. 18 Rn. 3, 61–67, 88–107, 121–159, 185–198, 219–236, 245–247; Abriss des Meinungsstands bei *Fleischer*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), *Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG*, 2017, § 1 Rn. 82.

<sup>545</sup> *Liekefett*, *RIW* 2004, 824, 836.

<sup>546</sup> *Callaghan/Höpner*, *Comp. Eur. Polit.* 3 (2005), 307, 313.

<sup>547</sup> Grundlegend, ohne Bezug zum Varieties-of-Capitalism-Konzept *Knudsen*, *Eur. Law J.* 11 (2005), 507 ff., insb. S. 507–509, 514–519, 524; auf Grundlage von *varieties of capitalism* sodann *Clift*, *JCMS* 47 (2009), 55, 56, 64. Zudem a. a. O., S. 57–58: Verschiedene *varieties of capitalism* gehen mit unterschiedlichen Wahrscheinlichkeiten, Auswirkungen und unterschiedlicher Verbreitung von Unternehmensübernahmen einher. Abweichende Konzepte zur Regulierung von Übernahmen spiegeln demnach bestimmte politökonomische Ansätze wider, mit übernahmefreundlichen *liberal market economies* bzw. *shareholder capitalism* auf der einen Seite des Spektrums und übernahmehinderlichen *coordinated market economies* bzw. *stakeholder capitalism* auf der anderen.

<sup>548</sup> So rückblickend *Wiesner*, *ZIP* 2004, 343, 345.

<sup>549</sup> So der Bericht des Brüsseler Rechtsanwalts, *Wiesner*, *ZIP* 2004, 343, 345.

Kritik“ an der Vorstellung eines nützlichen Marktes für Unternehmenskontrolle, wie sie angloamerikanische Rechtsökonomien entwickelt haben.<sup>550</sup>

Dessen ungeachtet lässt sich zumindest allein mit solchen Erwägungen das maßgeblich von deutscher Seite betriebene Scheitern des Kompromisses von 1999/2000 nicht restlos erklären. In der deutschen Politik präsentierten sich Regierung wie Opposition mit Ausnahme der PDS 2001 in der Debatte des Regierungsentwurfs des WpÜG mit dezidiert übernahmefreundlicher Rhetorik. Passend dazu wird die letztlich verabschiedete Fassung der Richtlinie mit Blick auf den von ihr intendierten Standard – Neutralitätspflicht und Durchbrechungsregel – als aktionärs- und übernahmefreundlich eingeordnet.<sup>551</sup> Andererseits, und dies spricht wiederum für den Erklärungsgehalt von *Alberts* Konzeption, hat die Übernahmerrichtlinie gerade deswegen in der nachfolgenden juristischen Debatte bald den harschen Vorwurf auf sich gezogen, *Short-termism* zu befördern.<sup>552</sup>

Die Richtlinie ist allerdings offen dafür, dass ein Mitgliedstaat an einem übernahmesckeptischen Modell im Sinne des langfristigen rheinischen Stakeholder-Kapitalismus festhält.<sup>553</sup> Infolge des Optionsmodells kann das nationale Recht die Leitung der Zielgesellschaft gesellschaftsrechtlich ermächtigen sowie über die Unternehmenszielbestimmung verpflichten, Interessen eines breiteren Kreises von Anspruchsgruppen Rechnung zu tragen und gegebenenfalls mit Verteidigungsmaßnahmen durchzusetzen (Art. 9 II, III,

<sup>550</sup> Siehe die Darstellung der Kernpunkte des Gutachtens von den Verfassern *Dauner-Lieb/Lamandini*, BB 2003, 266.

<sup>551</sup> *Marccus Partners/CEPS*, Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012, S. 18 Ziffer 3, S. 350; aus dezidiert kritischer Warte *Sjåffell*, EBLR 22 (2011), 641, 645 (die allgemeinen Prinzipien der RL konzentrierten sich auf die Aktionäre der Zielgesellschaft, ihre Entscheidungsrechte [Art. 3 I lit. c]) und auf die Förderung von Übernahmen [Art. 11]), dazu weiterhin S. 648, 655, 661, 679, 701–703 mit ablehnender Bewertung; zum übernahmefreundlichen Ansatz der Kommission; zum Richtlinienentwurf 1989 auch schon *Hahn*, ZBB/JBB 1990, 10, 13, dem der Entwurf insoweit aber nicht weit genug ging (a. a. O., S. 21); ferner *Clarke*, Int. & Comp. Corp. L. J. 10 (2013), 80, 96–97 zur engen Zielbeschreibung der Kommission: Schutz der Interessen der Aktionäre, insbesondere der Minderheitsaktionäre, Schutz der Arbeitnehmer und anderer Stakeholder (nur) durch Transparenz und Informationsrechte.

A. A. wohl *Davies/Hopt*, in: Kraakman (Hrsg.), *The anatomy of corporate law*<sup>2</sup>, 2009, S. 225, 271, mit Blick auf die letztlich nur optionale Regelung von Verhinderungsverbot und Durchbrechungsregel: „[...] the protectionist forces may be said to have had the better of the argument with the liberals at Community level.“

<sup>552</sup> Besonders kraftvoll von *Sjåffell*, EBLR 22 (2011), 641, 668 („Firstly, the board neutrality rule may strengthen the current general drive towards shareholder primacy. This may lead to short-term decision-making and a narrow focus on the share price to the detriment of the board’s ability to make, and follow-up, a long-term business strategy for the company.“), S. 699 („A fear of pressure from investors to opt in [the board neutrality rule] may enhance the tendency towards greater focus on the short term and shareholder value.“), S. 700–703 (S. 700: „[...] it seems that they [the shareholders] are being encouraged [by the directive] to adopt a more short-term approach and focus more narrowly on maximising profit.“; S. 702: „[...] a regime that facilitates takeovers would inevitably involve a system that, however long-term the information given by bidder and target board, would encourage short-termism and swift changes.“; S. 703: „The Directive simply encourages shareholders to ‘vote with their feet’ and get out if short-term profits are not sufficiently maximised.“), S. 707–708 („a narrow and short-term focus on shareholder profits is promoted“); zu der *Short-termism*-Kritik an der Board Neutrality Rule der Richtlinie zudem *Clarke*, Int. & Comp. Corp. L. J. 10 (2013), 80, 88; *Marccus Partners/CEPS*, Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012, S. 301–302; *Clerc/Demarigny/Valiante u. a.*, EU Takeover Regulation, 2012, S. 173.

<sup>553</sup> *Sjåffell*, EBLR 22 (2011), 641, 652; in der Richtlinie führt dies zu gewissen Spannungen zwischen einzelnen Regelungselementen, dazu *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), *Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG*, 2017, § 3 Rn. 107 f. sowie zuvor knapp mit Blick auf Art. 3 I lit. c) der Richtlinie *Clarke*, Int. & Comp. Corp. L. J. 10 (2013), 80, 86.

Art. 11 i. V. m. Art. 12 I). Zudem gestattet die Richtlinie ausdrücklich weitergehende Arbeitnehmerrechte auf Anhörung, Beteiligung oder Mitbestimmung (Art. 14). In der praktischen Umsetzung sind denn auch zahlreiche Mitgliedstaaten deutlich von dem intendierten Standard der Übernahmerrichtlinie abgewichen. Viele haben sich anlässlich der Richtlinienumsetzung sogar eher veranlasst gesehen, die Verteidigungsfähigkeit ihrer Gesellschaften gegen unliebsame ausländische Erwerbsinteressenten zu verstärken.<sup>554</sup>

Nachdem die *Short-termism*-Debatte im Zuge der Finanzkrise auf europäischer Ebene stark an Beachtung gewonnen und eine maßgebliche Rolle bei zahlreichen Initiativen der Kommission gespielt hatte, war zu erwarten, dass der Aspekt auch bei der Evaluation der Übernahmerrichtlinie auftauchen würde.

### 3. Zusammenfassung und Fazit

Bereits recht frühzeitig verfolgte das deutsche Schrifttum die Entwicklung des Übernahmerechts in den USA. Auch der *takeover controversy* widmete es zeitnah Aufmerksamkeit. Zunächst war dieses Interesse vorwiegend abstrakt-rechtsvergleichender Natur. Nichtsdestotrotz erachtete man die in den USA vorgetragene *Short-termism*-Kritik schon Mitte der 1980er Jahre als ebenfalls für Kontinentaleuropa bedeutsam.

Ab Ende der 1980er Jahre schienen Übernahmen und somit ihre rechtliche Behandlung und rechtspolitische Bewertung dann tatsächlich für Deutschland hochrelevant zu werden: zum einen aufgrund des kontroversen Vorschlags der Europäischen Kommission für eine Übernahmerrichtlinie, zum anderen angesichts eines spektakulären Übernahmeporhabens in Deutschland und viel beachteter Einzelfälle feindlicher Übernahmen im benachbarten Ausland. Vor allem Letzteres ließ deutsche Aktiengesellschaften zu vorsorglichen Abwehrkonstruktionen greifen.

All dies regte das rechtswissenschaftliche Interesse an Übernahmen und Verteidigungsinstrumenten enorm an, besonders an Höchststimmrechten. Ab Ende der 1980er bis in die erste Hälfte der 1990er Jahre kam es dadurch zu einer lebhaften Diskussion über die juristische und rechtspolitische Bewertung von Übernahmen. Ihre Pole ähnelten frappierend der US-amerikanischen *takeover controversy*. Das betraf insbesondere die Kurzfristigkeitskritik, welche manche Praktiker ebenso vehement und farbig vertraten, wie sie einzelne rechtsökonomisch affine Wissenschaftler zurückwiesen. Dass einige Beiträge derart streitlustig daherkamen, dürfte nicht zuletzt der in den USA vorgelebten vehementen Debatte und ihrer intellektuellen Faszination<sup>555</sup> geschuldet sein. Denn tatsächlich waren die hiesigen Verhältnisse nach allgemeiner Auffassung feindlichen Übernahmen vergleichsweise wenig zugetan, ungeachtet des hohen Interesses an Abwehrbestrebungen in Wirtschaft und Politik. Die heiß diskutierten Vorteile und Gefahren eines aktiven Übernahmemarktes mussten damit in Deutschland bis auf Weiteres eher hypothetisch erscheinen. Wohl nicht zuletzt deswegen setzte sich nachfolgend im

<sup>554</sup> Eingehend zur Neutralitätspflicht (Vereitelungsverbot), mit Kodierung der Umsetzungsentscheidungen aller Mitgliedstaaten *Davies/Schuster/van de Walle de Ghelke*, in: Bernitz/Ringe (Hrsg.), *Company law and economic protectionism*, 2010, S. 105, 135–145, 152–157; auch hinsichtlich anderer Schutzinstrumente *Clift*, *JCMS* 47 (2009), 55, 73–74, mit besonderem Blick auf Frankreich; erschöpfende Untersuchung bei *Marccus Partners/CEPS*, *Takeover Bids Directive Assessment Report*, 2012.

<sup>555</sup> Erkennbar an der rechtsökonomischen Begründung von Übernahmen ebenso wie an der juristischen Finesse der US-Takeover-Kämpfe etwa bei *Peltzer*, FS Zimmerer, 1986, S. 271, 275 („[...] immer neuen und einfallsreichen Lösungen, die zu betrachten und ihre Anwendbarkeit bei uns zu überprüfen, reizvoll ist“), S. 286 („faszinierende Phantasie und Intelligenz“).

kapitalmarkt- und übernahmerechtlichen Schrifttum zumindest auf abstrakt-theoretischer Ebene einstweilen eine positive Sicht von Übernahmen als Grundtenor durch: Mit Blick darauf, dass im Deutschland der frühen 1990er Jahre ein aktiver Markt für Unternehmenskontrolle durch feindliche Übernahmen praktisch fehlte, erschien eine gewisse Belebung wenig schädlich, während die Abwehrreflexe in der Wirtschaft nahelegen konnten, dass Vorstände mutmaßliche negative Wirkungen von Übernahmen vorschoben, um die eigene Macht zu sichern.<sup>556</sup> Dies dürfte erklären, warum in der Folgezeit die kapitalmarkt- und übernahmerechtliche Literatur ein allgemeines Problem kurzfristiger Orientierung in der Corporate Governance abseits gesonderter Streitthemen, die hier separat behandelt werden,<sup>557</sup> relativ selten ansprach, und wenn, dann überwiegend verneinte: Eine Neigung zu kurzfristiger Orientierung bzw. kurzfristiger Druck durch Übernahmen sei, so die übliche Argumentation, zwar denkbar, aber schon in der theoretischen Begründung unsicher und jedenfalls empirisch wenig bedeutend.<sup>558</sup> Vorrangig erkannte und betonte man mögliche positive Wirkungen.

<sup>556</sup> Assmann/Bozenhardt, in: Goerdeler/Lutter/Wiedemann u. a. (Hrsg.), Übernahmeangebote, 1990, S. 1, 6, 120 f.

<sup>557</sup> Heuschreckendebatte, rheinischer vs. angloamerikanischer Kapitalismus und Shareholder-Value.  
<sup>558</sup> Siehe etwa Ebenroth/Daum, DB 1991, 1105, 1106 (die Autoren erachten es zwar für „möglich, jedoch nicht zwangsläufig“, dass Übernahmen im Einzelfall den Vorstand daran hindern könnten, zukunfts- und ertragsorientiert zu arbeiten, und so etwa die Gefahr begründen „daß notwendige Ausgaben für Forschung und Entwicklung zugunsten kurzfristiger Ertragsoptimierung unterbleiben“. Dem stellen sie aber positive Wirkungen gegenüber und schließen, es lasse sich „somit nicht generell feststellen, ob unkoordinierte [gemeint: feindliche] Übernahmen als nützlich oder schädlich für die Beteiligten und die Gesamtwirtschaft sind. Eine einseitige Verdammung erscheint jedenfalls nicht gerechtfertigt.“); *Short-termism* ist für die Autoren demnach eher ein anekdotisches Einzelfallproblem, kein weit verbreiteter Missstand, der eine rechtliche Reaktion rechtfertigt; implizit auch Hopt, ZGR 1993, 534, 553 („Der Vorstand hat zwar [...] auch Gemeinwohlinteressen zu berücksichtigen. Aber das gibt ihm kein Recht, die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu beeinflussen. [...] Abwehrmaßnahmen gegen ein Übernahmeangebot kann der Vorstand also nicht damit rechtfertigen, [...] daß kurzfristige Renditeinteressen (short-termism) wirtschaftlich schädlich seien.“) i. V. m. S. 555 (Erlaubnis des Vorstands, ein Übernahmevorhaben abzuwehren, wenn es mit klaren Nachteilen für das Unternehmen am Markt verbunden ist; solche klaren Nachteile hielt Hopt (a. a. O.) also offenbar durch *Short-termism* im Sinne kurzfristiger Strategien des Bieters für nicht denkbar.); ausdrücklich Herkenroth, Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht, 1994, S. 332–333 (ablehnend gegenüber Lipton, einem Hauptvertreter des *Short-termism*-Arguments in den USA; Liptons Thesen seien „ohne jegliche empirische Absicherung“); Mülbert/Birke, WM 2001, 705, 707–708 (Kurzfristigkeit des Kapitalmarktes als eine für Übernahmen vorgebrachte Erklärung (S. 707); die Daten widersprechen aber klar der Einschätzung, dass die Märkte kurzfristig seien (S. 708)); Fleischer, in: Fleischer/Kalss (Hrsg.), Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, S. 6, 35 („Eine verfeinerte Variante führt die Unterbewertung [bestimmter Gesellschaften an der Börse] auf die Kurzfristigkeit vieler Anleger zurück [...], die Unternehmensführungen ihrerseits zu einem kurzfristigen Erfolgsdenken veranlassen. Die Überzeugungskraft dieser Wertrealisierungstheorien [gemeint: durch Übernahme einer unterbewerteten Gesellschaft] steht auf tönernen Füßen: Einmal laufen sie der vorherrschenden These informationseffizienter Kapitalmärkte in ihrer halbstrengen Form zuwider; zum anderen fehlt es an empirischen Belegen für eine verbreitete Myopie der Marktteilnehmer.“); ähnlich, aber vorsichtiger Kuhner, ZGR 2004, 244, 261 mit Fn. 65 („Obwohl es gerade in letzter Zeit reichliches Anschauungsmaterial für derartige Verhaltensmuster an Kapitalmärkten gegeben hat [kurzsichtiges Reagieren der Börse, indem kurzfristige Erfolgsfaktoren gegenüber langfristig wirksamen Effekten übergewichtet werden], gibt es nach meinem Kenntnisstand keinen Beleg dafür, dass die Kurzfristigkeit (*myopia*) ein strukturelles Merkmal existierender Kapitalmärkte ist.“); Schmolke, ZGR 2007, 701, 712–713 („Zwar gibt es tatsächlich Hinweise für eine tendenzielle Kurzfristigkeit des Kapitalmarktes. Die bisher zu diesem Thema durchgeführten empirischen Studien ergeben aber keinen klaren Befund über Ausmaß und Größe dieser Kurzfristigkeit. Vielmehr werden inzwischen Tendenzen einer stärkeren Orientierung der Kapitalmärkte an einem langfristigeren Ansatz bei der Unternehmensführung beobachtet. Zudem dürfte das ‚Short-Termism‘-Problem keine oder doch

Eine solche Einstellung prägte auch die bekundete Absicht des Gesetzgebers des WpÜG von 2002. Sie sollte aber nicht den Blick darauf verstellen, dass die deutsche Position auf europäischer Ebene eher gegenteilig erschien und wirkte. Tatsächlich war die Debatte um Übernahmen in der deutschen Rechtswissenschaft praktisch von Beginn an mit der Frage einer angemessenen Harmonisierung im europäischen Mehrebenensystem der Corporate Governance verknüpft. Dieser Aspekt rückte gegen Ende der 1990er Jahre in den Vordergrund, als die Europäische Kommission hartnäckig auf eine im Kern britisch inspirierte Übernahmerichtlinie drängte. Die Harmonisierungsfrage verband sich dabei eher mit Bedenken kurzfristiger Orientierung, als dass sie diese ersetzt hätte. Die Geschichte der Übernahmerichtlinie lässt sich vor diesem Hintergrund als *clash of capitalisms* oder „Capitalisme contre Capitalisme“ im Sinne *Michel Alberts* interpretieren, dergestalt, dass Regelungsinteressen des langfristigen, konsensualen und industrieorientierten rheinischen Modells mit solchen des kurzfristigen, an der Finanzwirtschaft ausgerichteten angloamerikanischen Kapitalismus kollidierten. Die in Deutschland überwiegende Literaturmeinung und die deutsche Politik vertraten dabei zwar die skizzierte übernahmefreundliche Grundhaltung. Zugleich waren sie aber nicht bereit, von tradierten Mustern deutscher Corporate Governance abzuweichen, obwohl man diese allgemein als übernahmehinderlich einordnete, oder gar Nachteile im „Übernahmewettbewerb“ mit ausländischen Rechtsordnungen in Kauf zu nehmen, obgleich man Übernahmen theoretisch eine heilsame Wirkung gerade für Zielgesellschaften bescheinigte. Dem Gesetzgeber war dieser latente Widerspruch offenbar bewusst, weshalb er es bald unternahm, das deutsche Recht behutsam an Konzepte aus übernahmefreundlichen Rechtsordnungen anzunähern. Dies führt zu der nächsten Etappe der deutschen *Short-termism*-Debatte, dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, kurz KonTraG.

#### IV. KonTraG 1998: Einzug des Shareholder-Value?

Bezogen auf Deutschland kann man sich mit dem Topos kurzfristigen Denkens im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht nicht auseinandersetzen, ohne einen kurzen Blick auf das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27. April 1998 zu richten. Das KonTraG selbst war unmittelbar weder Produkt noch Auslöser einer Debatte um kurzfristiges Denken, hat das deutsche Aktienrecht aber stark für Gestaltungen geöffnet, die in der modernen Diskussion dieser Problematik an erster Stelle stehen. Dies erklärt sich nicht zuletzt aus seinem zeitgeschichtlichen Hintergrund. Ende der 1990er Jahre wurde die wirtschaftliche und finanzielle Situation in Deutschland,

---

nur sehr geringe Bedeutung für den Aktivismus traditioneller institutioneller Investoren haben.“); in der Sache ganz ähnlich *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 214–215 („Theoretische Modellierungen hierzu [Kurzsichtigkeit der Kapitalmärkte] liegen vor; empirische Belege sind aber bislang vereinzelt geblieben. Gehen die Auffassungen von Finanzinvestoren und Management über die Wahrscheinlichkeit höherer zukünftiger Gewinne auseinander, obliegt es zuvörderst dem Management, die Aktionäre von seiner langfristig profitablen Strategie zu überzeugen. Selbst wenn der Vorwurf des ‚short termism‘ mitunter berechtigt ist, bleibt zu bedenken, dass er manchen Managern als willkommene Schutzbehauptung dient.“); wortidentisch *ders.*, in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance*<sup>2</sup>, 2009, S. 185, 192, zuvor a. a. O., S. 191 aber auch mit der Aussage, der „Einwand, eine wertorientierte Unternehmensführung fördere kurzfristiges Denken und sei langfristigen Investitionen in Forschung und Entwicklung oder in Humankapital abträglich, verdient ernst genommen zu werden“.

belastet durch die Folgekosten der Wiedervereinigung<sup>559</sup> und eine hohe Arbeitslosigkeit,<sup>560</sup> als unbefriedigend empfunden, auf den Punkt gebracht in der berühmten „Ruck-Rede“ *Roman Herzogs* vom 26. April 1997.<sup>561</sup> In dieser forderte *Herzog* unter anderem ein größeres Maß an Selbstverantwortung sowie die Deregulierung staatlicher Verordnungen und Vorschriften. Man sah eine nachlassende Innovationsbereitschaft der deutschen Wirtschaft, wofür man, in den Worten des Historikers *Ulrich Herbert*, zunehmend die nationale Verflechtung von Großunternehmen und Banken verantwortlich machte, „jene ‚Deutschland-AG‘, die sich vom Kapitalmarkt abgeschottet habe und träge geworden sei“.<sup>562</sup> Großbritannien und die USA sah man in dieser Hinsicht als fortschrittlich,<sup>563</sup> zumal die USA zwischen 1984 und 1998 einen Börsenboom erlebten.<sup>564</sup> Insofern lag es nahe, das deutsche Aktienrecht stärker internationalen, angloamerikanisch geprägten Gestaltungen zu öffnen.

### 1. Dreifache Stärkung des Kapitalmarkteinflusses auf AGs

Das KonTraG verstand sich als gesetzgeberische Reaktion auf die Globalisierung des Kapitalmarktes: Die nationalen Kapitalmärkte, hebt die Regierungsbegründung hervor, seien nicht mehr isoliert, Publikumsgesellschaften finanzierten sich zunehmend international und die Bedeutung ausländischer Investoren nehme erheblich zu. Deutsche Aktiengesellschaften stünden an der Börse in unmittelbarem Wettbewerb mit Risikokapitalnachfragern weltweit und richteten ihre Strategie entsprechend aus.<sup>565</sup> Bei den hieraus abgeleiteten Konsequenzen zeigt die Gesetzesbegründung ein bemerkenswertes Zutrauen in die internationalen Kapitalmärkte: Von deren Einfluss versprach man sich eine verbesserte langfristige Wertsteigerung,<sup>566</sup> eine bessere Kontrolle des Managements und die Möglichkeit, dieses anreizkompatibler zu vergüten.

Dieser optimistischen Sichtweise entsprechend stärkte das KonTraG den Einfluss der Kapitalmärkte auf börsennotierte AGs wesentlich und in dreifacher Hinsicht:

Erstens wurden Höchst- und Mehrstimmrechte für börsennotierte Gesellschaften abgeschafft.<sup>567</sup> Mehrstimmrechte, in der Weimarer Zeit noch zur Abwehr (unter anderem) spekulativer Aktionäre begrüßt,<sup>568</sup> sah der Gesetzgeber nun in Widerspruch zu den Erwar-

<sup>559</sup> Zu diesen einschließlich der wirtschaftlichen „Vereinigungskrise“ eingehend *Herbert*, *Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert*, 2014, S. 1127–1136, 1143–1158.

<sup>560</sup> Dazu *ders.*, *Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert*, 2014, S. 1208–1209.

<sup>561</sup> *Herzog*, *Aufbruch ins 21. Jahrhundert*, 26.04.1997 <[http://www.bundespraesident.de/SharedDocs/Reden/DE/Roman-Herzog/Reden/1997/04/19970426\\_Rede.html](http://www.bundespraesident.de/SharedDocs/Reden/DE/Roman-Herzog/Reden/1997/04/19970426_Rede.html)> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>562</sup> *Herbert*, *Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert*, 2014, S. 1209.

<sup>563</sup> Nach *ders.*, *Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert*, 2014, S. 1209–1211 galt dies in Deutschland sogar für traditionell eher linksorientierte Publikationen wie den „Spiegel“ sowie ebenso für viele ostmitteleuropäische Staaten.

<sup>564</sup> Dazu *ders.*, *Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert*, 2014, S. 1214–1215.

<sup>565</sup> Gesetzesentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), BT-Drucks. 13/9712 vom 28.01.1998, 11.

<sup>566</sup> Eine an die Internationalisierung der Kapitalmärkte angepasste Strategie der Unternehmen bedinge eine stärkere Orientierung an der langfristigen Wertsteigerung für die Anteilseigner und erfordere eine intensivere Kommunikation der Verwaltung mit den Marktteilnehmern über Unternehmenspolitik und -entwicklung, Transparenz und Publizität, Begründung KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 11.

<sup>567</sup> Zu der Frage, inwieweit hiermit eine Annäherung an das angloamerikanische Recht beabsichtigt war bzw. auch in der Sache erfolgte, *von Hein*, *Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland*, 2008, S. 240–242.

<sup>568</sup> Dieser Aspekt findet sich bemerkenswerterweise in der Stellungnahme des Bundesrates zum Regierungsentwurf, wo es heißt: „Die Gefahr äußerer Überfremdung, früher stets zur Rechtfertigung der

tungen des Kapitalmarktes und als Schwächung der Eigentümerkontrolle.<sup>569</sup> Auch Höchststimmrechte wertet die Begründung als Beeinträchtigung des Kapitalmarktes, weil sie Übernahmen behinderten und die Kontrolle der Verwaltung durch Großaktionäre dämpften.<sup>570</sup>

Zweitens erleichterte der Gesetzgeber, unter Verweis darauf, dass auf einem funktionierenden Kapitalmarkt dieser Markt die richtige Unternehmensbewertung liefere,<sup>571</sup> einen Rükckerwerb eigener Aktien als probates Mittel zur Steigerung der Eigenkapitalrendite.<sup>572</sup>

Drittens förderte das KonTraG die in den USA prominente aktienbasierte Vergütung des Vorstands.<sup>573</sup> Die Regierungsbegründung stellte dazu fest, dass die Steuerungswirkung am Umsatz orientierter Vergütungen bedenklich und bilanzorientierte Modelle nicht optimal seien, während bei börsennotierten Gesellschaften eine Anknüpfung an die Kursentwicklung an Bedeutung gewinne. Hierfür, so die Begründung, sprächen mehrere Gründe:<sup>574</sup> „Bei einem funktionierenden Kapitalmarkt spiegelt der Kurs die Summe der Einschätzungen des Marktes über den Wert und die Zukunftschancen des Unternehmens wider. Das Management wird zu einer an der langfristigen Wertsteigerung orientierten Unternehmensstrategie motiviert.“<sup>575</sup> Der Gesetzgeber erkannte zwar, dass derart positive Folgen nur bei sachgerechter Ausgestaltung denkbar sind, und empfahl hierzu mehrjährige Ausübungsfristen sowie eine Indexanbindung. Er vertraute insoweit aber auf die Marktteilnehmer,<sup>576</sup> denen die Gesetzesbegründung rational-engagiertes Stimmverhalten zuschrieb.<sup>577</sup> Der Gesetzgeber erkannte an, dass die Zulassung von Aktienoptionen für Führungskräfte im engen Zusammenhang mit der Funktionsfähigkeit der Eigentümerkontrolle, vermittelt über die Hauptversammlung und die Kapitalmärkte, steht. Er ging aber davon aus, dies werde (schon) durch Transparenz über das bedingte

---

Mehrstimmrechte herangezogen, mag derzeit nicht konkret gegeben sein. Sie kann sich aber jederzeit aktualisieren.“, BT-Drucks. 13/9712, Anlage 2, S. 33.

<sup>569</sup> Begründung KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 12.

<sup>570</sup> Begründung KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 20.

<sup>571</sup> Begründung KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 13.

<sup>572</sup> Begründung KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 13.

<sup>573</sup> Die hierzu vom KonTraG erleichterte Ausgabe von Aktienoptionen wurde maßgeblich durch das US-amerikanische Vorbild angeregt, zu dem aber auch relevante Unterschiede bestanden, dazu *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 232–234 m. w. N. Vor dem KonTraG war eine Vergütung des Vorstands mit Aktienoptionen nur über den „Umweg“ einer Optionsanleihe oder Wandelschuldverschreibung nach § 221 AktG, verbunden mit einem Bezugsrechtsausschluss (§§ 221 IV, 186 III, AktG) und einem bedingten Kapital (§ 192 II Nr. 1 AktG), denkbar. Dies wurde auch von mehreren Aktiengesellschaften praktiziert (zu zwei konkreten Beispielen *Menichetti*, DB 1996, 1688 ff., unter IV.). Die rechtlichen Einzelheiten waren aber unklar und umstritten, eingehend *Lutter*, ZIP 1997, 1, 1–7; *Schneider*, ZIP 1996, 1769, 1769–1773; knapper *Schwarz/Michel*, BB 1998, 489, 489–491.

<sup>574</sup> Mit diesen Ausführungen behauptete die Regierungsbegründung genau genommen – vielleicht bewusst – nicht, dass aktienbasierte Vergütungen besser als die kritisierten Alternativen oder eine Festvergütung seien oder dass die genannten Gründe für das Vordringen aktienbasierter Vergütung zutreffen. Aber die vorgeschlagene Rechtsänderung lässt sich nur mit einem solchen Befund erklären bzw. damit, dass der Gesetzgeber insoweit dem Urteil der herrschenden Praxis vertraute.

<sup>575</sup> Begründung KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 23.

<sup>576</sup> Begründung KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 23–24.

<sup>577</sup> Begründung KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 24: „Die Anteilseigner werden Aktienoptionsprogramme nur bewilligen, wenn sie erwarten können, daß die erzielte Unternehmenswertsteigerung den negativen Kapitalverwässerungseffekt übersteigt.“

Kapital für die aktienbasierte Vergütung erreicht<sup>578</sup> – eine Hoffnung, die sich im Nachhinein als verfehlt erwiesen hat.<sup>579</sup> Sie entsprach dem Leitgedanken des Entwurfs, der Selbstorganisation des Unternehmens und der Kontrolle durch bestehende Überwachungsebenen den Vorzug vor zwingenden Vorgaben zu geben.<sup>580</sup>

## 2. Hinwendung zum Shareholder-Value-Konzept?

Die Maßnahmen des KonTraG wurden bereits im Vorfeld ebenso wie danach als Maßnahme zur Förderung des Shareholder-Value-Gedankens interpretiert. Dies betraf (und betrifft) insbesondere die erleichterte Vergütung mit Aktienoptionen<sup>581</sup> sowie den Erwerb eigener Aktien zum Zwecke der Kurssteigerung.<sup>582</sup> Dabei sah man auch Risiken: Im Vordergrund standen eine Selbstbedienung des Vorstands und Windfall Profits,<sup>583</sup> teils wurden aber auch kurzfristige Maßnahmen zur Steigerung des Aktienkurses befürchtet.<sup>584</sup> Die letztgenannte Kritik am KonTraG sollte später durch die Finanzkrise neue Nahrung erhalten.<sup>585</sup>

<sup>578</sup> Begründung KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 24.

<sup>579</sup> Geradezu prophetisch zu der weiteren Entwicklung und Debatte in Deutschland bereits *Cheffins*, 49 Am. J. Comp. L. 497, 521 ff. (2001); rückblickend *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 234; pointiert *Hoffmann-Becking*, ZHR 169 (2005), 155, 178.

<sup>580</sup> Begründung KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 11, zudem die Gegenäußerung der Bundesregierung, BT-Drucks. 13/9712, Anlage 3, S. 36.

<sup>581</sup> *Fuchs*, DB 1997, 661 ff., unter II.1.; *Henle*, in: Kübler/Scherer/Treec (Hrsg.), The International Lawyer, 1999, S. 161, 162, 163–165; *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 158–159; *Groh*, DB 2000, 2153, 2157; *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 434; *Fleischer*, ZIP 2006, 451, 454; *Oechsler*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 150, 195 Rn. 55; *Timm*, ZIP 2010, 2125, 2126; in der Sache auch *Schwarz/Michel*, BB 1998, 489, 490; siehe auch bereits *Peltzer*, AG 1996, 307, 310, 312, zum Shareholder-Value als immer mehr in den Vordergrund tretendes Unternehmensziel im Kontext von Aktienoptionen sowie zur Rechtfertigung von Aktienoptionen durch den Shareholder-Value seitens der Deutschen Bank und der Daimler-Benz AG.

<sup>582</sup> *Martens*, AG 1996, 337, 338; *Henle*, in: Kübler/Scherer/Treec (Hrsg.), The International Lawyer, 1999, S. 161, 162–163; *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 159; *Groh*, DB 2000, 2153, 2157; *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 434; *Fleischer*, ZIP 2006, 451, 454; allg. zurückhaltender *Claussen*, DB 1998, 277, unter II.: „Das KonTraG will dem Aktienrecht keine neuen Konstrukte zuweisen; es will auch keinen Wandel in der Finanzierung herbeiführen, aber dem Eigenkapital im Aktienrecht einen höheren, internationalen Dimensionen entsprechenden Stellenwert zuweisen.“

In beiden Maßnahmen lag im Übrigen eine Annäherung an das US-amerikanische Modell, dazu näher *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 233–237.

<sup>583</sup> *Zimmer*, NJW 1998, 3521, 3529; *Fuchs*, DB 1997, 661 ff., unter II.1.; *Schneider*, ZIP 1996, 1769, 1771; *Peltzer*, AG 1996, 307, 313, der zudem darauf hinweist, dass ein Aktienbesitz aufgrund von Optionen, der einen sehr erheblichen Teil des Vermögens des Managers ausmacht, zu einem übervorsichtigen Verhalten führen kann.

<sup>584</sup> Dazu etwa *Menichetti*, DB 1996, 1688 ff., unter II.; ferner *Schneider*, ZIP 1996, 1769, 1771, der hervorhebt, dass der Börsenkurs nicht nur durch unternehmensbezogene Kriterien bestimmt wird, weshalb an kurzfristige Kurssteigerungen geknüpfte Vergütungsmodelle verzerrend wirken könnten und eine Anknüpfung an langfristige Kurssteigerungen, zumindest aber Haltefristen zu empfehlen seien. *Schneider* thematisiert insoweit allerdings nicht ausdrücklich die Möglichkeit, dass der Vorstand die kurzfristige Aktienkursentwicklung in nicht nachhaltiger Weise beeinflusst. Diesen Umstand erwähnt er (ebd.) ausdrücklich (nur) in Bezug auf Umsatztantiemen, bei denen die Gefahr bestehe, dass der Vorstand die Umsätze auf Kosten der Erträge erhöhe.

<sup>585</sup> Sehr entschieden *Timm*, ZIP 2010, 2125, 2126, der das KonTraG für eine deutliche Verschiebung von Festgehältern zu variablen Vergütungsbestandteilen verantwortlich macht. Damit sei eine kurzfristige Marktwertmaximierung einhergegangen. Vorstände, die am Unternehmensgewinn beteiligt werden, bevorzugten Investitionen mit kurzfristigen Erfolgen, selbst wenn diese sich später als ruinös herausstellen könnten.

Die Regierungsbegründung zum KonTraG erwähnte den Gedanken des Shareholder-Value nicht ausdrücklich, wohl aber eine begleitende Veröffentlichung maßgeblich beteiligter Ministerialbeamter.<sup>586</sup> Auch eine zeitweise im Internet abrufbare englische Fassung der Gesetzesbegründung soll den Begriff verwendet haben.<sup>587</sup>

In der entsprechenden Passage wird man zwar – abgesehen von der Frage, inwieweit derartige Materialien überhaupt auslegungsrelevant sind – richtigerweise kein Bekenntnis zum Shareholder-Value-Konzept sehen können.<sup>588</sup> Dessen ungeachtet zeigte die Regierungsbegründung eine deutliche Hinwendung zu diesem Gedanken,<sup>589</sup> die man durchaus als – wenn auch partiellen und im Rückblick eher temporären<sup>590</sup> – „Sinneswandel“<sup>591</sup> bezeichnen kann. Zahlreiche Stimmen aus der Literatur haben das KonTraG weitergehend als klare Entscheidung für das Shareholder-Value-Konzept gedeutet.<sup>592</sup> Treffender erscheint indes die auch von *Seibert* vertretene Charakterisierung, dass das KonTraG insgesamt unter der Wirkung der Shareholder-Value-Doktrin stand, aber nicht auf eine

<sup>586</sup> *Ernst/Seibert/Stuckert*, in: dies. (Hrsg.), *KonTraG, KapAEG, StückAG, EuroEG*, 1998, S. 1, 2; dazu *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 434 („sozusagen authentische Interpretation“).

<sup>587</sup> Siehe *Berrar*, Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich, 2001, S. 54, der aus einer englischen Zusammenfassung der wichtigsten Grundprinzipien des KonTraG, die auf der Internetseite des BMJ abrufbar sei [bei Abfassung der vorliegenden Arbeit nicht mehr aufzufinden], folgenden Satz zitiert: „the law should actively keep pace with public companies as they gear up to the requirements and expectations of international financial markets. This also means that corporate strategy needs to be more strongly oriented towards shareholder value.“

<sup>588</sup> Anders *ders.*, Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich, 2001, S. 54, der das in Fn. 587 wiedergegebene Zitat für „ein fast sensationelles Bekenntnis des deutschen Gesetzgebers zum Shareholder Value-Ansatz“ erachtet. Diese Bewertung erscheint indes zu weitgehend, schon weil die zitierte Aussage dem Wortlaut nach lediglich eine stärker als bisher vorhandene Orientierung am Shareholder-Value für nötig erachtet, keine absolute oder generelle. Das Zitat lässt sich daher ohne Weiteres auch so verstehen, dass die Aktionäre im Rahmen eines Ausgleichs der Interessen verschiedener Anspruchsgruppen (Stakeholder) (etwas) mehr beachtet werden sollten, ohne dadurch ins Zentrum zu rücken. Dafür spricht weiterhin, dass „shareholder value“ in *Berrar*s Zitat als Übersetzung einer Passage der Gesetzesbegründung gedacht sein dürfte, die nicht auf eine Unternehmenszielbestimmung zielt (Begründung KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 11: „Infolgedessen richtet sich die Unternehmensstrategie deutscher Unternehmen zunehmend auf den Anleger aus. Dies bedingt eine stärkere Orientierung an einer langfristigen Wertsteigerung für die Anteilseigner.“).

<sup>589</sup> *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 158: „[...] unverkennbar, daß der Shareholder-Value-Gedanke jedenfalls durch das KonTraG des Jahres 1998 Einzug in das Aktienrecht gehalten hat“; *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 435 oben.

<sup>590</sup> Der vom Gesetzgeber mit § 161 AktG propagierte Deutsche Corporate Governance Kodex bekennt sich in Abs. 2 der Präambel in der Fassung vom 18.06.2009 im Einklang mit der wohl herrschenden Ansicht zu einem interessenpluralen Konzept, dem Stakeholder-Value-Modell, dazu siehe nur *Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder<sup>5</sup>/Werder*, Präambel DCGK 91; *Wilsing/von der Linden*, Präambel DCGK Rn. 27; kritisch *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 261–262.

<sup>591</sup> So *Berrar*, Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich, 2001, S. 53.

<sup>592</sup> So *Henle*, in: *Kübler/Scherer/Treeck* (Hrsg.), *The International Lawyer*, 1999, S. 161, 162; weitgehend auch *Groh*, DB 2000, 2153, 2157 („in der Gesetzesbegründung werden hierzu die Argumente des Shareholder-Modells übernommen“; „In der Gesetzesbegründung werden ganz unbefangene die Vorstellungen des Shareholder Value-Konzepts aufgegriffen“); *Knudsen*, Eur. Law J. 11 (2005), 507, 510 („[...] Germany was in the middle of a series of corporate governance reforms [gemeint: KonTraG, Steuerrechtsänderung zur Auflösung der Deutschland AG] that [...] brought substantial legitimacy to the notion of shareholder value.“); *Mülbert*, FS Röhrich, 2005, S. 421, 438–439: Mit Inkrafttreten des KonTraG sei die Marktwertmaximierung als gleichberechtigter Bestandteil des Formalziels neben die verbandsrechtlich ausgerichtete Gewinnerzielung getreten, sodass sich der Vorstand am Shareholder-Value-Gedanken ausrichten dürfte, ohne hierzu verpflichtet zu sein; ebenso *Fleischer*, ZIP 2006, 451, 454: „tiefgreifende Umprägung des aktienrechtlichen Zielsystems“.

Wertsteigerung zugunsten der Aktionäre als Selbstzweck zielte. Vielmehr versuchte der Gesetzgeber, Unternehmenspolitik und Organhandeln auf „Wertsteigerung“ auszurichten, um die Unternehmen „zum Wohl des Ganzen“ ertragsstärker und wettbewerbsfähiger zu machen. Damit ist eine (eher) stakeholder- oder (eher) anlegerbezogene Betrachtung ebenso vereinbar wie eine neutrale Auffassung, je nachdem, wie man das „Wohl des Ganzen“ bestimmt.<sup>593</sup> Hieraus folgt zugleich, dass das KonTraG nicht als vollumfängliche Rezeption des Shareholder-Value im amerikanischen Sinne verstanden werden kann.<sup>594</sup>

Eine ähnliche, wenn auch weniger wichtige Diskussion lässt sich um den Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) führen. So hat man mitunter der im Mai 2000 eingesetzten Regierungskommission Corporate Governance (sog. Baums-Kommission), der ab September 2001 nachfolgenden Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)<sup>595</sup> sowie Ziffer 4.1.1 der resultierenden ersten Fassung des DCGK vom 26.02.2002 angelastet, erstmals den Shareholder-Value-Gedanken breiter in das deutsche Gesellschaftsrecht hineingetragen zu haben, im Sinne einer verfehlten kurzfristigen Renditeorientierung.<sup>596</sup> Diese Sicht ist freilich umstritten. Vonseiten der Verfasser des Kodex wird bereits für die erste Fassung von Beginn an ein interessenpluralistisches Verständnis der gemeinten Ausrichtung herausgestrichen.<sup>597</sup> Stimmen aus der Literatur haben das akzeptiert.<sup>598</sup> Nach Änderungen verschiedener Passagen ab Mitte 2009 ist diese Interpretation zweifelsfrei und unstrittig.<sup>599</sup>

<sup>593</sup> *Seibert*, AG 2002, 417, 419 („zum Wohle aller Stakeholder“); neutral *Ulmer*, AcP 202 (2002), 143, 158–159, der „jedenfalls durch das KonTraG“ den Einzug des Shareholder-Value-Gedankens in das Aktienrecht feststellt, aber argumentiert, dass die entsprechenden Neuregelungen nicht ausreichen, um darauf eine Verpflichtung des Vorstands zu gründen, sein Handeln am Shareholder-Value-Konzept auszurichten. Zugleich spricht sich *Ulmer* auch gegen die Verbindlichkeit der Interessen der übrigen Stakeholder im Rahmen des Leitungsauftrags des Vorstands aus (S. 158). Vielmehr bejaht er die grundsätzliche Offenheit der maßgebenden aktienrechtlichen Vorschriften für unterschiedliche Zielsetzungen zwischen Shareholder- und Stakeholder-Value, mit Raum für konkretisierende Satzungsregelungen, mit Einschränkungen für mitbestimmte Unternehmen (a. a. O., S. 159–160); *Bonin*, Die Leitung der Aktiengesellschaft zwischen Shareholder Value und Stakeholder-Interessen, 2004, S. 131, 149 betont für das KonTraG das Zielkriterium einer Steigerung des Eigenkapitalwertes sowie eine Hinwendung zum Anlegerschutz, ohne dies mit dem Shareholder-Value-Konzept gleichzusetzen.

<sup>594</sup> Vorsichtig *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 230 („zweifelhaft, ob das KonTraG tatsächlich als eine vollumfängliche Rezeption [...] verstanden werden kann“), mit dem berechtigten Verweis darauf, dass § 76 AktG 1965 durch das KonTraG nicht reformiert wurde und in seiner Offenheit nach wie vor einen weiten Interpretationsspielraum lässt.

<sup>595</sup> Zu Geschichte, Wirken und Besetzung dieser Kommissionen siehe *Wilsing/von der Linden*, Präambel DCGK Rn. 6–7; *Kremer/Bachmann/Lutter/v. Werder<sup>6</sup>/Werder*, Vorbemerkung Rn. 6–27.

<sup>596</sup> So *Timm*, ZIP 2010, 2125, 2126.

<sup>597</sup> Jüngst noch zur Ursprungsfassung *Kremer/Bachmann/Lutter/v. Werder<sup>6</sup>/Werder*, Ziffer 4 DCGK Rn. 801; bereits für die Fassung von November 2002 *Ringleb/Kremer/Lutter/Werder*, in: Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, 2003, 237–241.

<sup>598</sup> So etwa *Kuhner*, ZGR 2004, 244, 245, 251–252, der a. a. O., S. 271 Fn. 91 aber auch auf einen inkonsequent erscheinenden Standpunkt im Kodex-Kommentar hinweist.

<sup>599</sup> Näher *Kremer/Bachmann/Lutter/v. Werder<sup>6</sup>/Werder*, Ziffer 4 DCGK Rn. 801–806; *Kremer/Bachmann/Lutter/v. Werder<sup>6</sup>/Werder*, Präambel DCGK Rn. 111; *Wilsing/von der Linden*, Präambel DCGK Rn. 26; *Wilsing/Goslar*, Ziffer 4.1.1 DCGK Rn. 13, 20; insoweit auch *Timm*, ZIP 2010, 2125, 2126.

### 3. Vierfache Stärkung kontroverser Treiber kurzfristigen Denkens

Rückblickend hat das KonTraG mit den skizzierten Änderungen im deutschen Aktienrecht Konzepte und Gestaltungen gefördert, die in der Diskussion um kurzfristiges Denken in börsennotierten Kapitalgesellschaften einen prominenten Platz einnehmen.

Dies gilt erstens mit Blick auf die Anfälligkeit für Übernahmen: Der Gesetzgeber schaffte Mehr- und Höchststimmrechte ab, weil er die Kontrolle der Verwaltung durch die Eigentümer stärken und vermeiden wollte, dass eine Behinderung von Übernahmen den Kapitalmarkt beeinträchtigt. In der ökonomischen Theorie bilden Übernahmen indes, wie noch zu zeigen sein wird, einen wesentlichen denkbaren Treiber kurzfristiger Strategien: Soweit sich diese nämlich besser und leichter bewerten lassen als langfristige Investitionen, droht bei Letzteren in stärkerem Maße eine Unterbewertung am Kapitalmarkt und damit eine feindliche Übernahme zulasten des gegenwärtigen Managements sowie der Aktionäre.<sup>600</sup>

Zweitens wird gegenwärtig in den USA die verbreitete Praxis, eigene Aktien in beachtlichem Ausmaß zurückzuerwerben, vielfach (unter anderem) als kurzfristig kritisiert, weil sie den Gesellschaften dauerhaft gebundenes, risikotragfähiges („geduldiges“) Kapital für langfristige Investitionen entziehe.<sup>601</sup>

Drittens ist im Zuge von Unternehmensskandalen und insbesondere der Finanzkrise die Vergütung mit Aktienoptionen als Treiber kurzfristigen Managements in den Blickpunkt gerückt.<sup>602</sup> Der deutsche Gesetzgeber hat sich daher mittlerweile auch von seiner optimistischen Einschätzung im KonTraG verabschiedet, das Management werde mit aktienkursbasierter Vergütung zu einer Unternehmensstrategie motiviert, die sich an langfristiger Wertsteigerung orientiert. Im Gegenteil ordnete die Begründung zum Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) den Börsenkurs sogar ausdrücklich als kurzfristigen Parameter ein, der dazu führen könne, dass das nachhaltige Wachstum des Unternehmens aus dem Blick gerate und unverantwortliche Risiken eingegangen werden.<sup>603</sup>

Viertens werfen seit Langem viele Stimmen dem Shareholder-Value-Gedanken vor, zu einer schädlichen kurzfristigen Orientierung beizutragen, sowohl in der angloamerikanischen Diskussion<sup>604</sup> als auch in der deutschen Rechtswissenschaft, und zwar schon im

<sup>600</sup> Näher zu diesem Modell unten 3. Teil, § 2 IV., S. 398 ff., insb. 3. Teil, § 2 IV.1.a), S. 398 ff. und 3. Teil, § 2 IV.2., S. 412 ff.

<sup>601</sup> So etwa der CEO von BlackRock, *Fink*, in: Barton/Wiseman/Kuntz (Hrsg.), *Perspectives on the Long Term*, 2015, S. 8, 9; *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 268, 307–309, 350–351 (2012); *Lazonick*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 46 ff.; *Rappaport*, 61 *Financial Analysts J.* 65, 70 (2005); *Hartung*, *Buybacks – What Long-Term Investors Should Really Fear as Stocks Tumble Today*, 2014 <<https://www.forbes.com/sites/adamhartung/2014/10/15/buybacks-what-long-term-investors-should-really-fear-as-stocks-tumble-today/?sh=7822b3724549>> (geprüft am 13.11.2020); *The repurchase revolution*, *The Economist* vom 13.09.2014; aus der deutschen Wirtschaftspresse *Lazonick/Kort*, *Handelsblatt* vom 10./11./12.11.2017, 54 f.

<sup>602</sup> Vgl. hierzu etwa die deutsche Debatte (4. Teil, § 7 III., S. 948 ff.) sowie die Debatte vor dem US-Kongress (4. Teil, § 3 I.1.a) und b), S. 741 ff., 744 f.

<sup>603</sup> Gesetzesentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und SPD, Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), BT-Drucks. 16/12278 vom 17.03.2009, S. 1, 5.

<sup>604</sup> Dazu bereits 2. Teil, § 1 I.4.c)aa), S. 152 ff. (USA), 2. Teil, § 1 II.3.b)cc(1), S. 210 ff. und 2. Teil, § 1 II.3.b)cc(2)(d), S. 223 f. (Vereinigtes Königreich).

Vorfeld des KonTraG.<sup>605</sup> Nach der Finanzkrise hat diese Kritik wieder besonders Konjunktur, in Deutschland<sup>606</sup> ebenso wie auf europäischer<sup>607</sup> und internationaler Ebene.<sup>608</sup>

## V. Mitte der 2000er Jahre: Heuschreckendebatte

### 1. Heuschreckenmetapher in der Politik: Ursprung und Erfolgsgeschichte

Während „Capitalisme contre Capitalisme“ in der Debatte um kurzfristige Orientierung der Wirtschaft mittlerweile eher subtil (nach-)wirkt und das KonTraG allein Fachkreise interessiert, hat die Metapher von in angloamerikanischer Manier agierenden Hedgefonds und Private-Equity-Investoren als „Heuschrecken“ eine prominent-schillernde Stellung in Wissenschaft und (gesellschafts-)politischem Diskurs erobert und bis heute behauptet.<sup>609</sup> Mit dem Vergleich verknüpft ist die sog. „Heuschreckendebatte“, deren Auslöser in erster Linie politischer Natur war:

Die damalige rot-grüne Bundesregierung war politisch angeschlagen und drohte in der am 22. Mai 2005 anstehenden NRW-Wahl eines ihrer Stammländer einzubüßen.<sup>610</sup> Obendrein ließ eine verlorene Landtagswahl starken innerparteilichen Druck von links auf die Schröder-Regierung erwarten.<sup>611</sup> Vor diesem Hintergrund erkor der SPD-Bundvorsitzende *Franz Müntefering* eine erneuerte Kapitalismuskritik als Leitmotiv, um die SPD programmatisch neu zu orientieren.<sup>612</sup> Die bereits aus der Bibel bekannte Heuschreckenmetapher<sup>613</sup> adaptierte er soweit ersichtlich erstmals am 22. November 2004 in einem Vortrag zur SPD-Programmdebatte in der Friedrich-Ebert-Stiftung Berlin.<sup>614</sup> *Müntefering* stellte dort langfristig denkenden und sozial engagierten Unternehmern („Unternehmern, die die Zukunftsfähigkeit ihrer Unternehmen und die Interessen ihrer Arbeitnehmer im Blick haben“) „verantwortungslose Heuschreckenschwärme“ gegenüber, „die im Vierteljahrestakt Erfolg messen, Substanz absaugen und Unternehmen kaputtgehen lassen, wenn sie sie abgefressen haben“. Die Heuschreckenmetapher nahm in

<sup>605</sup> Insbesondere *Mülbert*, ZGR 1997, 129, 139–140.

<sup>606</sup> *Bachmann*, AG 2011, 181, 186.

<sup>607</sup> *Europäische Kommission*, Staff Working Document Long-Term Financing, 25.03.2013, S. 14.

<sup>608</sup> *Reviglio/Bassanini*, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), 31, 54.

<sup>609</sup> Siehe *Dornseifer*, in: *Leible/Lehmann* (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?*, 2009, S. 77, 76: „Die Metapher der Heuschrecke ist allgegenwärtig – auch in der andauernden Weltfinanzkrise.“

<sup>610</sup> Tatsächlich führte später die Niederlage der SPD in diesen Landtagswahlen zu vorgezogenen Bundestagswahlen, *Bayaz*, ‚Heuschrecken‘ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung, 2014, S. 23.

<sup>611</sup> *Münnich*, in: *Geis/Nullmeier/Daase* (Hrsg.), *Der Aufstieg der Legitimitätspolitik*, 2012, S. 283, 288.

<sup>612</sup> *Ders.*, in: *Geis/Nullmeier/Daase* (Hrsg.), *Der Aufstieg der Legitimitätspolitik*, 2012, S. 283, 288.

<sup>613</sup> Im Alten Testament sind Heuschrecken eine der sieben Plagen, im Neuen Testament werden sie als Zeichen der Apokalypse beschrieben, näher *Bayaz*, ‚Heuschrecken‘ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung, 2014, S. 21.

<sup>614</sup> *Müntefering*, in: SPD-Parteivorstand (Hrsg.), *Tradition und Fortschritt*, Januar 2005, S. 10, 17–18: „Mit politischer Macht verantwortlich umgehen heißt, Fortschritt zu suchen. [...] Die Bereitschaft, aus dem eigenen, sicheren, bekannten Raum herauszugehen auf fremdes Terrain und Schritte nach vorn zu wagen. Z. B., wenn es um die Lösung der Energieprobleme der Menschheit geht [...]. Z. B. aber auch, wenn es darum geht, in der globalisierten Wirtschaft die Rechte derer zu schützen, die hilflos sind, wenn anonyme Aktionäre ihnen die Arbeitsplätze zerstören. Wir müssen denjenigen Unternehmern, die die Zukunftsfähigkeit ihrer Unternehmen und die Interessen ihrer Arbeitnehmer im Blick haben, helfen gegen die verantwortungslosen Heuschreckenschwärme, die im Vierteljahrestakt Erfolg messen, Substanz absaugen und Unternehmen kaputtgehen lassen, wenn sie sie abgefressen haben. Kapitalismus ist keine Sache aus dem Museum, sondern brandaktuell.“

der Druckfassung des Vortrags nicht einmal eine Viertelseite von insgesamt 17,5 Seiten<sup>615</sup> ein, war allerdings prominent am Schluss platziert. Ihre Einprägsamkeit und Assoziationskraft<sup>616</sup> erkannte nicht nur die SPD schnell: *Münteferings* Rede wurde in der Programmdebatte wiederholt abgedruckt,<sup>617</sup> *Müntefering* verwendete den Vergleich erneut in einem viel beachteten Interview mit der Bild am Sonntag vom 17. April 2005,<sup>618</sup> über das sogar der Economist berichtete,<sup>619</sup> und auch die Gewerkschaftsseite griff das Bild auf.<sup>620</sup> Der Stern konkretisierte die Vorwürfe, indem er unter Berufung auf ein internes SPD-Papier als Heuschrecken mehrere ausländische Beteiligungsgesellschaften, einige samt ihrer Deutschland-Chefs, nannte,<sup>621</sup> die zuvor durch Übernahmen teils traditionsreicher deutscher Unternehmen hervorgetreten waren.<sup>622</sup> In der so ausgelösten Kontroverse stritten Vertreter von SPD, Gewerkschaften, des CDU-Arbeitnehmerflügels, aber auch einiger Unternehmen, gegen Wertpapierhändler,<sup>623</sup> Bankenvertreter sowie konservativ-liberale Politiker.<sup>624</sup>

Thematisch weitete sich die Auseinandersetzung bald aus: Während *Müntefering* den Heuschreckenvergleich zunächst auf Private-Equity-Firmen begrenzt<sup>625</sup> und dann auf Hedgefonds und andere Spekulanten ausgedehnt hatte,<sup>626</sup> sahen sich später ganze Bereiche der Finanzwirtschaft und schließlich das kapitalistische System an sich mit dem Heuschreckenvorwurf konfrontiert.<sup>627</sup> Vor diesem Hintergrund kennzeichnete man mitunter die Diskussionstränge über eine Auseinandersetzung mit Finanzinvestoren hinaus-

<sup>615</sup> Bezogen auf den Abdruck der Rede im SPD-Programmheft I.

<sup>616</sup> Eine instruktive Erklärung hierfür mit einem vorangestellten, einordnenden Abriss der Rolle von Tiermetaphern in der Antike, der Bibel, der Musik, der modernen Sprache sowie in der Geschichte der Wirtschaftswissenschaft bietet *Bayaz*, ‚Heuschrecken‘ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung, 2014, S. 17–22.

<sup>617</sup> *Wikipedia*, *Die freie Enzyklopädie* (Hrsg.), Heuschreckendebatte, 25.01.2020 <<https://de.wikipedia.org/w/index.php?title=Heuschreckendebatte&oldid=196178655>> (geprüft am 13.11.2020).

<sup>618</sup> *Hess*, *Private Equity*, 2007, S. 23 bezeichnet erst dieses Interview als Auslöser der Heuschreckendebatte; auch bei *Münnich*, in: Geis/Nullmeier/Daase (Hrsg.), *Der Aufstieg der Legitimitätspolitik*, 2012, S. 283, 288 ist es die erste erwähnte Station der Debatte. Diese Einordnung ist insofern plausibel, als das Interview in der Bild-Zeitung deutlich stärker beachtet worden sein wird als die an SPD-Mitglieder gerichteten Publikationen.

<sup>619</sup> O. A., *The Economist* vom 05.05.2005.

<sup>620</sup> Näher *Münnich*, in: Geis/Nullmeier/Daase (Hrsg.), *Der Aufstieg der Legitimitätspolitik*, 2012, S. 283, 288–289; ergänzend *Wikipedia*, *Die freie Enzyklopädie* (Hrsg.), Heuschreckendebatte, 25.01.2020 <<https://de.wikipedia.org/w/index.php?title=Heuschreckendebatte&oldid=196178655>> (geprüft am 13.11.2020) zu einer Stechmückenkarikatur der IG-Metall.

<sup>621</sup> *Nk*, *Stern* 28.04.2005: unter anderem die Beteiligungsgesellschaft KKR, weiterhin WCM, Apax, BC Partners, Blackstone, Permira und Saban Capital. Sehr kritisch zu dem zugrunde liegenden SPD-Papier *Schäfer*, *Die Wahrheit über die Heuschrecken*, 2006, S. 13–14.

<sup>622</sup> Näher *Hess*, *Private Equity*, 2007, S. 23; *nk*, *Stern* 28.04.2005.

<sup>623</sup> Die Kursmakler und Wertpapierhändler kürten das Wort „Heuschrecke“ zum Börsenunwort des Jahres 2005, siehe *dpa*, *Focus* 24.01.2006.

<sup>624</sup> *Münnich*, in: Geis/Nullmeier/Daase (Hrsg.), *Der Aufstieg der Legitimitätspolitik*, 2012, S. 283, 288–291; *Bayaz*, ‚Heuschrecken‘ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung, 2014, S. 24–25.

<sup>625</sup> Nach *Bayaz*, ‚Heuschrecken‘ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung, 2014, S. 23 bezog sich Müntefering im Ausgangspunkt vor allem auf eine Private-Equity-Übernahme aus seiner Heimat, dem Sauerland, wo die Texas Pacific Group und ein Konsortium der Credit Suisse First Boston den Armaturenhersteller Grohe erworben und einen massiven Abbau von Arbeitsplätzen angekündigt hatten.

<sup>626</sup> Tatsächlich lässt sich feststellen, dass die Abgrenzung zwischen beiden bereits zur Zeit der Heuschreckendebatte zunehmend fließend verlaufen ist, siehe *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* (Sachverständigenrat), *Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen*, 2005, S. 464 Rn. 695 f.

<sup>627</sup> *Bayaz*, ‚Heuschrecken‘ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung, 2014, S. 15–16.

gehend als „Abwehrkampf der diskursiv auf Kooperation und Wachstum gegründeten Deutschland AG“ (bzw. der „Rhineland variety“) „gegen die Logik des Shareholder Value“. <sup>628</sup> Dabei trafen kapitalismuskritische Stimmen, die das angloamerikanische Wirtschaftsmodell anprangerten, auf Diskutanten, die der Gegenseite Undifferenziertheit, antiamerikanische Züge und sogar eine Nähe zu NS-Denkmustern und Propagandamethoden vorwarfen. <sup>629</sup> Auch in parlamentarische Debatten um Vorhaben mit Bezug zum Gesellschaftsrecht hielt der Heuschreckenvergleich Einzug. Insbesondere <sup>630</sup> war er eine zentrale Argumentationsfigur der damaligen Opposition aus CDU/CSU, FDP und PDS bei den Beratungen über das „Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen“ (VorstOG) im Juni 2005. CDU/FDP verwendeten ihn im Sinne des Vorwurfs undifferenzierten protektionistischen Denkens, <sup>631</sup> die PDS im Sinne leerer Rhetorik ohne ausreichend radikale Maßnahmen. <sup>632</sup> Dabei ist zu beachten, dass die CDU/CSU dem Gesetzesvorschlag der SPD/Grünen-Regierung in der Ausschussfassung zustimmte. <sup>633</sup>

Die Wogen der Debatte glätteten sich zunächst nach den Bundestagswahlen im Herbst 2005, der Popularität der wirtschaftlichen Variante der Heuschreckenmetapher tat dies aber keinen Abbruch. Mittlerweile gehört der Begriff zum Standardvokabular in Talk-

<sup>628</sup> So Münnich, in: Geis/Nullmeier/Daase (Hrsg.), *Der Aufstieg der Legitimitätspolitik*, 2012, S. 283, 291; gleichsinnig o. A., *The Economist* vom 05.05.2005, der das traditionelle deutsche Modell mit Albert als „Rhineland variety“ kennzeichnet; ferner Bayaz, *„Heuschrecken“ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung*, 2014, S. 23.

<sup>629</sup> Äußerst scharfzüngig zur Unsachlichkeit der Debatte Schäfer, *Die Wahrheit über die Heuschrecken*, 2006, S. 13–16; neutral berichtend Wikipedia, *Die freie Enzyklopädie* (Hrsg.), Heuschreckendebatte, 25.01.2020 <<https://de.wikipedia.org/w/index.php?title=Heuschreckendebatte&oldid=196178655>> (geprüft am 13.11.2020).

<sup>630</sup> Die Opposition münzte die Heuschreckenmetapher bei mehreren Gesetzesberatungen in einen Vorwurf gegen die Regierung um. Siehe beispielhaft die zweite und dritte Beratung des Entwurfs eines Gesetzes zur Beschleunigung der Umsetzung von öffentlich-privaten Partnerschaften und zur Verbesserung gesetzlicher Rahmenbedingungen für öffentlich-private Partnerschaften, *Deutscher Bundestag*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 15/184, 30.06.2005, 17342 ff., 17343, Zwischenruf Michael Fuchs' (CDU/CSU) „Heuschrecken!“, auf die Ausführung von Michael Bürsch (SPD), das Gesetz solle privates Kapital zum Abbau des öffentlichen Investitionsstaus akquirieren; ferner die Aussprache zu den Anträgen des BMF auf Entlastung der Bundesregierung für die Haushaltsjahre 2003 und 2004, *ders.*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 15/184, 30.06.2005, 17369 ff., 17373, Rede von Hans-Joachim Fuchtel (CDU/CSU): „Insgesamt sind in den letzten Jahren [...] Anteilsveräußerungen, Forderungverkäufe und Aktienplatzierungen [...] von 42,2 Mrd. Euro vorgenommen worden. Und mit wem haben Sie das Geschäft gemacht? Ganz überwiegend mit Investitionsbanken und Beteiligungsgesellschaften, die Sie ansonsten ‚Heuschrecken‘ zu nennen pflegen.“

<sup>631</sup> Siehe aus der zweiten und dritten Beratung des Entwurfs eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz – VorstOG) *Deutscher Bundestag*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 15/184, 30.06.2005, S. 17306 ff., die folgenden Reden: (1) Günter Krings (CDU), S. 17308 f.: „Während die SPD-Parteispitze gegen ‚Heuschrecken‘ wettete und der Kapitalismus als Sündenbock für die miserable Wirtschaftslage in Deutschland ausgemacht wurde, stellte die Justizministerin scheinbar ganz zufällig den heute zu beratenden Gesetzentwurf vor – ein sehr merkwürdiger Vorgang. [...] Was Ihnen bleibt, ist die nackte Heuschreckenrhetorik. [...] Gerade viele ausländische Anleger – die wir übrigens anders als Herr Müntefering nicht als Schädlinge bekämpfen wollen, sondern deren Nutzen für unsere Wirtschaft wir anerkennen – erwarten eine individualisierte Offenlegung von Vorstandsbezügen.“; (2) Sibylle Laurischk (FDP), S. 17311: „Heuschrecken- und Neiddebatte“; (3) Hartmut Schauerte (CDU), S. 17313: „Dass dieses Gesetz ausgerechnet jetzt, in einer Zeit kommt, in der Sie im Wahlkampf eine Neiddiskussion lostreten werden und in der Müntefering Kapitalismuskritik – Stichwort ‚Heuschreckendiskussion‘ – äußert, schadet dem Anliegen.“

<sup>632</sup> *Ders.*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 15/184, 30.06.2005, S. 17306 ff., Rede von Gesine Löttsch (fraktionslos, PDS), S. 17315: „Eine Vergütungsobergrenze wäre nach der massiven Heuschreckenpolemik von Herrn Müntefering, [...], ein Muss für dieses Gesetz gewesen.“

<sup>633</sup> *Ders.*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 15/184, 30.06.2005, S. 17317.

shows, Zeitungskommentaren, Politik und Wahlkampfreden, im originär-müntefering-schen Sinn ebenso wie in erweiterten oder übertragenen Zusammenhängen.<sup>634</sup> Auch programmatisch wird der Begriff nach wie vor gerne verwendet.<sup>635</sup>

Darüber hinaus wurde die Metapher mit der dazugehörigen Auseinandersetzung um Private Equity erfolgreich exportiert:<sup>636</sup> Die politische Kraft der deutschen Debatte machte derart Eindruck, dass sich die britischen Gewerkschaften ab 2005 um einen der deutschen Kampagne ähnlichen Angriff auf Private-Equity-Firmen bemühten. Die britische Diskussion intensivierte sich ab Frühjahr 2007 infolge viel beachteter Übernahmen (Alliance Boots, Sainsbury Markets),<sup>637</sup> drehte sich allerdings anders als ihr deutscher Inspirator weniger um die Konfliktlinie Finanzbranche – Industrie. Im Vordergrund standen vielmehr der faire und gleiche Wettbewerb verschiedener Finanzakteure und die Leistungsgerechtigkeit der Einkommen am Kapitalmarkt, nicht zuletzt mit Blick auf spezielle Steuervergünstigungen für Private-Equity-Gesellschaften (*taper relief*),<sup>638</sup> sowie Fragen der Systemstabilität.<sup>639</sup> Weniger erfolgreich waren Versuche in der niederländischen Politik, die Metapher für politische Zwecke aufzugreifen.<sup>640</sup>

Kurz vor Ausbruch der Finanzkrise hob die Sozialdemokratische Partei Europas (Party of European Socialists, PES) die Heuschreckendebatte auch auf die europäische Ebene: Im April 2007 veröffentlichte die damalige Sozialistische Fraktion im Europaparlament mit „Hedge Funds and Private Equity, A critical analysis“ eine eingehende, in der Wertung parteiprogrammatisch eingefärbte, aber sachlich kenntnisreiche Studie einer internationalen Expertengruppe über Geschäftsstrategien und Regulierung von Finanzinvestoren.<sup>641</sup> Ein Kernthema dieses Reports war der Bedarf langfristiger Finanzierung für die Zukunftsfähigkeit der europäischen Wirtschaft – wenige Jahre später sollte dies auch die Europäische Kommission im Rahmen ihrer Initiativen gegen *Short-termism* aufgrei-

<sup>634</sup> Näher Bayaz, ‚Heuschrecken‘ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung, 2014, S. 16, 25–26 mit einigen Beispielen.

<sup>635</sup> Siehe zuletzt etwa den Koalitionsvertrag von SPD und Grünen für die 19. Wahlperiode der Bremischen Bürgerschaft 2015–2019, wo unter der Überschrift „Soziale Stadtentwicklung“ zunächst betont wird, dass Wohnungen kein Spekulationsobjekt seien, gefolgt von der Ankündigung: „Bremen wird prüfen, eine ‚Heuschreckensteuer‘ einzuführen, um den Grunderwerb durch Immobilienheuschrecken stark zu beschneiden.“ (SPD Landesorganisation Bremen/Bündnis 90/Die Grünen Landesverband Bremen, Vereinbarung zur Zusammenarbeit in einer Regierungskoalition für die 19. Wahlperiode der Bremischen Bürgerschaft 2015 – 2019, 13.07.2015, S. 42; näher dazu, auch zur Reaktion verschiedener Interessengruppen, Hagen/Reichel, Handelsblatt vom 16.07.2015; Doll/Fischer, Weser-Kurier vom 10.07.2015).

<sup>636</sup> Zur Ausbreitung der deutschen Debatte um Private Equity auf andere europäische Länder knapp Achleitner/Herman/Nathusius u. a., in: Gurung/Lerner (Hrsg.), *Globalization of Alternative Investments*, Januar 2008, S. 87, 88.

<sup>637</sup> Näher Münnich, in: Geis/Nullmeier/Daase (Hrsg.), *Der Aufstieg der Legitimitätspolitik*, 2012, S. 283, 291.

<sup>638</sup> Ders., in: Geis/Nullmeier/Daase (Hrsg.), *Der Aufstieg der Legitimitätspolitik*, 2012, S. 283, 295–296, mit instruktiver Aufarbeitung der Argumentationsmuster in beiden Ländern a. a. O., S. 296–300.

<sup>639</sup> Dazu und zu weiteren Themen knapp Kumpan, AG 2007, 461, 461–462.

<sup>640</sup> Frentrop, *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 67 (geprüft am 11.06.2020) berichtet, dass der damalige niederländische Wirtschaftsminister der christlich-demokratischen CDA die Heuschreckenmetapher im August 2006 in einem Radiointerview verwendete und einen runden Tisch zu diesem Thema abhalten wollte. Er sei für seine Aussage allerdings von Kabinettskollegen der konservativ-liberalen VVD kritisiert worden und habe das Vorhaben des runden Tisches rasch aufgegeben.

<sup>641</sup> *Socialist Group in the European Parliament*, *Hedge funds and private equity, a critical analysis*, April 2007; für einen knappen Überblick über die wesentlichen Inhalte Thomsen, EBOR 10 (2009), 97, 101–102.

fen.<sup>642</sup> An Finanzinvestoren kritisierte der Bericht insbesondere, dass ihre Investitionsstrategien typischerweise von einem deutlich kurzfristigeren Horizont geprägt seien als für langfristige Investitionen erforderlich, mit nachteiligen Folgen für Produktivität, Investitionen in langfristiges Wachstum und Innovation.<sup>643</sup> Als Gegenmaßnahmen auf Ebene der Corporate Governance schlug die Studie unter anderem Belohnungen langfristiger Investoren durch Mehrstimmrechte, eine differenzierte Besteuerung sowie Vorgaben für die Managervergütung vor.<sup>644</sup> Während die Heuschreckenmetapher in dem eigentlichen Expertenreport nur am Rande als Teil einer Fallstudie auftauchte,<sup>645</sup> konnte die PES nicht widerstehen, sie im Dezember 2007 in einem Flyer zu „Hedge and private equity funds“ prominent in englischer Übersetzung des Müntefering-Zitats zu platzieren.<sup>646</sup> Das World Economic Forum stellte dem Anfang 2008 einen wissenschaftlich fundierten Report aus konzeptionell verbundenen Einzelbeiträgen über Private Equity gegenüber, der zahlreiche Rechtsordnungen abdeckte.<sup>647</sup> Seine Ergebnisse rückten Private Equity in ein deutlich positiveres Licht als die PES-Studie,<sup>648</sup> den Vorwurf des *Short-termism* wies er zurück.<sup>649</sup>

Im Übrigen ist die Heuschreckenmetapher nicht nur vom Economist,<sup>650</sup> der Financial Times<sup>651</sup> und dem „Dealbook“ (Logo-Schreibweise: DealB%k) der New York Times<sup>652</sup> zitiert worden, sondern sogar bis nach Hollywood vorgedrungen: 20 Jahre nach der Premiere des oscarprämierten<sup>653</sup> Filmklassikers *Wall Street* drehte *Oliver Stone* eine Fortsetzung, die 2010 unter dem Eindruck der Finanzkrise auf den Filmfestspielen von Cannes präsentiert wurde. „Und siehe da: Ein Investment-Fonds, der mit Insider-Informationen Millionen verdient und eine zentrale Rolle in der Geschichte spielt, heißt Locust Fund, benannt nach Münteferings Heuschrecken.“<sup>654</sup>

## 2. Rechtspolitischer Hintergrund

### a) Herausforderungen nach Auflösung der Deutschland AG

Die Heuschreckendebatte hatte – und hat dies stellenweise nach wie vor – ungeachtet ihrer politischen Indienstnahme einen berechtigten Corporate-Governance-Hintergrund:

<sup>642</sup> Dazu 4. Teil, § 6 VII., S. 868 ff.

<sup>643</sup> Siehe nur aus der Executive Summary *Socialist Group in the European Parliament*, Hedge funds and private equity, a critical analysis, April 2007, S. 12, 15, 17–20, 23.

<sup>644</sup> *Dass.*, Hedge funds and private equity, a critical analysis, April 2007, S. 25.

<sup>645</sup> *Dass.*, Hedge funds and private equity, a critical analysis, April 2007, S. 205.

<sup>646</sup> *Party of European Socialists*, Hedge and private equity funds, 2007.

<sup>647</sup> O. A., Globalization of Alternative Investments, Januar 2008.

<sup>648</sup> Siehe die Executive Summary von *Lerner/Gurung*, in: dies. (Hrsg.), Globalization of Alternative Investments, Januar 2008, S. vii ff.; methodische Kritik und deutlich anders akzentuierte Interpretation der Ergebnisse beim *Trade Union Advisory Committee to the OECD*, Davos 2008 report on private equity validates unions' concerns on jobs – but more work needed, 30.01.2008 <[https://members.tuac.org/e-docs/00/00/01/AF/telecharger.phtml?cle\\_doc\\_attach=350](https://members.tuac.org/e-docs/00/00/01/AF/telecharger.phtml?cle_doc_attach=350)> (geprüft am 13.11.2020).

<sup>649</sup> So *Strömberg*, in: *Gurung/Lerner* (Hrsg.), Globalization of Alternative Investments, Januar 2008, S. 3, 5.

<sup>650</sup> O. A., The Economist vom 14.06.2007.

<sup>651</sup> *Benoit*, Financial Times vom 14.02.2007.

<sup>652</sup> *DealBook*, Germany's Blackstone Deal Swats Down „Locust“ Talk, 24.04.2006 <<http://dealbook.nytimes.com/2006/04/24/germanys-blackstone-deal-swats-down-locust-talk/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>653</sup> Der Schauspieler Michael Douglas erhielt für seine Darstellung der Figur des skrupellosen Finanzinvestors und Spekulanten Gordon Gekko einen Oscar für die beste männliche Hauptrolle.

<sup>654</sup> So prägnant *Bayaz*, ‚Heuschrecken‘ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung, 2014, S. 26.

Nachdem sich die Deutschland AG<sup>655</sup> – politisch gewollt – partiell aufgelöst hatte,<sup>656</sup> sahen sich deutsche Unternehmen unvermittelt aktivistischen Investoren angloamerikanischer Prägung gegenüber, die für deutsche Verhältnisse mit relativ kurzen Zeithorizonten<sup>657</sup> agierten und bereit waren, ihre Ziele energisch vorzutragen und durchzusetzen. Im Vordergrund standen zum einen durch Private Equity finanzierte Übernahmen von bzw. Beteiligungen an Mittelständlern,<sup>658</sup> zum anderen Hedgefonds-Aktivismus bei börsennotierten Aktiengesellschaften.<sup>659</sup> Brennglasartig deutlich wurden die Möglichkeiten dieser neuen Investoren, als der Hedgefonds TCI (The Children's Investment Fund) im Verbund mit anderen Investoren das Vorhaben der Deutschen Börse AG vereitelte, die London Stock Exchange zu übernehmen.<sup>660</sup> Der damalige Vorstandsvorsitzende der Deut-

<sup>655</sup> Zur Herkunft des Begriffes instruktiv *Fiedler*, Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 46 (2005), 93.

<sup>656</sup> Dazu instruktiv *Ringe*, 63 Am. J. Comp. L. 493, 508–526 (2015); *Bessler/Drobetz/Holler*, Eur. Financial Management 21 (2015), 106, 107 f., 109 f.; zu Recht differenzierend bereits von *Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 385–395; eher einschränkend *Fiedler*, Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 46 (2005), 93, 93 ff., 103 f., der auf S. 99 ff. teils beeindruckende empirische Angaben zur Stabilität der Beziehung von Großunternehmen zu ihrer Hausbank liefert; zu den rechtlichen Gründen für diese Entwicklung zusammenfassend *Weninger*, Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts, 2009, S. 25–26 sowie *Ringe*, 63 Am. J. Comp. L. 493, 518–521 (2015).

<sup>657</sup> Hedgefonds sind davon stärker betroffen als Private-Equity-Fonds, da sie als *open-ended funds* nach einer anfänglichen Lock-up-Periode typischerweise mit relativ kurzfristigem Kapitalabzug ihrer Geldgeber rechnen müssen, wenn sie deren Renditeerwartungen nicht erfüllen. Demgegenüber haben Private-Equity-Fonds oft eine festgelegte Laufzeit, vor der das Kapital nicht in gleicher Weise abgezogen werden kann, wodurch sie längerfristige Strategien als Hedgefonds verfolgen können (zum Ganzen *Mietzner/Schweizer*, in: Cumming (Hrsg.), The Oxford Handbook of Private Equity, 2012, S. 495, 503–504; *Mietzner/Schweizer/Tyrell*, Schmalenbach Bus. Rev. 63 (2011), 151, 156–157). Private-Equity-Gesellschaften bescheinigt man daher herkömmlich einen Investitionshorizont von vier bis sieben Jahren, Hedgefonds hingegen einen kurzfristigen Anlagehorizont (*Fleischer*, ZGR 2008, 185, 186). Die Grenze zwischen beiden Gruppen verläuft allerdings zunehmend fließend, insbesondere dergestalt, dass auch Hedgefonds strategische Einflussnahmen anstreben oder umgekehrt Private-Equity-Fonds nur Minderheitsbeteiligungen erwerben, zum Ganzen *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* (Sachverständigenrat), Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, 2005, S. 464 Rn. 695 f.; *Eidenmüller*, DStR 2007, 2116.

<sup>658</sup> *Mietzner/Schweizer*, in: Cumming (Hrsg.), The Oxford Handbook of Private Equity, 2012, S. 495, 506 ermitteln eine Stichprobe von 171 deutschen börsennotierten Gesellschaften, die im Zeitraum von 1993 bis 2009 Ziel von Private-Equity-Investitionen wurden; bereinigt um sehr schwankungsarme und damit wahrscheinlich illiquide Werte verbleiben 125 Zielunternehmen; zum starken Wachstum des europäischen und deutschen Buyout-Marktes insbesondere ab 1997 *Eidenmüller*, ZHR 171 (2007), 644, 651–653.

<sup>659</sup> *Bessler/Drobetz/Holler*, Eur. Financial Management 21 (2015), 106, 108, 114–116 nennen als betroffene Gesellschaften beispielhaft die Deutsche Börse, TUI, Cewe Color, Freenet, Balda, Techem, Münchener Rück und Heidelberger Druck und ermitteln bei CDAX-Gesellschaften zwischen Januar 2000 und Dezember 2006 insgesamt 231 Vorfälle von Hedgefonds-Aktivitäten in Deutschland, davon 85 „aggressive“ und 146 nicht aggressive, bezogen auf der Verhältnis zum amtierenden Management. *Mietzner/Schweizer/Tyrell*, Schmalenbach Bus. Rev. 63 (2011), 151, 153, 158–161 untersuchen insgesamt 249 Fälle deutscher börsennotierter Gesellschaften, die zwischen 1993 und 2009 Ziel von Hedgefonds und Private-Equity-Fonds wurden, davon 171 Private-Equity- und 78 aktivistische Hedgefonds-Ereignisse. In einem vorhergehenden Schritt ermitteln die Autoren in ihrer unbereinigten Stichprobe deutlich mehr Transaktionen von Hedgefonds, nämlich insgesamt 251, schließen für ihren Vergleich aber alle nicht aktivistischen Strategien aus (z. B. Fusionsarbitrage). Von den verbleibenden 78 Hedgefonds-Ereignissen betreffen sechs Gesellschaften mit sehr schwankungsarmen Kursen, weshalb die Autoren diese in ihrer Kernuntersuchung ebenfalls außer Acht lassen. Journalistische Schilderung zahlreicher Fälle bei *Schäfer*, Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 185–193.

<sup>660</sup> Zu diesem Fall siehe die instruktive Studie von *Sudarsanam/Broadhurst*, J. Manag. Gov. 16 (2012), 235 ff. mit Einbettung in die Debatte um die Konvergenz der verschiedenen Corporate-Governance-Systeme; pointiert-journalistisch aus angloamerikanischer Perspektive o. A., The Economist vom 05.05.2005;

schen Börse AG, *Werner Seifert*, musste daraufhin seinen Posten aufgeben. Er replizierte darauf mit einem Buch über die „Invasion der Heuschrecken“,<sup>661</sup> in dem er Hedgefonds in concreto und allgemein heftig angriff. Insbesondere warf er ihnen vor, über Minderheitsbeteiligungen und mit nur begrenzten betriebswirtschaftlichen Kenntnissen meist kurzfristige Absichten zum eigenen kurzfristigen (Rendite-)Vorteil zu verfolgen.<sup>662</sup> Dabei würden sie anderen Investoren, der Fairness am Markt<sup>663</sup> und infolge von Interessenkonflikten<sup>664</sup> den Zielunternehmen schaden,<sup>665</sup> insbesondere exzessive Ausschüttungen auf Kosten langfristiger Investitionen betreiben,<sup>666</sup> und dies an der Grenze zur Illegalität durchsetzen.<sup>667</sup> Im Konkreten erzählt das Buch die subjektive Geschichte eines Managers, der ein schwaches Unternehmen zu einem erfolgreichen Weltkonzern aufbaut, letztlich aber von einem Hedgefonds mit rabiaten und unfairen Attacken ausgebremst wird. Die Literatur hat das zu Recht kritisch kommentiert.<sup>668</sup> Zugleich scheint die Geschichte Seiferts Fusionsplan allerdings in gewisser Weise recht zu geben, auch wenn weiteren Anläufen ebenfalls kein Erfolg beschieden war.<sup>669</sup>

---

aus dem deutschen juristischen Schrifttum siehe den Fallbericht von *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, 2010, S. 82–86, der vor allem zahlreiche Zeitungsartikel auswertet (FAZ, Handelsblatt, ferner *Börsenzeitung* und *Financial Times*); zur Bedeutung für die deutsche Debatte *Engert*, ZIP 2006, 2105: „könnte [...] zum Lehrstück für eine neue Form des ‚Aktionärsaktivismus‘ (shareholder activism) werden“; knapp *Spindler/Bednarz*, WM 2006, 553.

<sup>661</sup> *Seifert/Voth*, Invasion der Heuschrecken, 2007.

<sup>662</sup> *Dies.*, Invasion der Heuschrecken, 2007, S. 17–18, 36; siehe aber auch a.a.O., S. 115–120 die durchaus ausgewogene allgemeine Erläuterung zu Aufkommen, Funktionsweise und Strategien von Hedgefonds sowie ähnlich a.a.O., S. 120–124 zu *corporate raiders* und Aktivismus großer institutioneller Investoren wie etwa Pensionsfonds.

<sup>663</sup> *Dies.*, Invasion der Heuschrecken, 2007, S. 121, 228–231.

<sup>664</sup> *Dies.*, Invasion der Heuschrecken, 2007, S. 130–132, 209: Beteiligungen an konkurrierenden Unternehmen; S. 219–221: Verbindungen von TCI mit anderen, die meinen, von unterbleibender Konsolidierung der Börsenlandschaft zu profitieren.

<sup>665</sup> *Dies.*, Invasion der Heuschrecken, 2007, S. 126: durch falsche strategische Entscheidungen.

<sup>666</sup> *Dies.*, Invasion der Heuschrecken, 2007, S. 127–130, 212–213.

<sup>667</sup> *Dies.*, Invasion der Heuschrecken, 2007, S. 161–166, 215: abgestimmtes Verhalten ohne nachweisbares Acting in Concert.

<sup>668</sup> Siehe etwa *Fleischer*, ZGR 2008, 185: „aggressiv-larmoyante Feindstudie“; *Schäfer*, Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 182: „einer zutiefst egomanischen Abrechnung“.

<sup>669</sup> Fusionspläne hat die Deutsche Börse beständig weiterverfolgt, was prima facie für eine wettbewerbliche oder betriebswirtschaftliche Sinnhaftigkeit dieses Ziels sprechen kann:

Nach Werner Seifert strebte zunächst sein Nachfolger Reto Francioni an, die Deutsche Börse mit der amerikanisch-französischen Nyse Euronext zu fusionieren (siehe die entsprechende Werbung für das Vorhaben vom damaligen Aufsichtsratsvorsitzenden *Viermetz*, Finanzplatz 2006, 4, 5–6). Damit scheidete er aber im Februar 2012 am europäischen Kartellrecht (Fusion untersagt durch *Beschluss der Kommission* vom 01.02.2012, M.6166 – *Deutsche Börse/NYSE Euronext*; bestätigt von *EuG*, Urt. v. 09.03.2015, Rs. T-175/12, *Deutsche Börse/Kommission*, ECLI:EU:T:2015:148).

Ende Februar 2016 wurde bekannt, dass die Deutsche Börse, nun unter dem Vorstandsvorsitzenden Carsten Kengeter, erneut einen Zusammenschluss mit der London Stock Exchange plante. Formal sollte er dieses Mal als Fusion unter Gleichen erfolgen, wobei die Aktionäre der Deutschen Börse 54,4% an der neu zu schaffenden Holdinggesellschaft mit Sitz in London erhalten sollten. Die Frankfurter Allgemeine Zeitung bescheinigte dem Vorhaben gute Erfolgsaussichten, vermeldete deutlich positive Kursreaktionen für beide Gesellschaften und zitierte eine Analystenstimme, die das Vorhaben für betriebswirtschaftlich sinnvoll erachtete (zum Ganzen *Mohr*, FAZ vom 24.02.2016, 15; *Braunberger*, FAZ vom 24.02.2016, 20). Nachdem wenig später konkurrierende Bieter auf den Plan zu treten schienen, bediente sich die Deutsche Börse selbst aus dem Waffenarsenal für Übernahmeschlachten, das sie zuvor selbst zu spüren bekommen hatte (siehe *Brächer*, Handelsblatt vom 03.03.2016, der berichtete, Deutsche Börse und LSE rekrutierten nun „gleich reihenweise Investmentbanken und Berater, damit diese für Konkurrenz

Abseits persönlicher Betroffenheiten gaben die Entwicklungen Anlass zu hinterfragen, ob das deutsche Gesellschafts-, Kapitalmarkt- und Übernahmerecht einen adäquaten Rechtsrahmen für Finanzinvestoren bereitstellten<sup>670</sup> und, damit eng verbunden, wie ihr Engagement volkswirtschaftlich zu beurteilen ist.<sup>671</sup> Insbesondere stand zu befürchten, der Rückzug der Banken als Kontroll- und Stabilitätspfeiler der Deutschland AG könnte zu einem Vakuum führen, in das einzelne, engagiert auftretende Aktionäre mit kurzfristigen Sonderinteressen stoßen könnten, ohne sich um langfristige Folgen für die Zielunternehmen und den Standort Deutschland zu scheren.<sup>672</sup>

*b) Schädliche kurzfristige Orientierung durch Private Equity und Hedgefonds in Deutschland?*

Vor diesem Hintergrund setzte sich der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in seinem Jahresgutachten 2005/2006 mit der Heuschreckendebatte auseinander, und zwar äußerst kritisch:<sup>673</sup> Die Befürchtung, kurzfristig orientierte Finanzinvestoren könnten die Reserven eines Unternehmens abziehen und dieses geschwächt zurücklassen, qualifizierte er als ökonomisch nicht nachvollziehbar, ebenso wie die Sorge, kurzfristige Finanzinvestoren könnten den Unternehmensgewinn kurzzeitig hochtreiben und damit Strategien verhindern, die auf langfristige Profitabili-

---

ten ausfallen“. Dieses sog. „Street Sweep“ (Straßenfegen) gelte als „klassisches Abwehrmanöver, um feindliche Übernahmen zu erschweren“).

Als die Briten später per Volksabstimmung überraschend ihren Austritt aus der Europäischen Union beschlossen, besiegelte das allerdings den Misserfolg auch dieses Anlaufs: Der Brexit ließ die vereinbarten Bedingungen zum Umtauschverhältnis und zu London als künftigem Holding-Standort noch stärker als zuvor ungünstig für die Deutsche Börse erscheinen. Nach Absenkung des benötigten Zustimmungsquorums von 75 auf 60 % und Verlängerung der Annahmefrist um zwei Wochen konnte Kengeter immerhin noch 63 % Zustimmung bei den Aktionären der Deutschen Börse vermelden, wobei laut Presseberichten einige eher nolens volens ihr Placet gegeben haben sollen. Die vormalig geschmähten Heuschrecken sollen das Vorhaben in Gestalt eines neuen aktivistischen Großaktionärs unterstützt haben (Artisan Partners, mit Beteiligung von 5 %). Die Aktionäre der London Stock Exchange hatten es schon zuvor mit überwältigender Mehrheit (99,9 %) angenommen (zum Ganzen *Mohr*, FAZ vom 30.07.2016, 17; *Mohr*, FAZ vom 30.07.2016, 17). Der Brexit führte indes dazu, dass die geplante Verlagerung des Holdingssitzes nach London insbesondere für die hessische Politik und Börsenaufsicht kaum noch akzeptabel schien – ein Hindernis, das Kengeter offenbar grob unterschätzt hatte. Umgekehrt war man in London insoweit zu keinen Zugeständnissen bereit, zumal nach dem Brexit der Sinn einer Fusion generell fraglich schien. Letztlich nutzte die Londoner Börse eine kartellrechtliche Bedingung der Europäischen Kommission, um das Fusionsvorhaben gesichtswahrend scheitern zu lassen (zum Ganzen *Brächer/Leitel/Schäfer*, Handelsblatt vom 28.02.2017, 28 f.; *Mohr/Mussler*, FAZ vom 28.02.2017, 15; kritisch zum fehlenden Gespür und zur Kommunikationsstrategie Kengeters *Knop*, FAZ vom 28.02.2017, 20; diese einräumend auch *Schäfer*, Handelsblatt vom 28.02.2017, 27, der die Hauptverantwortlichkeit für das Scheitern aber bei der starren Haltung der London Stock Exchange zur Sitzfrage nach dem Brexit sieht). Nachdem sich die LSE geweigert hatte, eine vergleichsweise kleine Beteiligung zu veräußern, um wettbewerbliche Bedenken der Europäischen Kommission auszuräumen, untersagte diese den Zusammenschluss (*Europäische Kommission*, Untersagung Zusammenschluss Deutsche Börse und London Stock Exchange, IP/17/789, 29.03.2017).

<sup>670</sup> *Wenninger*, Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts, 2009, S. 23–24, 26–27.

<sup>671</sup> Dies anerkennend auch *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* (Sachverständigenrat), Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, 2005, S. 456 Rn. 684.

<sup>672</sup> In diese Richtung namentlich *Schneider*, AG 2006, 577, 577–578.

<sup>673</sup> *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* (Sachverständigenrat), Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, 2005, S. 456, 464–472.

tätssteigerung zielen.<sup>674</sup> Der Sachverständigenrat ging dabei von der Annahme effizienter Aktienmärkte aus, womit er den Stand der Theorie allerdings verkürzte.<sup>675</sup> Er sah die Kommunikation zwischen Unternehmen und Aktionären gefordert, um Investoren von langfristigen Strategien und Ausgaben zu überzeugen, und verortete Quellen potenzieller Verzerrungen vorrangig beim Management.<sup>676</sup> Für Einzelfälle gestanden die Sachverständigen eine zu hohe Verschuldung der Zielunternehmen zu, betonten aber, dass Fremdkapital diszipliniere, und bescheinigten Private-Equity-Fonds insgesamt, positiv auf Wirtschaft und Beschäftigung zu wirken.<sup>677</sup> In ähnlicher Weise verwarf der Sachverständigenrat Forderungen, Hedgefonds als kurzfristige Anleger rechtlich einzuschränken. Insbesondere lehnte er Stimmrechtsbeschränkungen für kurzfristige oder Doppelstimmrechte für langfristige Aktionäre ab,<sup>678</sup> ebenso wie Einschränkungen für Leerverkäufe oder eine Verschärfung des Acting in Concert.<sup>679</sup> Für geboten hielt er lediglich eine höhere Beteiligungstransparenz<sup>680</sup> und vor allem eine internationale Regulierung zur Kontrolle systemischer Risiken.<sup>681</sup>

Das Bundesfinanzministerium gab sich mit dieser Stellungnahme nicht zufrieden. Es beauftragte ein Quartett aus drei Wirtschaftswissenschaftlern und einem Großkanzlei-Anwalt, Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren, insbesondere Private-Equity-Gesellschaften, zu erforschen.<sup>682</sup> Ihr Bericht schloss aus einer „Werttreiberanalyse“ von Private-Equity-Transaktionen und einer Untersuchung sieben konkreter Fälle, Finanzinvestoren hätten in Deutschland tendenziell profitablere, wettbewerbsfähigere Unternehmen hervorgebracht, hauptsächlich durch strategische und operative Maßnahmen sowie verbesserte Kontrollstrukturen. Zwar stamme ein Teil des Wertzuwachses aus rein finanziellen Treibern, insbesondere erhöhter Verschuldung. Dies stehe aber mit einer Ausnahme nicht im Vordergrund.<sup>683</sup> Zu Beschäftigungseffekten äußerte sich die Studie nur sehr vorsichtig positiv, hinsichtlich der Überrenditen von Private Equity

<sup>674</sup> Ders., Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, 2005, S. 466–467 Rn. 699 f. Wohlwollender Abriss der Ausführungen des Sachverständigenrates bei *Otto*, AG 2013, 357, 364.

<sup>675</sup> Vor allem seit den grundlegenden Arbeiten von Jeremy Stein von 1989 und 1990 gibt es (auch) auf Basis des neoklassischen Theoriegebäudes Modelle, mit denen sich die vom Sachverständigenrat abgetanen Sorgen theoretisch konsistent untermauern lassen, sowie eine umfangreiche darauf bezogene empirische Forschung mit uneinheitlichen Resultaten, siehe ausführlich 3. Teil, § 2 IV., S. 398 ff. Allerdings muss man dem Sachverständigenrat zugestehen, dass die einschlägigen Arbeiten typischerweise nicht speziell auf Private-Equity-Akteure bezogen sind.

<sup>676</sup> *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* (Sachverständigenrat), Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, 2005, S. 467 Rn. 700.

<sup>677</sup> Ders., Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, 2005, S. 467–468.

<sup>678</sup> Ders., Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, 2005, S. 470–471 Rn. 707.

<sup>679</sup> Ders., Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, 2005, S. 471 Rn. 708 f.

<sup>680</sup> Ders., Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, 2005, S. 471–472 Rn. 710 f.

<sup>681</sup> Ders., Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen, 2005, S. 468–470, 472.

<sup>682</sup> Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren (insbesondere Private-Equity-Gesellschaften), Forschungsprojekt 3/06 für das Bundesministerium der Finanzen, Berlin, unter Federführung von Prof. Christoph Kaserer, TU München (Projektleitung), Prof. Ann-Kristin Achleitner, TU München, Rechtsanwalt Dr. Christoph von Einem, White & Case LLP, Prof. Dirk Schiereck, EBS Oestrich-Winkel, unter Mitarbeit von Markus Ampenberger, Marko Bender, Annabell Geidner, Henry Lahr, Dr. Eva Nathusius (alle TU München), Dr. Ines Buermeyer (White & Case), Mark Mietzner (EBS Oestrich-Winkel).

<sup>683</sup> *Kaserer/Achleitner/von Einem u. a.*, Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren (insbesondere Private-Equity-Gesellschaften), 04.04.2007, S. 4 Rn. 9.

zeigte sie sich ernüchert.<sup>684</sup> Zugleich konstatierten die Autoren einen außergewöhnlichen Anstieg des Fremdkapitalanteils bei LBO-Transaktionen und interpretierten als „erstes Warnsignal“, dass sich zahlreiche Automobilzulieferer in Schieflage befanden, die mit privatem Beteiligungskapital finanziert waren. Insgesamt bescheinigte die Studie Deutschland, kein attraktiver Standort für das im Wesentlichen positiv bewertete private Beteiligungskapital zu sein. Sie empfahl dem Gesetzgeber verschiedene Maßnahmen, um dem abzuhelpfen, allerdings auch eine maßvolle aufsichtsrechtliche Überwachung.<sup>685</sup> Mit Blick auf eine finanzielle Belastung der Zielgesellschaften, etwa durch Sonderausschüttungen und Gebühren, rieten die Autoren hingegen von gesetzgeberischen Reaktionen als unverhältnismäßige Einschränkung unternehmerischer Freiheit ab, und verwiesen auf bestehende Sanktionsmechanismen.<sup>686</sup>

Fast gleichzeitig befasste sich die Deutsche Bundesbank im Monatsbericht April 2007 mit Private Equity in Form von LBO-Transaktionen.<sup>687</sup> Sie beschrieb eingehend den internationalen, europäischen und deutschen LBO-Markt und fragte sodann vorrangig nach Auswirkungen auf die Finanzstabilität, die im Ergebnis einstweilen verneint wurden.<sup>688</sup> Daneben äußerte sich die Bundesbank knapp zur Corporate Governance: Einerseits beeinflussten die Fonds die Unternehmensführung des Zielunternehmens betriebswirtschaftlich betrachtet häufig positiv.<sup>689</sup> Andererseits bestehe neben einer geringeren Widerstandsfähigkeit in Krisenzeiten die Gefahr, dass „der typischerweise kurze Zeithorizont, innerhalb dessen Finanzinvestoren ihre Renditeziele erreichen wollen, dazu führen [kann], dass eher kurzfristig angelegte unternehmerische Entscheidungen in den Vordergrund treten“. <sup>690</sup> Auch die Bundesbank sah also eine gewisse *Short-termism*-Gefahr, die der Monatsbericht aber nicht weiter ausführte.

### 3. Juristische Auseinandersetzung

#### a) Rechtspolitische Vorschläge zur Differenzierung „guter“ und „schlechter“ Aktionäre

Rechtspolitische Vorschläge, um der Sorge entgegenzutreten, Investoren mit kurzfristigen Zielen könnten Unternehmen angreifen, ließen nicht lange auf sich warten. Der zuständige Beamte im Bundesjustizministerium, *Seibert*, stellte lakonisch fest: „Alle mög-

---

<sup>684</sup> *Kaserer/Achleitner/von Einem u. a.*, Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren (insbesondere Private-Equity-Gesellschaften), 04.04.2007, S. 4 Rn. 10 f.; zu der Wertentwicklung von Private-Equity- und Hedgefonds im langfristigen Durchschnitt sowie den beachtlichen Schwierigkeiten, diese überhaupt zutreffend zu ermitteln, siehe auch *Ernstberger/Herz*, in: *Leible/Lehmann* (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?*, 2009, S. 33, 38–41.

<sup>685</sup> Hierzu empfahlen die Autoren insbesondere verschiedene Änderungen des UBGG, eine Lockerung der AnlV und der Sparkassengesetze sowie Regelungen im KStG, *Kaserer/Achleitner/von Einem u. a.*, Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren (insbesondere Private-Equity-Gesellschaften), 04.04.2007, S. 7 Rn. 19–21.

<sup>686</sup> *Dies.*, Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren (insbesondere Private-Equity-Gesellschaften), 04.04.2007, S. 7 f. Rn. 22. Die Studie verweist hier auf die „Strafbesteuerung verdeckter Gewinnausschüttungen, den Untreuetatbestand oder Insolvenzstrafatbestände“ sowie „Verbotbestimmungen im AktG, die gegebenenfalls auf das GmbH-Recht ausgedehnt werden könnten“.

<sup>687</sup> *Deutsche Bundesbank*, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank April 2007, 15 ff.

<sup>688</sup> *Dies.*, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank April 2007, 15, 28.

<sup>689</sup> *Dies.*, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank April 2007, 15, 18.

<sup>690</sup> *Deutsche Bundesbank*, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank April 2007, 15, 27; dies unter-schlägt *Otto*, AG 2013, 357, 364–365, 367.

lichen Gegenmaßnahmen haben Konjunktur und werden in politischen und Unternehmerkreisen erörtert.“<sup>691</sup>

Als eher abseitig empfand man den Gedanken, neuen Aktionären für die ersten zwei oder drei Jahre das Stimmrecht generell zu verwehren.<sup>692</sup> Beachtlicher war die spiegelbildliche Anregung, in Deutschland Treuedoppelstimmrechte nach französischem Vorbild zuzulassen.<sup>693</sup> Befürworter haben sie als „Nachhaltigkeitsprämie“ beworben, die sich in Frankreich bewährt habe. Die Möglichkeit solle auch deutschen Aktiengesellschaften offenstehen, um Nachhaltigkeit im Sinne einer langfristigen Unternehmenspolitik und damit ein Ziel guter Corporate Governance zu fördern.<sup>694</sup> Auf politischer Ebene wurde dies bereits im Jahr 2005 diskutiert, aber abgelehnt.<sup>695</sup> Die Unterscheidung von „guten“ und „schlechten“ Aktionären erschien wohl als (zu) subjektiv, überdies verband man mit Treuestimmrechten offenbar eine ambivalente strukturkonservative Wirkung, die etwa auch nötige Sanierungen kriselnder Unternehmen erschwere.<sup>696</sup> In der Literatur haben Skeptiker später ebenfalls diverse Nachteile bei Übertragung in das deutsche Recht befürchtet. Sie argwöhnten etwa, ein Treuedoppelstimmrecht würde Umgehungsstrategien einschließlich Stimmrechtshandel herausfordern, Kontrollverhältnisse unberechenbar ändern, den Aktienmarkt unattraktiver machen und einen Fremdkörper im deutschen Aktienrecht darstellen.<sup>697</sup> Überdies hat man das französische Treuedoppelstimmrecht bisweilen in der Sache mit „normalen“ Mehrstimmrechten gleichgesetzt und bemängelt, dass es den Einfluss nicht begünstigter aktiver Aktionäre verwässere, als heilsam angesehene Übernahmen erschwere und ausgenutzt werden könne, um Sondervorteile zu erzielen.<sup>698</sup>

Fehlte ausreichender rechtspolitischer Rückenwind, um das rechtliche Stimmgewicht zu verschieben, ließ sich alternativ beim faktischen Stimmgewicht ansetzen. Die Literatur überlegte ohnehin schon seit Längerem, wie sich die typischerweise geringe Abstimmungsquote auf Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften erhöhen

<sup>691</sup> Seibert, FS Westermann, 2008, S. 1505.

<sup>692</sup> Siehe knapp *ders.*, FS Westermann, 2008, S. 1505, 1506: „Das wäre aber europarechtlich und verfassungsrechtlich bedenklich, würde voraussichtlich auf sehr erhebliche Widerstände stoßen und den deutschen Kapitalmarkt belasten.“

<sup>693</sup> Dafür etwa *Storck/Schneider*, AG 2008, 700, 700, 706.

<sup>694</sup> *Dies.*, AG 2008, 700, 700, 706.

<sup>695</sup> Nach *Seibert*, FS Westermann, 2008, S. 1505, 1508 beriet im Jahr 2005 die Arbeitsgruppe „Finanzmarktgesetzgebung“ (unter Beteiligung des Kanzleramtes, BMF, BMJ und BMWA) den Vorschlag, Treuestimmrechte einzuführen und lehnte ihn ab.

<sup>696</sup> So jedenfalls die Argumentation von *ders.*, FS Westermann, 2008, S. 1505, 1508.

<sup>697</sup> *Wenninger*, Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts, 2009, S. 147, Letzteres mit Blick darauf, dass die herrschende Ansicht die Geschäftspolitik des Managements nicht als schutzwürdigen Belang anerkenne, Treuestimmrechte aber de facto darauf abzielten, Loyalität zur Geschäftspolitik der Verwaltungsorgane mit zusätzlichen Stimmrechten zu honorieren.

<sup>698</sup> *Moßdorf*, Spezielles Gesellschaftsrecht für börsennotierte Aktiengesellschaften in den EG-Mitgliedstaaten, 2010, S. 249–250; einen „Verlust an Übernahmephantasie“ zulasten der Börsenkurse und damit der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte sieht auch *Wenninger*, Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts, 2009, S. 147. Demgegenüber hat die französische Politik seit jeher einen abträglichen übernahmehinderlichen Einfluss des Treuedoppelstimmrechts verneint, siehe *Délégation Française*, Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d’acquisition – Remarques sur l’article 11, 06.03.2003, S. 3, mit Verweis auf den im kontinentaleuropäischen Vergleich relativ aktiven Übernahmemarkt in Frankreich sowie zahlreiche Übernahmen von Gesellschaften, die Doppelstimmrechte eingeführt hatten. Zur aktuellen Debatte in Frankreich, nachdem die Loi Florange das Treuedoppelstimmrecht zur Standardregelung erhoben hat, siehe 4. Teil, § 5 III.1.c), S. 828 ff.

ließe.<sup>699</sup> Der deutsche Gesetzgeber nahm dieses Ziel seit 2001 verstärkt in Angriff.<sup>700</sup> Seine Maßnahmen brachten im Verein mit größeren Investor-Relations-Anstrengungen der Unternehmen gewisse Erfolge, das Problem beseitigten sie nach verbreiteter Wahrnehmung aber nicht.<sup>701</sup> Die Heuschreckendebatte, insbesondere der Fall der Deutschen Börse AG, eröffnete auf diesem Feld eine neue Diskussionsrunde mit verändertem Akzent:<sup>702</sup> Wenn, so das Kalkül, es gelänge, die Hauptversammlungspräsenz und/oder die Quote der Stimmrechtsausübung in großen börsennotierten Aktiengesellschaften spürbar zu steigern, würde der überproportionale Einfluss („faktisches Mehrstimmrecht“<sup>703</sup>) präserter Minderheitsaktionäre sinken, einschließlich derjenige kurzfristig aktivistischer Investoren wie Hedgefonds.<sup>704</sup> *Seibert* als Ministeriumsvertreter bezog vor diesem Hintergrund im Kontext der Heuschreckendebatte – marketingtechnisch geschickt – die gesetzgeberischen Bemühungen seit 2001 vorrangig auf kleinere Aktionäre und langfristig orientierte Investmentfonds.<sup>705</sup> Ungeachtet dieser bereits unternommenen Schritte war „[D]as Füllhorn der Vorschläge zur Verbesserung der Präsenz [...] übertoll“:<sup>706</sup> Der Deutsche Sparkassen- und Giroverband (DSGV) wollte das Depotstimmrecht der Kreditinstitute bankengünstig dereguliert und verwaltungsfreundlicher geregelt sehen, wozu er Anfang 2006 ein erstes Positionspapier vorlegte.<sup>707</sup> Mitte 2007 folgte ein weiteres

---

<sup>699</sup> Wegweisend insbesondere *Schneider/Burgard*, FS Beusch, 1993, S. 783, 790–803.

<sup>700</sup> Konziser Überblick über die entsprechenden Maßnahmen insbesondere im NaStraG (2001), TransPuG (2002) und UMAG (auf Basis des Referentenentwurfs) bei *Seibert*, AG 2004, 529, 529–532; zu der Einführung des Record Date, der Möglichkeit elektronischer Bevollmächtigung und Stimmabgabe sowie dem Aktionärsforum (§ 127a AktG) auch *Spindler*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), *Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, 2006*, S. 31, 34–36, jeweils m. w. N. Kritisch zu diesem Ansatz des deutschen Gesetzgebers und den Maßnahmen in KonTraG, NaStraG und TransPuG zur Erhöhung der Abstimmungspräsenz *Roth*, ZIP 2003, 369, 373–378, der jedenfalls interessierte und engagierte Kleinaktionäre als „grande illusion“ (S. 376) sah und vor allem auf eine Kontrolle durch den Markt für Unternehmenskontrolle setzen wollte.

<sup>701</sup> *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9; zum fortbestehenden Problem trotz leichter Trendwende auch *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88; *von Rosen*, Finanzplatz 2006, Editorial; *Hocker*, Finanzplatz 2006, 23; noch ohne Verweis auf Besserungstendenzen *Spindler*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), *Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, 2006*, S. 31, 32–33; hingegen wohl keinen akuten Regelungsbedarf mit Blick auf die Präsenzquoten mehr erkennend *Baums*, ZHR 171 (2007), 599, 600–602, der allerdings die (damalige) Depotstimmrechtsregelung für fragwürdig erachtet (S. 604); *Viermetz*, Finanzplatz 2006, 4, 8.

<sup>702</sup> *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9, 10, 14; in der Sache ebenso zuvor *Spindler*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), *Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, 2006*, S. 31, 53; siehe auch *Baums*, ZHR 171 (2007), 599, 603.

<sup>703</sup> So *Seibert*, FS Westermann, 2008, S. 1505, 1509; näher *Lenz*, NZG 2006, 534, die eine horizontale Machtverschiebung unter den Aktionären erkennt sowie eine vertikale Machtverschiebung von den Aktionären auf die Verwaltung.

<sup>704</sup> Siehe *Klühs*, ZIP 2006, 107; *Vetter*, AG 2006, 32; *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9, 14.

<sup>705</sup> *Seibert*, FS Westermann, 2008, S. 1505, 1509; ohne Hinweis auf eine solche Zielrichtung hingegen zuvor *ders.*, AG 2004, 529 ff.

<sup>706</sup> *Schneider/Anzinger*, NZG 2007, 88.

<sup>707</sup> Dieses Positionspapier vom 23.02.2006 ist heute soweit ersichtlich nicht mehr öffentlich zugänglich. Für einen Abriss der Kernpunkte siehe: *Lenz*, AG 2006, 572, 573 mit ablehnender Stellungnahme a. a. O., S. 574–576, im Kern aus rechtssystematischen Erwägungen; *Seibert*, FS Westermann, 2008, S. 1505, 1511, der a. a. O., S. 1511–1513 den Vorschlag gleichfalls zurückweist, weil er mehr negative als positive Auswirkungen berge; mit Zusammenfassung auch der Kernargumente des DSGV und aufgeschlossener Stellungnahme hingegen *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9, 10, 15–16, die zwar ebenfalls davon ausgeht, dass der DSGV-Vorschlag im Regelfall das Management stabilisieren würde, aber betont, dass dies durch eine privatautonome, zu respektierende Entscheidung des eben gerade nicht vollständig passiven Aktionärs legitimiert wäre.

zusammen mit dem Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, dem Bundesverband der Deutschen Industrie, dem Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft und dem Deutschen Aktieninstitut.<sup>708</sup> Der Vorstandsvorsitzende von SGL Carbon, Köhler, regte weitergehend sogar an, zu einer Gesamtkapitalabstimmung mit Subtraktionsverfahren überzugehen, dergestalt, dass nicht abgegebene Stimmrechte zugunsten des Vorschlags der Verwaltung zählen.<sup>709</sup> Auf diese Weise werde verhindert, dass die langfristigen Anlageinteressen einer Aktionärsmehrheit, die mit der Verwaltung zufrieden ist, „von einzelnen Großinvestoren mit ausschließlich kurzfristigen Interessen torpediert werden“ und „die langfristigen Aktionäre am Ende in die ‚Heuschreckenfalle‘“ geraten.<sup>710</sup> Köhlers Vorschlag fand indes weder in der Wissenschaft noch in der Regierung und erst recht nicht bei Aktionärsvertretern Zuspruch.<sup>711</sup> Andere dachten eingehend über monetäre Anreize zur Verbesserung von Präsenz- und/oder Abstimmungsquoten (sog. Präsenzprämien oder Dividendenboni) nach. Hierzu konnten sie auf Vorbilder in anderen Rechtsordnungen verweisen. Vertiefte rechtspolitische Über-

<sup>708</sup> Auch das gemeinsame Positionspapier vom 23.07.2007, „Präsenzen in Hauptversammlungen durch entbürokratisiertes Depotstimmrecht stärken!“, ist heute soweit ersichtlich nicht mehr öffentlich zugänglich. Für eine Darstellung der wesentlichen Eckpunkte siehe Baums, ZHR 171 (2007), 599, 599–600, mit differenzierter, aber im Ergebnis ablehnender Stellungnahme a. a. O., S. 600–612 (erneuter Abdruck des Beitrags in: *ders.*, Corporate Governance und Anlegerschutz, hrsg. v. Florstedt/Redenius-Hövermann/Segna u. a., 2013, S. 514 ff.).

<sup>709</sup> Köhler, Finanzplatz 2006, 20; Köhler, FAZ vom 12.07.2006, 14. Nach Köhlers Vorschlag sollten auf einer Hauptversammlung alle Aktionäre unabhängig von ihrer Präsenz als teilnehmend behandelt werden (Gesamtkapitalabstimmung). Sodann sollten, wie bei der üblichen Anwendung des Subtraktionsverfahrens, nur ausdrückliche Enthaltungen und Nein-Stimmen gezählt und die sich ergebende Differenz zur Gesamtstimmzahl als Ja-Stimmen gewertet werden. Nach geltendem Aktienrecht ist ein solches Subtraktionsverfahren nach herrschender Ansicht nur bezogen auf die präsenten Aktionäre zulässig. Es setzt voraus, dass die Präsenz hinreichend zuverlässig festgestellt werden kann (zu Einzelheiten und weiteren Nachweisen Spindler/Stilz, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/Rieckers, § 133 AktG Rn. 26–28; Schmidt/Lutter<sup>3</sup>/Spindler, § 133 AktG Rn. 24).

<sup>710</sup> Köhler, Finanzplatz 2006, 20; ganz ähnlich *ders.*, FAZ vom 12.07.2006, 14: „Die schlecht besuchte Hauptversammlung führt zu einem zu einer Lähmung der Gesellschaft. Zum anderen wird sie aber auch zum Spielball von Aktionären, die mit ihren Interessen eine langfristige positive Unternehmensentwicklung konterkarieren.“ Zudem argumentierte Köhler, dass bereits nach geltendem Recht beim Subtraktionsverfahren auch alle Stimmen der nicht im Versammlungsraum anwesenden Aktionäre als Zustimmung gelten würden, dass das Bürgerliche Recht auch andernorts Schweigen als Annahme behandle (Annahme einer Erbschaft, Schenkung, Kauf auf Probe) und dass die mit der Verwaltung zufriedenen Aktionäre von dem zeitaufwendigen Verfahren einer Stimmabgabe entlastet würden, welches sich gerade für (Klein-)Aktionäre oft nicht lohne. Der Status quo liege im Interesse kurzfristig agierender Großinvestoren (zu alledem *ders.*, Finanzplatz 2006, 20). Zudem ging Köhler implizit von der Annahme aus, dass ein schweigender Aktionär üblicherweise mit der Arbeit der Verwaltung zufrieden ist (siehe insbesondere *ders.*, FAZ vom 12.07.2006, 14).

<sup>711</sup> Zu Köhlers Vorschlag Dauner-Lieb, WM 2007, 9, 10, die sich a. a. O., S. 15 trotz gewisser Sympathie („erfrischend unkonventionell“) klar ablehnend äußert, mit den Argumenten, dass der Vorschlag eine gesellschaftsinterne Kontrolle der Verwaltung kaum mehr zulassen werde, folglich rationale Apathie aufseiten der Aktionäre verstärken und Finanzanlagen sowie unternehmerische Investitionen sinken lassen werde. Ablehnend auch Seibert, FS Westermann, 2008, S. 1505, 1510–1511 mit dem Hinweis, dass im Jahr 2005 eine Arbeitsgruppe „Finanzmarktgesetzgebung“ unter Beteiligung des Kanzleramtes, BMF, BMJ und BMWa einen solchen Vorschlag beraten und mit Blick auf die mangelnde Unabhängigkeit deutscher Aufsichtsräte verworfen hatte. Für die Deutsche Schutzvereinigung Wertpapierbesitz Hocker, Finanzplatz 2006, 23, der kritisiert, dass der Vorschlag die Macht des Managements erheblich zulasten der Anteilseigner stärken würde, dem Management jeden Anreiz nähme, auf eine hohe Hauptversammlungspräsenz hinzuwirken, im Gegenteil sogar eine niedrige oder gar Nullpräsenz attraktiv machen würde und so der Aktionärsdemokratie zuwiderliefe.

legungen für das deutsche Recht wurden alsbald ausgebaut,<sup>712</sup> ernteten allerdings auch viel Kritik.<sup>713</sup> Zudem widmete man Möglichkeiten der Briefwahl und elektronischer Stimmabgabe Aufmerksamkeit.<sup>714</sup> Abseits, aber parallel zu dieser deutschen Diskussion,

---

<sup>712</sup> Zu den denkbaren Möglichkeiten bereits *Schneider/Burgard*, FS Beusch, 1993, S. 783, 798–799, 800–803 (an die Hauptversammlung gekoppelte Gewinnbeteiligung, Präsenzprämie, ferner Aufwandsentschädigung oder Vertretungsprämie). Im Kontext der Heuschreckendebatte aus der Literatur zunächst *Noack*, BB 17.10.2005, I (Heft 42), der einen Dividendenbonus für präsenz- oder vertretene Hauptversammlungsteilnehmer befürwortet und hiervon eine erhöhte Präsenz vor allem institutioneller Anleger erwartet. Die Differenzierung anhand der Hauptversammlungsteilnahme sei eine gerechtfertigte Ungleichbehandlung und sollte idealiter durch den Gesetzgeber über § 60 III AktG ohne die *de lege lata* nötige einstimmige Satzungsänderung ermöglicht werden. Sodann stellte *Perlitt*, Finanzplatz 2006, 18 f. die Regelung von Präsenzboni im spanischen Aktienrecht vor, das die Beschlussfähigkeit der Hauptversammlung grundsätzlich an Anwesenheitsquoten koppelt. Endesa habe mit einem Bonus von 0,02 € pro Aktie das vertretene Kapital von 37,4 % im Jahr 2004 auf 66,23 % im Folgejahr gesteigert. In Deutschland seien solche Boni angesichts der gemäß § 60 III AktG nötigen Einstimmigkeit aber *de lege lata* kaum zu erwarten. Die DSW favorisierte die Einführung solcher Anreize, insbesondere als Anreiz für ausländische institutionelle Investoren, siehe die Stellungnahme ihres damaligen Hauptgeschäftsführers *Hocker*, Finanzplatz 2006, 23.

Eingehend und instruktiv dann *Klühs*, ZIP 2006, 107 ff., der rechtspolitisch einen Vorschlag für satzungsdispositive (dazu a. a. O., S. 108–109) Präsenzboni entwickelt, welche die Teilnahme an (nicht: Abstimmung auf) der Hauptversammlung belohnen. Sie sollten den gemäß § 67 II 1 bzw. § 123 IV 2 AktG Teilnahmeberechtigten offenstehen, satzungsdispositiv auch Vorzugsaktionären ohne Stimmrecht (zum Ganzen S. 109–110, zur Auszahlung S. 115–116). Klühs zufolge wäre dieser Ansatz weder zulässig noch praktikabel als disquotale Gewinnverteilung gemäß § 60 III AktG umsetzbar (dazu a. a. O., S. 111–112; a. A. *Noack*, BB 17.10.2005, I (Heft 42), der darauf setzten will, dass sich bonusberechtigte Hauptversammlungsteilnehmer im eigenen Interesse identifizieren lassen). Klühs plädiert daher für einen Präsenzbonus als „andere Gewinnverwendung“ gemäß § 58 III 2 AktG, wozu der Gesetzgeber § 58 III AktG ergänzen müsste (S. 112, zum Gewinnverwendungsvorschlag der Verwaltung S. 116–117). Klühs verneint insoweit eine materielle Ungleichbehandlung von Kleinaktionären, für die eine Teilnahme auch mit Präsenzbonus nicht lohnen würde (S. 113–114), ebenso wie von ausländischen Aktionären (S. 114–115).

Klühs' Analyse der Umsetzung *de lege ferenda* folgend *Spindler*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, 2006, S. 31, 62–64, der allerdings einen rechtspolitischen Anlass sehr skeptisch sieht.

<sup>713</sup> Für einen konzisen Überblick über die verschiedenen einschlägigen Vorschläge mit knapper Erwähnung ähnlicher Regelungen in Frankreich und Spanien *Lenz*, NZG 2006, 534 f., die sich im Ergebnis ablehnend äußert, unter Verweis auf § 57 III AktG (Sonderdividende nur auf der Hauptversammlung zulässig, die über die Gewinnverwendung beschließt, nicht auf außerordentlicher Versammlung), § 60 III AktG (nach erfolgter Gründung erfordert eine disquotale Gewinnverteilung eine praktisch unerreichbare einstimmige Satzungsänderung), § 139 I AktG (Attraktivitätseinbuße für Vorzugsaktien), § 53a AktG, rechtsvergleichende Unsicherheiten (fehlende gesicherte Erkenntnisse über Effektivität vergleichbarer Regelungen in anderen Ländern; siehe aber zu Spanien *Klühs*, ZIP 2006, 107, 108; *Perlitt*, Finanzplatz 2006, 18) und ökonomische Zweifel (Sonderdividende in einer Höhe, die die rationale Apathie von Kleinanlegern überwindet, erscheine utopisch; Grenzen für eine handhabbare physische Hauptversammlungspräsenz; beachte aber, dass *Noack*, BB 17.10.2005, I (Heft 42) gerade vorrangig auf institutionelle Investoren zielt; zur insoweit beschränkten Wirkung auch *Spindler*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, 2006, S. 31, 54–55); im Kern aus den gleichen Gründen ablehnend *Vetter*, AG 2006, 32 ff.; mit Blick auf einige der genannten Punkte auch *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9, 15.

Differenzierend zu Abstimmungsboni *Seibert*, FS Westermann, 2008, S. 1505, 1513–1515: Einerseits wären sie ein wirkungsvoller ökonomischer Anreiz, der als Satzungsoption zur Verfügung gestellt werden könnte, andererseits bestünden abwicklungstechnische Schwierigkeiten; zudem sei unsicher, ob und wie sich ein Markt für qualifizierte Stimmrechtsvertretung entwickeln würde; derzeit fehle jedenfalls die nötige politische Unterstützung.

<sup>714</sup> Konziser Überblick über Vorschläge und Maßnahmen, um die Hauptversammlungsteilnahme weiter für neue Medien zu öffnen, bei *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9, 11–12 („Virtualisierung“: elektronisches Aktionärsforum (§ 127a AktG), elektronische Hauptversammlungsteilnahme als satzungsdispositive oder verpflichtend anzubietende Option), mit kritischer Stellungnahme: Gegen eine vollständige

unternahm es auf Unionsebene die Europäische Kommission, die grenzüberschreitende Stimmabgabe zu vereinfachen, mit dem Ergebnis der Aktionärsrechterichtlinie vom 11.07.2007.<sup>715</sup>

Neben vielfacher Kritik an den soeben skizzierten Vorschlägen<sup>716</sup> begegneten Problem-diagnose und Zielrichtung der Reformbestrebungen grundsätzlichen Zweifeln: Sorgfältige Beobachter erkannten und hinterfragten die in dem Schlagwort „Zufallsmehrheit“ mitschwingende Annahme, dass die Interessen der schweigenden Mehrheit der Anteilseigner und diejenigen aktiv(istisch)er Akteure auseinanderfallen: Abweichungen mit negativen Folgen seien nur denkbar, wenn die ausschlaggebenden Aktionäre von kurzfristigen Kursanstiegen profitieren könnten, bevor mittelfristig Verluste eintreten<sup>717</sup> – in angloamerikanischer Diktion also bei *Short-termism*. Hierfür sahen Kritiker indes keine Anhaltspunkte. Sie betonten, dass die Märkte im Gegenteil offenbar deutlich positiv auf „Heuschrecken“ und vermeintliche Zufallsmehrheiten reagierten.<sup>718</sup> Zudem hätten professionelle Anleger weniger mit Informationsasymmetrien und Kollektivhandlungsproblemen zu kämpfen und wögen genau ab, ob *exit* oder *voice* für ihre Anlagepolitik sinnvoller sei. Präsenzboni würden die gewählte Politik kaum ändern und wären daher möglicherweise ineffizient.<sup>719</sup> Soweit es um Strategien gehe, Unternehmen aufgrund niedriger Hauptversammlungspräsenzen zu beherrschen, sei wenn dann über Verbesserungen der bestehenden Schutzinstrumente des Kapitalmarktrechts (Schwellen und vor allem Feststellung des Acting in Concert) und Aktienkonzernrechts (§ 17 AktG) nachzudenken.<sup>720</sup> Insofern erkannte man hinter den Reformbestrebungen durchaus ehrliche Sorgen, die Aktivitäten der „neuen Investoren“ könnten Fehlentwicklungen kapitalmarkt-orientierter Regelungskonzepte anzeigen.<sup>721</sup>

#### b) Gesetzgeberische Reaktion, insbesondere: Das Risikobegrenzungsgesetz

Die Bundesregierung – nach den Bundestagswahlen 2005 eine Große Koalition – hatte mit dem vom BMF veranlassten Gutachten zu Finanzinvestoren und Private Equity eine

---

Virtualisierung spreche die Funktion der Hauptversammlung als Instrument der Öffentlichkeitsarbeit, zudem und vor allem werde eine Virtualisierung nichts Entscheidendes an der rationalen Apathie der Kleinaktionäre ändern. Zudem sieht Dauner-Lieb eine „nennenswerte Aktivierung von Kleinaktionären“ grundsätzlich skeptisch. Eine stärkere Präsenz von Kleinanlegern könne schon aus praktischen Gründen immer nur als gebündelte Vertretung angestrebt werden.

<sup>715</sup> Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl. EU Nr. L 184 vom 14.07.2007, S. 17–24; näher zu den europäischen Reformbestrebungen und der Diskussion um den Richtlinienentwurf im Vorfeld der Verabschiedung siehe den instruktiven Überblick von *Spindler*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, 2006, S. 31, 37–52 m. w. N.

<sup>716</sup> Siehe soeben Fn. 707, 708, 711, 713, 714.

<sup>717</sup> *Spindler*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, 2006, S. 31, 56.

<sup>718</sup> *Ders.*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, 2006, S. 31, 56; ihm folgend *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9, 14.

<sup>719</sup> *Spindler*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, 2006, S. 31, 55; referierend, aber ohne klare Stellungnahme *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9, 15.

<sup>720</sup> *Spindler*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, 2006, S. 31, 55, 57–58. Mit Blick auf die mangelnde Teilnahme gerade ausländischer Anleger seien wesentliche Hindernisse hingegen bereits beseitigt oder im europäischen Fokus, insoweit fehle weiterer Regulierungsbedarf.

<sup>721</sup> So wohl *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9, 14.

im Wesentlichen beteiligungskapitalfreundliche Expertise erhalten, nahm diese aber zurückhaltend auf.<sup>722</sup> Sie entschied sich gegen die dort empfohlene Regulierungsabstinenz im Corporate-Governance-Bereich und wählte stattdessen eine zweigleisige Strategie:<sup>723</sup> Eine gewisse Förderung privaten Beteiligungskapitals bezweckten das Wagniskapitalbeteiligungsgesetz sowie eine Novelle des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften. Insbesondere bei innovativen Start-ups sollten Finanzinvestoren denkbarem Kapitalmangel ab- und damit der deutschen Gründerszene auf die Beine helfen.<sup>724</sup> Zugleich reagierte der Gesetzgeber auf die kontroversen Praktiken aktivistischer Finanzinvestoren: Anfang 2007 nahm er mit dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG)<sup>725</sup> eine zusätzliche Anteilsmeldeschwelle von 3 % in das WpHG auf (Art. 1 Nr. 10 TUG zu § 21 Abs. 1 und 1a WpHG), die dazu diene, unbemerktes „Anschleichen“ an Emittenten zu erschweren.<sup>726</sup>

Die Regierungsbegründung verwies hierzu auf „Erfahrungen in jüngster Vergangenheit“, die gezeigt hätten, dass Aktionäre bereits mit einer Beteiligung von unter 5 % entscheidenden Einfluss nehmen können.<sup>727</sup> Äußerungen aus dem Gesetzgebungsverfahren belegen, dass die Koalitionsfraktionen die Vorgänge um die Deutsche Börse im Sinn hatten,<sup>728</sup> und auf die Debatte um Private-Equity-Unternehmen und Hedgefonds reagierten.<sup>729</sup> Während die FDP anprangerte, die Union sei „der Heuschreckenrhetorik der SPD

<sup>722</sup> Siehe *Bundesregierung*, Antwort auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Frank Schäffler u. a. und der Fraktion der FDP, Gesetzliche Förderung von Private Equity und Venture Capital, BT-Drucks. 16/5468, 12.06.2007, S. 5: „Die Bundesregierung plant, einzelne Elemente der Empfehlungen der Gutachter umzusetzen. Eine vollständige Umsetzung der Empfehlungen der Gutachter ist nicht geplant.“ Kritisch *Dornseifer*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?*, 2009, S. 77, 84–85.

<sup>723</sup> *Franke*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?*, 2009, S. 47, 51.

<sup>724</sup> Zu den Einzelheiten *ders.*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?*, 2009, S. 47, 52–59; kritisch *Dornseifer*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?*, 2009, S. 77, 84–85, der den Förderungseffekt auf kleine Venture-Capital-Fonds beschränkt sieht und daher für unzureichend erachtet.

<sup>725</sup> Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem Regelmäßigem Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG), BGBl I, Nr. 1 vom 10.01.2007, S. 10–32.

<sup>726</sup> *Bundesregierung*, Gesetzentwurf TUG, BT-Drucks. 16/2498, 04.09.2006, S. 26, 28, 34.

<sup>727</sup> *Dies.*, Gesetzentwurf TUG, BT-Drucks. 16/2498, 04.09.2006, S. 28, 34.

<sup>728</sup> *Finanzausschuss*, Protokoll Nr. 16/33, Öffentliche Anhörung TUG, 18.10.2006, S. 28, Georg Fahrenschon (CDU/CSU): „Man muss zugeben, dass aus den Vorgängen um die Aktienkäufe bei der Deutschen Börse es eine ganze Reihe von Vorschlägen gegeben hat. Offensichtlich ist diese Senkung der Meldeschwelle von fünf auf drei im Grunde einer der wesentlichen Punkte, die aus dieser Debatte Bestand hat.“; *ders.*, Beschlussempfehlung und Bericht, BT-Drucks. 16/3644, 29.11.2006, S. 61, 68: „Die Koalitionsfraktionen [...] führten an, dass die Eingangsmeldeschwelle für Stimmrechtsmitteilungen ab einer Beteiligung von 3 v.H. erforderlich und angemessen sei, um durch weitergehende Stimmrechtspublizität die Markttransparenz zu erhöhen und ein unbemerktes Anschleichen von Investoren zu erschweren. Die Koalitionsfraktionen erinnerten an die Vorgänge um die Deutsche Börse AG, die deutlich machten, dass Aktionäre auch mit einer Beteiligung unterhalb von 5 v.H. entscheidenden Einfluss auf den Emittenten nehmen könnten.“; *Deutscher Bundestag*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 16/70, 30.11.2006, S. 7031, Rede von Nina Hauer (SPD): „Wir wollen mit dieser Meldeschwelle ja auch verhindern, dass sich jemand anschleicht. Wir haben die Veränderungen im Fall der Deutschen Börse alle öffentlich nachvollziehen können.“

<sup>729</sup> Siehe *Deutscher Bundestag*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 16/70, 30.11.2006, S. 7031, Rede von Nina Hauer (SPD) („Es gibt ja derzeit eine öffentliche Debatte nicht nur in der Politik, son-

wieder einmal auf den Leim gegangen“,<sup>730</sup> gingen der Linken die Maßnahmen nicht weit genug, insbesondere um langfristige Beziehungen von Aktionären und Unternehmen zu fördern.<sup>731</sup>

Noch deutlicher berücksichtigte der Gesetzgeber die Heuschreckendebatte, als er 2008 mit dem Risikobegrenzungs-gesetz<sup>732</sup> aufsehenerregenden Hedgefonds-Interventionen<sup>733</sup> sowie kurzfristig-egoistisch anmutendem Geschäftsgebaren von Private-Equity-Gesellschaften<sup>734</sup> entgegentrat. Das Risikobegrenzungs-gesetz diene ausweislich der Regierungsbegründung dazu, „die Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren erschwert oder möglicherweise sogar verhindert werden, ohne zugleich Finanz- und Unternehmenstransaktionen, die effizienzfördernd wirken, zu beeinträchtigen“.<sup>735</sup> Um dies zu erreichen,<sup>736</sup> sollte das Risikobegrenzungs-gesetz die Position von Finanzinvestoren besser einhegen und zugleich diejenige von Unternehmen, anderen Anlegern und Arbeitnehmern verbessern: Mit Blick auf Finanzinvestoren verschärfte der Gesetzgeber den wertpapierhandels- und übernahmerechtlichen Tatbestand abgestimmten Verhaltens (Acting in Concert),<sup>737</sup> bemühte sich um größere Aussagekraft wertpapierhandelsrechtlicher Meldepflichten, begründete in Anlehnung an die USA und Frankreich für Inhaber wesentlicher Beteiligungen (ab 10 %) eine

---

den auch in den Medien darüber, welche Rolle Private-Equity-Unternehmen am Finanzmarkt und in unserer Unternehmenslandschaft spielen.“), sowie S. 7033 f., Rede von Georg Fahrenschon (CDU/CSU) („Dass wir uns darüber hinaus [...] mit unserem Koalitionspartner darauf geeinigt haben, eine weitere Regelung einzuführen, um Übernahmen durch Hedgefonds oder andere Investoren frühzeitig aufzeigen zu können, ist unser gutes Recht.“).

<sup>730</sup> *Ders.*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 16/70, 30.11.2006, S. 7032, Rede von Frank Schäffler (FDP).

<sup>731</sup> Sie begrüßte zwar die Meldeschwelle von 3 %, kritisierte aber die Regelung zur Quartals- und Halbjahresberichterstattung und aus ihrer Sicht ungenügende Maßnahmen zur „Beförderung eines engen Verhältnisses zwischen Aktionären und Unternehmen im Sinne einer langfristigen Zusammenarbeit, also dem Gegenteil der Shareholder-Value-Strategie“. Die Bundesregierung habe sich mit dem TransPuG „nicht nur, aber vor allem in den Dienst der Spekulation, dubioser Hedgefonds und gieriger Private-Equity-Gesellschaften gestellt und die Interessen der Unternehmen vernachlässigt“, *ders.*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 16/70, 30.11.2006, S. 7049, Rede zu Protokoll von Axel Troost (Die Linke) (Anlage 5).

<sup>732</sup> Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz), BGBl I, Nr. 36 vom 18.08.2008, S. 1666–1671.

<sup>733</sup> Insbesondere diejenigen bei der Deutschen Börse AG, siehe *Schalast*, BB 2008, 2190; *Dornseifer*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, 2009, S. 77, 79.

<sup>734</sup> Kurze, plakative Fallschilderungen bei *Schneider*, NZG 2007, 888, 888–889 zu MTU, TDC (Blackstone, Permira, Providence, KKR) und Cognis.

<sup>735</sup> *Bundesregierung*, Gesetzentwurf Risikobegrenzungs-gesetz, BT-Drucks. 16/7438, 07.12.2007, S. 8. Sehr kritisch zu dieser Zielbeschreibung mit Blick auf ihre Unbestimmtheit und die fehlende nähere Begründung einer Verbindung zu Finanzinvestoren *Dornseifer*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, 2009, S. 77, 78–79.

<sup>736</sup> Daneben wurde im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens ein Maßnahmenpaket in das Gesetz aufgenommen, um Kreditnehmer bei Abtretung und Verkauf von Darlehensforderungen besser zu schützen. Inhaltlich steht es in keinem Zusammenhang zu den kapitalmarktrechtlichen Neuerungen und bedarf daher hier keiner weiteren Betrachtung. Zu seinen Inhalten eingehend *Schalast*, BB 2008, 2190 ff. mit im Ergebnis noch wohlwollender Bewertung (S. 2191: „Trotzdem kann man feststellen, dass das Gesetz im Ergebnis einen fairen Ausgleich zwischen den Interessen des Finanz- und Bankenstandorts Deutschland, der betroffenen Verbraucher und Kreditnehmer sowie der Investoren anstrebt.“); etwas kritischer *Teiglack*, Bucerius Law Journal 2008, 143 ff.; neutral darstellend *Franke*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, 2009, S. 47, 69–75.

<sup>737</sup> Näher *König*, BB 2008, 1910, 1910–1912 und eingehend auf Basis des Regierungsentwurfs *Spindler*, WM 2007, 2357 ff., auch zu Beweisfragen sowie mit rechtsvergleichenden Erwägungen.

satzungsdispositive Pflicht zur Angabe von Mittelherkunft und Investitionszielen, unter anderem mit Blick auf den Anlagehorizont,<sup>738</sup> und verschärfte zugleich den Stimmrechtsverlust bei Verletzung von Meldepflichten (§ 28 WpHG).<sup>739</sup> Zugunsten der Unternehmen erweiterte er die Identifizierungsmöglichkeit für Inhaber von Namensaktien (§ 67 AktG), und zum Schutz der Belegschaft<sup>740</sup> erstreckte er die Unterrichtungspflichten gegenüber den Arbeitnehmern bei einem beabsichtigten Kontrollerwerb auf bestimmte nicht börsennotierte Unternehmen (dort den Wirtschaftsausschuss, hilfsweise den Betriebsrat).<sup>741</sup>

Der Regierungsentwurf wurde im Gesetzgebungsverfahren kontrovers diskutiert und stellenweise deutlich zurückgenommen.<sup>742</sup> Die Literatur beurteilte das Vorhaben uneinheitlich: Den meisten erschien es zu forsch,<sup>743</sup> anderen deutlich zu zaghaft.<sup>744</sup>

Vertreter der zweiten Ansicht prangerten unter Berufung auf konkrete Einzelfälle kurzfristige Strategien von Hedgefonds und Private-Equity-Investoren an, die sich als „Eigenkapitalräuber“ betätigten und die Zukunft der Unternehmen gefährdeten, indem sie langfristig notwendige Ausgaben, insbesondere für Forschung, Ausbildung, Ersatz- und Zukunftsinvestitionen, nach dem Motto „Cash in and run“ einstellten.<sup>745</sup> Als Mehrheits- oder Alleingesellschafter, die kurzfristig wieder aussteigen wollten, bedächten sie nur die kurzfristigen Entscheidungsfolgen. Hierbei handele es sich um ein verbreitetes markt-, marktteilnehmer- und wettbewerbszerstörendes Verhalten, das zwar rechtmäßig im Einzelfall, aber systemwidrig in der Masse sei.<sup>746</sup> Mit anderen Worten befürchtete man also, systematisch kurzsichtiges Verhalten, in heutiger Diktion *Short-termism*, werde funktionsfähigen Wettbewerb pervertieren und die Wirtschaft schädigen. Diese Bedenken griff *Walter Bayer* in seinem Gutachten zum 67. Juristentag auf, in dem er mit Blick auf Aktivitäten von Private-Equity- und Staatsfonds empfahl, die 1998 erfolgte Abschaffung von Höchststimmrechten für börsennotierte Aktiengesellschaften nochmals zu überdenken.<sup>747</sup>

Wohl überwiegend befand man das Risikobegrenzungs-gesetz indes für zu weitgehend bzw. im Ansatz verfehlt. Die prononciertesten Vertreter dieser Auffassung bescheinigten Finanzinvestoren, überwiegend wertsteigernde und volkswirtschaftlich erwünschte

<sup>738</sup> Näher *König*, BB 2008, 1910, 1912–1913, insbesondere auch zu denkbaren Folgen mit Blick auf die Attraktivität der Gesellschaft als Übernahmezziel; einen echten Nutzen bezweifelnd *Timmann/Birkholz*, BB 2007, 2749, 2752: „Die Frage nach der Verfolgung von strategischen Zielen oder der Absicht, Handelsgewinne zu erzielen, erscheint kaum geeignet, die Ziele der Investoren in der Praxis wirklich in Erfahrung bringen zu können, weil es erstens an einer Definition dessen fehlt, was strategische Ziele sind und zweitens der Inhalt dieser Ziele nicht näher hinterfragt werden kann, wenn es sich nicht um solche handelt, die nach dem Katalog näher abgefragt werden können.“; ganz ähnlich *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 209–210.

<sup>739</sup> Zum Ganzen *Franke*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?*, 2009, S. 47, 60–65.

<sup>740</sup> Siehe *Bundesregierung*, Gesetzentwurf Risikobegrenzungs-gesetz, BT-Drucks. 16/7438, 07.12.2007, S. 15: „Damit wird dem schützenswerten Interesse der Belegschaft, über den Erwerb wesentlicher Anteile durch Investoren informiert zu werden, in allen Unternehmen – wie bereits in den börsennotierten Unternehmen der Fall – Rechnung getragen.“

<sup>741</sup> Zu den mit der Neuregelung verbundenen Einzelfragen und durchgängig kritischer Stellungnahme *Simon/Dobel*, BB 2008, 1955 ff.

<sup>742</sup> Dazu im Einzelnen *König*, BB 2008, 1910 ff.

<sup>743</sup> *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 187 ff.; *Eidenmüller*, DStR 2007, 2116 ff.; *Dornseifer*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?*, 2009, S. 77, 78–81.

<sup>744</sup> *Schneider*, NZG 2007, 888 ff., mit ausdrücklichem Bezug auf S. 889–890.

<sup>745</sup> *Schneider*, NZG 2007, 888, 888–889, 893; ganz ähnlich bereits *Schneider*, AG 2006, 577, 578–579.

<sup>746</sup> *Schneider*, NZG 2007, 888, 893; in der Sache ebenso *Schneider*, AG 2006, 577, 579–580.

<sup>747</sup> *Bayer*, Gutachten 67. DJT, 2008, E1–E129, E110.

Aktivitäten zu entfalten, und fürchteten, das durch „diffuses Misstrauen“ geprägte Gesetz werde diese erschweren und damit überwiegend sozial schädlich wirken.<sup>748</sup> In ähnlicher Weise kritisierte man, der Gesetzgeber nehme systemwidrig Änderungen im WpHG und WpÜG vor, um Unternehmen die Abwehr „unliebsamer“ Investoren zu erleichtern.<sup>749</sup> Die Diskussion um Restriktionen für Hedgefonds und Private Equity zum Schutz deutscher Unternehmen zeuge von wenig Verständnis für freie, internationale Märkte.<sup>750</sup> Nicht zuletzt bei Vertretern internationaler Investoren soll das Risikobegrenzungs-gesetz in der Fassung des Regierungsentwurfs gar als rückwärtsgewandtes Übernahmeverhinderungs-gesetz gescholten worden sein.<sup>751</sup> Etwas zurückhaltendere Stimmen beanstandeten, dass die rechtspolitische Diskussion um Finanzinvestoren zu sehr von schwer verallgemeinerbaren Einzelfallanalysen bestimmt sei, während eine empirisch gehaltvolle Gesamtaus-sage zusätzliche Belege erfordere.<sup>752</sup> Die deutschen Gesetzesvorschläge zur Bändigung des Aktionärsaktivismus erfolgten auf ungesicherter Tatsachenbasis und verfehlten die regulatorische Begründungslast.<sup>753</sup> Weiterhin monierte die Literatur, insbesondere auf Basis des Regierungsentwurfs, verschiedene Defizite in der konkreten Ausgestaltung<sup>754</sup>

<sup>748</sup> *Eidenmüller*, DStR 45 (2007), 2116, 2116, 2118; ähnlich positive Bewertung von Private Equity bei *Eidenmüller*, ZHR 171 (2007), 644, 651–653, der allerdings im Folgenden auch argumentiert, dass über die Insolvenzanfechtung einzelfallbezogen ein stärkerer Schutz gegen gläubigerschädliche Ein-gangs- oder Rekapitalisierungen von Buyouts sichergestellt werden sollte.

<sup>749</sup> *Dornseifer*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, 2009, S. 77, 79–80; in ähnliche Richtung ohne konkreten Bezug auf das Risikobegrenzungs-gesetz *Hopt*, EuZW 2007, 257: „Aber die Vorstellung, mit Hilfe von Gesellschafts- oder Kartellrecht für längerfris-tiges Denken der Aktionäre zu sorgen, zu hohe Ausschüttungen zu verhindern und ‚kalten Liquidation-ten‘ einen Riegel vorzuschieben, geht fehl.“

<sup>750</sup> *Hopt*, EuZW 2007, 257, der allerdings Forderungen nach mehr Transparenz zustimmte. Siehe auch *Kumpan*, AG 2007, 461 ff., der in einer rechtsvergleichenden Aufarbeitung verschiedener in der Heuschreckendebatte diskutierter Instrumente und Gestaltungen zu dem Ergebnis kommt, dass das eng-lische und US-amerikanische Recht weitgehend liberaler sind als das deutsche.

<sup>751</sup> Siehe den Blog-Bericht von *Zetzsche*, 6. Europäische Corporate Governance Konferenz – das „Ri-sikobegrenzungs-gesetz“ im Kreuzfeuer, 19.10.2007 <<http://notizen.duslaw.de/6-europaische-corporate-governance-konferenz-%E2%80%93-das-%E2%80%99Erisikobegrenzungs-gesetz%E2%80%9C-im-kreuzfeuer/>> (geprüft am 02.07.2015); dazu auch *Diekmann/Merkner*, NZG 2007, 921: „[...] Kritik, die von Seiten der Wirtschaft und von Finanzmarktexperten – auch über die Landesgrenzen hinaus – gegenüber den Gesetzesplänen geäußert wurde [...]“

<sup>752</sup> *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 187–188.

<sup>753</sup> *Ders.*, ZGR 2008, 185, 189–190.

<sup>754</sup> Zur Unterrichtung des Wirtschaftsausschusses bzw. des Betriebsrates bei Übernahmehaben *Simon/Dobel*, BB 2008, 1955, 1955, 1958, 1959 („in mehrfacher Hinsicht sowohl inhaltlich als auch systematisch nicht gelungen“; „in mehrfacher Hinsicht misslungen“; „Der Gesetzgeber hat es versäumt, durch klare und verständliche Regelungen einen positiven Beitrag zur Steigerung der Attraktivität des Finanzstandortes Deutschland zu leisten.“); zu diversen Aspekten des Risikobegrenzungs-gesetzes *Timmann/Birkholz*, BB 2007, 2749 ff., die bei vielen Änderungen auf drohende Rechtsunsicherheit ver-weisen und/oder einen praktischen Nutzwert bezweifeln und dem Gesetzesvorhaben abschließend „eine gewisse Tendenz zur symbolischen Gesetzgebung“ bescheinigen, wobei keineswegs gesichert erscheine, ob „für die Praxis Fortschritte erzielt oder gar Risiken begrenzt werden können“ (S. 2753); im Ergebnis ganz ähnlich, dabei aber rechtsvergleichend und rechtsökonomisch vertiefend *Fleischer*, ZGR 2008, 185 ff., insb. 199–202, 208–210; *Lüpold*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, der zum Acting in Concert sowie zur Angabe des Investitionsziels Rechtsunsicherheiten, Zielkonflikte sowie einen verfehlten Rechtsnormimport kritisierte und das Vorhaben stellenweise als Symbolgesetzgebung wertete. Zu Rechts-unsicherheit und Nachweisproblematik beim Acting in Concert instruktiv auf Basis des Regierungsent-wurfs des Risikobegrenzungs-gesetzes *Spindler*, WM 2007, 2357, 2358–2363, der deshalb dazu riet, wider-legbare Regelbeispiele im Gesetz zu verankern oder eine Verordnungsermächtigung zu schaffen.

sowie eine mangelnde Einordnung gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Schutznormen in ein kohärentes Gesamtsystem.<sup>755</sup>

### c) Die weitere Diskussion

Auch abseits von Stellungnahmen speziell zum Risikobegrenzungs-gesetz ist unübersehbar, dass und wie intensiv sich die Rechtswissenschaft seit der Heuschreckendebatte mit Finanzinvestoren auseinandersetzt: Dies zeigt sich in eindrucksvollen interdisziplinären Studien,<sup>756</sup> Konferenzpublikationen mit namhaften Autoren,<sup>757</sup> zahlreichen wissenschaftlichen Monografien<sup>758</sup> und viel beachteten Wirtschaftssachbüchern.<sup>759</sup> Naturgemäß erörtern nicht alle den Vorwurf kurzfristigen Verhaltens (näher), nehmen diese und andere Bedenken aber mehrfach zum Anlass, Möglichkeiten zu vertiefen, mit denen einerseits Aktionäre Einfluss nehmen bzw. andererseits unerwünschte Initiativen eingehgt oder abgewehrt werden können.<sup>760</sup>

<sup>755</sup> So bezogen auf den Tatbestand des Acting in Concert einerseits und insbesondere §§ 117 AktG und die aktienrechtliche Treuepflicht, ferner auch §§ 15, 116, 127a AktG andererseits *Spindler*, WM 2007, 2357, 2359–2362, 2364.

<sup>756</sup> Namentlich *Schmidt/Spindler*, Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive, 2008; *Socialist Group in the European Parliament*, Hedge funds and private equity, a critical analysis, April 2007; mit speziellerem Fokus *Schulz/Kaserer/Trappel*, Finanzinvestoren im Medienbereich, 2008, dazu *Otto*, AG 2013, 357, 365–366.

<sup>757</sup> Namentlich *Leible/Lehmann* (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, 2009; zu den Beiträgen auf dem ZGR-Symposion „Unternehmensfinanzierung und -rechnungslegung“ am 18./19.01.2008 in Glashütten, veröffentlicht in ZGR 2/3-2008 siehe das resümierende Fazit von *Lutter*, ZGR 2008, 434.

<sup>758</sup> *Wenninger*, Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts, 2009; *Holzner*, Private Equity, der Einsatz von Fremdkapital und Gläubigerschutz, 2009; *Bednarz*, Die Regulierung von Hedge-Fonds, 2009; *Enders*, Hedge-Fonds im Steuerrecht der USA, 2010; *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, 2010; *Söhner*, Gläubigerschutz und Anlegerschutz vor Private-Equity- und Hedgefonds, 2012; *Heuser*, Shareholder activism, 2012; angrenzend aus wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive *Maurenbrecher*, Sanierung mittelständischer Unternehmungen durch Private-Equity-Gesellschaften, 2008; *Sauermann*, Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften durch Finanzinvestoren, 2010; *Stadler*, Shareholder-Aktivismus durch Hedge Fonds, 2010.

<sup>759</sup> Namentlich *Seifert/Voth*, Invasion der Heuschrecken, 2007; zudem insbesondere die mit dem Deutschen Wirtschaftsbuchpreis 2007 ausgezeichnete Arbeit von *Schäfer*, Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006.

<sup>760</sup> Hierzu etwa *Wenninger*, Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts, 2009, der sich nicht speziell mit der Problematik kurzfristiger Orientierung befasst, aber a. a. O., S. 61–63 den Fall der Deutschen Börse und a. a. O., S. 146–147 haltedauerabhängige Treuestimmrechte erörtert. Ebenfalls zu Rahmenbedingungen und Schranken von Aktivismus speziell durch Hedgefonds *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, 2010, der a. a. O., S. 125–127 die Kritik eines kurzfristigen Anlagehorizonts diskutiert, aber im Ergebnis weitgehend ablehnt bzw. für zweifelhaft erachtet. In ähnlicher Weise zu Rahmenbedingungen und Schranken von formeller und informeller Einflussnahme durch aktivistische Aktionäre *Heuser*, Shareholder activism, 2012, mit im Vergleich zu den vorherigen Arbeiten deutlich ausführlicherer Behandlung des Aspekts kurzfristiger Orientierung bzw. *Short-termism*. Heuser erachtet Konfliktpotenzial durch unterschiedliche Anlagehorizonte von Aktionären nach Ablehnung der Theorie effizienter Kapitalmärkte für theoretisch möglich (S. 24–26), einschließlich einer Einflussnahme dergestalt, dass Aktivisten die Investitionspolitik ihrer Zielunternehmen von langfristig profitablen, im Erwartungswert aber schwer einzuschätzenden Projekten abbringen und stattdessen unmittelbare, aber suboptimale Renditepotenziale anstreben (S. 29–30). Empirische Studien lieferten letztlich kein klares Bild zu den langfristigen Werteffekten aktivistischer Hedgefonds (S. 70–74). Kurzfristige Kurssteigerungen seien hinreichend belegt, nachhaltige Wertsteigerungen indes jedenfalls in Deutschland nicht feststellbar, ebenso wenig wie nennenswerte Verbesserungen der Unternehmensführung (S. 77). Zum deutschen Aktienrecht behandelt Heuser, inwieweit kurzfristige Orientierung einen Treuepflichtverstoß bei der Stimmabgabe bedeuten kann: Dies bejaht er aufgrund einer Sperrminorität nur ausnahmsweise in Sa-

Die Diskussion ist nicht zuletzt unter dem Eindruck der regulatorischen Änderungen im Zuge der Finanzkrise bei Weitem nicht abgeschlossen, weder in Deutschland noch international.<sup>761</sup> In neuerer Zeit erhält sie aber bemerkenswert oft einen anderen Akzent. Nachdem seit der Hochzeit der Heuschreckendebatte die einschlägigen Studien mit großer Mehrheit zumindest für Private-Equity-Investoren im Wesentlichen positive Effekte festgestellt haben,<sup>762</sup> wird diese Fondskategorie zunehmend aus der negativen Ecke herausgerückt in ein positiveres Licht gestellt: Private-Equity-Fonds, die Aktiengesellschaften durch Delisting unter ihre Fittiche nehmen, gelten nun nicht selten als ein vielversprechender Weg, um kurzfristiges Denken zu überwinden, dem börsennotierte Gesellschaften – tatsächlich oder vermeintlich – durch den Zwang zu einer Geschäftspolitik unterliegen, die sich an Quartalsergebnissen ausrichtet.<sup>763</sup> Insgesamt zeichnet sich ein gradueller Bewusstseinswandel ab,<sup>764</sup> hin zu einer differenzierten Sicht: Einerseits herrscht mit Blick auf Finanzinvestoren, anders als stellenweise früher,<sup>765</sup> kein besonderer Optimismus hinsichtlich ihrer Wirkung auf die Corporate Governance, zumal institutionelle Investoren im Vorfeld der Finanzkrise keine Kontrollfunktion erfüllt haben.<sup>766</sup> Andererseits hat man sich vielfach, wenngleich nicht überall,<sup>767</sup> von der starren Schwarz-Weiß-Rhetorik der Heuschreckendebatte weitgehend verabschiedet und insbesondere auf Unionsebene einer anderen Perspektive zugewandt: Im Vordergrund stehen nun die Chancen, welche eine Beteiligung institutioneller Investoren bietet, wobei ein Gestaltungsanliegen in den Vordergrund rückt: Ziel ist eine sorgsame Aktivierung erwünschten Engagements mit langfristigem Zeithorizont (Stewardship), insbesondere von Fondsmanagern, die für Institutionen mit langfristigen Verbindlichkeiten tätig sind.<sup>768</sup> Den rechtlichen und ökonomischen Rahmenbedingungen im deutschen Aktienrecht, auch im Vergleich zu ausländischen Rechtsordnungen, sind bereits mehrere Monografien nachgegangen.<sup>769</sup> Der Tatbestand des Acting in Concert, den das Risikobegrenzungs-

---

nierungsfällen (S. 111 f., umstritten), bei sog. „Superdividenden“ nur bei Bestandsgefährdung (S. 117–121, im Einzelnen strittig), bei Ermächtigungen zu Aktienrückkäufen nicht und bei Beschlüssen über Abspaltung oder Verkauf von Unternehmensteilen allenfalls, wenn erheblicher Schaden für Gesellschaft oder Aktionäre entstände (S. 121 f.; ferner jeweils zusammenfassend S. 136, 148, 158, 242).

<sup>761</sup> Siehe aus neuerer Zeit nur *Athanassiou* (Hrsg.), *Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments*, 2012; *Otto*, AG 2013, 357 ff.; *Heuser*, *Shareholder activism*, 2012.

<sup>762</sup> So im Ergebnis zu Recht das Fazit von *Otto*, AG 2013, 357, 366–367 nach Durchmusterung wichtiger Studien zum deutschen Raum.

<sup>763</sup> So etwa *ders.*, AG 2013, 357, 372 m. w. N. zu gleichlautenden Stimmen aus den USA. Für Hedgefonds gilt dies nicht in gleichem Maße. Ihr Einfluss auf die Unternehmensführung ist nach wie vor umstritten, etwa mit Blick auf das sog. *empty voting*, dazu etwa in Bezug auf die EU *Ringe*, 36 *Seattle U. L. Rev.* 1027 (2013).

<sup>764</sup> So *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 601.

<sup>765</sup> Dazu *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 702–703.

<sup>766</sup> Siehe an dieser Stelle nur *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 599–600; zur entsprechenden Kritik auf europäischer Ebene 4. Teil, § 6, S. 858 ff.

<sup>767</sup> Siehe etwa mit Blick auf die Ursachen der Finanzkrise *Timm*, ZIP 2010, 2125, 2128: „Wenn die Bank X Renditen von 25 % anstrebt, muss dies auch Hedgefonds Y möglich sein. Die ‚Heuschrecken‘-Mentalität wird als Geschäftsprinzip ‚verinnerlicht‘.“

<sup>768</sup> Zu entsprechenden Bestrebungen im Vereinigten Königreich sowie der Europäischen Kommission siehe 4. Teil, § 4 I.2. und § 4 I.3., S. 781 ff. bzw. 4. Teil, § 6 VI. und § 6 X., S. 867 f., 880 ff.

<sup>769</sup> *Winkler*, *Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA*, 2008; *Keltsch*, *Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit*, 2012, dabei S. 46–49 zum *Short-termism*-Problem; jüngst *Bassler*, *Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen*, 2015.

verschärft hat, erscheint nun vielen als kontraproduktives Hindernis.<sup>770</sup> In gewisser Weise ist die Debatte damit unter neuen Vorzeichen zu einem Kernthema der Weimarer Reformdiskussion zurückgekehrt.<sup>771</sup> Ob damit die ideale Einstellung gefunden ist, bedarf noch der Klärung.<sup>772</sup> In jedem Fall wird eine nüchterne Herangehensweise an die „fundamentale[n] Frage[n] des Gesellschaftsrechts“, wie es möglich ist, „einen gewünschten Aktivismus von Aktionären, der zu einer intensiven Kontrolle des Managements beitragen kann, von einem schädlichen Einfluss auf die Organe der Gesellschaft“ zu trennen,<sup>773</sup> einer sachgerechten Lösung nur dienlich sein.

---

<sup>770</sup> Siehe *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 627–628, 632–633, 636–637.

<sup>771</sup> *Müller-Erbach*, Umgestaltung der AG, 1929 trifft mit seinem Titel („Die Umgestaltung der Aktiengesellschaft zur Kerngesellschaft verantwortungsvoller Großaktionäre – Entwicklung des Aktienrechts aus dem mitgliedschaftlichen Interesse“) die Stewardship-Debatte nicht schlecht, wenn man „Großaktionäre“ durch „institutionelle Investoren“ ersetzt und das Merkmal der Kerngesellschaft dadurch verwirklicht sieht, dass kleine Privatanleger ihre Mitverwaltungsrechte typischerweise aus rationaler Apathie nicht ausüben sowie überdies von den faktischen Informations- und Einflussmöglichkeiten ausgeschlossen sind, die (größeren) institutionellen Investoren durch direkte Vorstandskontakte offenstehen.

<sup>772</sup> Zur Diskussion in Großbritannien 4. Teil, § 4 I.2.b), S. 784 ff.; ferner zur Diskussion um die Investorenkommunikation des Aufsichtsrates in Deutschland 4. Teil, § 8 II.3.a) ff), S. 984 ff.

<sup>773</sup> *Spindler*, WM 2007, 2357, 2358–2359, ähnlich zudem S. 2364.

## § 3 Fazit: Die *Short-termism*-Diskussion bis zur Finanzkrise

### 1. Exemplarischer Charakter der herausgearbeiteten Linien und Themen

Die vorstehende Untersuchung der Debatten um kurzfristige Orientierung (*Short-termism*) in Großbritannien und den Vereinigten Staaten einerseits sowie in Deutschland im europäischen Kontext andererseits zeichnet naturgemäß nicht in jeder Hinsicht ein repräsentatives Bild auch für andere europäische oder angloamerikanische Länder. Dessen ungeachtet spricht einiges dafür, dass den herausgearbeiteten Linien und Themen ein gewisser exemplarischer Charakter für die Auseinandersetzung mit kurzfristiger Orientierung im Kapitalgesellschaftsrecht im angloamerikanischen Raum sowie im kontinentalen Zentraleuropa beigemessen werden kann.

#### 1. Angloamerikanischer Rechtskreis

Zum einen gab es parallel zu der englischen und US-amerikanischen Debatte um Übernahmen und institutionelle Investoren eine thematisch eng verwandte und teils inhaltlich verzahnte, wenn auch beschränktere Diskussion in Australien.<sup>1</sup> Generell wirkte und wirkt sich in Common-Law-Rechtsordnungen die gemeinsame Wurzel bei bestimmten Aspekten der *Short-termism*-Debatte vereinheitlichend aus, vor allem bei der Diskussion um die zeitliche Ausrichtung von Trustee-Pflichten (fiduciary duties). Hinzu kommt, dass insbesondere die US-amerikanische Literatur zu *Short-termism* weltweit einflussreich ist.

#### 2. Kontinentales Zentraleuropa

##### a) Parallelen zu Weimar: Schweiz, Österreich

Zum anderen fand eine im Ausgangspunkt ähnliche Debatte um Überfremdung durch kurzfristiges ausländisches Kapital, wie sie die deutsche Rechtswissenschaft in der Weimarer Republik führte, in etwa parallel in der Schweiz statt.<sup>2</sup> Auch in Österreich, wo man die Entwicklung des deutschen Aktienrechts seit jeher besonders aufmerksam verfolgt hat,<sup>3</sup> erkannte der bedeutende österreichische Rechtswissenschaftler, Ministerialsekretär und Justizminister *Franz Klein*<sup>4</sup> in der Aktiengesellschaft unausgleichbare Gegensätze nicht nur zwischen Großkapital und Kleinaktionären, sondern auch zwischen ruhigem Privat- und spekulierendem Finanzkapital.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Siehe die Nachweise bei *Stapledon*, Institutional Shareholder and Corporate Governance, 1996, S. 210 Fn. 19.

<sup>2</sup> Eingehend die ausführliche und instruktive Arbeit von *Lüpold*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008; zudem auch *ders.*, Schweizerische Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialgeschichte 23 (2008), 99 ff.

<sup>3</sup> Dazu und zur gegenseitigen Befruchtung *Kalss*, in: *Kalss/Meissel* (Hrsg.), Zur Geschichte des Gesellschaftsrechts in Europa, 2003, S. 79 ff., zum Blick nach Deutschland insb. S. 81, 91–93, 95.

<sup>4</sup> Für eine biografische Würdigung etwa *Doralt*, in: *Doralt/Kalss* (Hrsg.), *Franz Klein – Vorreiter des modernen Aktien- und GmbH-Rechts*, 2004, S. 5 ff.; speziell zu Kleins Wirken im Gesellschafts- und weiteren Wirtschaftsrecht (insbesondere Kartellrecht) *Kalss/Eckert*, in: *Doralt/Kalss* (Hrsg.), *Franz Klein – Vorreiter des modernen Aktien- und GmbH-Rechts*, 2004, S. 13 ff. sowie zu Kleins Tätigkeit als Politiker die Beiträge von *Baltzarek, Fellner, Böhm, Hofmeister* und *Foregger* in *Hofmeister* (Hrsg.), *Forschungsband Franz Klein*, 1988.

<sup>5</sup> *Klein*, Die neueren Entwicklungen in Verfassung und Recht der Aktiengesellschaft, 1904, S. 54: „Die innere Entwicklung der Aktiengesellschaft ist das Werk unausgleichbarer Gegensätze, die durch

Vor allem die Debatte in der Schweiz verdeutlicht die Reichweite, aber auch Grenzen der Parallelen: Dort galten, ebenso wie in Deutschland, Ende des 19. Jahrhunderts „spekulativ“ und „ausländisch“ nicht selten als Synonyme.<sup>6</sup> Man reagierte hierauf, ähnlich wie in Deutschland, indem man die Stimmrechtsmacht mutmaßlich langfristiger Investoren stärkte. Die Schweiz bewerkstelligte dies allerdings rechtstechnisch moderater und zielgenauer über Spezialgesetze. Statt pauschal Aktionärsgruppen, die man als typischerweise langfristig ansah, Mehrstimmrechte in die Hand zu geben, entzog zuerst das Eisenbahnstimmrechtsgesetz von 1895 sektorspezifisch Inhaberaktien das Stimmrecht und beschränkte es auf Namensaktien in Abhängigkeit von einer Mindesthaltedauer.<sup>7</sup> Dadurch gelang es, öffentliche Interessen gegenüber (vermeintlich) kurzfristigen, insbesondere ausländischen „Spekulationsaktionären“ zu stärken und einer „Überfremdung“ wichtiger Infrastrukturanbieter entgegenzutreten, aber das geltende liberale allgemeine Aktienrecht unverändert zu lassen. Dies ist nicht zuletzt vor dem Hintergrund zu sehen, dass das Schweizer Aktienrecht vor dem Ersten Weltkrieg einen Standortvorteil gegenüber dem starren deutschen Aktienrecht bot und zudem seit jeher auch von kleinen Kapitalgesellschaften genutzt worden ist, für welche die Probleme von Publikumsgesellschaften untypisch waren.<sup>8</sup>

politische Geschichte sowie durch die Geschichte der Wirtschaft und des Geisteslebens in sie hineingetragen werden. [...] Zu dem fast angeborenen Zwiespalt zwischen Großkapital und den mit geringeren Summen Beteiligten treten nach und nach der Gegensatz zwischen dem ruhigen Privat- und dem spekulierenden Finanzkapital, dann der Widerspruch zwischen Denken und Fühlen des Geldes und den Anforderungen, die sich aus den herrschenden politischen und philosophischen Lehren und aus den Veränderungen der Ideenwelt ergeben, und endlich der Gegensatz zwischen dem Gesellschaftsgedanken und dem Bedürfnis nach Persönlichkeit.“ Beachtlich ist, dass Klein, anders als viele Zeitgenossen in Deutschland, sich aber ausdrücklich dagegen wandte, die Einordnung nach lang- und kurzfristiger Orientierung anhand der Beteiligungshöhe vorzunehmen: „Ebenso unrichtig ist es, den Großaktionären immer ein weiter ausschauendes Interesse an dem Gedeihen der Gesellschaft zu unterstellen, bei den kleinen Aktionären und der Minderheit hingegen nur vorübergehende spekulative Interessen an der Kursbewegung oder ähnliches anzunehmen.“, *Klein*, a. a. O., S. 218 [44]. Klein behandelte in dieser Publikation auch verschiedene Vorschläge zur Förderung einer langfristigen Orientierung, darunter die Kopplung des Stimmrechts an eine Mindesthaltedauer (*Klein*, a. a. O., S. 43 [217]) sowie die Kopplung von Aktionärs(-minderheiten)rechten an eine Mindesthaltedauer (*Klein*, a. a. O., S. 47 [221] i. V. m. S. 31 [205]).

<sup>6</sup> *Lüpold*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 68, zudem zusammenfassend S. 80 („Veränderungen betrafen hierzulande [in der Schweiz] vor allem die Eisenbahngesellschaften, deren nach aussen offene Governance-Strukturen die so genannte ‚Spekulation‘ begünstigte. Darunter verstand man im 19. Jahrhundert vor allem den Handel mit grösseren Aktienpaketen. Diese Spekulation wurde vor allem deswegen als Problem wahrgenommen, weil ausländische Investoren sich stark für schweizerische Bahngesellschaften interessierten.“).

<sup>7</sup> So das Bundesgesetz betreffend das Stimmrecht der Aktionäre von Eisenbahngesellschaften und die Beteiligung des Staates bei deren Verwaltung (vom 28.06.1895) (BS 7 217), abgedruckt im Bundesblatt vom 17.07.1895, BBl 1895 III 597. Art. 2 Abs. 1 des Eisenbahnstimmrechtsgesetzes gewährte das Stimmrecht in der Generalversammlung ausschließlich denjenigen Aktionären, „deren Aktien auf den Namen lauten und seit wenigstens sechs Monaten oder seit dem Entstehen der Gesellschaft auf den betreffenden Namen im Aktienbuch eingetragen sind“. Art. 2 Abs. 2 rechnete Aktionären, welche die Aktie durch Erbschaft oder Vermächtnis erworben hatten, die Zeit der Eintragung ihres Rechtsvorgängers an. Art. 3 erlaubte in Abs. 1 stimmberechtigten Aktionären, ihre Aktien in der Generalversammlung vertreten zu lassen, untersagte aber in Abs. 2, Aktien zwecks Stimmrechtsausübung zu entleihen oder auszuliehen. Zu dieser Regelung *ders.*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 68–69, auch zu anderen Maßnahmen mit gleicher Zielrichtung im Nationalbankgesetz von 1905 (Übertragung vinkulierter Namensaktien der Nationalbank nur auf Schweizer) und im Gesetz über die Nutzbarmachung der Wasserkräfte von 1916; aus zeitgenössischer Sicht kritisch zur Regelung im schweizerischen Eisenbahnstimmrechtsgesetz und eine Übertragbarkeit auf andere Aktiengesellschaften ablehnend *Klein*, Die neueren Entwicklungen in Verfassung und Recht der Aktiengesellschaft, 1904, S. 43.

<sup>8</sup> Siehe *Lüpold*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 69.

Auch im frühen 20. Jahrhundert teilten maßgebliche Schweizer Akteure einschließlich der gesetzgebenden Institutionen in der Sache die Sicht *Walther Rathenaus*, welche gute anlagensuchende Daueraktionäre und schlechte Spekulationsaktionäre gegenüberstellte. Die Interessen Ersterer sollten regelmäßig mit denen des Unternehmens sowie der wohlwollenden Geschäftsleitung übereinstimmen, während Letztere im Ruch standen, kurzfristig und rücksichtslos nach Gewinn oder anderweitigen Sonderinteressen zu streben.<sup>9</sup> Mitunter, allerdings eher selten,<sup>10</sup> wurde *Rathenau* direkt rezipiert, etwa in einem Aufsatz des Aktienrechtlers *Fritz Fick* von 1920 in der angesehenen Schweizerischen Juristenzeitung.<sup>11</sup> Ähnlich wie in den deutschen Reformbestrebungen spielte diese Wahrnehmung in den schweizerischen Diskussionen um die Reform des Aktienrechts ab den 1910er Jahren<sup>12</sup> eine erhebliche Rolle. In den Vorentwürfen ebenso wie im (vor-)parlamentarischen Verfahren betraf das Thema insbesondere die Frage von Stimmrechtsaktien, das Gebot einer Schweizermehrheit im Verwaltungsrat mit dazugehörigen Publizitätspflichten<sup>13</sup> sowie stille Reserven.<sup>14</sup>

Allerdings erhielt die Abwehr von unternehmensbezogenen<sup>15</sup> „Überfremdungsgefahren“ in der Schweiz ab dem Ersten Weltkrieg eine wichtige zusätzliche Ratio dadurch,

<sup>9</sup> *Ders.*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 190, 192–193, 570–575. Lüpold fasst in seiner umfassenden Dissertation zu Aktienrecht und Corporate Governance in der Schweiz von 1881 bis 1961 die damalige Sicht wie folgt zusammen: „Aussen stehende Aktionäre standen im Ruch, entweder Konkurrenten oder aber an kurzfristigen Gewinnen interessierte Spekulanten zu sein. Aktionärsschutz verdienten aber nur die loyalen Daueraktionäre.“ (*Lüpold*, a. a. O., S. 193).

<sup>10</sup> Zur spärlichen Rezeption Rathenaus ebenso wie von Berle & Means in der Schweiz *ders.*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 427, speziell zur Theorie vom Unternehmen an sich S. 644–653.

<sup>11</sup> *Fick*, SJZ 16 (1920), 329, 336. Auch *Fick* argumentierte, „[...] daß es zwei Arten Aktionäre gibt, diejenigen, die ihr Kapital gewinnbringend und sicher anlegen wollen, und diejenigen, die lediglich Kursgewinn erhoffen. Ihre Interessen stehen sich oft diametral gegenüber. Die Interessen der ersteren sind in höherem Masse des Schutzes wert als die der letzteren.“

<sup>12</sup> 1911 beauftragte der Bundesrat den Berner Rechtsprofessor und Nationalrat Eugen Huber mit der Ausarbeitung eines Revisionsentwurfs für die handelsrechtlichen Teile des Obligationenrechts. Huber legte 1915, 1917 und 1919 Vorentwürfe vor, der Gesetzentwurf wurde 1919 veröffentlicht, *Lüpold*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 170.

<sup>13</sup> Eingehend dazu *ders.*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 170 ff., insb. S. 170–171, 178–183, 193, speziell zu Stimmrechtsaktien zudem S. 487–505, 544–553 (insoweit Überfremdungsthema ohne Element der Kurzfristigkeit). Schweizermehrheit und Publizitätspflichten waren bereits ab 1916 Gegenstand verschiedener Verordnungen und Beschlüsse, siehe die tabellarische Auflistung bei *ders.*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 221, sowie näher S. 264–268 und zur Aktienrechtsnovelle per Notverordnung von Juli 1919 auch *ders.*, Schweizerische Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialgeschichte 23 (2008), 99, 103.

<sup>14</sup> In der vorparlamentarischen ebenso wie in der parlamentarischen Phase diskutierte man stille Reserven unter anderem mit Blick auf die Beziehungen zwischen außenstehenden, kurzfristig orientierten „Spekulationsaktionären“ (Minderheitsaktionären), die grundsätzlich als wenig schützenswert galten, einerseits, und um das Unternehmenswohl besorgten „Daueraktionären“ und Geschäftsleitern andererseits, *Lüpold*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 560, 566–568, zudem S. 570–575.

<sup>15</sup> Gleichzeitig kam in der Schweiz in der Zeit vor und nach dem Ersten Weltkrieg eine auf Ausländer-, Migrations- und Arbeitsmarktpolitik bezogene Überfremdungsdiskussion auf, die protektionistisch und teils auch nationalistisch geprägt war. Zu dieser und mit ihr verbundenen gesetzgeberischen Maßnahmen siehe eingehend *Arlettaz/Arlettaz*, in: Mattioli (Hrsg.), Antisemitismus in der Schweiz 1848 – 1960, 1998, S. 327 ff. sowie, auch zur Debatte um wirtschaftliche Überfremdung, *dies.*, in: Bairoch/Körner (Hrsg.), La Suisse dans l'économie mondiale/Die Schweiz in der Weltwirtschaft, 1990, S. 319 ff. Nach Lüpold „entwickelte sich auf dem Gebiet der Unternehmen ab ungefähr 1916 ein Sonderdiskurs, der äusserlich zwar kompatibel war mit den übrigen (und dem übergeordneten) Überfremdungsdiskursen, aber sich inhaltlich ein Stückweit abkoppelte“, *Lüpold*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 217, 219 (dort das Zitat); stärker integrierte Darstellung bei *Arlettaz/Arlettaz*, in: Bairoch/Körner (Hrsg.), La Suisse dans l'économie mondiale/Die Schweiz in der Weltwirtschaft, 1990, S. 319 ff., die

dass international verflochtene Schweizer Unternehmen zwischen die Fronten eines Wirtschaftskrieges der Entente (Frankreich, England) und Deutschlands gerieten, bei dem Verbindungen mit dem jeweiligen Feind zu Boykotten, Hetzkampagnen und Beschlagnahmungen führen konnten.<sup>16</sup> Sorge vor „Überfremdung“ war also nicht nur eine Ideologie, um bestehende Macht- und Wirtschaftsverhältnisse zu rechtfertigen, sondern zugleich eine politische Notwendigkeit, die international tätige Unternehmen aus der neutralen Schweiz beachten mussten, und angesichts der Herausforderungen des internationalen Umfelds somit ein juristischer Sachzwang.<sup>17</sup> Dies erklärt zugleich, warum die Wirtschaft das Thema vorantrieb.<sup>18</sup>

Nach Ende des Ersten Weltkrieges bis Mitte der 1920er Jahre verlor das Thema zwar vorübergehend an Bedeutung,<sup>19</sup> aber nur, um mit dem Zweiten Weltkrieg mindestens ebenso drängend wieder hervortreten.<sup>20</sup> In Bezug auf die Corporate Governance bestand, wie *Martin Lüpold* gezeigt hat, „eine wichtige Antwort der Schweizer Unternehmen darin, ihren schweizerischen Charakter stärker zu belegen und sich von deutschen Verwaltungsräten zu trennen. Diese Verschweizerung der Führungsetagen und des Unternehmensnetzwerkes bahnte eine jahrzehntelange Entwicklung an, im Laufe deren Ausländer in der Schweizer Unternehmenslandschaft zu unerwünschten Aussenseitern wurden. Um diese Aussenseiter abzuwehren, wurden ab den späten 1920er Jahren und dann wieder ab den Jahren des Zweiten Weltkrieges aufwendige aktienrechtliche Verteidigungsmaßnahmen aufgebaut“,<sup>21</sup> insbesondere durch Namensaktien und Vinkulierung.<sup>22</sup>

Die Erfahrung, dass ausländische Verbindungen gefährlich sein konnten, verstärkte also partiell das Corporate-Governance-Bild jener Zeit, demzufolge Großaktionäre und Unternehmensleiter die langfristigen Interessen des Unternehmens zum Vorteil der guten „Daueraktionäre“ verfolgten, während außenstehende Minderheits- bzw. Spekula-

---

allerdings ebenfalls die Debatte um wirtschaftliche Überfremdung in einem Block schildern (S. 329–333).

<sup>16</sup> *Lüpold*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 208–210; *Lüpold*, Schweizerische Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialgeschichte 23 (2008), 99. Zu den Abwehrbestrebungen gegen deutsche Gesellschaften und Konzerne in den angelsächsischen Ländern nach Ausbruch des Ersten Weltkrieges etwa jüngst anschaulich *Damler*, Konzern und Moderne, 2016, S. 193–209.

<sup>17</sup> Vgl. *Lüpold*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 726, 742, 905.

<sup>18</sup> Allen voran der Wirtschaftsdachverband Vorort stellte die Abwehr der „wirtschaftlichen Überfremdung“ ins Zentrum der Aktienrechtsreform (zu Wirken und Forderungen der sog. „Überfremdungskommission“ des Vororts von 1917 bis 1919 sowie zur Reaktion Eugen Hubers eingehend *ders.*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 235–264; zur zweiten Überfremdungskommission von 1944 a. a. O., S. 738–740; hinzu trat ab 1942 das Wirken der Vereinigung schweizerischer Industrie-Holdinggesellschaften (dazu a. a. O., S. 740–742); zu den Vorort-Kommissionen auch *ders.*, Schweizerische Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialgeschichte 23 (2008), 99, 101–103, 110–111). In der Frühphase der Reform wurde der Vorort dabei durch den Züricher Bankier Julius Frey unterstützt, der neben anderen Wirtschaftsvertretern einer „kleinen Kommission“ angehörte, die der mit dem Revisionsentwurf betraute Rechtsprofessor Eugen Huber zur Beratung seiner Vorentwürfe einlud (a. a. O., S. 170–171).

<sup>19</sup> Dies spiegelte der bundesrätliche Entwurf wider, in dem nur die Schweizermehrheit im Verwaltungsrat als einzige direkt auf Überfremdungsabwehr gemünzte Vorschrift verblieb, *Lüpold*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 306.

<sup>20</sup> *Ders.*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 724–742.

<sup>21</sup> *Ders.*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 210; dazu dann im Einzelnen S. 211–216, 220–223 sowie zum Einfluss auf die Aktienrechtsreform S. 235–268.

<sup>22</sup> Dazu *ders.*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 724–738, 901–903; *ders.*, Schweizerische Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialgeschichte 23 (2008), 99, 104–109.

tionsaktionäre nur ihren kurzfristigen finanziellen Interessen nachgingen und sich nicht um die Zukunft des Unternehmens scherten.<sup>23</sup>

#### b) Jüngere Parallelen: Frankreich, Niederlande

In jüngerer Zeit sind mitunter protektionistisch geprägte Bestrebungen gegen *court-termisme* des Kapitalmarktes insbesondere in Frankreich zu verzeichnen, wo der Gesetzgeber es wiederum unternommen hat, das Stimmgewicht mutmaßlich langfristiger Aktionäre zu stärken. Dies wird hier im Rahmen der Diskussion nach der Finanzkrise näher untersucht.<sup>24</sup> Hinzu kommt, dass mehrere Themen und Thesen, die in der deutschen Diskussion der 1990er und 2000er Jahre bedeutsam waren – namentlich die Thesen *Michel Alberts* sowie Hedgefonds-Aktivismus –, ebenso in Nachbarstaaten Kerneuropas eine Rolle spielten, etwa in Frankreich und den Niederlanden.

### II. Prägende Züge der herkömmlichen Diskussionen um kurzfristige Orientierung

Nach alledem lassen sich, ungeachtet der Unterschiede im Detail, gewisse gemeinsame Züge ausmachen, die Ursachen und Themen der Auseinandersetzung mit *Short-termism* im kontinentalen Zentraleuropa einerseits und England/USA andererseits prägen:

Nimmt man die Ursachen in den Blick, so wurden Sorgen vor kurzfristigen Einflüssen auf börsennotierte Gesellschaften im kontinentalen Zentraleuropa zunächst durch die frühen Börsenskandale und Kapitalmarktkrisen sowie durch protektionistische Bestrebungen gegenüber in- und ausländischen Interessen befeuert. Später gaben Reibungen mit Kapitalmarkt- und Corporate-Governance-Praktiken angloamerikanischer Provenienz entsprechenden Bedenken Auftrieb.

Im angloamerikanischen Rechtskreis nährten zunächst vor allem wirtschaftliche Abstiegsängste, Übernahmewellen und eine zunehmende Dominanz institutioneller Anleger die *Short-termism*-Debatte. Später kamen Bilanzskandale im Kontext kurzfristiger Vergütungsmodelle als weitere Treiber hinzu.

Thematisch streb(t)en Vertreter von *Short-termism*-Bedenken in Kontinentaleuropa insbesondere danach, den Einfluss etablierter, tatsächlich oder vermeintlich langfristiger Aktionäre zu stärken, etwa durch Mehrstimmrechte und/oder andere gesellschaftsrechtliche Konstruktionen. Zudem wandten sie sich gegen aggressive Corporate-Governance-Praktiken, die im herkömmlichen System, das eher durch langfristige Bindungen und die Vermeidung offener Konfrontation geprägt war, disruptiv erschienen. Im angloamerikanischen Raum standen hingegen Maßnahmen im Vordergrund, um die eigene inter-

<sup>23</sup> Zur Verstärkung bestehender Ausgrenzungstendenzen *Lüpfold*, Schweizerische Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialgeschichte 23 (2008), 99, 100; zu dem im Text skizzierten Bild und seinen Auswirkungen in der Kritik des juristischen Schrifttums an dem Entwurf Huber *ders.*, Ausbau der Festung Schweiz, Herbst 2008, S. 278, zudem zur Bedeutung dieses Bildes in der vorparlamentarischen Phase S. 306, allgemein zu seinem Bestehen in Deutschland und der Schweiz S. 427, zur Bedeutung in der Unternehmensfinanzierung S. 435 (Rezeption der deutschen Betriebswirtschaftler, insbesondere Schmalenbachs), in der juristischen Diskussion um stille Reserven S. 462–464, allgemein in der parlamentarischen Phase S. 570–575, in der Auseinandersetzung mit Ideen eines Schutzes des Unternehmens als Selbstzweck S. 651–653, 657, bei der Interpretation des Aktienrechts von 1936 S. 721–723 (Kommentierung Siegwarts im Züricher OR-Kommentar von 1945; resümierend S. 722: „Die bei früheren Autoren wie Egger und Hug stets nur angedeutete, im Parlament aber deutlich ausgesprochene Unterscheidung zwischen ‚guten‘ und ‚schlechten‘ Aktionären ist bei Siegwart nun deutlich formuliert.“).

<sup>24</sup> Dazu 4. Teil, § 5, S. 810 ff.

nationale Wettbewerbsfähigkeit zu steigern, institutionelle Investoren langfristig engagiert auszurichten sowie, mit beidem verbunden, die Regulierung von Übernahmen.

Ein übergreifender Diskurs im Sinne einer globalen *Short-termism*-Debatte fehlte hingegen weitgehend. Zwar blickte man sowohl im angloamerikanischen Rechtskreis als auch in Kontinentaleuropa intensiv auf den jeweils anderen: Wissenschaft und Praxis verglichen die lang- oder kurzfristige Orientierung der verschiedenen Corporate-Governance-Systeme als Beitrag zur Wettbewerbsfähigkeit und diskutierten kurzfristige Orientierung als Kriterium für die Bewertung bestimmter Elemente der Corporate Governance. Dabei verfolgte das deutsche Schrifttum die US-amerikanische *takeover controversy* und den damit einhergehenden Streit um *Short-termism* nicht nur eingehend, sondern stellte ihn auch *en miniature* nach. Das geschah aber unter völlig anderen Vorzeichen: In Deutschland, der Schweiz und Frankreich nahm (bzw. nimmt) man angloamerikanische Investoren und ihre Praktiken verbreitet als Störung und Gefahr für das eigene System wahr. Zugleich schien das als kurzfristig eingeordnete angloamerikanische Modell seit den 1990er Jahren unaufhaltsam auf dem Vormarsch. Umgekehrt fürchtete man in Großbritannien und zeitweise in den USA lange, im internationalen Wettbewerb gegenüber deutschen und japanischen Unternehmen mit einem idealisiert wahrgenommenen langfristigen Corporate-Governance-Modell zu unterliegen. Generell hatte die Diskussion um Übernahmen und institutionelle Investoren im Vereinigten Königreich und den USA angesichts des dort viel aktiveren Marktes für Unternehmenskontrolle und der anders gelagerten Aktionärsstruktur einen größeren Stellenwert als in Deutschland. Außerdem spielten die angloamerikanischen Debatten um kurzfristiges Management in dieser Form in Deutschland keine wesentliche Rolle.



### 3. Teil:

## Moderne ökonomische Short-termism-Forschung

### § 1 Einführung

#### I. Verbindungslinien und Erkenntnisinteresse

Bereits die eingangs erörterten Ansätze zur Definition von *Short-termism* legen nahe, dass sich die Debatte in weiten Teilen auf zentrale Akteure des Kapitalgesellschaftsrechts konzentriert. Die rechtsvergleichende Untersuchung der Ideengeschichte bestätigt, dass man die Gründe für *Short-termism* zumeist – alternativ oder kumulativ – bei Managern oder Aktionären verortet. Dabei scheinen sich die Argumente zumindest seit den frühen 1980er Jahren kaum geändert zu haben:<sup>1</sup> Soweit vorrangig die Unternehmensleitung verantwortlich gemacht wird, wirft man ihr Managementfehler, kurze Verweildauern und kurzfristige Vergütungsinteressen vor. Andere suchen die Hauptschuld bei Aktionären, denen angelastet wird, nach schnellen Portfoliorenditen zu streben, etwa weil sie kurzfristig-aktivistische Strategien verfolgen, als Fondsmanager selbst kurzfristig evaluiert werden oder ihr Portfolio oft umschlagen. Zudem verweist man auf strukturelle Faktoren, die den Handlungsrahmen der vorgenannten Gruppen bestimmen, namentlich die Unternehmenszielbestimmung, das Übernahmerecht und die Quartalsberichterstattung.<sup>2</sup> Weder im zeitlichen Längsschnitt noch im Querschnitt herrscht Einigkeit darüber, welche Quelle entscheidend ist. Ohnehin kann eine Trennung künstlich werden, wenn die Vorstandsvergütung größtenteils mit Aktien erfolgt und sich die Anreize beider Gruppen dadurch angleichen.<sup>3</sup> Jedenfalls fürchtet man *Short-termism* mit der Folge unzureichender langfristiger Investitionen stets als Ursache von volkswirtschaftlichem Abstieg, Krisen und Unternehmensskandalen.

Die Gegenmeinung vertraut darauf, dass der freie Markt die Abwägung zwischen lang- und kurzfristigen Investitionen effizient löst. Ihre Anhänger verneinen daher einen interventionsbedürftigen Missstand, allerdings wiederum, ohne sich über die Gründe einig zu sein: Einige bezweifeln schon die Existenz von *Short-termism*, andere sehen ihn als reines Management-, nicht als Aktionärsproblem, und wieder andere erkennen eine Besorgnis um *Short-termism* zwar an, verweisen aber auf die Gefahr, dass Manager eine langfristige Orientierung nur vorgeben, um trotz schlechter gegenwärtiger Leistungen

---

<sup>1</sup> In diesem Sinne *Laverty*, *Management Decision* 42 (2004), 949; instruktiver konziser Überblick über die folgenden Punkte bei *Jain/Blackford/Small, III.*, *What is the Optimal Balance in the Relative Roles of Management, Directors, and Investors in the Governance of Public Corporations*, S. 37 f.; sehr konzis auch *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, *Socio-Ec. Rev.* 12 (2014), 667, 670.

<sup>2</sup> Dazu noch 4. Teil, § 6 VIII., S. 872 ff., 4. Teil, § 7 II., S. 920 ff.

<sup>3</sup> *Haldane*, *Unfair Shares*, 21.05.2014 <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2014/unfair-shares>>, S. 7 (geprüft am 06.08.2020).

im Amt zu bleiben. Schließlich könne ein kurzfristiger Horizont je nach Sachlage vorteilhaft sein, weshalb das Recht nicht Partei ergreifen solle.<sup>4</sup>

Der hitzige Streit erklärt sich nicht zuletzt daraus, dass zwei besonders häufig genannte Gründe – Missmanagement der Unternehmensleiter und Kurzsichtigkeit der Aktionäre – unmittelbare Folgerungen für die angemessenen Rollen von Aktionären und Managern in der Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften haben. Dies führt zu der Frage, warum sich diese Gruppen überhaupt kurzfristig verhalten sollten. Eine fundierte Antwort hierauf bietet die ökonomische Theorie. Die einschlägigen Modelle sind zum einen von Vorläufern aus der ökonomischen Ideengeschichte inspiriert, insbesondere von *Keynes*. Zum anderen und vor allem wurden sie durch die juristische *Short-termism*-Kontroverse der 1980er Jahre in den USA angeregt. In positiver Hinsicht erlaubt es die wirtschaftswissenschaftliche Problembestimmung, für die Akteure im Zentrum der Debatte tragfähige Theorien herauszuarbeiten, warum und wann es zu systematisch-kurzfristigem Verhalten kommen könnte. Dies kann wiederum zu empirischen Tests verhelfen. Die Schlaglichter aus der Geschichte der Ökonomie lenken zudem bereits den Blick auf mögliche psychologische Ursachen von *Short-termism* auf dem Aktien- und Kapitalmarkt. Dieser Aspekt ist in neuerer Zeit durch die Verhaltensökonomie wiederbelebt worden. Aus alledem lassen sich Ansatzpunkte dafür gewinnen, die wechselvolle juristische und rechtspolitische Debatte weiter aufzuklären. Hierum soll es im Folgenden gehen. Dazu werden zunächst Grundlinien bezogen auf wichtige Akteursgruppen skizziert, bevor der nächste größere Abschnitt das ökonomische *Short-termism*-Theorie-Multiversum untersucht.

## II. Akteure im Zentrum von *Short-termism*-Debatten

### 1. *Short-termism* auf Aktionärs-/Investoreenseite

*Short-termism* von Aktionären bzw. Investoren ist nur auf einem unvollkommenen Kapitalmarkt denkbar. Auf einem perfekten Markt sind Manager sowie Aktionäre gleichermaßen gut über die Unternehmensentwicklung informiert, Investoren bewerten Aktien rational anhand ihres Fundamentalwertes und es gibt keine Transaktionskosten.<sup>5</sup> Die Aktienkurse preisen hierdurch alle verfügbaren Informationen über Gegenwart und Zukunft exakt ein, wertsteigernde künftige Entwicklungen schlagen sich unmittelbar positiv im Kurs nieder. Dies gilt unabhängig vom Anlagehorizont der Investoren.<sup>6</sup> Denn auch ein kurzfristiger Aktionär, der an einem bestimmten Tag (Tag 1) investiert, muss berücksichtigen, was der nächste Investor zu zahlen bereit ist, an den er seine Aktie am Folgetag (Tag 2) verkaufen kann, und dieser wiederum muss, selbst wenn er kurzfristig orientiert ist, die Zahlungsbereitschaft seiner Aktienabnehmer am dritten Tag (Tag 3) bedenken und so weiter. Dieser Ketteneffekt setzt sich bis zur finalen Aktionärgeneration fort, die den gesamten Cashflow einbeziehen muss, dessen Letztgläubiger sie ist. Die Marktpreisfindung wird dadurch (theoretisch) schon für den ersten Aktienkäufer unendlich langfristig, selbst wenn jeder einzelne Investor nur einen kurzen Anlagehori-

<sup>4</sup> Zum Ganzen *Jain/Blackford/Small, III.*, What is the Optimal Balance in the Relative Roles of Management, Directors, and Investors in the Governance of Public Corporations, S. 36–38; *Duruigbo*, Kentucky L. J. 100 (2012), 531, 543–545.

<sup>5</sup> *Spremann*, Finance<sup>4</sup>, 2010, S. 417.

<sup>6</sup> *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 43; *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2011, S. 62; *Derrien/Kecskés/Thesmar*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 1755, 1756, 1758; sehr knapp *Klöhn*, ZGR 2012, 1, 12.

zont hat (sog. *Rückwärtsinduktion*<sup>7</sup>).<sup>8</sup> Zudem gewährleistet sie effiziente intertemporale Entscheidungen.<sup>9</sup> In einer idealen Welt vollständiger Information spielt der Anlagehorizont folglich keine Rolle für die Bewertung.<sup>10</sup>

Wie ausgeführt funktioniert dieser Mechanismus aber nur, wenn der Markt vollständig informiert ist und Investoren rational diskontieren, so wie es die normative ökonomische Theorie vorschreibt. Nur dann ist der Zeithorizont der Investoren unbeachtlich. Inwieweit und in welcher Form der Kapitalmarkt effizient ist, wird in den Wirtschaftswissenschaften seit Jahrzehnten intensiv empirisch erforscht, ohne dass eine allgemein anerkannte Antwort gefunden worden wäre.<sup>11</sup> Dessen ungeachtet ist die Effizienzmarkthypothese in jüngerer Zeit stark in Misskredit geraten. Zuletzt hat die Finanzkrise sie nach verbreiteter Wahrnehmung grundsätzlich diskreditiert.<sup>12</sup> Ungeachtet aller offenen Streitfragen kann man aber festhalten, dass sich die ökonomische Forschung zur Frage der Effizienz von Aktienmärkten in den letzten fünf Jahrzehnten vom Allgemeinen zum Speziellen verschoben hat: Während ältere Arbeiten tendenziell von einer Ja/Nein-Debatte ausgingen, erkennen viele jüngere Studien an, dass vollständig effiziente Märkte unmöglich sind. Stattdessen konzentrieren sie sich darauf, Faktoren zu untersuchen, die wesentlichen Einfluss darauf haben könnten, ob Informationen zeitnah in Preise eingehen. Zugleich steigt das Augenmerk auf Aspekte von Regulierung und Marktgestaltung, welche die Effizienz der Preisbildung behindern oder erhöhen.<sup>13</sup> Dies entspricht dem Ansatz, den bereits der Neoklassiker *Pigou* seinen Überlegungen zu kurzfristiger Orientierung zugrunde gelegt hat.<sup>14</sup>

Falls Investoren tatsächlich kurzfristig orientiert sind und dadurch eine suboptimale Corporate Governance verursachen, hat das potenziell weitreichende makroökonomische Folgen: Ein kurzfristiger Fokus könnte dazu führen, dass das Management längerfristige Projekte vernachlässigt, die das Wachstum der Volkswirtschaft steigern würden. Insoweit betrifft die Debatte um *Short-termism* über reine Corporate-Governance-Überlegungen hinaus auch den Bereich Wachstumsförderung und die Funktionsweise der Finanzmärkte.<sup>15</sup> Jüngere Politikinitiativen der Europäischen Kommission veranschaulichen diese Verbindung.<sup>16</sup> Die ideengeschichtliche Untersuchung hat indes gezeigt, dass die interne und externe Corporate Governance von Kapitalgesellschaften im Zentrum der rechtspolitischen *Short-termism*-Debatte steht. Hierauf liegt dementsprechend auch im Folgenden das Hauptaugenmerk.

<sup>7</sup> *Froot/Scharfstein/Stein*, J. Fin. 47 (1992), 1461.

<sup>8</sup> *Gigler/Kanodia/Sapra u. a.*, J. Acc. Res. 52 (2014), 357, 360; *Klöhn*, ZBB/JBB 2011, 130, 138.

<sup>9</sup> *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 836.

<sup>10</sup> Siehe nur *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 43; *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 836, 849 m. w. N.; aus dem deutschen Schrifttum etwa *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2011, S. 62.

<sup>11</sup> Für einen instruktiven Überblick über Ansätze zu und Schwierigkeiten von Tests der Effizienzmarkthypothese siehe *Spremann*, Finance<sup>4</sup>, 2010, S. 417 ff., insb. 14.2.4. S. 424–428.

<sup>12</sup> *Duruigbo*, Kentucky L. J. 100 (2012), 531, 544 f.; ähnlich *Moore/Walker-Arnott*, J. L. & Soc. 41 (2014), 416, 419. Theoretisch ist das zugrunde liegende Argument indes nicht zweifelsfrei. Denn ein effizienter Markt schließt gelegentliche zufällige Fehlbewertungen nicht aus. Die Anhänger der Effizienzmarkthypothese betonen daher, dass das Entstehen von Preisblasen bisher nie prognostiziert werden konnte, vielmehr Preisblasen für viele Beobachter erst im Nachhinein erkennbar waren, dazu *Spremann*, Finance<sup>4</sup>, 2010, S. 426 f.

<sup>13</sup> *Beneish/Lee/Nichols*, J. Accounting & Ec. 60 (2015), 33, 53.

<sup>14</sup> Dazu näher 1. Teil, § 1 II.3., S. 35 ff.

<sup>15</sup> *Kirkpatrick/Lehuedé/Hoki*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, S. 40; *World Economic Forum*, Future of Long-term Investing, 2011, S. 43–45, zudem S. 67–70.

<sup>16</sup> Dazu oben 4. Teil, § 6 VII., S. 868 ff. und zusammenfassend 4. Teil, § 6 XIV.2., S. 910 f.

## 2. Short-termism aufseiten der Vorstände/Manager

Für Manager gilt im Ausgangspunkt Ähnliches wie für Investoren bzw. Aktionäre:<sup>17</sup> Bei intertemporalen Entscheidungen hängt die angemessene Balance zwischen lang- und kurzfristigen Vorteilen von der Rate ab, mit der zukünftige Vorteile diskontiert werden. Theoretisch lassen sich bei vollständiger Information aller Beteiligten, wenn also Manager und Aktionäre gleich viel über mögliche Projekte und Renditen wissen, die Anreize der Manager effizient gestalten. Die Manager würden dann stets im Sinne der Eigentümer entscheiden und angemessen in Abhängigkeit von den Kapitalkosten diskontieren.

Die Realität sieht freilich anders aus: Manager sind meist besser informiert und ihre Anreizstrukturen nicht perfekt mit den Zielen der Eigentümer abgestimmt. Infolgedessen können Manager Anreize bzw. Einflüssen erliegen, die ihre Diskontraten erhöhen. Eine mögliche Folge ist *myopic management/managerial myopia*, dergestalt, dass sich Manager auf kurzfristige Ziele konzentrieren und Strategien mit sofortigen Einzahlungen überbetonen, zulasten von Strategien mit überlegenen, aber weiter entfernten Einzahlungen.<sup>18</sup> Die möglichen Gründe hierfür sind vielfältig. Wenn sich das Management etwa drohender Entlassung, Liquidation oder schlicht beschränkter Handlungsfreiheit gegenüber sieht, kann ihm daran gelegen sein, die kurzfristigen Ergebnisse ineffizient in die Höhe zu treiben, d. h. unter Inkaufnahme langfristiger Verluste, die den kurzfristigen Gewinn übersteigen.<sup>19</sup> Das gleiche Interesse können Manager aus Karriereerwägungen und mit Blick auf ihre Vergütungsstruktur haben, etwa weil Kurseinbußen zu gewärtigen sind, wenn die Gesellschaft Gewinnerwartungen von Analysten verfehlt.<sup>20</sup>

Zu beachten ist, dass solches *myopic management* aus der Perspektive des Managers regelmäßig rational sein wird.<sup>21</sup> Der Grund hierfür kann, muss aber nicht, in opportunistischem Verhalten der Manager liegen, dergestalt, dass sie kurzfristige Ziele verfolgen, die ihren eigenen Interessen dienen, zulasten langfristiger Ergebnisse, die für das Unternehmen optimal wären (*moral hazard*).<sup>22</sup> Ebenso könnte ein besser informierter Manager seine schlechter informierten Aktionäre vor ungünstigen Übernahmen unter Wert bewahren wollen.<sup>23</sup> Die Charakterisierung, die in *myopic management* bzw. *managerial myopia* zum Ausdruck kommt, bezieht sich also auf die Wahrnehmung eines außenstehenden Beobachters, der eine kurzfristige Orientierung des Unternehmens erkennt, ohne die internen Gründe in Rechnung zu stellen.<sup>24</sup> Bezieht man diese ein, können sich intertemporale Wahlentscheidungen, die aus Unternehmenssicht suboptimal sind, aus Managerperspektive als optimal entpuppen.<sup>25</sup>

Tritt ein solches Verhalten systematisch auf, kann es im Aggregat wiederum ein suboptimales Niveau von Realinvestitionen in der Volkswirtschaft herbeiführen.<sup>26</sup>

Allerdings sind nicht notwendig alle Formen kurzfristig orientierten Managerverhaltens gleich schädlich. So wird in der Literatur vorgeschlagen, den Begriff *myopic manage-*

<sup>17</sup> Zum Folgenden Mizik, J. Marketing Res. 47 (2010), 594.

<sup>18</sup> Dies., J. Marketing Res. 47 (2010), 594.

<sup>19</sup> Tirole, The theory of corporate finance, 2006, S. 301.

<sup>20</sup> Mizik, J. Marketing Res. 47 (2010), 594.

<sup>21</sup> Tirole, The theory of corporate finance, 2006, S. 301.

<sup>22</sup> Antia/Pantzalis/Park, J. Corp. Fin. 16 (2010), 288.

<sup>23</sup> Stein, J. Pol. Econ. 96 (1988), 61 ff.

<sup>24</sup> Tirole, The theory of corporate finance, 2006, S. 301.

<sup>25</sup> Antia/Pantzalis/Park, J. Corp. Fin. 16 (2010), 288.

<sup>26</sup> Black/Fraser, Journal of Multinational Financial Management 12 (2002), 135, 136.

ment auf ein Verändern realwirtschaftlicher Parameter zu beschränken,<sup>27</sup> also Maßnahmen der sog. realen Bilanzpolitik, die von rein buchmäßiger Bilanzpolitik zu unterscheiden ist.<sup>28</sup> Dahinter steht die Vorstellung, dass die organisationalen Kosten von *myopic management* durch reale Bilanzpolitik größer seien, weil der Manager die tatsächlichen Abläufe und damit die „wahren“ wirtschaftlichen Profite verringert, um den kurzfristigen Gewinnausweis zu erhöhen. Demgegenüber beeinflusse die diskretionäre Periodenabgrenzung nur den Zeitpunkt, in dem Einkünfte bilanziell anerkannt werden, während Höhe oder Anfall der Profite tatsächlich unverändert bleiben.<sup>29</sup> Dass reale Bilanzpolitik mehr kostet als buchmäßige entspricht auch der Einschätzung namhafter Rechnungslegungsexperten.<sup>30</sup> Mit Blick auf *Short-termism* wird die Gültigkeit dieser These indes stark von den Umständen des Einzelfalls und der Perspektive abhängen. So kann buchmäßige Bilanzpolitik die Informationslage und Erwartungen der Investoren ähnlich verzerren wie reale Bilanzpolitik und so eine ineffiziente Kapitalallokation herbeiführen, die wiederum die realen Geschäftsmöglichkeiten von Unternehmen beeinflusst. Zudem sind Jahresabschlusszahlen relevant für Refinanzierung, Ausschüttung und Steuern. Empirische Studien zeigen, dass Unternehmen bzw. ihre Manager buchmäßige und reale Bilanzpolitik teilweise als Substitute nutzen.<sup>31</sup> Jedenfalls wird eine höhere Qualität der Bilanzinformation die Kapitalkosten reduzieren, indem sie das firmenspezifische Informationsrisiko der Aktien für uninformierte Investoren senkt.<sup>32</sup>

<sup>27</sup> So Mizik, J. Marketing Res. 47 (2010), 594.

<sup>28</sup> Zu dieser Unterscheidung *Wagenhofer/Ewert*, Externe Unternehmensrechnung<sup>3</sup>, 2015, S. 267–270; *Winnefeld*, Bilanz-Handbuch<sup>3</sup>, 2015, Kap. C Rn. 70–80: Reale Bilanzpolitik umfasst Maßnahmen der Sachverhaltsgestaltung, also der Geschäftspolitik. Klassische Beispiele sind eine Erhöhung oder Reduzierung von Auszahlungen, die sofort gewinnwirksam werden, etwa Forschung & Entwicklung, Weiterbildung und Werbung, das Vorziehen oder Hinauszögern der Umsatzzakte kurz vor oder nach dem Bilanzstichtag sowie entsprechend terminierte Pensionsgeschäfte oder Verkäufe zwischen Konzerngesellschaften. Zudem kann reale Bilanzpolitik durch vertragliche Gestaltung wirtschaftlicher Sachverhalte erfolgen, klassischerweise im Bereich des Leasings (zum neuen Standard IFRS 16 *Tesche/Kütting*, DStR 2016, 620 ff.; *Eckl/Kirch/Piesbergen u. a.*, DB 2016, 661 ff.; *Eckl/Kirch/Piesbergen u. a.*, DB 2016, 721 ff.). Maßnahmen realer Bilanzpolitik erzeugen typischerweise gegenläufige Folgen in späteren Jahren. Zudem verursachen sie nicht selten gewisse direkte Kosten.

Buchmäßige Bilanzpolitik betrifft die Abbildung von Sachverhalten im Jahresabschluss, etwa bereits erfolgten Geschäftsvorfällen. Sie umfasst zwei Unterformen: Formelle (buchmäßige) Bilanzpolitik bezieht sich auf den Ausweis von Geschäftsvorfällen, die Gliederung des Berichtswerkes und seine Erläuterung. Ihr Ziel besteht darin, durch „Verschiebungen“ bestimmte viel beachtete Posten in gewünschter Weise zu präsentieren. So kann es etwa möglich sein, das Betriebsergebnis zulasten des Finanzergebnisses zu steigern.

Materielle (buchmäßige) Bilanzpolitik nutzt zielgerichtet Spielräume, die sich aus expliziten und faktischen Wahlrechten bei Ansatz und Bewertung sowie aus Ermessensspielräumen bei der Bilanzierung ergeben.

<sup>29</sup> Mizik, J. Marketing Res. 47 (2010), 594, 595, 598.

<sup>30</sup> So etwa *Wagenhofer/Ewert*, Externe Unternehmensrechnung<sup>3</sup>, 2015, S. 317.

<sup>31</sup> So ging in den USA, nachdem die Rechnungslegungsreformen des Sarbanes-Oxley Act buchmäßige Bilanzpolitik erschwert hatten, diese zurück, während das Ausmaß realer Bilanzpolitik stieg (*Cohen/Dey/Lys*, 83 Acc. Rev. 757 (2008); *Bartov/Cohen*, J. Acc., Auditing & Fin. 24 (2009), 505 ff., die zugleich ermitteln, dass die Gesamthäufigkeit, mit der Analystenerwartungen gerade erfüllt oder übertroffen wurden, nach SOX sank). Allgemein setzen Manager diejenige Form der Bilanzpolitik bevorzugt ein, die aus ihrer Perspektive im Einzelfall kostengünstiger ist. Die empirische Forschung hat bestimmte Aspekte aufgezeigt, die hierfür bedeutsam sind (*Zang*, 87 Acc. Rev. 675 (2012)). Hieraus werden soweit ersichtlich aber keine allgemeinen Aussagen darüber abgeleitet, welche Form der Bilanzpolitik günstiger oder ungünstiger ist.

<sup>32</sup> *Antia/Pantazis/Park*, J. Corp. Fin. 16 (2010), 288, 289 Fn. 7, 290 f.

## § 2 Moderne Short-termism-Theorie

### I. Herangehensweise

Um sich *Short-termism* als Gegenstand der modernen wirtschaftswissenschaftlichen Forschung zu nähern, ist es hilfreich, an eine Menge von Symptomen zu denken, deren Ursachen nicht letztlich verstanden sind. Es geht also eher um ein Syndrom als um ein wohldefiniertes Krankheitsbild.<sup>1</sup> Insbesondere lässt sich das Kurzfristigkeitsproblem nicht auf eine einzige Ursache zurückführen. Vielmehr erfordert es, eine Reihe von Aspekten zu betrachten.<sup>2</sup>

Die grundlegenden Modelle der modernen *Short-termism*-Theorie wurden vor allem ab der (ersten) Welle der US-*Short-termism*-Diskussion in den 1980er Jahren entwickelt.<sup>3</sup> Dabei ist, in den treffenden Worten *Ruffners*, „die Hypothese, dass der Druck der Aktienmärkte und hohe Aktienkurse automatisch optimale Investitionsentscheide der Unternehmen garantieren und damit auch die Allokationseffizienz der internen Kapitalmärkte sichern, [...] durch eine Reihe theoretischer Arbeiten und Modelle infrage gestellt worden. Diese neueren Ansätze berücksichtigen in ihren Annahmen einige ‚Unvollkommenheiten‘ realer Märkte, die eng miteinander zusammenhängen, aus analytischen Zwecken in einzelnen Modellen aber teilweise isoliert werden.“<sup>4</sup>

Dass verschiedene Modelle einzelne Merkmale isolieren, bedeutet zugleich, dass es nicht „das“ eine Modell zur Erklärung von *Short-termism* gibt. Beispielsweise hat die Wirtschaftswissenschaft mehrere Theorien zu *manager myopia* entwickelt,<sup>5</sup> die nebeneinander denkbar sind. Entsprechendes gilt für Modelle zur Kurzsichtigkeit von Aktionären.

Dieser methodische Ansatz ist nicht frei von Kritik. So hält man den Anhängern von *Short-termism*-Modellen ebenso wie der Gegenposition vor,<sup>6</sup> über Existenz und Ursachen von Unternehmens-*Short-termism* lediglich zu spekulieren.<sup>7</sup> Hinzu kommt, dass die Untersuchungsmethode eine hinreichend fokussierte Debatte erschwert, weil Modellannahmen und damit Modellergebnisse im Prinzip beliebig formbar sind. Beides birgt im Lichte der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte Gefahren: Zum einen lassen sich so ganz unterschiedliche Aspekte in unterschiedlicher Art und Weise einbeziehen oder ausblenden. Das ist an sich durchaus eine Stärke, kann aber auch der Neigung zugutekommen, viele negativ bewertete, in der Sache heterogene Phänomene als *Short-termism* zu brandmarken. Soweit man den Begriff allzu weit versteht, gehen indes die notwendigen Konturen für eine sinnvolle rechtspolitische Diskussion verloren. Zum anderen und vor allem lässt sich so für jede ablehnende oder befürwortende Position das passende Modell entwickeln. Dies trifft sich mit dem ideengeschichtlichen Befund, dass die Wahrnehmung der *Short-termism*-Problematik stark vom Zeitgeist abhängt und Ge-

<sup>1</sup> *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 831.

<sup>2</sup> *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 274 (2012).

<sup>3</sup> Vg. *Wahal/McConnell*, J. Corp. Fin. 6 (2000), 307, 307 f.; *Bohlin*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197; *World Economic Forum*, Future of Long-term Investing, 2011, S. 43; dazu bereits oben 2. Teil, § 1 I. 3. d), S. 130 ff., Text bei Fn. 402–409 auf S. 132–134.

<sup>4</sup> *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, 2000, S. 384 f.

<sup>5</sup> Vgl. *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 273 (2012), die daher zutreffend von *managerial myopia theories* spricht.

<sup>6</sup> Zum Widerstreit 3. Teil, § 1 I. 1., S. 383 f. sowie bezogen auf die USA 4. Teil, § 3 II. 2., S. 762 ff.

<sup>7</sup> *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 670.

genstand heftiger Auseinandersetzungen von Anspruchsgruppen börsennotierter Kapitalgesellschaften war und ist. Über Annahmen mathematisch gestützter Modelle können Zeitgeist und Sonderinteressen leicht Eingang in die Forschung finden.

All dies belegt erneut die Bedeutung eines soliden ideengeschichtlichen Fundaments, wenn man sich mit der rechts- und wirtschaftswissenschaftlichen *Short-termism*-Debatte auseinandersetzt. Im Übrigen tun die aufgezeigten Aspekte dem Erkenntniswert der ökonomischen Modelle zu kurzfristiger Orientierung aber keinen Abbruch: Die mathematisch gestützte Gedankenführung ist in den Wirtschaftswissenschaften eine bewährte Methode, um eine stringente und transparente Argumentation zu fördern. Zudem eröffnen die theoretischen *Short-termism*-Modelle Ansatzpunkte für empirische Tests. Dass sie radikal vereinfachen, indem sie bestimmte Umstände aus der Realität herausgreifen und isoliert betrachten, spricht nicht grundsätzlich gegen die Erklärungskraft. Zugleich mahnt die Vielfalt der Modelle und damit verbundener Teststrategien – wie schon der ideengeschichtliche Befund – zu Vorsicht bei rechtspolitischen Schlussfolgerungen. Eine ökonomische Problembeschreibung und das zu ihr passende Gegenmittel steht und fällt immer mit den getroffenen Annahmen. Das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht wird hingegen abstrakt generell gesetzt. Es bedarf daher besonders robuster Gestaltung, um sich gegenüber dem Einfallsreichtum der Praxis sowie den wandelbaren Verhältnissen in Wirtschaft und Gesellschaft bewähren zu können.

## II. Systematisierung der Erklärungen

Die zahlreichen Modelle zu schädlicher kurzfristiger Orientierung im Kontext börsennotierter Kapitalgesellschaften lassen sich unterschiedlich ordnen. In Betracht kommt eine Systematisierung nach *Märkten*, auf denen *Short-termism* auftritt, nach *Personen*, von denen er ausgeht, eine feinere Systematisierung anhand theoretischer *Modellkategorien* oder schließlich eine nach *Effekten*, die *Short-termism* verursachen.

### 1. Systematisierung nach Märkten

Eine Systematisierung etwaiger Gründe für *Short-termism* nach Märkten ist verschiedentlich unternommen worden.<sup>8</sup> Sie passt gut zur Ideengeschichte der Debatte, in der vor allem Druck aus dem Kapitalmarkt, dem Markt für Unternehmenskontrolle und dem Managerarbeitsmarkt als mutmaßliche Auslöser im Vordergrund stehen. Kurzfristiger Druck aus dem Kapitalmarkt könnte namentlich darin begründet liegen, dass Manager von Pensionsfonds, Banken und Versicherungen das Management von Unternehmen unter kurzfristigen Druck setzen, weil sie selbst unter ähnlichen Zwängen stehen. Dies könnte sich wiederum auf den Markt für Unternehmenskontrolle auswirken. Hinzu kommen mögliche Ursachen, die in unternehmensinternen Systemen der Leistungsmessung und Vergütung begründet liegen, wenn Manager vorrangig danach bewertet werden, wie sie zu kurzfristiger Profitabilität beitragen, anstatt nach ihrem Beitrag zu langfristiger Rentabilität.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Siehe aus britischer Sicht *Groot*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 212, 214–219.

<sup>9</sup> Zu alledem *ders.*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 212, 215–218.

## 2. Systematisierung nach Personen

Eine Systematisierung von *Short-termism*-Ursachen nach Personen fügt sich ebenfalls gut in die Ideengeschichte der Debatte ein. Sie knüpft an populäre Vorwürfe aus besonders hitzigen Diskussionsphasen an. Im Vordergrund stehen oft institutionelle Investoren und Fondsmanager. Ihnen wird ein kurzer Horizont nachgesagt, weil sie schnell gute Ergebnisse liefern wollten, um neue Anleger anzuziehen bzw. ihre Managementkontrakte verlängern zu können oder weil sie sich auf Quartalsergebnisse verließen, da sie komplexe langfristige Informationen nicht bewerten könnten. Aktivismus der Aktionäre und die Vorstands- bzw. Managervergütung könnten diese kurzfristigen Interessen in die Unternehmensführung hineinbringen.<sup>10</sup>

Ähnliche Vorwürfe finden sich in der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte aber auch originär gegen Manager, denen man ein kurzfristiges *management by the numbers* angelastet hat.<sup>11</sup>

Diese scheinbar widersprüchlichen Narrative lassen sich mit neueren Stimmen aus der Literatur verbinden, die eine „Principal Cost theory of Corporate Law and Governance“ entwerfen.<sup>12</sup> Als Prinzipale gelten ihr allgemein alle Parteien, deren Anteil an den Kontrollrechten kleiner oder gleich ihrem Anteil an den erwirtschafteten Einnahmen (Cashflow-Rechten) ist, während Agenten umgekehrt über einen höheren Anteil ermessensabhängiger Kontrollrechte verfügen, als es ihrem Anteil an den Einnahmen der Unternehmung entspricht.<sup>13</sup> Die optimale Governance-Struktur minimiert die gesamten Kontrollkosten, also die Summe aus *agent costs* und *principal costs*.<sup>14</sup> *Agent costs* entstehen, wenn Manager (Agenten) die Kontrolle ausüben, *principal costs*, wenn Investoren (Prinzipale) kontrollieren.<sup>15</sup> Der Theorie zufolge treten sie jeweils in zwei Formen auf: Zum einen entstehen *agent* bzw. *principal conflict costs*, wenn sich die betreffende Gruppe bzw. einzelne ihrer Mitglieder selbstsüchtig verhalten und/oder wenn zwischen Prinzipalen Interessenkonflikte, abweichende Präferenzen oder Kollektivhandlungsprobleme bestehen.<sup>16</sup> Zum anderen treten *principal* bzw. *agent competence costs* auf, wenn die jeweiligen Gruppenmitglieder unvollständig informiert, unzureichend sachkundig

<sup>10</sup> So die Präsentation der *Short-termism*-Argumentation von *Roe*, 68 *Bus. Law.* 977, 985 f. (2013), der hiermit ein Verständnis der *Short-termism*-Problematik aufbaut, um diese im Folgenden weitgehend zu bestreiten; aus Sicht von Anhängern der *Short-termism*-These ganz ähnlich *Moore/Walker-Arnott*, *J. L. & Soc.* 41 (2014), 416, 424–427, die als Grund von *investor short-termism* vor allem Investitionen gemäß kurzfristiger Gewinnzahlen sehen (*earnings-based investment*), hingegen weniger kurzfristig-spekulatives Handelsverhalten im Sinne der Keynes'schen Metapher vom Schönheitswettbewerb (zu dieser 1. Teil, § 1 III.1. d), S. 52 ff.).

<sup>11</sup> Siehe dazu insbesondere aus der US-Debatte 2. Teil, § 1 I.3. a), S. 89 ff., ferner in der britischen Debatte 2. Teil, § 1 II.3. b)bb)(2), S. 196 f.; aus der heutigen Debatte etwa *Moore/Walker-Arnott*, *J. L. & Soc.* 41 (2014), 416, 427–432.

<sup>12</sup> *Goshen/Squire*, 117 *Col. L. Rev.* 767 (2017).

<sup>13</sup> *Goshen/Squire*, 117 *Col. L. Rev.* 767, 784 f. (2017). Dieser Definition zufolge sind Manager mit keiner oder minoritärer Aktienbeteiligung stets Agenten, aber wohl auch Mehrheitsaktionäre, sofern sie mit einem Kapitalanteil von unter 100 % die Gesellschaft kontrollieren. Demgegenüber sind Minderheitsaktionäre jedenfalls dann Prinzipale, wenn sie keine Mehrstimmrechte haben und soweit sie ihren Einfluss nicht über Blockademöglichkeiten hebeln können. Die Rollenzuschreibung der Aktionäre kann also wechseln.

<sup>14</sup> *Goshen/Squire*, 117 *Col. L. Rev.* 767, 770 (2017).

<sup>15</sup> *Goshen/Squire*, 117 *Col. L. Rev.* 767, 770 (2017).

<sup>16</sup> *Goshen/Squire*, *Goshen/Squire*, 117 *Col. L. Rev.* 767, 791 f., 795 (2017).

oder ihre Entscheidungen verhaltenspsychologisch bedingt verzerrt sind.<sup>17</sup> *Short-termism* wird grundsätzlich als eine Form von *principal conflict costs* eingeordnet.<sup>18</sup>

### 3. Systematisierung nach modelltheoretischer Einordnung

Die beiden vorstehenden Systematisierungsansätze schließen im Ausgangspunkt an Fronten aus der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte an, die durch ein enges Zusammenspiel von Recht und Ökonomie geprägt ist. Alternativ liegt gerade für theoretisch arbeitende Ökonomen ein modelltechnischer Ansatz nahe. In diesem Sinne ordnet ein Überblicksaufsatz aus dem Jahr 1997<sup>19</sup> zahlreiche bis dahin veröffentlichte Modelle, die Anreize von Managern und damit einhergehende Investitionsverzerrungen behandeln, nach mehreren, überwiegend modelltheoretischen Kategorien:<sup>20</sup> Zunächst kann man Modelle anhand der abgebildeten Situation einteilen, sodann feiner danach unterscheiden, wie die Akteure informiert sind<sup>21</sup> und welcher Markt betrachtet wird. Anschließend untersucht der Beitrag anhand von sieben Merkmalen, wie Informationsasymmetrien und Vertragsstrukturen in verschiedenen Modellen ausgestaltet sind.<sup>22</sup> Hierauf aufbauend stellt er die mathematischen Formulierungen der Informationsstruktur, zentrale Modellergebnisse, entscheidende Annahmen sowie ergänzende Befunde zusammen.<sup>23</sup> Innerhalb dieses Rasters gruppiert der Aufsatz die einzelnen Modelle zudem nach den untersuchten theoretischen Kontexten und Mechanismen.<sup>24</sup> Zuletzt hebt er vier fundamentale Treiber von Kurzsichtigkeit in den betrachteten Modellen heraus,<sup>25</sup> schlägt rudi-

<sup>17</sup> *Goshen/Squire*, 117 Col. L. Rev. 767, 795 (2017).

<sup>18</sup> *Goshen/Squire*, 117 Col. L. Rev. 767, 772, 804 (2017). In einer Working-Paper-Version des Aufsatzes vom 28.02.2015 wurde zudem als Spielart von *principal competence costs* aufgeführt, wenn es für Manager schwierig ist, Informationsasymmetrien zwischen sich und den Aktionären abzubauen, um *Short-termism* der Aktionäre zu vermeiden.

<sup>19</sup> Siehe den Beitrag von *Bohlin*, *J. Bus. Fin. & Acc.* 24 (1997), 197 ff.

<sup>20</sup> Siehe insbesondere *ders.*, *J. Bus. Fin. & Acc.* 24 (1997), 197, 207–215.

<sup>21</sup> Versteckte Handlungen (*hidden action*), asymmetrisch verteilte Information (*hidden information*) oder Kombination von beidem.

<sup>22</sup> *Bohlin*, *J. Bus. Fin. & Acc.* 24 (1997), 197, 198–207 i. V. m. Table 2 auf S. 208 f. unterscheidet insoweit danach: (1) ob ein sog. Lernmodell (*learning modell*) vorliegt, in dessen Rahmen der Prinzipal die Kompetenz des Agenten anhand der beobachtbaren Erlöse abschätzt, sodass der Agent einen Anreiz erhält, diese mit einer bestimmten Input-Variablen zu manipulieren, (2) ob der Manager risikoavers modelliert wird, (3) wie viele Perioden das Modell abbildet, (4) ob Pauschalzahlungen vorkommen, (5) wovon die Struktur der Bezahlung abhängt, (6) welche Vertragsvariable(n) das Modell betrachtet und (7) ob im Modell verzerrte Investitionen auftreten.

<sup>23</sup> *Ders.*, *J. Bus. Fin. & Acc.* 24 (1997), 197, 207 i. V. m. 211–215.

<sup>24</sup> Die gebildeten Gruppen lauten in deutscher Übersetzung: Bemühen (*effort*) bei versteckter Handlung des Agenten; Projektauswahl und Aktienkursbildung bei versteckter Handlung; Projektauswahl und Managerreputation bei versteckter Handlung; Berichterstattung und Managerreputation bei privater Information; Bemühen und Projektauswahl; Bemühen und Berichterstattung; Projektauswahl bei privater Information; Herdenverhalten und Managerreputation im Kontext von Projektauswahl und privater Information.

<sup>25</sup> *Bohlin*, *J. Bus. Fin. & Acc.* 24 (1997), 197, 233–236: (1) *Signal jamming*: Situation, in der der Agent einen oder mehrere Input-Faktoren manipuliert, die der Prinzipal nicht beobachten kann, um die Schlussfolgerungen des Prinzipals zu beeinflussen; (2) begrenzte Möglichkeiten der Risikoteilung: der Manager kann die Risiken bei dem Einsatz seines Humankapitals nur begrenzt teilen und ist risikoavers; (3) Ketteneffekte exogener Friktionen in Kapitalmärkten oder Ketteneffekte unvollständiger Märkte: begrenztes externes Kapital oder Kreditbeschränkungen fördern eine Verzerrung von Investitionen, unter anderem durch erhöhte Diskontraten; (4) *critical inference restriction*: insbesondere ein sog. Zitronenproblem, wenn Investitionen nicht überprüft oder gemessen werden können. Einschränkend betont

mentäre Ansätze für empirische Teststrategien vor und zieht knappe allgemeine Folgerungen für das Management, um kurzsichtiger Orientierung entgegenzuwirken.<sup>26</sup>

Dieser an Technik und Theorie der Modelle orientierte Ansatz ist in mehrfacher Hinsicht instruktiv: Er zeigt theoretische Verbindungslinien zwischen den einzelnen Modellen und entscheidende Stellschrauben in ihrer Formulierung auf. Damit weist er zugleich eindrücklich nach, dass viele Modelle stark von Annahmen über die Informationsstruktur und über die Regeln abhängen, nach denen Akteure Schlussfolgerungen ziehen. Ändert man diese *inference rules* oder die Wahrscheinlichkeitsverteilungen oder vergrößert man die Menge der Informationsvariablen, kann sich die optimale Lösung stark verschieben.<sup>27</sup> Juristen, die ökonomische Modelle für die *Short-termism*-Debatte im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht fruchtbar machen wollen, sollten sich all dessen bewusst sein.

Allerdings trägt eine theoretisch-technische Systematisierung für sich genommen nur bedingt dazu bei, ein rechtsökonomisch verwertbares Gesamtbild zu erhalten. Zunächst werden die Kriterien (rechts-)ökonomisch weniger interessierten Juristen oft allzu abstrakt, technisch und theoretisch erscheinen. Hinzu kommt, dass gemeinsame Eigenschaften theoretisch verwandter Modelle nicht gleichbedeutend mit ähnlichen Auswirkungen sind. Zudem fallen die Vergütungssysteme, welche die Modelle vorhersagen, erheblich komplizierter aus als die in der Praxis eingesetzten.<sup>28</sup> Die Sensitivität ökonomischer Modelle für bestimmte Annahmen kollidiert hier mit dem Bedarf des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts nach robuster Gestaltung. Dessen ungeachtet lassen sich durchaus praktisch verwertbare Schlussfolgerungen ziehen. Insbesondere erscheinen die unterbreiteten allgemeinen Ratschläge für das Management trotz aller Unschärfen und Tücken der Umsetzung zumindest als Merkposten und Anregung hilfreich. Außerdem lassen sich Konstellationen ausmachen, in denen ein *Short-termism*-Problem relativ nahe liegt.<sup>29</sup> Weitergehende rechtspolitische Folgerungen kann man aber nicht ohne Weiteres begründen.

#### 4. Systematisierung nach Ursachen

Wohl am häufigsten findet man Systematisierungen des *Short-termism*-Problems anhand bestimmter Triebkräfte bzw. Ursachen. In der Sache handelt es sich oft um vereinfachte modelltheoretische Systematisierungen, die unterschiedlich stark Elemente der vorgenannten markt- und personenbezogenen Varianten einbeziehen. Besonders bekannt ist der Ansatz eines grundlegenden Beitrags von *Jeremy Stein* aus dem Jahr 1989. *Stein*

---

*Bohlin* (a. a. O., S. 233) allerdings, dass mehrere Modelle zusätzlich zu den genannten Treibern von bestimmten Annahmen über Wahrscheinlichkeitsverteilungen abhängen.

<sup>26</sup> *Ders.*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 236–241. Zu den Empfehlungen gehört etwa, in Projekten mit Unsicherheit und/oder „Bemühensrisiko“ die Payback-Methode einzusetzen, Ersatzvariablen (*proxies*) und Überwachungsvariablen für unbeobachtbare Investitionen zu nutzen, eine lebenslange Anstellung zu fördern, besonders auf Anreize junger Manager zu achten, Beförderungen nicht vom Erfolg eines einzelnen Projekts abhängig zu machen, Kommunikation im Prozess der Kapitalbudgetierung zu gewährleisten, Informationen über die Fähigkeit von Managern anhand von Leistungszielen zu gewinnen, möglichst langfristige Finanzierung einzuwerben, und – je nach Modell – entweder die Kapitalbudgetierung und Zuteilung zu zentralisieren oder Bottom-up-Kapitalbudgets zu verwenden.

<sup>27</sup> *Ders.*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 236.

<sup>28</sup> Den letztgenannten Punkt einräumend auch *ders.*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 236.

<sup>29</sup> *Ders.*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 237 erkennt in den Modellen als Muster, dass Myopia für reife Unternehmen vermutet wird, für junge Manager/innen sowie dann, wenn unzureichend kommuniziert wird.

präparierte aus den bis dato publizierten Papieren, die aus kurzfristigen Einstellungen auf dem Aktienmarkt eine ineffiziente Ressourcenallokation herleiten, drei Marktunvollkommenheiten als Ursachen heraus: (1) die Unsichtbarkeit von einigen Handlungen des Managements, (2) einen Ex-ante-Informationsvorsprung des Managements und (3) Ineffizienzen der Aktienkurse.<sup>30</sup> Steins Einteilung hat verschiedentlich Gefolgschaft gefunden, teils in leicht abweichender Form.<sup>31</sup> Auch das deutschsprachige Schrifttum hat diese Einteilung aufgegriffen, namentlich Ruffner in seiner grundlegenden Abhandlung über die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaften.<sup>32</sup>

Steins Dreiklang erfasst viele wichtige Erklärungsansätze für *Short-termism*, ist aber historisch und zeitgeschichtlich bedingt unvollständig. 1995 hat Kevin Laverty in einem viel beachteten Überblicksaufsatz zur *Short-termism*-Debatte eine instruktive Kategorisierung vorgeschlagen, die wichtige Erklärungsmuster der britischen Diskussion ergänzt und in der Sache die vorgenannten Systematisierungen mit Topoi der Ideengeschichte verbindet. Laverty destilliert fünf Erklärungen für *Short-termism* heraus, die Vielfalt und Reichweite der vertretenen Vorschläge verdeutlichen sollen, aber trotzdem erhebliche Verbindungen sowie Überschneidungen aufweisen.<sup>33</sup> Im Einzelnen nennt Laverty: (1) mangelhafte Managementpraktiken, (2) Opportunismus der Manager, (3) „Kurzsichtigkeit“ des Aktienmarktes, (4) flüchtiges und ungeduldiges Kapital sowie (5) Informationsasymmetrien.<sup>34</sup>

Neben diesen Vorschlägen gibt es noch weitere, mehr oder weniger gelungene Varianten.<sup>35</sup> Hier wird im Ausgangspunkt Lavertys Systematisierung als Untersuchungsraaster für die moderne *Short-termism*-Theorie verwendet, dieses aber inhaltlich zum Teil ab-

<sup>30</sup> Stein, QJE 104 (1989) 655, 667 f. Im ersten Fall können Manager einen Anreiz haben bzw. sich gezwungen sehen, bewertungsrelevante Faktoren gezielt zu verzerren, namentlich den Gewinn der Gesellschaft (sog. *signal jamming*). Im zweiten Fall kann es für Manager rational sein, gewisse Nachteile für das Unternehmen in Kauf zu nehmen, um einen hohen Unternehmenswert zu signalisieren, etwa indem sie eine hohe Dividende ausschütten, die für lohnende Investitionen fehlt. Die dritte Kategorie, Ineffizienzen der Aktienkurse, lockert im Gegensatz zu den vorgenannten die Annahme, dass sich alle Akteure auf dem Aktienmarkt rational verhalten. Sie zeigt, dass Aspekte kurzfristiger Aktienkurse sogar bei vollständiger Information kurzsichtiges Verhalten verursachen können. Stein verweist hier auf ein Modell, in dem uninformierte Händler (*noise trader*) dafür sorgen, dass Aktienkurse vorübergehend vom Fundamentalwert des Unternehmens abweichen. Hierdurch werden Investitionen aus Sicht von Managern, die kürzere Horizonte für den Verkauf ihrer Aktien haben, risikoreicher, sodass sie eine höhere Diskontrate anwenden.

<sup>31</sup> Ähnlich etwa Mizik, J. Marketing Res. 47 (2010), 594, 595 f., die nur zwischen Modellen mit versteckter Handlung und solchen mit versteckter Information unterscheidet. Letztere unterteilt sie weiter in *signaling*, bewusste Außerachtlassung von Information (*information neglect*) und *signal jamming* mit der potenziellen Folge eines Zitronenproblems.

<sup>32</sup> Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, 2000, S. 385 führt offensichtlich angelehnt an Stein aus, dass kurzsichtiges Verhalten von Unternehmen insbesondere drei Gründe haben könne: allokatonsineffiziente Aktienmärkte, versteckte Handlungen des Managements und einen Ex-ante-Informationsvorsprung des Managements. Ders., Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, 2000, S. 385–391 geht im Folgenden aber auch über Steins Ausführungen hinaus. Referierend im Anschluss an Ruffner *Waschkeit*, Marktmanipulation am Kapitalmarkt, 2007, S. 87 f.

<sup>33</sup> Laverty, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 831.

<sup>34</sup> Ders., Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 831–835.

<sup>35</sup> Weniger gelungen erscheint die sichtbar unter dem Eindruck der Finanzkrise stehende Einteilung von Fusso, Management Res. Rev. 36 (2012), 805, 806, 808–817, der folgende *Short-termism*-Treiber erkennt: (1) Druck der Wall Street, (2) schlecht angepasste Vorstandsvergütung, (3) eingeschränkte (arrested) Managerfähigkeiten, (4) schwache Corporate Governance und (5) fehlerhaft ausgerichtete Regulierung.

weichend und deutlich tiefgehender ausgefüllt, auch, aber nicht nur, aufgrund des zwischenzeitlich weiter gediehenen Forschungsstands.

### III. Grundmechanismus und bestimmende Faktoren

Die besonders einflussreichen Modelle, welche wohlfahrtsschädliche kurzfristige Orientierung erklären können, lassen sich auf einen einheitlichen Grundmechanismus zurückführen, die sog. *information gap hypothesis*.<sup>36</sup> Zum Verständnis lohnt es, sich diesen vorab zu vergegenwärtigen. Er fußt im Kern<sup>37</sup> auf vier Annahmen,<sup>38</sup> die sich vereinfacht wie folgt darstellen:

#### 1. Bewertungsproblematik:

Es herrscht am Markt Unklarheit über den (langfristigen) „wahren“ bzw. „inneren Wert“ einer wirtschaftlich bedeutsamen Einheit, insbesondere

- unter Investoren über den langfristigen Fundamentalwert (das langfristige Renditepotenzial) eines Unternehmens oder
- unter Investoren oder in der Konzernleitung über den langfristigen Fundamentalwert eines einzelnen Investitionsprojekts, das im Unternehmen bzw. in nachgeordneten Konzernsparten angesiedelt ist, oder
- über die Fähigkeiten eines Unternehmensmanagers oder Fondsmanagers.

#### 2. Unvollkommene Indizwirkung:

Das kurzfristige Ergebnis, welches das zu bewertende Unternehmen/Investitionsprojekt oder der zu bewertende Manager erwirtschaftet, hat einen gewissen, aber unvollkommenen Vorhersagewert für den unbekanntem inneren Wert. Dass ein solcher Indizwert besteht, ist zumindest im Grundsatz allen bewusst.

---

Besser, aber weniger systematisierend erscheint die Ordnung von *Marston/Craven*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 233, 234–236: Sie stellen zunächst vier unstreitige Eigenschaften des körperschaftlichen und finanziellen Umfelds fest: (1) Unternehmensmanagern liegt am Aktienkurs. (2) Es gibt Informationsasymmetrien, Unternehmensmanager wissen mehr als die Aktionäre. (3) Es wird angenommen, dass Investoren verlustavers sind. (4) Langfristige institutionelle Investoren evaluieren ihre Portfolios jährlich. Hieraus erklären *Marston/Craven* sodann instruktiv die gängigen *Short-termism*-Modelle. Stein entwickelte sein Begründungsmodell für *Short-termism* aus den Charakteristika (1) und (2). Aus den Charakteristika (3) und (4) entwickelten *Benartzi/Thaler*, QJE 110 (1995) 73 eine Theorie kurzfristigen Investmentverhaltens institutioneller Investoren.

<sup>36</sup> *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 49.

<sup>37</sup> Die nachfolgend aufgeführten Annahmen implizieren noch eine Reihe weiterer Annahmen, die aber nicht den Kern der *Short-termism*-Erklärungen beschreiben und oft vergleichsweise selbstverständlich sind. Namentlich setzen die o. g. Annahmen weitere Annahmen darüber voraus, wie Akteure wirtschaftlich bedeutsame Einheiten bewerten (Unternehmen nach ihrem erwarteten Gewinnstrom; Manager nach ihrer prognostizierten Fähigkeit, Gewinn zu erwirtschaften, die von ihrem Talent abhängt) und wie sie dabei zukünftige und gegenwärtige Gewinne berücksichtigen (rationales Diskontieren, mit Abschlägen für zeitliche Entfernung und Risiko/Unsicherheit). Noch weiter vorgelagert müssen Annahmen über die Governance der Aktiengesellschaft bzw. von Fonds als Anlageobjekt getroffen werden.

<sup>38</sup> Ähnlich *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 49–50, die drei grundlegenden Annahmen nennen: (1) Manager haben einen Fokus auf gegenwärtige Aktienkurse, (2) es besteht eine Informationslücke zwischen Aktionären und Management und (3) Aktienkurse reagieren auf Veränderungen der Gewinne (*earnings*).

Annahme (1) von *Stein/Froot/Perold* hat im hiesigen, weiter gefassten Schema keine direkte Entsprechung. Die hier sogleich im Text aufgeführten Annahmen führen dazu, dass *Short-termism* möglich wird, wenn einer Akteursgruppe am kurzfristigen Aktienkurs liegt. Annahme (2) von *Stein/Froot/Perold* entspricht den hier unter Punkt 1. und Punkt 3. getroffenen Annahmen. Annahme (3) von *Stein/Froot/Perold* deckt sich mit der hier unter Punkt 2. genannten Annahme (siehe *dies.*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 56–57).

## 3. Informationsasymmetrien:

Die verschiedenen Akteure sind unterschiedlich gut über die Verhältnisse in den (Portfolio-)Unternehmen bzw. ihren Sparten informiert. Insbesondere sind bestimmte langfristig wertsteigernde Ausgaben nicht für alle vollständig ersichtlich bzw. als solche bewertbar.

## 4. Divergierende Zeithorizonte:

Verschiedene Akteure haben abweichende Zeithorizonte, entweder weil sie zwar zeitgleich, aber mit unterschiedlich langen Zeithorizonten (als Manager, Aktionär, Anleger) aktiv sind oder weil sie nacheinander aktiv bzw. beteiligt sind. Im letztgenannten Fall werden mehrere Generationen von Akteuren einer Gruppe betrachtet.

Unter diesen Voraussetzungen wird es möglich, für Außenstehende „unsichtbare“, erst langfristig wertsteigernde Ausgaben (Annahme 3.) zu kürzen oder mittels Bilanzpolitik zu verlagern und hierdurch das kurzfristige Ergebnis hochzutreiben, um den Markt zu veranlassen, den „wahren“ Wert zeitweilig höher einzuschätzen (dazu Annahme 2.). Das kann sich aufgrund unterschiedlicher Zeithorizonte (Annahme 4.) für einzelne Akteure lohnen, selbst wenn der Effekt nur vorübergehend ist und im Vergleich zum optimalen Zustand (*first best*) eine Wohlfahrtseinbuße bedeutet.

Überdies kann es – unter weiteren Annahmen – für gut informierte Akteure erschwert oder gar (teilweise) unmöglich werden, eine langfristige Unterbewertung per Arbitrage auszunutzen und dadurch abzubauen. Dies gilt etwa dann, wenn gut informierte Investoren für Arbitragegeschäfte Gelder unkundiger Anleger einwerben müssen, die Fonds anhand deren kurzfristiger Rendite bewerten und daher ihre Einlagen in vorübergehenden Schwächephasen schnell abziehen. Analoge Modelle lassen sich für Unternehmensmanager, angestellte Fondsmanager einer Fondsgesellschaft und für Aktionäre durchdeklinieren.

Die Verhältnisse eines konkreten Marktes entscheiden darüber, inwieweit die vier Annahmen in der Realität zutreffen. Gut veranschaulichen lässt sich das an suboptimal kurzfristigem Verhalten von Managern:<sup>39</sup>

*Short-termism* der Manager setzt dem Grundmodell zufolge erstens voraus, dass die Unternehmensleitung (der Vorstand) bei Investitionsentscheidungen einen gewissen Wert (auch) auf den gegenwärtigen im Gegensatz zum zukünftigen Aktienkurs legt. Das wird davon beeinflusst, (a) wie lang oder kurz der Horizont einflussreicher Aktionäre ist, (b) ob kurzfristig eine feindliche Übernahme droht, (c) ob das Eigenkapital erhöht werden soll<sup>40</sup> und (d) wonach sich die Managervergütung bemisst.

Zweitens müssen Aktionäre schlechter als Manager in der Lage sein, eine Ausgabe, die zukünftige Erträge einbringt, von einer solchen zu unterscheiden, die das nicht tut. Dies betrifft alle Einbußen, die in der Gegenwart bewusst in Kauf genommen werden, um zukünftig höhere Gewinne zu erzielen. Neben Investitionen im bilanziellen Sinn oder Ausgaben für Forschung & Entwicklung gehören dazu z. B. etwa Penetrationspreisstrategien zum Ausbau des Marktanteils oder Maßnahmen der Kundenbindung.<sup>41</sup> Aktionäre können derartige Zukunftsausgaben in der Regel nicht vollständig als solche erkennen und bewerten. Unmittelbar ersichtlich wird nur ihr negativer Einfluss auf den

<sup>39</sup> Hierzu *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 50–57, an denen sich die folgenden Ausführungen orientieren.

<sup>40</sup> Wenn eine Ausgabe neuer Aktien geplant ist, maximiert ein möglichst hoher Kurs den Ertrag.

<sup>41</sup> *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 50.

gegenwärtigen Gewinn. Diese Informationsasymmetrie (Annahme 3.) ist geradezu ein Wesensmerkmal der modernen börsennotierten Kapitalgesellschaft. In ihr sind (Aktien-) Eigentum und Kontrolle typischerweise getrennt, weil eine Versammlung zahlreicher Aktionäre aus Mangel an Zeit, Kompetenz und Koordinationsfähigkeit keine praktikable Geschäftsleitung abgibt und sich daher eines professionellen Managements bedienen muss.<sup>42</sup> Das bedingt naturgemäß ungleiche Informationsstände.<sup>43</sup> Allerdings können sowohl die Größe der *information gap* als auch der Anreiz eines Managers variieren, eine gegebene Informationslücke auszunutzen:

Die Größe der *information gap* hängt zunächst wesentlich von Qualität und Quantität der Bilanzierung und der ergänzenden Unternehmensberichterstattung ab.<sup>44</sup> Daran anknüpfend können Informationsintermediäre wie Aktienanalysten, Bilanzprüfer und sonstige Experten, die Projektwerte schätzen, ungleiche Informationsstände verringern.<sup>45</sup> Außerdem sind die Anreize der Aktionäre bedeutsam, Nachforschungen über den Wert von Aktiengesellschaften (Research) zu betreiben. Sie beeinflussen zugleich die Nachfrage nach Informationsintermediären.

Die Research-Anreize der Aktionäre hängen ihrerseits stark von ihren Anlagehorizonten ab. Aktionäre mit einem kurzfristigen Anlagehorizont sind nur an Informationen über Umstände interessiert, die vor ihrem Ausstieg allgemeines Wissen und damit eingepreist werden, wie Quartalsergebnisse.<sup>46</sup> Dieses beschränkte Nachforschungsinteresse folgt daraus, dass einem kurzfristigen Investor Informationen über den langfristigen Wert nichts nutzen, wenn sie nicht kurzfristig in den Kurs eingehen und eine profitable Verkaufsmöglichkeit eröffnen. Im Gegensatz zu langfristigen Investoren, die sich besser stellen, wenn niemand aufgrund ihrer Informationen über den Fundamentalwert handelt (*negative information spillover effect*), stellen sich kurzfristige Investoren deshalb besser, wenn sie ihre Research-Anstrengungen auf eine bestimmte Variable koordinieren, selbst wenn diese wenig aufschlussreich in Bezug auf den Fundamentalwert ist (*positive information spillover*<sup>47</sup>).<sup>48</sup> Kurze Horizonte können die Anleger somit veranlassen, ihren

<sup>42</sup> Grundlegend zu diesem Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle *Berle/Means*, *The modern corporation*, 1932, S. 121, 277–287, 341–342.

<sup>43</sup> *Myers/Majluf*, *J. Fin. Ec.* 13 (1984), 187, 196; *Meulbroek/Mitchell/Mulherin u. a.*, *J. Pol. Econ.* 98 (1990), 1108, 1109.

<sup>44</sup> *Stein/Froot/Perold*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 42, 50.

<sup>45</sup> *Meulbroek/Mitchell/Mulherin u. a.*, *J. Pol. Econ.* 98 (1990), 1108, 1109.

<sup>46</sup> *Froot/Scharfstein/Stein*, *J. Fin.* 47 (1992), 1461, 1463; *Stein/Froot/Perold*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 42, 56; *Brunnermeier*, *Asset pricing under asymmetric information*, 2001, S. 190 f., 193–195 (zu *Froot/Stein/Scharfstein*) sowie S. 195–198 (zu dem nachfolgenden Modell überlappender Händlergenerationen von *Dow/Gorton*, *J. Fin.* 49 (1994), 819 ff., in dem der Informationserwerb exogen vorgegeben ist).

<sup>47</sup> *Brunnermeier*, *Asset pricing under asymmetric information*, 2001, S. 193.

<sup>48</sup> Siehe hierzu das Modell von *Froot/Scharfstein/Stein*, *J. Fin.* 47 (1992), 1461 ff., instruktiv besprochen im größeren theoretischen Kontext von *Bhattacharya/Dasgupta/Guembel u. a.*, in: *Thakor/Boot* (Hrsg.), *Handbook of financial intermediation and banking*, 2008, S. 285, 292–295 und *Brunnermeier*, *Asset pricing under asymmetric information*, 2001, S. 190–195: Das Modell zeigt, wie kurze Horizonte Händler dazu bewegen können, nicht nur bestimmte fundamentale Informationen zu ignorieren, sondern sogar Research-Zeit für charttechnische Strategien einzusetzen, die nur technische Analysen basierend auf historischen Preisen verwenden. Im Modell kommt es zu Konformismus bei der Informationssuche (*investigative herding*): Wenn Händler kurze Zeithorizonte haben und nicht darauf warten können, die Gewinne aus einer (langfristigen) Fehlbewertung zu ernten, können sie es vorziehen, alle Informationen entlang derselben Dimension zu sammeln. Denn eine Handelsstrategie ist nur profitabel, wenn andere auf Grundlage derselben Information handeln, die Information also eingepreist wird. Damit ist ein positiver Spillover-Effekt verbunden. Er erzeugt bei verschiedenen Arten von Information

Nachforschungsaufwand sozial suboptimal einzusetzen, obgleich eine bekannte Information sofort in den Kurs eingeht, die Preisbildung als solche also effizient funktioniert.<sup>49</sup>

Ferner begünstigt Risikoscheu der Aktionäre eine Konzentration auf kurzfristige Informationen zulasten langfristiger Informationen. Denn Handeln basierend auf langfristiger Information hat den Nachteil, dass unerwartete Preisänderungen auftreten können, bevor die langfristige Information voll eingepreist wird.<sup>50</sup>

Durch die beschriebenen Umstände kann sich die Informationslücke bezogen auf die lange Frist vergrößern. Mit ihr wächst dann auch ein etwaiger Anreiz der Manager, langfristige Investitionen zu vernachlässigen. Die Informationslücke begründet einen solchen Anreiz für sich genommen aber nicht.

Wie stark der Anreiz eines Managers ist, bei einer gegebenen Informationslücke an „unsichtbaren“ Zukunftsausgaben zu sparen, um höhere gegenwärtige Gewinne auszuweisen, führt vielmehr zu den Gründen zurück, aus denen Managern überhaupt am aktuellen Kurs gelegen ist. Darüber hinaus ist bedeutsam, wie sensibel der Aktienkurs auf eine Änderung des Gewinns reagiert. Dass Aktienkurse überhaupt von gegenwartsbezogenen Profitabilitätsmaßen abhängen, die durch Zukunftsausgaben sinken, ergibt sich aus der *information gap*. Eine umfangreiche empirische Literatur belegt für zahlreiche Industrien und Länder eine signifikante Korrelation zwischen Gewinnänderungen und nachfolgenden Änderungen der Aktienkurse.<sup>51</sup> Das Ausmaß dieser Korrelation variiert allerdings erheblich, wiederum in Abhängigkeit von zahlreichen Faktoren. Zu diesen gehört erneut die Qualität der Bilanzierung (wie informativ sind berichtete Zahlen über den wahren Zustand der Gesellschaft?), die Neigung der Manager, Gewinne zu glätten, die Schwankungsbreite der Industriegewinne, die Art der Zukunftsausgabe und die Reife des in Rede stehenden Unternehmens. Beispielsweise hat der aktuelle Gewinn bei einem

---

strategische Komplementaritäten bei der Suche nach einem spezifischen Informationstyp (z. B. kurzfristige) (zum Begriff *Woekener*, Strategischer Wettbewerb<sup>3</sup>, 2014, S. 26, 200: Bei strategischen Komplementen sollte ein Wettbewerber/Marktteilnehmer auf eine antizipierte Änderung der Strategievariablen durch einen anderen Marktteilnehmer mit einer gleichgerichteten Änderung seines Niveaus der Strategievariablen antworten. Die Reaktionsfunktionen verlaufen daher steigend. In der vorliegenden Konstellation sind Anstrengungen von Individuen bei der Informationssuche *strategische Substitute*, wenn fundamentale Informationen vor dem Liquidationszeitpunkt der Individuen eingepreist werden, und *strategische Komplemente*, wenn sie erst nach dem Liquidationszeitpunkt eingepreist werden, *Brunnermeier*, Asset pricing under asymmetric information, 2001, S. 195). Die Motivation jedes Akteurs, sich an der Suche nach einem bestimmten Informationstyp zu beteiligen, steigt dann umso mehr bzw. sinkt jedenfalls nicht, umso mehr andere sich beteiligen (dazu auch aus soziologischer Sicht *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 673).

In Rede stehen hierbei simultane Handlungen im Sinne eines Koordinierungselements bei der Informationssammlung, nicht, wie sonst bei Herdenverhalten und Informationskaskaden, Imitationen. Resultat ist ein sich selbst verstärkender Prozess: Je mehr spekulative Investoren bemerken, dass sich der Aktienkurs mit einer kurzfristigen Variablen bewegt, umso eher werden sie daraus schließen, dass andere auf Grundlage dieser Variablen investieren und umso mehr werden sie diese Variable zur Grundlage ihrer eigenen Nachforschungen und Anlageentscheidungen machen. Damit kommt es zu einem selbst erfüllenden sozialen Sunspot-Effekt: Wenn genug Menschen denken, dass eine Variable die Preise beeinflusst, dann wird sie es tatsächlich tun (*dies.*, Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 674; siehe auch *Frankel/Froot*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 181 ff. mit empirischen Hinweisen für ein solches Geschehen auf dem Devisenmarkt).

<sup>49</sup> *Froot/Scharfstein/Stein*, J. Fin. 47 (1992), 1461, 1462 f. sowie soeben Fn. 49. Informationseffizienz setzt also voraus, dass die Preisbildung rational erfolgt und der Research-Aufwand richtig eingesetzt wird.

<sup>50</sup> Siehe das Modell von *Holden/Subrahmanyam*, Rev. Financ. Stud. 9 (1996), 691 ff., instruktiv besprochen bei *Brunnermeier*, Asset pricing under asymmetric information, 2001, S. 202–204.

<sup>51</sup> *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 57.

forschungsintensiven Start-up wenig Aussagekraft für den inneren Wert,<sup>52</sup> anders als bei einem reifen Unternehmen mit etabliertem Gewinnmuster.<sup>53</sup> Unterinvestment wird daher in bestimmten Industrien, zu bestimmten Zeitpunkten im Lebenszyklus eines Industrieunternehmens und für bestimmte Arten von Investitionsprojekten häufiger ein Problem darstellen als für andere.<sup>54</sup>

#### IV. Allokationsineffiziente Aktien- bzw. Kapitalmärkte

Eine Reihe von Modellen, die überwiegend den vorstehend skizzierten Grundmechanismus variieren, leitet kurzfristiges Verhalten aus Mechanismen des Aktienmarktes her. Die im Folgenden skizzierten Modelle kommen dabei ohne die Annahme irrationalen Verhaltens und ohne verhaltensökonomische Verzerrungen aus, führen also zu einer *rational myopia hypothesis*.<sup>55</sup> Sie lassen sich grob danach unterscheiden, ob eine Informationsasymmetrie (*information gap*) mit Blick auf Unternehmen als Anlageobjekt oder (auch) mit Blick auf Investoren (Arbitrageure) im Vordergrund steht. Hinzu kommen komplementäre Modelle, in denen externe Effekte die Hauptrolle spielen.

##### 1. Informationsasymmetrien bzgl. der Rentabilität von Unternehmen

###### a) Takeover-Threats-Hypothese

###### aa) Grundmodell von Stein (1988)

Die These, dass der Übernahmemarkt mit seinen *corporate raiders*,<sup>56</sup> „Eigenkapitalräubern“,<sup>57</sup> „Heuschrecken“<sup>58</sup> oder „Nomadenaktionären“<sup>59</sup> Unternehmen zu einer übermäßig kurzfristigen Einstellung (*Short-termism*) dränge zulasten des volkswirtschaftlichen Wachstums,<sup>60</sup> spielt in der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte eine prominente Rolle und ist aus dem 2. Teil dieser Arbeit wohlbekannt. *Jeremy Stein* hat sie 1988 in einem grundlegenden Aufsatz zu „Takeover Threats and Managerial Myopia“ formalisiert. Sein Modell wendet den oben skizzierten Grundmechanismus auf den Übernahmemarkt an,<sup>61</sup> wird auch bündig als *takeover threats hypothesis*<sup>62</sup> bezeichnet. In *Steins* Mo-

<sup>52</sup> Dazu *Rzepka/Hille/Schieszl*, CF 2016, 311, 311, 315 f., 319 mit Vorstellung alternativer, in der Praxis genutzter Bewertungsmethoden.

<sup>53</sup> *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 57.

<sup>54</sup> *Dies.*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 57.

<sup>55</sup> *Daines/Klausner*, J. L. Econ. & Org. 17 (2001), 83, 99.

<sup>56</sup> Zu diesem Begriff siehe *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1427; zu ihrem schlechten Ruf und ihrer Rolle in den 1980er Jahren in den USA etwa jüngst *Burke*, II., 41 New Eng. J. on Crim. & Civ. Confinement 395, 403 (2015).

<sup>57</sup> *Schneider*, AG 2006, 577, 579; kritisch *Otto*, AG 2013, 357 ff.

<sup>58</sup> *Seifert/Voth*, Invasion der Heuschrecken, 2007; ausgewogen *Schäfer*, Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006.

<sup>59</sup> *Müller-Erzbach*, Umgestaltung der AG, 1929, S. 19.

<sup>60</sup> Besonders pointiert formuliert der für die US-Debatte epochale Artikel des Unternehmensanwalts und Erfinders der *poison pill*, *Lipton*, 35 Bus. Law. 101, 104 (1979): „It would not be unfair to pose the policy issue as: Whether the long-term interests of the nation’s corporate system and economy should be jeopardized in order to benefit speculators interested not in the vitality and continued existence of the business enterprise in which they have bought shares, but only in a quick profit on the sale of those shares? The overall health of the economy should not in the slightest degree be made subservient to the interests of certain shareholders in realizing a profit on a takeover.“

<sup>61</sup> *Stein*, J. Pol. Econ. 96 (1988), 61 ff. („Takeover threats and Managerial Myopia“); knapp referiert etwa bei *Daines/Klausner*, J. L. Econ. & Org. 17 (2001), 83, 99.

<sup>62</sup> *Lundstrum*, J. Corp. Fin. 8 (2002), 353, 356.

dell können temporär geringe Gewinne eines Unternehmens dazu führen, dass unvollständig informierte Aktionäre und Marktteilnehmer es vorübergehend zu niedrig bewerten. Hierdurch wird eine Übernahme unter dem Fundamentalwert wahrscheinlicher. Der Manager, der annahmegemäß im Aktionärsinteresse handelt, kann sich deshalb gehalten sehen, den kurzfristigen Aktienkurs zu steigern, indem er zukünftige Ertragspotenziale mit gewissen Einbußen in die Gegenwartsperiode vorzieht, ohne dass andere Marktteilnehmer dies als solches erkennen können.<sup>63</sup> In der Sache bessert er den aktuellen Gewinn zulasten des zukünftigen auf, um einen höheren aktuellen Unternehmenswert zu signalisieren. Er bewahrt so „seine“ Aktionäre davor, zu billig zu verkaufen.<sup>64</sup>

In *Steins* Modell, das zwar restriktive Annahmen enthält,<sup>65</sup> aber nicht völlig implausibel anmutet, kann es deshalb dem langfristigen Unternehmenswert zugutekommen, wenn sich das Management von feindlichen Übernahmen abschotten darf.<sup>66</sup>

#### bb) Erklärungskraft

*Stein* entwickelte das Takeover-Threats-Modell vor dem Hintergrund der *US takeover controversy* der 1980er Jahre.<sup>67</sup> Der beschriebene Mechanismus ist aber über die USA hinaus immer dann möglich, wenn ein Unternehmen in langfristige Projekte investiert hat und Informationsasymmetrien über deren Wert bestehen.<sup>68</sup> Das Takeover-Threats-Modell spricht dafür, dass der Übernahmemarkt wohlfahrtssteigernde langfristige Ausgaben gefährden kann, deren Wert dem Kapitalmarkt schlecht (glaubwürdig) zu vermitteln ist<sup>69</sup> oder die aus wettbewerbsstrategischen Gründen geheim bleiben müssen. Vor allem in forschungsintensiven Wirtschaftszweigen ist das auch auf einem effizienten Markt denkbar.<sup>70</sup> Dies gilt umso mehr, wenn man nicht ein rein theoretisches Ideal von

<sup>63</sup> Der entsprechende Anreiz wohlwollender Manager hängt namentlich von den Kosten einer Übernahme (*Stein*, J. Pol. Econ. 96 (1988), 61, 69–70), den Synergieeffekten, die der Erwerber generieren kann, sowie davon ab, inwieweit die Aktionäre „ungeduldig“ sind, also geringe Gewinne in Periode 1 als Zeichen dafür werten, dass das Unternehmen wenig profitabel ist (dazu *ders.*, J. Pol. Econ. 96 (1988), 61, 71).

<sup>64</sup> *Daines/Klausner*, J. L. Econ. & Org. 17 (2001), 83, 89, 99.

<sup>65</sup> Das Modell geht insbesondere davon aus, dass Manager im besten Interesse der Aktionäre handeln (*Stein*, J. Pol. Econ. 96 (1988), 61, 66, 74), Agency-Kosten also keine Rolle spielen. Ferner abstrahiert es von anderen weniger schädlichen Möglichkeiten, mit denen Manager einen höheren Firmenwert signalisieren könnten, etwa indem sie höhere Dividenden zahlen (dazu *ders.*, J. Pol. Econ. 96 (1988), 61, 64).

<sup>66</sup> Dazu *Stein*, J. Pol. Econ. 96 (1988), 61, 75–78; *Daines/Klausner*, J. L. Econ. & Org. 17 (2001), 83, 99; eingehend und weiter ausgreifend *Wachter*, 151 U. Penn. L. Rev. 787 (2003), insbesondere auch zum CAPM.

<sup>67</sup> Dazu bereits oben 2. Teil, § 1 I.3.d), S. 130 ff., Text bei Fn. 402–409 auf S. 132–134.

<sup>68</sup> Vgl. *Daines/Klausner*, J. L. Econ. & Org. 17 (2001), 83, 99.

<sup>69</sup> Dies könnte z. B. der Fall sein, wenn und weil Ausgaben nicht (vollständig) in der Bilanz aktiviert werden dürfen und/oder weil sie nicht (zeitnah) in greifbare Dinge wie Fabriken oder neue Produkte münden, sondern „weichen“ Faktoren wie Kundenbindung, Mitarbeiterqualifikation oder (nicht patentierbarer) produktbezogener Forschung zugutekommen.

<sup>70</sup> Siehe mit Blick auf Pharmaunternehmen *Coffee, Jr./Palia*, The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications, September 2014, S. 47 im Kontext des feindlichen Übernahmeverstehens der gemeinschaftlich agierenden Bieter *Pershing Square Capital Management* („Pershing Square“) und *Valeant Pharmaceuticals International* („Valeant“) in Bezug auf das Zielunternehmen *Allergan, Inc.* („Allergan“).

Siehe zudem die empirische Studie von *Duru/Wang/Zhao*, J. Banking & Fin. 37 (2013), 341 ff., die ermitteln, dass sog. *staggered boards*, die im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht zur Abwehr feindlicher Übernahmen dienen, zunehmend positiv auf den Firmenwert wirken, wenn das Unternehmen ex-

Markteffizienz zugrunde legt, sondern eine realistische Vorstellung derselben, die erhebliche Schwankungen um den wahren Wert zulässt.<sup>71</sup>

Allerdings liegt nahe, dass in der realen Welt positive und negative Wirkungen des Marktes für Unternehmenskontrolle nebeneinander auftreten, während *Steins* Modell allein einen möglichen Nachteil beleuchtet. Zu den Vorteilen (drohender) feindlicher Übernahmen gehört ihre disziplinierende Wirkung auf das Management. Insbesondere wenn andere starke Governance-Mechanismen fehlen, kann eine solche externe Kontrolle im Ergebnis vorteilhaft sein, selbst wenn sie gewisse Kosten in Form kurzfristigen Managements verursacht.<sup>72</sup> Um die Rolle feindlicher Übernahmen in der Corporate Governance abschließend zu bewerten, muss man ihre Vor- und Nachteile gewichten sowie rechtliche und tatsächliche Vorkehrungen zur Eindämmung unerwünschter Folgen berücksichtigen. Nicht zuletzt die Schwierigkeit dieses Unterfangens, das für jede Volkswirtschaft bzw. Rechtsordnung gesondert erfolgen muss, erklärt, warum feindliche Übernahmen bis heute hoch umstritten sind, ohne dass das reichhaltige rechtsvergleichende Erfahrungsmaterial oder die mittlerweile unüberschaubare Vielzahl empirischer Studien eine Klärung herbeigeführt hätten.<sup>73</sup>

Eine weitere damit verbundene Frage ist, ob die modellierten *takeover threats* im angloamerikanischen Rechtskreis bedeutender sind als andernorts. Während in den USA

---

tern schwer zu durchschauen und damit zu bewerten ist. Umgekehrt ermitteln Duru et al., dass *staggered boards* den Unternehmenswert nur in transparenten Firmen senken. Bei ansteigender Undurchsichtigkeit eines Unternehmens steht ein *staggered board* der Studie zufolge außerdem in zunehmend positiver Beziehung zu Ausgaben für Forschung & Entwicklung.

Theoretisch sind zwar auch dann, wenn ein Unternehmen extern schwer zu bewerten ist, Maßnahmen denkbar, um Direktoren eine glaubwürdige Signalisierungsmöglichkeit zu eröffnen. So ist jüngst etwa vorgeschlagen worden, Direktoren sollten sich in einer Übernahmesituation bei Scheitern des Angebots verpflichten, eigene Aktien der Gesellschaft zum Angebotspreis mit Halteverpflichtung in einem Maß zu kaufen, das glaubwürdig signalisiert, dass die Direktoren von einer Unterbewertung der Gesellschaft ausgehen. Die Gerichte sollen eine solche Verpflichtung einbeziehen, wenn sie über die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen urteilen (im Einzelnen *Shilon*, 2017 Col. Bus. L. Rev. 511 (2017)). Eine allseitig als praktikabel und verlässlich angesehene Lösung ist aber nicht in Sicht.

<sup>71</sup> Besonders bekannt ist eine Formel, welche *Black*, J. Fin. 41 (1986), 528, 533 in einer Rede vor der American Finance Association im Jahr 1986 geprägt hat: „[W]e might define an efficient market as one in which price is within a factor of 2 of value, i. e., the price is more than half of value and less than twice value. The factor of 2 is arbitrary, of course. Intuitively, though, it seems reasonable to me, in the light of sources of uncertainty about value and the strength of the forces tending to cause price to return to value. By this definition, I think almost all markets are efficient almost all of the time. ‘Almost all’ means at least 90 percent.“

Wenn man diesen 90%-Bereich beispielsweise im Sinne einer Log-Normalverteilung interpretiert, folgt aus der Definition, dass zu jedem Zeitpunkt 16 % aller Aktien um mindestens 34 % unterbewertet sind (*Scherer*, J. Econ. Persp. 2 (1988), 69, 72–73). Auf dieser Grundlage treten selbst auf einem (relativ) effizienten Markt, den niemand dauerhaft schlagen kann (zu dieser Begrifflichkeit *Wachter*, 151 U. Penn. L. Rev. 787, 792 (2003)), erhebliche Unterbewertungen auf, die das Management in *Steins* Modell zu kurzfristigen Gewinnsteigerungen drängen können, wenn es als Insider die Unterbewertung erkennt.

<sup>72</sup> *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 53.

<sup>73</sup> Siehe nur aus jüngerer Zeit insgesamt gegen die *Short-termism*-These oder zumindest gegen ihre rechtspolitische Relevanz etwa *Bebchuk*, 113 Colum. L. Rev. 1637 (2013); *Roe*, 68 Bus. Law. 977 (2013); für die Gegenposition etwa *Stout*, 60 Bus. Law. 1435 (2005); *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265 (2012), zu Übernahmen insb. S. 272–273, 305, 307–314; auch zu dem historischen Kontext und dem langen Widerstreit der zugrunde liegenden Positionen in der US-Debatte *Lipton/Rowe*, 27 Del. J. Corp. L. 1 (2002) sowie der Abriss einiger bekannter Beiträge zum Streit um Verteidigungsinstrumente bei *Davidoff/Hill*, in: dies. (Hrsg.), Law and economics of mergers and acquisitions, 2013, ix, xii–xiii. Jüngst sehr eindrucksvoll zu den Schwierigkeiten empirischer Studien, die Kontroverse aufzuklären, *Catan/Kahan*, 68 Stan. L. Rev. 629 (2016) sowie zur Debatte um *staggered boards* *Cremers/Sepe*, 68 Stan. L. Rev. 67 (2016).

allein in den 1980er Jahren knapp 10 % der Fortune-500-Unternehmen Ziel feindlich begonnener Übernahmen waren,<sup>74</sup> sind sie in Deutschland und Japan im Gegensatz zu den USA und dem Vereinigten Königreich herkömmlich sehr selten.<sup>75</sup> Dieser vergleichende Befund zur Relevanz ändert sich nicht grundsätzlich dadurch, dass der von *Stein* modellierte Gedanke auf Aktienemissionen übertragbar ist. Eine anstehende Aktienemission oder ein Börsengang kann Manager ebenfalls anhalten, zum Wohle der bestehenden Aktionäre den Gewinn hochzutreiben, um den Kurs kurzfristig zu steigern. Die Kapitalaufnahme am Aktienmarkt fällt in den USA in Prozent des BIP aber traditionell ebenfalls deutlich höher aus als in Deutschland und Japan, wengleich die Verhältnisse insoweit zeitweilig weniger klar gewesen sind.<sup>76</sup>

Schließlich können Informationsasymmetrien zwischen Insidern und Outsidern bei Unternehmensverkäufen am Aktienmarkt differenzierter auf langfristige Investitionen wirken als bei *Stein*, wenn man bedenkt, dass Anteilseigner im Verlauf des Lebenszyklus eines Unternehmens strategisch über einen Börsengang entscheiden können. Dies zeigt ein instruktives Modell, das die Anreize zu Innovation im Zusammenspiel mit der Entscheidung über einen Börsengang betrachtet:<sup>77</sup> Annahmegemäß investiert ein Insider (Gründer-Manager) zum Startzeitpunkt mit seinem Unternehmen entweder in ein „innovatives“ Projekt, das eine neue Idee ausprobiert, oder in ein „konventionelles“ Projekt, das bereits erprobte Ansätze verwertet. Wählt der Insider aufgrund ex ante höherer Gewinnaussichten das innovative Projekt, erhält aber später (Periode 1) ein Signal, das auf eine höhere Misserfolgswahrscheinlichkeit hindeutet, kann er, wenn das Unternehmen nicht börsennotiert ist, annahmegemäß an unkundige (*unsophisticated*, aber rationale<sup>78</sup>) Investoren auf dem Aktienmarkt verkaufen (IPO), die dieses Signal nicht sehen. Dabei kann er einen Preis über dem Fundamentalwert erzielen, da annahmegemäß eine gewisse allgemeine Wahrscheinlichkeit dafür besteht, dass Gründer aufgrund von plötzlichem Liquiditätsbedarf anstatt aus opportunistischen Erwägungen verkaufen – der Markt geht also von einer gewissen Wahrscheinlichkeit des Erfolgsfalls selbst bei einem vorzeitigen Verkauf aus, was sich im Preis widerspiegelt. Dies versichert den Insider gegen hohe Verluste bei Misserfolg und steigert so den Anreiz zur Investition in ein riskantes, aber gewinnversprechendes „innovatives“ Projekt (*Fehlertoleranzeffekt*). Sollte der Insider tatsächlich einen Liquiditätsschock bei einem Erfolgssignal erleiden, kann er mit gewisser Wahrscheinlichkeit an einen „kundigen“ Investor privat verkaufen, der ebenfalls das Erfolgssignal sieht, sodass sich der Preis daran ausrichtet. Bei einer bestehenden Börsennotierung sieht die Lage hingegen anders aus, weil die vorgeschriebene öffentliche Berichterstattung eine höhere Transparenz herstellt. Im Modell bewirkt

<sup>74</sup> *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 53.

<sup>75</sup> Dazu mit aktuellen Zahlen unter *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 3 Rn. 2 f. Dies ist als Indiz dafür gewertet worden, dass Manager in Deutschland und Japan wahrscheinlich unter geringerem Druck stünden, kurzfristige Aktienkurse zu maximieren, *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 53 f.

<sup>76</sup> *Dies.*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 54 f. Für jüngere Zahlen zu den USA siehe einerseits *Mitchell*, 66 Wash. & Lee L. Rev. 1635, 1653–1666 (2009), der anhand langfristiger Daten zu dem Ergebnis kommt, dass Kapitalaufnahme durch Aktien in den USA außer im Bankensektor zurückgegangen ist; siehe aber auch kritisch mit Blick auf *Short-termism*-Vorwürfe gegen Aktienrückkäufe *Fried/Wang*, Rev. Corp. Fin. Stud. 8 (2019), 207, 219–222, die bezogen auf den Zeitraum 2005 bis 2014 argumentieren, dass große etablierte Firmen – durchaus erwartungsgemäß – Kapital an den Markt zurückgaben, während kleine Firmen netto Kapital aufnahmen.

<sup>77</sup> *Ferreira/Manso/Silva*, Rev. Financ. Stud. 27 (2013), 256 ff.

<sup>78</sup> *Dies.*, Rev. Financ. Stud. 27 (2013), 256, 264.

sie, dass annahmegemäß alle Investoren, außenstehende wie Insider, das zwischenzeitliche Signal über Erfolg oder Nichterfolg sehen, welches folglich sofort eingepreist wird. Ein früher Ausstieg nach schlechten Neuigkeiten ist dann nicht profitabel, es besteht also keine Fehlertoleranz. Umgekehrt reagiert der Markt schnell auf gute Neuigkeiten. Dies bewirkt einen Anreiz zu *Short-termism* dergestalt, dass der Insider gegebenenfalls das konventionelle Projekt vorzieht, weil es mit einer höheren Wahrscheinlichkeit frühen Erfolgs einhergeht, auch wenn an sich das innovative Projekt ex ante effizient wäre.

Aus diesem Modell folgt, dass private Unternehmen innovativer sind als börsennotierte, aber dergestalt, dass Manager sogar zu stark zu „innovativen“ Projekten neigen, die riskant, aber im Erfolgsfall sehr profitabel sind (*inefficient Long-termism*).<sup>79</sup> Während also Manager börsennotierter Unternehmen tendenziell zu stark auf gegenwärtige Gewinne achten (*Short-termism*), konzentrieren sich Manager junger privater Unternehmen tendenziell zu stark auf zukünftige riskante Gewinne,<sup>80</sup> da hierdurch Handelsmöglichkeiten geschaffen werden.<sup>81</sup> Die optimale Struktur hängt damit von der Art der Projekte ab, die dem Unternehmen offenstehen.<sup>82</sup> Dabei fördert der öffentliche Kapitalmarkt als Ausstiegsoption, obgleich er an sich *Short-termism*-Druck entfaltet, langfristige Innovation junger geschlossener Gesellschaften sogar in übermäßiger Weise.

## b) Signal-Jamming-Hypothese

### aa) Grundmodell von Stein (1989)

Der eingangs skizzierte Grundmechanismus setzt kein feindliches Übernahmeverhaben voraus. Dementsprechend lässt sich die von Stein 1988 skizzierte Problematik deutlich weiterdenken. Im Ergebnis kann sie marktweite Folgen haben, dergestalt, dass letztlich alle Manager „kurzsichtige“ Gewinnmanipulationen betreiben müssen, wenn sie eine Unterbewertung ihrer Gesellschaft z. B. wegen Übernahmerisiken vermeiden wollen. Genau dies folgt aus einem sog. *signal jamming model*,<sup>83</sup> das Stein 1989 publiziert hat.<sup>84</sup> Es funktioniert analog zu einem *Gefangenendilemma*<sup>85</sup> bzw. dem sog. *Zitronenproblem*<sup>86</sup>:

<sup>79</sup> Dies., Rev. Financ. Stud. 27 (2013), 256, 259.

<sup>80</sup> Dies., Rev. Financ. Stud. 27 (2013), 256, 259, 272 f.

<sup>81</sup> Dies., Rev. Financ. Stud. 27 (2013), 256, 275.

<sup>82</sup> Dies., Rev. Financ. Stud. 27 (2013), 256, 259.

<sup>83</sup> Signal-Jamming-Modelle gehen in der Sache auf ein grundlegendes Papier zu Manageranreizen von Bengt Holmström zurück, das zunächst 1982 in einer Festschrift für Professor Lars Wahlbäck und 1999 erneut aufsatzförmig erschien (Holmström, Rev. Ec. Stud. 66 (1999), 169 ff., zuvor in Aminoff/Wahlbeck (Hrsg.), Vetenskap och företagsledning, 1982). Den Begriff „signal jamming“ für das in Rede stehende Verhaltensmuster prägten Fudenberg/Tirole, RAND J. 17 (1986), 366 ff. im Rahmen eines Modells zu Verdrängungswettbewerb. Er hat sich nachfolgend über diesen Sachzusammenhang hinaus etabliert.

<sup>84</sup> Dazu Stein, QJE 104 (1989) 655, 664; instruktive Besprechung seines Modells und weiterer theoretisch verwandter Arbeiten bei Grant/King/Polak, J. Ec. Surveys 10 (1996), 1, 6 f., 9–11; für rein verbale Darstellungen des Kerngedankens in deutscher Sprache etwa Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, 2000, S. 386 f.; Tebben, Vergütungsanreize und opportunistische Bilanzpolitik, 2011, S. 40.

<sup>85</sup> Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, 2000, S. 387: „Management in einer Art Gefangenendilemma“; in der Sache ebenso Bohlin, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 204 f. i. V. m. S. 217 f., ausgehend von der grundlegenden Arbeit Holmström, Rev. Ec. Stud. 66 (1999), 169 ff. (zu dieser soeben Fn. 84); von einer Situation ähnlich einem Gefangenendilemma sprechen auch Asker/Farre-Mensa/Ljungqvist, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 373.

<sup>86</sup> Adverse Selektion, nach dem grundlegenden Modell von Akerlof, QJE 84 (1970), 488 auch Zitronenproblem genannt, betrifft den verwandten Fall, dass ein Unternehmen neue Aktien am Markt ausgibt, dazu grundlegend Myers/Majluf, J. Fin. Ec. 13 (1984), 187 ff., sowie kürzer die instruktiven Be-

Wiederum maximieren die Manager einen gewichteten Durchschnitt von kurzfristigem Aktienkurs und langfristigem Unternehmenswert. *Stein* lässt im Modell offen warum,<sup>87</sup> diskutiert aber vorrangig eine latente Übernahmewahrscheinlichkeit und den Bedarf an frischem Eigenkapital.<sup>88</sup> Wissen die Investoren von den Zielen der Manager sowie von dem damit verbundenen Anreiz mancher Manager, insgeheim kurzfristige Gewinne um den Preis späterer Einbrüche hochzutreiben, werden sie bei der Unternehmensbewertung sicherheitshalber generell einen Abschlag von den aktuell beobachteten Gewinnen abziehen. Dies führt indes dazu, dass letztlich alle Manager solche Gewinnmanipulationen betreiben müssen, wenn sie eine Unterbewertung ihrer Gesellschaft z. B. wegen Übernahmrisiken vermeiden wollen. Denn wenn Investoren kurzfristig aufpolierte und nachhaltige Gewinnniveaus nicht auseinanderhalten können und daher stets einen Abschlag machen, trifft das alle Gesellschaften. (Nur) Solche mit einem nicht manipulierten Gewinnniveau würden dann zu Unrecht unter Wert gehandelt.<sup>89</sup>

#### *bb) Erklärungskraft und verwandte Modelle*

Die Problematik, die hinter *Steins* Signal-Jamming-Modell steht, ist wiederum allgemein und intuitiv verständlich: Wenn Investoren bzw. Aktionäre kurzfristige Zahlungsströme (Cashflows) besser einschätzen können als langfristige, dann sehen sie bei einer Vorverlagerung von Gewinnen eindeutig, dass die kurzfristigen Cashflows des Unternehmens gestiegen sind, werden aber nicht genau erkennen können, dass die zu erwartenden langfristigen Cashflows gesunken sind. Die präzise Information kann den Aktienkurs mehr steigern, als er infolge der vagen Information über geringere zukünftige Cashflows sinkt. Daraus folgt ein Anreiz der Manager, Gewinne mittels Bilanzpolitik in größerem Maße vorzuverlagern, als es der anzuwendende Diskontfaktor rechtfertigt.<sup>90</sup> Dies wiederum erfüllt die eingangs herausgearbeitete Definition von *Short-termism*.<sup>91</sup>

Ein solches Problem ist nicht nur zwischen börsennotierten Aktiengesellschaften bzw. ihren Managern und den Investoren am Sekundärmarkt denkbar, sondern auch in zahlreichen weiteren Konstellationen. Erstens kann ein paralleles Problem wie am (externen) Kapitalmarkt am internen Kapitalmarkt auftreten, also zwischen dem mittleren Management eines Unternehmens und dem Topmanagement. Das gilt insbesondere, wenn die Konzernleitung einzelnen Sparten Mittel anhand deren kurzfristiger Gewinne zuteilt und die Manager der Sparten in der Lage sind, ihre Zahlen kurzfristig „aufzupolie-

---

sprechungen von *Grant/King/Polak*, J. Ec. Surveys 10 (1996), 1, 11–13; *Stein*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, S. 112, 117: In dem Maße, in dem Manager ihre gegenwärtigen Aktionäre zulasten potenzieller zukünftiger Investoren bevorzugen, werden sie neue Aktien zu Zeiten ausgeben wollen, in denen ihre privaten Informationen dafür sprechen, dass die Aktien überbewertet sind. In der Konsequenz wertet der Markt Aktienemissionen als schlechte Nachricht. Das kann Manager „guter“ Firmen dazu bewegen, sich bei Aktienemissionen zurückzuhalten. Unter dem Strich könnten selbst Unternehmen, die frisches Eigenkapital gut gebrauchen könnten, weil sie über gute Investitionsmöglichkeiten verfügen, nicht fähig oder willens sein, diese Finanzierung zu erschließen. Die Überschneidung zu *Steins Short-termism*-Modell ergibt sich daraus, dass Manager eine Überbewertung bei anstehender Aktienemission auch durch kurzfristige Bilanzpolitik fördern oder verstärken könnten.

<sup>87</sup> *Stein*, QJE 104 (1989), 655, 658 f.

<sup>88</sup> *Stein*, QJE 104 (1989), 655, 661–664, 664–667

<sup>89</sup> *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, 2000, S. 387; *Tebben*, Vergütungsanreize und opportunistische Bilanzpolitik, 2011, S. 40 mit Fn. 177.

<sup>90</sup> *Carmel*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 544.

<sup>91</sup> Vgl. hierzu 1. Teil, § 2, S. 64 ff.

ren“, ohne dass die Zentrale dies nachvollziehen kann.<sup>92</sup> In der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte spielte diese Sorge eine große Rolle.<sup>93</sup>

Zweitens liegt das *Steinsche* Signal-Jamming-Problem ebenso bei Aktienemissionen bzw. Kapitalerhöhungen nahe.<sup>94</sup>

Drittens haben vor *Stein* bereits *Miller/Rock* gezeigt, dass es auch bei Dividenden besteht.<sup>95</sup> In ihrem Modell bezieht sich die Informationsasymmetrie darauf, dass nur Manager, nicht aber Investoren, die Gewinne(ntwicklung) kennen. Dividenden geben den Investoren ein Signal über zukünftige Gewinne. Ein Manager kann nun versucht sein, etwa im Interesse kurzfristiger verkaufswilliger Aktionäre oder um eine höhere variable Vergütung zu erhalten, die Dividende höher als vom Markt erwartet anzusetzen, selbst wenn er dafür profitable Investitionen senken muss. Hierdurch gibt er dem Markt ein nach oben verzerrtes Signal über die zukünftige Gewinnentwicklung. Dies verspricht eine temporäre Steigerung des Aktienkurses. Die rationalen Investoren wissen aber anahmegemäß um die Anreize der Manager und antizipieren daher ein solches Verhalten. Da sie es wiederum nicht im Einzelfall erkennen können, machen sie vorsorglich immer einen Abschlag vom Wertsignal, das mit der Dividende einhergeht. Die Manager wiederum erwarten das und liefern notgedrungen ein entsprechend erhöhtes Signal, da sie andernfalls zu Unrecht abgestraft würden. Aus alledem ergibt sich ein neues, niedrigeres Niveau optimaler Investition, das unter dem (First-best-)Optimum des Standardmodells mit vollständiger Information liegt.

Die bisher genannten drei Anwendungsfälle – Aktienhandel am Sekundär- und Primärmarkt, Mittelzuteilung auf dem firmeninternen Kapitalmarkt und Dividendenpolitik – betreffen im Kern monetär bestimmte Transaktionen. Der Markt schließt dabei jeweils von Gewinn oder Dividende auf den Unternehmenswert. Nun kann der Markt nicht nur aus diesen monetären Variablen Rückschlüsse ziehen, sondern auch aus anderen Parametern wie Wachstum oder Profitabilitätskennzahlen.<sup>96</sup> Mit diesem Gedanken haben *Aghion/Stein* den skizzierten Mechanismus weiter verallgemeinert und eine vierte Fallgruppe aufgezeigt: Ihr Modell übernimmt die Annahme, dass Manager einen gewichteten Durchschnitt des gegenwärtigen und des zukünftigen Aktienkurses ihrer Gesellschaft maximieren. Infolgedessen konzentrieren sie sich jeweils kurzfristig und langfristig suboptimal auf die Variable, die der Markt gerade vorrangig zur Bewertung der betreffenden Gesellschaft bzw. ihres Industriezweigs heranzieht, z. B. auf Wachstum oder Kosteneinsparung.<sup>97</sup> Der Wunsch der Manager, dem Aktienmarkt kurzfristig zu gefallen, sorgt so dafür, dass reale Variablen wie Umsatz oder Produktion übermäßig schwanken, selbst wenn der Markt an sich vollständig effizient ist.<sup>98</sup>

<sup>92</sup> *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 852; *Graham/Harvey/Rajgopal*, 62 Financial Analysts J. 27, 33 f., 37 (2006).

<sup>93</sup> Dazu 2. Teil, § 1 I.3.a), S. 89 ff., 2. Teil, § 1 I.3.d), S. 130 ff., Text bei und in Fn. 396, 397 auf S. 131; ferner auch, aber weniger bedeutend, im Rahmen der britischen Debatte 2. Teil, § 1 II.3.a)aa), S. 181 ff. in Fn. 726 auf S. 182, und 2. Teil, § 1 II.3.b)cc)(1), S. 210 ff. Text bei Fn. 903–904 auf S. 211.

<sup>94</sup> Dazu soeben Fn. 87.

<sup>95</sup> *Miller/Rock*, J. Fin. 40 (1985), 1031 ff.; zu ihrem Modell auch knapp *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 17.

<sup>96</sup> *Aghion/Stein*, J. Fin. 63 (2008), 1025, 1052.

<sup>97</sup> So das Modell von *dies.*, J. Fin. 63 (2008), 1025 ff.; zur Übereinstimmung der Nutzenfunktion des Managers im Modell von *Aghion/Stein* mit derjenigen der Modelle von *Miller/Rock* und *Stein* siehe *dies.*, J. Fin. 63 (2008), 1025, 1029.

<sup>98</sup> *Aghion/Stein*, J. Fin. 63 (2008), 1025, 1053.

Die vorgenannten Modelle implizieren, dass Manager von einer nur ihnen bekannten Strategie abweichen, welche für den langfristigen Unternehmens(bar-)wert optimal wäre. In der Sache beachten sie damit eine wichtige Information bewusst nicht. Auch dieser Gedanke lässt sich verallgemeinern. Dies führt – fünftens – zu einem Modell, das eine sog. *information neglect* begründet, dergestalt, dass Manager kurzfristig den Erwartungen des Marktes Rechnung tragen, ohne ihre eigene überlegene Information vollständig einzubringen.<sup>99</sup> Dieses Resultat fußt im Kern auf drei Annahmen:<sup>100</sup> Erstens maximieren die Manager zumindest auch den kurzfristigen Aktienkurs.<sup>101</sup> Zweitens haben Manager nur ihnen bekannte (sog. private) Informationen, die sie nicht glaubhaft offenlegen können.<sup>102</sup> Das Modell behandelt den Fall, dass dem Manager am Aktienkurs zu einem Zeitpunkt gelegen ist, bevor sich die Informationsasymmetrie zwischen ihm und dem Markt auflöst. Drittens lässt es das Modell zu, dass der Manager eine private Information erhält, die dem öffentlich bekannten Informationsstand des Marktes widerspricht.<sup>103</sup> In diesem Szenario ist einem Manager, der (auch) den kurzfristigen Aktienkurs maximiert, nicht primär daran gelegen, dass er die „richtige“ (d. h. die wertmaximierende) Unternehmensstrategie wählt, sondern dass der Markt meint, dass dies der Fall ist. Zu diesem Zweck ist es rational, sich der verkürzten Sicht des Marktes anzupassen und die Markterwartung des zukünftigen Profits zu maximieren anstatt diesen selbst.<sup>104</sup> Hierdurch haben Manager einen Anreiz, ihre widersprechende Zusatzinformation zugunsten des marktbekannten Informationsstands außer Acht zu lassen.<sup>105</sup>

Ein solches Verhalten erinnert an die bekannte Metapher von *Keynes*, die Aktienpekulation als Schönheitswettbewerb beschreibt,<sup>106</sup> bei dem Teilnehmer den Kandida-

<sup>99</sup> *Brandenburger/Polak*, RAND J. 27 (1996), 523 ff.; dazu auch die instruktiven Besprechungen von *Grant/King/Polak*, J. Ec. Surveys 10 (1996), 1, 13–15; *Brunnermeier*, Asset pricing under asymmetric information, 2001, S. 211–213.

<sup>100</sup> Zu den ersten zwei Annahmen *Brandenburger/Polak*, RAND J. 27 (1996), 523, 524 f.

<sup>101</sup> Diese Annahme lässt sich zwar formal auch anders fassen. So führt das Grundmodell von *Jeon*, Euro. Econ. Rev. 42 (1998), 1203 ff. ebenfalls dazu, dass Manager unter bestimmten Umständen ein wertvolles privates Signal über Investitionsmöglichkeiten ignorieren und daher in der ersten von zwei Modellperioden nicht investieren, um ihren Gesamtlohn zu maximieren (a. a. O., S. 1212 f.). In dem Modell werden Manager in Form von unbedingten, also nicht erfolgsabhängigen Gehältern bezahlt, die zu Beginn jeder Periode festgelegt werden (a. a. O., S. 1207). Allerdings bemessen sich diese Gehälter danach, wie der Markt die Fähigkeiten eines bestimmten Managers einschätzt, konkret: welchen Erwartungswert der Markt den Diensten eines bestimmten Managers zumisst (a. a. O., S. 1207). Dies wiederum hängt davon ab, ob, und wenn ja, mit welchem finanziellen Ergebnis der Manager zuvor investiert hat (a. a. O., S. 1208 f.). Ein Aktienmarkt kommt in dem Modell nicht vor. Soweit der Aktienkurs einer börsennotierten Gesellschaft wesentlich von den bisherigen Gewinnen abhängt, bedeutet es aber keine Änderung, ob diese oder der Kurs selbst herangezogen werden. *Jeons* Modell erfasst dafür auch den Fall einer geschlossenen Gesellschaft mit einem Fremdmanager.

<sup>102</sup> Diese Annahme ist radikal zu verstehen. Manager können ihre private Information also weder (in glaubwürdiger Weise) bekannt geben noch durch eigene Handlungen (glaubwürdig) indirekt signalisieren. Insbesondere handeln annahmegemäß weder die Manager mit Aktien der Gesellschaft noch tut dies die Gesellschaft selbst. Damit lässt das Modell auch Management-Buyouts und die Ausgabe junger Aktien außen vor (*Brandenburger/Polak*, RAND J. 27 (1996), 523, 525 mit Fn. 4: „no-insider-trading assumption“).

<sup>103</sup> *Dies.*, RAND J. 27 (1996), 523, 527 f.

<sup>104</sup> Prägnant *Grant/King/Polak*, J. Ec. Surveys 10 (1996), 1, 14: „More generally, the inefficiency arises because, given the informational asymmetry, maximising the market’s expectation of tomorrow’s profit (that is, today’s share price) is not the same as maximising expected profit directly.“

<sup>105</sup> *Brandenburger/Polak*, RAND J. 27 (1996), 523, 537.

<sup>106</sup> Dazu im Rahmen von *Keynes’* Beitrag zur *Short-termism*-Debatte 1. Teil, § 1 III. 1. d), S. 52 ff., zur Einordnung aus heutiger Sicht 1. Teil, § 1 III. 2., S. 57 ff.

ten wählen, von dem sie glauben, dass die anderen ihn am schönsten finden.<sup>107</sup> Auch zu dem Wettbewerbsverhalten von (Fonds- oder Unternehmens-)Managern, die an einer Blase teilnehmen<sup>108</sup> und, als konkreter Anwendungsfall, von Banken in der Finanzkrise<sup>109</sup> ergeben sich Parallelen.

### c) Zwischenbefund und Wohlfahrtsimplikationen

Die bisher skizzierten *Short-termism*-Modelle stellen ganz grundsätzlich die komparativ-statische These auf, dass Investitionen am stärksten verzerrt werden, wenn der Druck auf die Manager bzw. ihr Anreiz am größten ist, den Aktienmarkt kurzfristig mit guten Ergebnissen zu beeindrucken.<sup>110</sup> Das Ausmaß, in dem Manager Gewinne durch diese und andere Formen von Bilanzpolitik insgeheim manipulieren können, hängt stets entscheidend davon ab, wie groß die „Informationslücke“ zwischen ihnen und den Aktionären bzw. Investoren ausfällt. Die hierfür maßgeblichen Faktoren, darunter die Unternehmensberichterstattung und der Anlagehorizont der Aktionäre, wurden bereits behandelt.<sup>111</sup>

Entsprechend der Ideengeschichte der (rechtspolitischen) *Short-termism*-Debatte hat die theoretische Literatur insbesondere die Situation herausgegriffen, dass Manager eine Übernahme fürchten. Hier bewirkt die Übertragung der Aktien zum aktuellen Kurs, dass den Managern besonders an dessen Höhe liegt.<sup>112</sup> Gleiches gilt etwa bei einer anstehenden Ausgabe junger Aktien und, wie die empirische Literatur bestätigt, im Rahmen der Managervergütung, wenn der Manager zu einem bestimmten Zeitpunkt eine größere Summe von Aktienoptionen ausüben und/oder Aktien verkaufen darf.<sup>113</sup> Im Übrigen ist der Signalisierungsaspekt insofern allgemein, als zahlreiche Mittel genutzt werden können, um einen höheren Unternehmenswert – zu Recht oder zu Unrecht – anzudeuten.<sup>114</sup> Im Vordergrund stehen, wiederum passend zur Ideengeschichte, Gewinn und Dividende, die sich mit buchmäßiger oder realer Bilanzpolitik kurzfristig hochtreiben lassen. Die theoretische Literatur legt aber wie gezeigt dar, dass ebenso realwirtschaftliche Parameter in Betracht kommen, etwa Wachstums-, Umsatz- oder Profitabilitätskennzahlen.

Bei alledem sind *Steins* Signalisierungsmodell zu *takeover threats* und die Signal-Jamming-Modelle in der Sache komplementär.<sup>115</sup> Beide ergeben, dass Manager den Gewinn (oder eine andere Signalvariable) über den „natürlichen“, optimalen Wert erhöhen, um die jeweilige Gesellschaft in ein günstigeres Licht zu stellen (*pump up the bottom line*<sup>116</sup>) und so den Aktienkurs zu steigern. Die Folgen für die Wohlfahrt stellen sich aber bei *signal jamming* im Grundsatz pessimistischer dar: Im Signalisierungsmodell geben

<sup>107</sup> Dallas, 37 J. Corp. L. 265, 311 f., 314 (2012).

<sup>108</sup> Siehe Bolton/Scheinkman/Xiong, 30 J. Corp. L. 721, 729 (2005).

<sup>109</sup> Siehe Dallas, 37 J. Corp. L. 265, 310–313 (2012): individuelle vs. kollektive Rationalität, bei kurzfristigem Verhalten bzw. bei einer Blase mitzumachen in der (überoptimistischen) Hoffnung, selbst rechtzeitig aussteigen zu können, bevor schwere Nachteile eintreten bzw. bevor die Blase platzt.

<sup>110</sup> Stein, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, S. 112, 123.

<sup>111</sup> Dazu oben 3. Teil, § 2 III., S. 394 ff., Text bei und in Fn. 44–50 auf S. 396–397.

<sup>112</sup> Stein, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, S. 112, 123.

<sup>113</sup> Dazu im Überblick Grant/King/Polak, J. Ec. Surveys 10 (1996), 1, 9–10; für eine aktuelle Studie Edmans/Fang/Lewellen, Rev. Financ. Stud. 30 (2017), 2229–2271.

<sup>114</sup> Stein, QJE 104 (1989), 655, 667.

<sup>115</sup> Ders., QJE 104 (1989), 655, 667.

<sup>116</sup> Ders., QJE 104 (1989), 655, 667.

Manager ein kostspieliges Signal immerhin zu dem Zweck, angesichts von *takeover threats* eine Information über den Wert der Gesellschaft zu senden. Die Information wird dem Markt auch erfolgreich übermittelt. Dadurch kann ungeachtet der direkten Kosten eine positive Externalität entstehen, wenn der informativere Aktienkurs die Ressourcenallokation verbessert. Ein solches Trostpflaster fehlt im Signal-Jamming-Gleichgewicht,<sup>117</sup> in dem – etwas pointiert formuliert – Firmen kostspieliges Verhalten unternehmen, um zu *verhindern*, dass der wahre Wert der Gesellschaft offenbar wird.<sup>118</sup>

#### d) Einschränkungen und Kritik

Die Grundmechanik der skizzierten Signal- und Signal-Jamming-Modelle ist intuitiv durchaus einsichtig. Dessen ungeachtet sind sie Gegenstand von Einschränkungen und Kritik. Dies betrifft vor allem drei Bereiche.

##### aa) Sensitivität für Annahmen

Erstens hängen die Ergebnisse – wie in jedem ökonomischen Modell – entscheidend von den getroffenen Annahmen ab. Variiert man sie, kann sich kurzsichtiges Verhalten ganz anders niederschlagen. Eine zentrale Stellschraube hierfür ist die Informationsstruktur: *Steins* Takeover-Threats- und Signal-Jamming-Hypothesen gehen davon aus, dass profitable langfristige Investitionen für den Markt nicht (vollständig) sichtbar sind. Nimmt man stattdessen an, dass der Markt den Akt des Investierens beobachten kann und Informationsasymmetrien über die Fähigkeit des Managers bestehen, gute Investitionsmöglichkeiten zu kreieren, tritt in gewisser Weise das Gegenteil von *Steins* Modellen ein: Manager, die ihren Ruf verbessern wollen, neigen dann zu Über- statt Unterinvestment.<sup>119</sup>

Beide Szenarien schließen sich nicht aus. Welches wann die Realität besser beschreibt, ist letztlich eine empirische Frage. Zu einem gewissen Grad liegt nahe, dass für bestimmte Investitionsarten, Unternehmen, Wirtschaftszweige und/oder Konjunkturphasen das eine oder andere Modell mehr Erklärungskraft besitzt.<sup>120</sup> Ebenso naheliegend ist allerdings, dass man bei Investitionsarten, die für den Markt gut sichtbar sind, in höherem Maße auf Kontrollmechanismen hoffen darf, die in *Steins* Szenario „unsichtbarer Investitionen“ ausscheiden. Zu nennen ist hier etwa eine Bewertung und Kontrolle des Investitionsverhaltens im Branchenvergleich und/oder anhand längerfristiger Durchschnitte. Mit Blick hierauf scheint für den Regelfall nicht Überinvestment in extern „sichtbaren“, sondern Unterinvestment in extern „unsichtbaren“ Bereichen die plausiblere Folge eines Myopia-Problems. Hierfür spricht vor allem auch die Ideengeschichte der Debatte. Sie

<sup>117</sup> *Ders.*, QJE 104 (1989), 655, 668.

<sup>118</sup> *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 17 Fn. 4.

<sup>119</sup> So in den Modellen von *Bebchuk/Stole*, J. Fin. 48 (1993), 719 ff. und *Bizjak/Brickley/Coles*, J. Accounting & Ec. 16 (1993), 349 ff.; zum erstgenannten Modell auch *Stein*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, S. 112, 122 f. sowie in größerem Zusammenhang *Hirshleifer*, Financial Management 22 (1993), 145, 150–153, 155. Auch in dem Modell von *Jeon*, Euro. Econ. Rev. 42 (1998), 1203 ff. (dazu oben Fn. 101 auf S. 405) kann neben *under-* auch *overinvestment* eintreten, wenn mit einem risikoaversen Manager ein langfristiger Vertrag geschlossen wird, *ders.*, Euro. Econ. Rev. 42 (1998), 1203, 1216.

<sup>120</sup> Hierfür gibt es auch empirische Belege. So ermitteln *Kraft/Vashishtha/Venkatachalam*, Acc. Rev. 93 (2018), 249, 251, 269–272 im Rahmen ihrer Studie zu den Folgen eines Übergangs zu Quartalsberichten, dass es vor allem bei solchen Industrien zu einem Rückgang von Sachinvestitionen (*capital investment*) kam, die in vergleichsweise hohem Maß Investitionen tätigen, welche sich erst nach einem Jahr positiv im Gewinn niederschlagen.

ist stark von der Sorge um unzureichende langfristige Investitionen geprägt, während eine Sorge vor übermäßigen Investitionen durch Druck des Kapitalmarktes oder Druck kurzfristiger Investoren soweit ersichtlich keine Rolle gespielt hat. An diesem Erfahrungsmaterial sollten Wirtschafts- und Rechtswissenschaft nicht vorbeigehen.

### bb) Stabilität der Effekte

Ein weiterer Kritikpunkt betrifft die Frage, inwieweit die Effekte dauerhaft stabil sind. Gegen *Steins* Signal-Jamming-Modell von 1989 ist insoweit eingewandt worden, dies mit fragwürdigen Annahmen zu erreichen: Im Modell sei für den Agenten nur der aktuelle Aktienkurs bedeutsam. Der Agent/Manager wisse, dass er zukünftige Erträge schmälert, dies sei aber für seine Entscheidung irrelevant, da er nicht anhand tatsächlicher zukünftiger Erträge bezahlt werde. Damit gehe das Modell implizit davon aus, dass der Manager über eine Take-the-Money-and-Run-Option verfüge, ohne dafür eine kostenträchtige Bestrafung fürchten zu müssen. Eine solche Annahme sei fragwürdig, wenn – anders als *Stein* dies tut – neben dem Aktienmarkt zugleich der Arbeitsmarkt modelliert wird.<sup>121</sup>

Diese Charakterisierung der Nutzenfunktion des Managers in *Steins* Modell scheint zumindest missverständlich. Tatsächlich hängt sie keineswegs nur vom aktuellen Aktienkurs ab, sondern auch vom Gewinn der Gesellschaft in der Folgeperiode.<sup>122</sup> Zutreffend ist allerdings – nur aber immerhin –, dass sich in einer später veröffentlichten Arbeit, die auf *Steins* Papier aufbaut und (auch) den Arbeitsmarkt modelliert, die Investitionsverzerrung als vorübergehend erweist und im Gleichgewicht nicht (mehr) auftritt. Der Grund liegt darin, dass der Manager in dieser Arbeit seinen Gesamtlohn über alle Perioden maximiert und dass der Markt mit der Zeit eine feste Einschätzung der Produktivität des Managers bildet, welche die Managervergütung bestimmt.<sup>123</sup> In der Real-

<sup>121</sup> *Bohlin*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 219.

<sup>122</sup> Bei *Stein*, QJE 104 (1989), 655, 658 treten in jeder Periode neue Manager auf den Plan, die Aktien der Gesellschaft halten. Nach Auszahlung der Dividende der Periode – annahmegemäß wird der gesamte Gewinn ausgeschüttet – verkaufen die Manager einen Teil ihrer Aktien zum Marktpreis, die restlichen Aktien halten sie für immer. Die Manager maximieren den Gegenwartswert ihres Einkommens, den *Stein* durch eine Summe aus drei Komponenten beschreibt: (1) der Dividende (ausgeschütteter Gewinn) der Gesellschaft der laufenden Periode, (2) dem verkauften Aktienanteil multipliziert mit dem aktuellen Aktienkurs der laufenden Periode sowie (3) der diskontierten Dividende der Folgeperiode für den gehaltenen Aktienanteil. *Stein* (a. a. O., S. 660) zeigt, dass sich der Manager nicht kurzfristig verhält, wenn er in der laufenden Periode überhaupt keine Aktien verkauft und der aktuelle Kurs somit für ihn irrelevant ist. Je mehr Aktien der Manager in Periode 1 verkauft, desto mehr verhält er sich kurzfristig. Nur wenn der Manager alle Aktien in der ersten Periode verkauft, hängt seine Nutzenfunktion allein von der aktuellen Dividende (= dem aktuellen Gewinn) und vom aktuellen Aktienkurs ab.

<sup>123</sup> Dazu bereits das Modell von *Jeon*, Reputational Concerns and Managerial Myopia or Hyperopia, in: ders., Three essays in the theory of the firm – reputation and incentive problems, 1991 (zitiert nach *Bohlin*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 219, 221; *Thadden*, Rev. Ec. Stud. 62 (1995), 557, 558) sowie später mit identischem Titel besser zugänglich *Jeon*, Journal of economic theory and econometrics 2 (1996), 103 ff. In *Jeons* Modell wird der Manager auf dem annahmegemäß kompetitiven Arbeitsmarkt nach seinem erwarteten Beitrag zum Gewinn des Unternehmens bezahlt. Der Markt kann diesen Beitrag nicht direkt beobachten, sondern nur schätzen. Der Manager kann seinerseits die Schätzung beeinflussen, indem er insgeheim den gegenwärtigen Gewinn kostspielig nach oben (*myopia*) oder unten (*hyperopia*) manipuliert. Ersteres geht zulasten des künftigen Gewinns, während Letzteres ihn steigert, jeweils aber in ineffizienter, da zu kostspieliger Weise (*ders.*, Journal of economic theory and econometrics 2 (1996), 103, 105–107). Der Manager maximiert seine Gesamtvergütung über alle Perioden (a. a. O., S. 107 f.). Da der Markt abstrakt weiß, dass der Manager den Gewinn manipulieren kann, macht er vorsorglich stets einen entsprechenden Abschlag, sodass der Manager quasi manipulieren muss. Dies entspricht dem

tät wird diese Beschreibung freilich nicht immer zutreffen. So ist es beispielsweise denkbar, dass ein Manager mit guten aktuellen Zahlen im Rücken auf einen besser dotierten Posten in einem anderen Unternehmen wechseln kann, ohne befürchten zu müssen, dass Verdienst oder Fortgang der Karriere bei der neuen Gesellschaft nennenswert von der weiteren Entwicklung des alten Unternehmens abhängen.<sup>124</sup> Letzteres wird stark dadurch erleichtert, dass der Manager die Schuld für schlechte Entwicklungen nach seinem Abgang immer seinem Nachfolger anlasten und/oder behaupten kann, die dahinterstehenden Entwicklungen seien zu seiner Zeit noch nicht absehbar gewesen.

### cc) Interpretation der Ursachen von myopia

Eine dritte Kategorie von Einwänden findet weniger Beachtung als die beiden vorgenannten, erscheint für die rechtspolitische Debatte aber besonders wichtig. Sie betrifft die Frage, worauf die Effekte, welche die modelltheoretische Literatur um *Stein* aufgezeigt hat, beruhen und, damit verknüpft, inwieweit sie eine Ineffizienz darstellen, um deren Beseitigung man sich bemühen kann und sollte. Diese Kritik hat am elaboriertesten *Jonathan Carmel* 2008 in einem lesenswerten 39-seitigen Beitrag vorgetragen. An dieser Stelle kann sie nur stark verknüpft und vereinfacht wiedergegeben werden.

*Carmel* argumentiert im Kern, dass die *Short-termism*-Arbeiten ein (myopisches) Modell-Gleichgewicht mit einem seiner Ansicht nach überzogenen (First-best-)Wohlfahrtsstandard vergleichen, um aktienbasierte Anreize zu beurteilen und festzustellen, ob sie kurzsichtiges Verhalten hervorrufen. Einen verfehlten Maßstab erkennt *Carmel* in dreierlei Hinsicht:<sup>125</sup>

Erstens bemängelt er, dass die Myopia-Modelle risikoneutrale Manager annehmen, obgleich das Vermögen von Managern typischerweise sehr klein im Verhältnis zu dem Wert der meisten Großunternehmen sei. Wenn man Auszahlungen in Einheiten ausdrücke, die für Großunternehmen bedeutsam seien, verhielten sich die Nutzenfunktionen der Manager extrem risikoavers gegenüber Schwankungen des Unternehmenswertes. Wenn bzw. weil der Manager in Relation zur Veränderlichkeit der Unternehmens-Cashflows nur eine geringe Risikotragfähigkeit habe,<sup>126</sup> entstünden Vorteile bei der Risikoteilung dadurch, die besser vorhersagbaren Komponenten des Unternehmenswertes im Rahmen der Managervergütung zu betonen. Dies sind in der Regel Zahlungsströme, die weniger weit in der Zukunft liegen.<sup>127</sup> Damit führe auch ein optimaler Vertrag im Vergleich zu

---

Signal-Jamming-Ergebnis von *Stein* (a. a. O., S. 111). Ob der Manager exzessiv kurzfristig (*myopia*) oder exzessiv langfristig (*hyperopia*) handelt, hängt davon ab, wie stark seine Produktivität im Verhältnis zu (anderen) zufälligen Änderungen des Periodengewinns schwankt. Wenn die Produktivität des Managers wenig schwankt, also relativ konstant ist, verhält er sich myopisch, andernfalls hyperopisch (a. a. O., S. 104, 111). Mit der Zeit beobachtet der Markt immer mehr Periodengewinne des Unternehmens und kann dadurch den Produktivitätsbeitrag des Managers immer besser einschätzen. Schließlich wird der Markt seine Einschätzung nicht mehr verändern, sodass der Anreiz des Managers verschwindet, opportunistisch myopisch oder hyperopisch zu handeln (a. a. O., S. 111). Jeon betont, dass dieses Ergebnis nicht auftritt, wenn der Manager statt seines gesamten Lohns nur den aktuellen Lohn maximiert oder nur auf den aktuellen Aktienkurs achtet (*ders.*, Journal of economic theory and econometrics 2 (1996), 103, 113–114).

<sup>124</sup> Solchen *career concerns* widmet sich eine gesonderte Kategorie von Modellen zu *Short-termism*, näher 3. Teil, § 2 V.1., S. 430 ff.

<sup>125</sup> Die im Folgenden genannten Aspekte stehen in enger Beziehung zueinander, werden hier der Einfachheit halber aber getrennt dargestellt.

<sup>126</sup> *Carmel*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 553.

<sup>127</sup> *Ders.*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 554, 557.

einem First-best-Standard zu einer gewissen Kurzsichtigkeit.<sup>128</sup> Dies liege somit nicht notwendig an aktienbasierten Anreizen.<sup>129</sup>

Zweitens und damit verbunden betont *Carmel*, dass die *Short-termism*-Modelle bestimmte Marktunvollkommenheiten annehmen, insbesondere Agency- bzw. Moral-Hazard-Probleme. Beim *moral hazard* lasse sich die wohlfahrtsoptimale First-best-Lösung nur mit einem Anreizsystem erreichen, durch das der Manager im Eigeninteresse die First-best-Allokation wählt.<sup>130</sup> Solch ein Vertrag werde einem risikoaversen Manager aber übermäßige Risiken auferlegen dergestalt, dass der marginale Vorteil, der sich ergibt, wenn man die Risikoprämie des Managers absenkt, im Allgemeinen größer sein werde als die marginalen Kosten dadurch, dass der Output geringer ausfällt, weil es zu einer Abweichung von der First-best-Allokation kommt.<sup>131</sup> Das einzige angemessene Kriterium sei folglich Second-best-Effizienz, also die Handlungen, die bei einem Vertrag hätten implementiert werden können, der unter den gegebenen Umständen optimal ist.<sup>132</sup> Wende man diesen Maßstab an, kehrten sich die Befunde der Myopia-Modelle oft um.<sup>133</sup>

Drittens beanstandet *Carmel*, dass *Steins* Kritik ins Leere gehe und dass der in seinem Signal-Jamming-Modell angelegte (First-best-)Maßstab unerreichbar sei. Hierzu betont *Carmel*, dass der Manager in *Steins* Modell mit Aktien vergütet wird. Dies entspreche der Auszahlung eines Eigentümers und treffe nicht die Argumentation von *Jensen* aus der *US takeover controversy*,<sup>134</sup> gegen die *Stein*<sup>135</sup> sich wende: *Stein* behandle das Gewicht des gegenwärtigen Aktienkurses bei der Vergütung in Relation zu dem Gewicht zukünftiger Erträge. Sein Maßstab sei ein unendlich lebender, risikoneutraler Manager, der sich verpflichtet, in das Unternehmen zu investieren. *Jensen* befasse sich hingegen mit dem Fall, dass ein kurzlebiger Manager eine langlebige Firma leitet.<sup>136</sup> *Jensen* habe ausgeführt, dass Kurzsichtigkeit auftreten kann, wenn Manager anhand gegenwärtiger Bilanzgewinne bezahlt werden, und deshalb eine Vergütung mit Aktien empfohlen. *Stein* hätte dementsprechend eine Vergütung anhand gegenwärtiger Erlöse mit einer Vergütung anhand gegenwärtiger Aktienkurse vergleichen und für diesen Fall Kurzsichtigkeit zeigen müssen.<sup>137</sup> Wenn aber, wie *Stein* annimmt, der Cashflow eines kurzfristigen Projekts perfekt beobachtbar und der Cashflow eines langfristigen Projekts überhaupt nicht beobachtbar ist, würden sowohl der optimale Vertrag als auch aktienbasierte Anreize das

<sup>128</sup> *Ders.*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 554, 574. Das First-best-Kriterium gehe von der unrealistischen Annahme aus, dass Manager und Gesellschaft, verstanden als Aggregat aller Investoren des Unternehmens, gleich gut das Risiko tragen könnten, welches mit der Schwankung einer Ertragseinheit verbunden ist.

<sup>129</sup> *Ders.*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 543, 555, 573.

<sup>130</sup> *Ders.*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 542, 549 inkl. Fn. 7.

<sup>131</sup> *Ders.*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 560.

<sup>132</sup> *Ders.*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 542.

<sup>133</sup> Modelltheoretisch *ders.*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 555–563, zusammenfassend S. 574 f. Insbesondere macht *Carmel* geltend, dass dann, wenn die Volatilität langfristiger Cashflows größer ist als die Volatilität kurzfristiger Cashflows, aktienbasierte Anreize in dem Bereich, in dem eine auf *first best* und eine auf einen optimalen Vertrag gestützte Analyse unterschiedliche Ergebnisse lieferten, tatsächlich zu einer Überbetonung langfristiger Projekte führten. In diesem Fall entstehe Kurzsichtigkeit durch das Prinzipal-Agenten-Problem, nicht durch die aktienbasierten Anreize.

<sup>134</sup> *Jensen*, Midland Corp. Fin. J. 4 (1986), 11.

<sup>135</sup> *Stein*, QJE 104 (1989), 655.

<sup>136</sup> *Carmel*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 563.

<sup>137</sup> *Ders.*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 563 f.

ganze Gewicht auf Informationen über das kurzfristige Projekt und kein Gewicht auf das langfristige Projekt legen. In diesem Sinne gebe es keine (suboptimale) Kurzsichtigkeit im Raum erreichbarer Kontrakte. Es sei schlicht unmöglich, kurzlebige Manager auf Grundlage nicht beobachtbarer Ergebnisse langfristiger Projekte zu entlohnen. Genau das verlange aber *Steins* First-best-Vergleichsmaßstab.<sup>138</sup>

*Carmels* Einwände sind in mehrerer Hinsicht formal berechtigt und wichtig. Allerdings schießen sie teilweise über das Ziel hinaus.

Erstens trifft *Carmels* Vorwurf zwar zu, dass *Steins* Signal-Jamming-Modell eine Aussage *Jensens* aufgreift, die es genau genommen nicht tangiert. Allerdings suggeriert *Jensen* durchaus, dass eine Managerentlohnung anhand des (aktuellen) Wertes der Gesellschaft am Kapitalmarkt die *Short-termism*-Problematik lösen würde, welche bei einer Vergütung anhand aktueller Gewinne auftritt. Hiergegen wendet sich *Stein* überzeugend. Der Vorwurf ist damit mindestens ebenso gegen *Jensen* zu richten wie gegen *Stein*.

Zweitens trifft auch *Carmels* Kritik an *Steins* Managermaßstab formal zu. *Steins* Modell nimmt an, dass der Manager am diskontierten Wert aller zukünftigen Erträge seiner Aktien partizipiert.<sup>139</sup> Darin mag man mit *Carmel* die Annahme sehen, dass der Manager unendlich lebt. Dies scheint aber nicht zwingend. Vielmehr ermöglicht ein Verkauf der Aktie am Markt auch dem Normalsterblichen, den Barwert zukünftiger Erträge zu vereinnahmen, soweit diese eingepreist sind. Abgesehen davon stärkt die kritisierte Annahme eher *Steins* These als sie zu entwerten, weil sein Modell myopisches Managerverhalten sogar voraussagt, obgleich der Manager am Barwert aller zukünftigen Aktien-erträge teilhat.

Der wichtigste Punkt liegt in *Carmels* drittem Einwand. Er besagt im Kern, dass *Steins* Annahme „unsichtbarer“ lang- bzw. kurzfristiger Gewinnkomponenten<sup>140</sup> dem Manager einen Spielraum zu kurzfristigem Verhalten eröffnet, gegen den im Modell kein Kraut gewachsen ist, wenn der Manager nur eine begrenzte Zeit tätig ist und ein Prinzipal-Agenten-Problem besteht. Ebenso wichtig ist der damit verbundene Befund, dass ein risikoaverser Manager oft nicht sinnvoll so langfristig vergütet werden kann, dass ein *Short-termism*-Problem verschwindet. Beides trifft zu und verdient Beachtung. Allerdings schmälert diese Kritik nicht die Kernaussagen *Steins*, dass eine Orientierung des Managers am Kapitalmarktwert der Gesellschaft kein Allheilmittel gegen *Short-termism* bietet und dass eine stärker längerfristig ausgestaltete aktienkursbasierte Vergütung weniger Manipulationsmöglichkeiten bietet als eine kurzfristige. Außerdem geben *Carmels* Punkte keinen Anlass, die Implikationen von *Steins* Modell frustriert als unabänderliche Realität hinzunehmen. Schließlich hält die Corporate Governance der Aktiengesellschaft verschiedene Kontrollinstanzen bereit, die Zugang zu Unternehmensinterna haben und weder bei *Stein* noch bei *Carmel* im Modell vorkommen, namentlich Aufsichtsrat und Bilanzprüfer.<sup>141</sup> Hinzu kommt, dass sich aus rechtspolitischer Perspektive mittels

<sup>138</sup> *Ders.*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 542 f., 565.

<sup>139</sup> *Stein*, QJE 104 (1989), 655, 658.

<sup>140</sup> *Ders.*, QJE 104 (1989), 655, 656 f. nimmt genau genommen an, dass sich die tatsächlichen Gewinne aus einem permanenten und einem vorübergehenden Element zusammensetzen, welche niemand einzeln beobachten (unterscheiden) kann. Der Manager kann, für niemanden sonst erkennbar, vorübergehende Gewinne auf Kosten zukünftiger erhöhen. Im Modell geschieht dies dadurch, dass er zu einem unvorteilhaften Diskontsatz Gewinne nach vorne verlagern kann.

<sup>141</sup> Diesen Aspekt spricht *Carmel*, J. Economics & Management Strategy 17 (2008), 541, 572 nur mit Blick auf *Short-termism* auf internen Kapitalmärkten an, also im Verhältnis vom mittleren Management zur (Konzern-)Zentrale. Hier könnte die Zentrale Informationen von ihren Tochterunternehmen

der Unternehmensberichterstattung der *information gap* verändern lässt, welcher im Modell vorgegeben ist.

Insgesamt mahnt *Carmels* Kritik aber mit Recht zur Vorsicht bei Schlüssen aus *Short-termism*-Modellen. Insbesondere muss man sich stets fragen, ob eine *Short-termism*-freie First-best-Welt unter den gegebenen Umständen womöglich keine erstrebenswerte Verbesserung darstellt, geschweige denn überhaupt (sinnvoll) zu erreichen ist.

## 2. Informationsasymmetrie auch bzgl. der Arbitrageure

### a) *Costly trade theory* von *Shleifer/Vishny* (1990)

In der Realität bestehen Informationsasymmetrien nicht nur in Bezug auf den inneren Wert börsennotierter Gesellschaften, sondern auch in Bezug auf Fähigkeiten und Strategien institutioneller Investoren und Vermögensverwalter.<sup>142</sup> Ein Anleger kann im Vorhinein meist nur sehr unvollkommen einschätzen, wie gut das Gespür eines Fondsmanagers für lukrative (Arbitrage-)Geschäfte ist.<sup>143</sup> Überdies ist für Anleger in aktiv verwalteten Fonds oft nur grob absehbar, welche Anlagepolitik der Manager anstrebt, weil die öffentlichen Fondsstrategien große diskretionäre Spielräume lassen.<sup>144</sup> Das hat weitreichende Folgen:

Ein imperfekter Kapitalmarkt, der nicht hinreichend über die wahre Fähigkeit und Loyalität eines Arbitrageurs informiert ist, wird eine entsprechende Risikoprämie verlangen. Der Arbitrageur sieht sich dadurch höheren Kapitalkosten ausgesetzt als bei perfekter Information und wird nur beschränkt Kredit erhalten. Infolgedessen ist er nicht mehr in der Lage, die Risiken seiner Arbitrage Tätigkeit perfekt zu teilen: Erstens könnten der Fundamentalwert des Anlageobjekts unerwartet fallen, die lukrative Anlagemöglichkeit sich also quasi in Luft auflösen, während der Arbitrageur Geld in sie investiert hat (sog. *fundamentales Risiko*). Zweitens besteht die Möglichkeit, dass uninformierte Händler die Fehlbewertung vorübergehend verschlimmern (sog. *Noise-Trader-Risiko*).<sup>145</sup>

Wie diese Rahmenbedingungen kurzfristige Tendenzen in die Unternehmensführung hineinragen können, zeigt die grundlegende Arbeit von *Shleifer/Vishny* „Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms“ aus dem Jahr 1990.<sup>146</sup> Ihr Modell eines imperfek-

---

abrufen, die verlässlicher als die Angaben sind, die außenstehende Investoren erhalten. Entsprechend würde sich die Informationslücke und mit ihr ein etwaiges *Short-termism*-Problem verringern.

<sup>142</sup> Plastisch *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 2015, S. 20–21 unter der Überschrift „Verwalterauswahl als Vertrauenskredit“: „Angesichts fehlender Maßgeblichkeit der Vergangenheit für die Zukunft ist diese Auswahlentscheidung [Auswahl des richtigen Verwalters für kollektive Vermögensanlage] schon für kundige Anleger ungemein schwierig; für unkundige Anleger grenzt sie an Glücksspiel.“

<sup>143</sup> Aus Kleinanlegersicht zeugen hiervon diverse Fonds-Ratings zu zahlreichen Fondskategorien, die von professionellen Agenturen, Anlagezeitschriften und Organisationen wie der Stiftung Warentest erstellt werden, ohne dabei zu einheitlichen Ergebnissen zu kommen und deren Favoriten sich laufend ändern. Aus Sicht eines großen institutionellen Investors stellt sich das Problem ähnlich dar, wenn er einen Manager mit der Portfolioverwaltung beauftragt.

<sup>144</sup> Bezeichnend hierfür ist das viel diskutierte Problem sog. *closet indexers*, also Fonds, die vorgeben, aktiv verwaltet zu werden, und entsprechend hohe Gebühren fordern, tatsächlich aber mit ihren Positionen ganz weitgehend einen Index nachbilden, dazu grundlegend *Cremers/Petajisto*, Rev. Financ. Stud. 22 (2009), 3329 ff.; daran anknüpfend *Petajisto*, 69 Financial Analysts J. 73 (2013), der (a. a. O., S. 79 f.) am Beispiel zweier großer Fonds zeigt, dass mit zunehmendem Alter und Volumen eines Fonds mitunter ein bewusster Wechsel von überwiegend eigenständiger Anlage zu *closet indexing* erfolgt.

<sup>145</sup> Zum Ganzen *Shleifer/Vishny*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148, 149, 150 inkl. Fn. 1.

<sup>146</sup> *Dies.*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148 ff.

ten Kapitalmarktes bevölkern uninformierte *noise trader* und kundige *Arbitrageure*, die Fehlbewertungen aufspüren, ausnutzen und so teilweise<sup>147</sup> korrigieren können. Alle verhalten sich risikoneutral.<sup>148</sup> Allerdings sind die Arbitrageure aus den oben genannten Gründen auf Kredit angewiesen, sehen sich also laufenden Kapitalkosten gegenüber. Die Arbitrageure müssen dabei nicht nur ein Noise-Trader-Risiko und ein fundamentales Risiko tragen, sondern auch Opportunitätskosten, weil Kapital, das in eine Arbitrageposition investiert ist, nicht mehr für eine andere zur Verfügung steht.<sup>149</sup> Die laufenden Kapitalkosten reduzieren den Ertrag der Arbitrage, und zwar umso mehr, je länger es bis zur Wertkorrektur dauert. Da im Gleichgewicht die Arbitragegewinne für alle Anlagen gleich sein müssen, folgt daraus, dass Projekte, die erst langfristig ihren fundamentalen Wert offenbaren (*long-term assets*), stärker fehlbewertet sind als Projekte mit kurzer Laufzeit. Dieses größere Fehlbewertungspotenzial langfristiger Projekte kann in zweierlei Weise auf die Corporate Governance durchschlagen:

Der erste Weg führt über die Manager. Er ergibt sich daraus, dass die Managervergütung typischerweise zum Teil von der kurzfristigen Entwicklung des Aktienkurses abhängt, wobei eine kurzfristig schlechte Kursentwicklung mit der Gefahr einhergeht, dass der Manager seinen Job verliert. Mit Blick hierauf legt das Modell nahe, dass Manager kurzfristige Projekte bevorzugen werden, um einer größeren Fehlbewertung des Unternehmens vorzubeugen, die ihre Vergütung schmälern und ihren Posten gefährden könnte.<sup>150</sup> Die Kurzfristigkeit der Arbitrageure führt so zu einer Kurzfristigkeit der Unternehmen. Das ist sozial ineffizient, wenn die unterlassenen langfristigen Projekte tatsächlich den größeren Erwartungswert aufweisen.<sup>151</sup>

Der zweite Weg führt über den Übernahmemarkt: Dort könnte ein (Arbitrageur-)Erwerber eines unterbewerteten Unternehmens mit langfristigen Projekten die Firma kurzfristiger ausrichten, indem er Zahlungsströme in die Gegenwart (vor-)verlagert, also z. B. Investitionen senkt, Dividenden erhöht oder Unternehmensteile verkauft, wie man es aktivistischen Aktionären zuschreibt. Hierdurch verringert er die Bewertungsunsicherheit und zieht mehr Arbitrageure an, wodurch die Unterbewertung teilweise verschwindet. Der Ausgangsarbitrageur kann sodann profitabel verkaufen. Er ersetzt mit der Übernahme langfristige Arbitrage, ohne auf eine fundamentale Wertkorrektur warten zu müssen. Indes hat er dazu „gute“ langfristige Projekte beendet. Dies ist wiederum sozial ineffizient, wenn ihre Rendite größer war als diejenige der nächstbesten kurzen Projekte.<sup>152</sup>

---

<sup>147</sup> *Dies.*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148, 150 nehmen an, dass die Gesamtzahl der Arbitrageure unter Berücksichtigung ihrer Kreditbeschränkung nicht ausreicht, um alle Preise in der Ausgangsperiode auf den Fundamentwert zurückzuführen.

<sup>148</sup> *Dies.*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148, 150.

<sup>149</sup> *Dies.*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148, 149. Sheifer/Vishny modellieren die Opportunitätskosten in ihrem Modell zwar nicht; deren Einführung würde die Ergebnisse aber nur verstärken, *dies.*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148, 150 Fn. 1.

<sup>150</sup> Etwas anderes gilt nur dann, wenn der Manager zugleich als langfristiger Großaktionär an der Gesellschaft beteiligt ist, *Shleifer/Vishny*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148, 151.

<sup>151</sup> *Dies.*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148, 151.

<sup>152</sup> Zum Ganzen *dies.*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148, 152.

### b) Erklärungskraft und verwandte Modelle

Das Modell von *Shleifer/Vishny* erscheint ähnlich wie diejenigen von *Stein* intuitiv plausibel. Es hat sowohl bei Ökonomen positiven Widerhall gefunden<sup>153</sup> als auch in der rechtswissenschaftlichen Forschung zu *Short-termism* diesseits und jenseits des Atlantiks.<sup>154</sup> *Shleifer/Vishny* begründen wiederum eine *rational myopia hypothesis*.<sup>155</sup> Da sie entscheidend an die Kosten von Arbitrage anknüpfen, ist ihr Modell auch bündig als *costly trade theory* bezeichnet worden.<sup>156</sup>

Der Ansatz des Grundmodells lässt sich wiederum in verschiedener Hinsicht verfeinern und weiterdenken. Die bekannteste Erweiterung stammt von *Shleifer/Vishny* selbst. Sie haben aufbauend auf ihrem Papier von 1990 einige Jahre später in einem Aufsatz zu den „Limits of Arbitrage“ näher dargelegt, warum langfristige Arbitrage für Fondsmanager riskant ist.<sup>157</sup> In ihrem Modell sind nur (pessimistische<sup>158</sup>) *noise trader* und rationale Fondsmanager direkt am Markt aktiv. Letztere können wiederum als kundige Arbitrageure Fehlbewertungen aufspüren, ausnutzen und so teilweise<sup>159</sup> korrigieren. Die übrigen, ebenfalls rationalen und risikoneutralen Anleger investieren über die Fondsmanager, welche um Gelder konkurrieren.<sup>160</sup> Da die Anleger Befähigung und Strategie der Fondsmanager nicht verstehen, verteilen sie ihr Geld danach, wie sich die Fondsmanager in der Vergangenheit geschlagen haben.<sup>161</sup>

Gute Manager finden eine risikolose Arbitragegelegenheit, d. h. eine unterbewertete Anlage, deren Preis in der dritten von drei Handelsrunden auf ihren wahren Wert steigen wird. Davor wird der Preis von der Gesamtnachfrage der Fondsmanager und *noise trader* bestimmt. Es kann nun geschehen, dass der Preis einer unterbewerteten Anlage in Runde 2 aufgrund von Verkaufsordern uninformativer Händler weiter fällt. Die Kunden wissen nicht, ob dies auf eine schlechte Anlage ihres Fonds hinweist.<sup>162</sup> Daher ist es aus ihrer Sicht rational, vorsichtshalber einen Teil des Geldes abzuziehen, und zwar umso mehr, je stärker sie auf die vergangene Performance des Fonds achten. Fondsmanager, deren Depotwert zwischenzeitlich steigt, ziehen dadurch Geld an, solche, deren

<sup>153</sup> Zustimmend etwa *Brunnermeier*, *Asset pricing under asymmetric information*, 2001, S. 211 („argue convincingly“); ohne Kritik die Besprechung von *Bohlin*, *J. Bus. Fin. & Acc.* 24 (1997), 197, 220 f.

<sup>154</sup> *Ruffner*, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, 2000, S. 385 f.; *Dallas*, 37 *J. Corp. L.* 265, 295 f., 307 f. (2012); zudem aus der rechtsökonomischen Literatur *Daines/Klausner*, *J. L. Econ. & Org.* 17 (2001), 83, 89, 99.

<sup>155</sup> *Daines/Klausner*, *J. L. Econ. & Org.* 17 (2001), 83, 89.

<sup>156</sup> So *Holden/Lundstrum*, *J. Empirical Fin.* 16 (2009), 126.

<sup>157</sup> *Shleifer/Vishny*, *J. Fin.* 52 (1997), 35 ff.; wiederum sehr instruktive Besprechung bei *Brunnermeier*, *Asset pricing under asymmetric information*, 2001, S. 205–207; knappe, rein verbale Darstellung des Kerngedankens bei *Subrahmanyam*, *Eur. Financial Management* 14 (2007), 12–29, 18.

<sup>158</sup> *Shleifer/Vishny*, *J. Fin.* 52 (1997), 35, 38.

<sup>159</sup> Die Ressourcen der Arbitrageure reichen annahmegemäß nicht aus, um den Preis einer fehlbewerteten Anlage zu korrigieren, bevor deren Wert in der dritten und letzten Modellperiode allgemeines Wissen wird, *dies.*, *J. Fin.* 52 (1997), 35, 39.

<sup>160</sup> *Dies.*, *J. Fin.* 52 (1997), 35, 39 f.: Preiswettbewerb (Betrand-Wettbewerb).

<sup>161</sup> *Dies.*, *J. Fin.* 52 (1997), 35, 40–41. Genauer gesagt: Die Kapitalgeber verteilen ihr Geld danach, welche Erträge die bisher erwirtschafteten Renditen eines Managers im Vergleich zur Konkurrenz erwarten lassen. *Shleifer/Vishny* abstrahieren von Möglichkeiten, mit denen Fondsmanager die Qualität ihrer Investitionen oder Fähigkeiten signalisieren könnten, weil sie diese im Gleichgewicht und in der Praxis für unplausibel erachten (dazu a. a. O., S. 41–42).

<sup>162</sup> Präziser: Die Kunden wissen nicht, ob der zwischenzeitliche Preisrückgang auf einer Störung in der Preisbildung, Verkaufsordern uninformativer Händler oder Verkaufsordern informierter Händler beruht, während sie einen schlechten Manager ausgesucht haben.

Depotwert zwischenzeitlich sinkt, verlieren Geldmittel und müssen ihre gegebenenfalls werthaltige Anlage verlustträchtig auflösen (*performance-based arbitrage*).<sup>163</sup> Da ein guter Manager eine solche Möglichkeit voraussieht, investiert er vorsorglich nur einen Teil seiner Kundengelder in die entdeckte unterbewertete Anlage, nutzt Arbitragemöglichkeiten also nicht voll aus, es sei denn, die Unterbewertung ist schon so groß, dass es sehr unwahrscheinlich ist, dass sie vorübergehend noch weiter zunimmt.<sup>164</sup>

Dieses Modell zeigt, dass langfristige Arbitrage für Fondsmanager zusätzlich deshalb risikoreich (ein *costly trade*) ist, weil sie sich einem Risiko frühzeitiger Liquidation gegenübersehen. Um dieses zu minimieren, können Fondsmanager ihre Research entweder auf kurzfristige Informationen ausrichten, die sehr bald eingepreist werden, oder auf Informationen, auf die sich ausreichend viele Arbitrageure konzentrieren und die daher wahrscheinlich zügig in den Kurs eingehen. Beides weist für *Shleifer/Vishny* eher auf den Anleihe- und Devisenmarkt als auf den Aktienmarkt.<sup>165</sup> Soweit sich Fondsmanager auf bestimmte Märkte und kurzfristige Arbitragegelegenheiten konzentrieren, sind andere im Gleichgewicht stärker fehlerhaft bewertet. Mit anderen Worten müssen langfristige Arbitragemöglichkeiten am Aktienmarkt erheblich höhere Renditen liefern als kurzfristige, um Fondsmanager für das Risiko vorzeitiger Liquidation zu entschädigen. Im Ergebnis ergibt sich *Short-termism* endogen als Folge von Delegation bei der Geldanlage und den damit verbundenen Informationsasymmetrien.<sup>166</sup>

Das Modell von *Shleifer/Vishny* hat eine mittlerweile umfangreiche Literatur zu den Grenzen von Arbitrage befördert<sup>167</sup> und dabei verschiedene Erweiterungen erfahren, die hier nur ausschnitthaft angesprochen werden können. Sie geben etwa die Annahme auf, dass Dritte entdeckte Arbitragemöglichkeiten nicht verstehen können, und zeigen, dass die Unterbewertungsproblematik hierdurch nicht notwendig verschwindet.<sup>168</sup> Ein weite-

---

<sup>163</sup> *Shleifer/Vishny*, J. Fin. 52 (1997), 35, 40–42; dies bedeutet im Modell, dass die Anleger gerade dann Gelder von Fondsmanagern abziehen, wenn die erwarteten Renditen besonders hoch sind, dazu a. a. O. und S. 46 f.

<sup>164</sup> *Shleifer/Vishny*, J. Fin. 52 (1997), 35, 43 ff.; *Brunnermeier*, Asset pricing under asymmetric information, 2001, S. 206 f.

<sup>165</sup> *Shleifer/Vishny*, J. Fin. 52 (1997), 35, 49–51; konzis *Brunnermeier*, Asset pricing under asymmetric information, 2001, S. 207. Mit der ersten Variante bietet das Modell ebenso wie das Papier von 1990 auch eine Erklärung, warum es überhaupt kurzfristig orientierte Händler gibt, siehe *Froot/Scharfstein/Stein*, J. Fin. 47 (1992), 1461, 1462 Fn. 2, auch zu der weiteren, im Folgenden noch zu behandelnden Erklärung, dass gute kurzfristige Resultate zur Förderung der eigenen Karriere dienen.

<sup>166</sup> *Bhattacharya/Dasgupta/Guembel u. a.*, in: *Thakor/Boot* (Hrsg.), Handbook of financial intermediation and banking, 2008, S. 285, 295.

<sup>167</sup> *Dies.*, in: *Thakor/Boot* (Hrsg.), Handbook of financial intermediation and banking, 2008, S. 285, 295. Für einen konzisen Überblick über verhaltensökonomische Erklärungen zu Grenzen von Arbitrage und dem hartnäckigen Vorkommen uninformatierter *noise trader* *Subrahmanyam*, Eur. Financial Management 14 (2007), 12–29, 18.

<sup>168</sup> Hierzu das Modell von *Kondo/Papanikolaou*, Rev. of Finance 19 (2015), 2095 ff.: Sie behalten die Annahme bei, dass Arbitrageure finanziell beschränkt sind, geben aber die Annahme auf, dass Dritte die Arbitragemöglichkeit selbst nach Offenlegung nicht verstehen können. Im Modell von *Shleifer/Vishny* würden die *limits of arbitrage* dadurch verschwinden. Sie tauchen allerdings umgehend wieder auf, wenn man mit *Kondo/Papanikalou* annimmt, dass Kapitalgeber, welche die Arbitragemöglichkeit verstanden haben, diese auch selbst umsetzen können. Infolgedessen hat der (annahmegemäß langlebige) Kapitalgeber (im Modell: die finanzierende Bank) bei einer sehr profitablen Arbitragemöglichkeit einen Anreiz, den (annahmegemäß kurzlebigen) Arbitrageur auszubeuten, indem er dessen Idee kopiert („stiehlt“). Aus Sorge hiervor werden nur mittelmäßige, nicht aber extrem gute Arbitragemöglichkeiten vollständig ausgenutzt und damit Fehlpreisungen nur teilweise beseitigt.

res interessantes Papier geht in einem von *Shleifer/Vishny* inspirierten<sup>169</sup> Modellrahmen der Frage nach, wie sich ein Kapitalgeber verhalten sollte, dem die individuellen Befähigungen der Fondsmanager anfänglich unbekannt sind.<sup>170</sup> Dabei zeigt sich, dass der Kapitalgeber es unter bestimmten Bedingungen vorzieht, wenn der Fondsmanager auf Grundlage kurzfristiger Informationen handelt. Im Modell ist hierfür insbesondere die Annahme verantwortlich, dass kurzfristige Informationen leichter zu interpretieren sind, sodass fähige Fondsmanager mit höherer Wahrscheinlichkeit eine kurzfristige Fehlbewertung erkennen als eine langfristige. Unfähige Fondsmanager entdecken Fehlbewertungen hingegen nie. Infolgedessen kann der Kapitalgeber bei kurzfristiger Ausrichtung eines Managers dessen Befähigung schneller und zuverlässiger erkennen. Der Preis hierfür sind annahmegemäß geringere erwartete Handelsgewinne dadurch, dass sich der Fondsmanager nur kurzfristige statt langfristige Informationen aneignet.<sup>171</sup>

Schließlich befasst sich eine komplementäre Variante der *costly trade theory*<sup>172</sup> mit der Wirkung von Risikoaversion.<sup>173</sup> (Auch) Risikoaversion kann die Kosten langfristiger Arbitrage erhöhen. Es wird nämlich oftmals risikoreicher sein, eine langfristige private Information auszunutzen als eine kurzfristige, schlicht weil der Zeitraum länger ist, in dem unerwartete Entwicklungen eintreten können.<sup>174</sup> Für einen risikoaversen Investor fallen solche Unwägbarkeiten stärker ins Gewicht als für einen risikoneutralen. Im Modell kann dieser Umstand für hinreichend hohe Werte von Risikoaversion dazu führen, dass risikoaverse Händler bewusst nur kurzfristige Informationen aufnehmen und langfristige ausblenden. Sie handeln also nicht gestützt auf langfristige Information, weil die Opportunitätskosten zu hoch sind.<sup>175</sup>

<sup>169</sup> Zu Unterschieden *Brunnermeier*, *Asset pricing under asymmetric information*, 2001, S. 208: Anders als bei *Shleifer/Vishny* kennen bei *Gümbel* weder der Investor noch der Fondsmanager den (Fähigkeits-)Typ des Fondsmanagers. Das Trading-Spiel ist zudem an ein anderes Papier angelehnt, nicht an *Shleifer/Vishny* (zu diesem Aspekt *Gümbel*, *JITE* 161 (2005), 428, 432 f.).

<sup>170</sup> *Gümbel*, *JITE* 161 (2005), 428 ff.; referierend zur Working-Paper-Version der Arbeit siehe *Brunnermeier*, *Asset pricing under asymmetric information*, 2001, S. 207–211.

<sup>171</sup> Diese Idee bildet ein Modell ab, in dem ein hochbefähigter Manager gelegentlich ein privates Signal über zukünftige Dividendenzahlungen erhält, welches ihm zeigt, ob eine Anlage über- oder unterbewertet ist. Gering befähigte Manager entdecken Fehlbewertungen annahmegemäß nie. Der Investor kann entscheiden, ob ein Manager mit ex ante unbekannter Fähigkeit Informationen über die erwartete Dividende in der langen Frist oder in der kurzen Frist erwerben soll. Annahmegemäß ist es einfacher, die kurzfristige Zukunft vorherzusagen, sodass hochbefähigte Manager mit höherer Wahrscheinlichkeit eine kurzfristige Fehlbewertung erkennen als eine langfristige. Der Erwerb eines hochwertigen kurzfristigen Wertsignals ist allerdings weniger profitabel, zum einen, weil bei langfristiger Fehlbewertung mehr Handelszeitpunkte offenstehen, und zum anderen, weil annahmegemäß kurzfristige Informationen durch andere Spekulanten teilweise eingepreist werden. Dafür kann der Investor schneller die Befähigung des Managers erfahren, wenn dieser die – annahmegemäß verlässlicheren – kurzfristigen Informationen erwirbt. Denn ein hochbefähigter Manager übersieht eine Arbitragemöglichkeit mit geringerer Wahrscheinlichkeit, wenn er nach kurz- statt langfristigen Fehlbewertungen sucht, während ein gering befähigter Manager ja annahmegemäß nie eine Fehlbewertung entdeckt. Infolgedessen kann der Investor einen hochbefähigten Manager besser und schneller erkennen, wenn dieser kurzfristige Informationen erwirbt.

<sup>172</sup> Für diese Einordnung siehe *Holden/Lundstrum*, *J. Empirical Fin.* 16 (2009), 126, 126 Fn. 2; in der Sache auch *Gümbel*, *JITE* 161 (2005), 428, 428 Fn. 1, der betont, dass diese Variante zeigt, dass *Short-termism* auch ohne Agency-Probleme auftreten kann.

<sup>173</sup> *Holden/Subrahmanyam*, *Rev. Financ. Stud.* 9 (1996), 691 ff.

<sup>174</sup> Handeln, das sich auf langfristige Information stützt, ist daher regelmäßig in größerem Maße als bei kurzfristigen Informationen mit dem Nachteil behaftet, dass unerwartete Kursänderungen auftreten können, bevor die langfristige Information vollständig korrekt eingepreist wird.

<sup>175</sup> Dazu *Holden/Subrahmanyam*, *Rev. Financ. Stud.* 9 (1996), 691, 691–714, 718, deren Modell bei einem hinreichenden Grad von Risikoaversion ergibt, dass sich alle Agenten auf kurz- statt langfristige

### c) Fazit und Schlussfolgerungen

Eine fehlerhafte Preisbildung im Aktienhandel auf dem Sekundärmarkt, die zugunsten kurzfristiger und zulasten langfristiger Entwicklungen verzerrt ist, wäre für sich genommen womöglich nur begrenzt schädlich, solange sie nicht die reale Entscheidungsfindung in Unternehmen beeinflusst.<sup>176</sup> *Shleifer/Vishny* argumentieren indes gerade, dass ein solcher Einfluss besteht: Kurzfristige Orientierung (*Short-termism*) entsteht in ihrem Modell zwar als Folge von Delegation bei der Geldanlage und den damit verbundenen Informationsasymmetrien, also außerhalb der Unternehmen. Wenn Manager aber eine stärkere Unterbewertung ihres Unternehmens vermeiden möchten, z. B. wegen eines damit verbundenen Entlassungs- und/oder Übernahmerisikos, bevorzugen sie kurzfristige Projekte, sofern sie nicht zugleich langfristige Großaktionäre ihrer Gesellschaft sind.<sup>177</sup> Andernfalls werden die kurzfristig orientierten Anleger selbst zur Tat schreiten: Gemäß dem Modell von *Shleifer/Vishny* kann ein Investor ein unterbewertetes Unternehmen mit langfristigen Projekten erwerben, sodann die Firma kurzfristiger ausrichten und infolge der genaueren Bepreisung kurzfristiger Anlagen einen Gewinn erzielen. Pointiert formuliert können Finanzunternehmen realwirtschaftliche Unternehmen mittels *shareholder activism* als kurzfristige Arbitrage-Gelegenheit verwenden.<sup>178</sup> In ähnlicher Weise könnten kurzfristige Aktionäre den Manager durch (Um-)Gestaltung seiner Vergütung veranlassen, kurzfristige spekulative (Options-)Komponenten des Aktienkurses der Gesellschaft hochzutreiben, um ihre Aktien und/oder das gesamte Unternehmen im Wege der Übernahme überteuert an andere Investoren verkaufen zu können.<sup>179</sup> All dies ist sozial ineffizient, wenn die langfristigen Projekte, welche unterlassen oder beendet werden, einen höheren inneren Wert haben als die nächstbesten kurzfristigen Projekte.

Mit Blick auf die *Short-termism*-Debatte ergeben sich hieraus ähnliche Schlussfolgerungen, wie sie *Steins Takeover-Threats-Hypothese* nahelegt, nämlich dass Abwehrinstrumente gegen Übernahmen kurzichtiges Verhalten verhindern und Aktionäre vor

---

Informationen konzentrieren (zur Inspiration durch die US-*Short-termism*-Debatte der 1980er und 1990er Jahre bereits oben Fn. 403 auf S. 132); instruktive Besprechung bei *Brunnermeier*, Asset pricing under asymmetric information, 2001, S. 202–204.

<sup>176</sup> *Brunnermeier*, Asset pricing under asymmetric information, 2001, S. 211; *Jackson/Petraki*, in: Vitols/Kluge (Hrsg.), The sustainable company, 2011, S. 199, 214: „However, short-term orientations of investors are not sufficient to produce short-termism without additional governance mechanisms to influence managers.“

<sup>177</sup> *Shleifer/Vishny*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148, 151.

<sup>178</sup> So im Englischen die Formulierung von *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 307 (2012).

<sup>179</sup> Siehe dazu das Modell von *Bolton/Scheinkman/Xiong*, Rev. Ec. Stud. 73 (2006), 577 ff. In ihrem Modell haben Investoren teils unterschiedliche Ansichten über die Bewertung von Aktien. Aktienkurse enthalten neben einer langfristigen fundamentalen Komponente eine kurzfristige spekulative (Options-) Komponente. Unter diesen Annahmen haben die Aktionäre in Abhängigkeit vom Grad ihrer kurzfristigen Orientierung einen Anreiz, den Vorstand (CEO) mittels seiner Vergütungsbedingungen zu motivieren, die Unternehmenspolitik auf die kurzfristig-spekulative Kurskomponente auszurichten; kurze verbale Zusammenfassung dieses Modells in *dies.*, 30 J. Corp. L. 721, 724 (2005). *Cadman/Sunder*, 89 Acc. Rev. 1299 (2014) bestätigen die praktische Relevanz des Modells am Beispiel einer Stichprobe von IPOs von Unternehmen mit starker Beteiligung von Venture-Capital-Gesellschaften in den USA aus dem Zeitraum von 1998 bis 2005. Venture-Capital-Gesellschaften verkaufen ihre Anteile oft im Jahr nach dem IPO. Die Autoren ermitteln Indizien dafür, dass VC-Gesellschaften die Vergütung der CEOs gezielt so gestalten, dass diese einen Anreiz haben, zum Ausstiegszeitpunkt der VC-Gesellschaft für einen hohen Kurs zu sorgen, mit statistisch signifikant negativen Folgen für die Kursentwicklung in der Folgezeit bis zum dritten Jahr nach dem IPO.

ungünstigen Geschäften bewahren können.<sup>180</sup> Dieser Befund ist insofern wichtig, als sich das Modell von *Shleifer/Vishny* keiner ähnlich grundsätzlichen Kritik ausgesetzt sieht wie die viel beachteten Arbeiten *Steins*. Das mag zum einen daran liegen, dass sich an dem zentralen Punkt des Modells kaum rütteln lässt – Kapitalkosten von Arbitrageuren machen langfristige Arbitrage unter sonst gleichen Umständen (*ceteris paribus*) unattraktiver als kurzfristige. Zum anderen stellen *Shleifer/Vishny* den Bezug zur *Short-termism*-Debatte lediglich verbal im Anschluss an ihr Modell her.<sup>181</sup> Damit liefern sie entsprechend weniger Angriffsfläche für Einwände gegen Annahmen oder formale Ableitung. Empirisch ist allerdings hoch umstritten und ungeklärt, ob Abwehrinstrumente wirklich (vorrangig) zur Abschirmung gegen *rational myopia* eingesetzt werden.<sup>182</sup>

Die skizzierten Modellerweiterungen liefern zudem wichtige Erkenntnisse mit Blick auf die in der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte seit Langem heftig kritisierte kurzfristige Bewertung von Fondsmanagern: Sie kann aus Anlegersicht vernünftig sein, wenn und weil sich hierdurch gute Verwalter schneller von unfähigen trennen lassen. Richtet man das Umfeld von Fondsmanagern stärker langfristig aus, um die Realwirtschaft von kurzfristigem Druck zu entlasten, erkaufte man also möglicherweise Wohlfahrtszuwächse aus einer stärker langfristigen Strategie der Unternehmen mit Wohlfahrtsverlusten im Bereich der kollektiven Vermögensanlage.

Eine weitere mögliche Folge der Existenz uninformativer Händler und *costly trade* führt über die *Short-termism*-Problematik hinaus: Wenn Aktienkurse nicht nur von Fundamentalwerten bestimmt werden (*smart traders*), sondern auch von Investorensentiment bzw. schwankenden Wellen von Optimismus und Pessimismus (*noise traders*), dann werden Kurse durch die „übermäßige Liquidität“ der zweiten Einflussquelle volatil. Investoren, die verlässliche Anlagen unter sonst gleichen Umständen höher schätzen, wird das veranlassen, ihre Renditeforderung an Aktien zu erhöhen. Hieraus ergeben sich wiederum steigende Kapitalkosten für die Unternehmen, wodurch (langfristige) Investitionen (zusätzlich) erschwert werden.<sup>183</sup>

### 3. Externe Effekte

#### a) Mikroebene: Breach-of-Trust-Hypothese

#### aa) Grundmodell von *Shleifer/Summers* (1988)

In der US-amerikanischen und britischen Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte ist bereits vielfach die Breach-of-Trust-These begegnet.<sup>184</sup> Sie argumentiert, dass Aktio-

<sup>180</sup> *Daines/Klausner*, J. L. Econ. & Org. 17 (2001), 83, 99.

<sup>181</sup> Siehe *Shleifer/Vishny*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 148, 151–152.

<sup>182</sup> Siehe nur beispielhaft aus der umfangreichen Literatur, die sich meist auf die USA bezieht, einerseits *Humphery-Jenner*, Strat. Mgmt. J. 35 (2014), 668 ff. (er folgert aus seiner Studie, dass Anti-Takeover-Bestimmungen in Unternehmen, die schwer zu bewerten sind, dem Management einen langfristigen Fokus erlauben, indem sie „opportunistische/räuberische Übernahmen“ erschweren und die Wahrscheinlichkeit wertsteigernder Übernahmen erhöhen) und andererseits *Daines/Klausner*, J. L. Econ. & Org. 17 (2001), 83 ff. (sie sehen in ihrer Studie zu Satzungen (Charters) bei Börsengängen keine Bestätigung der Rational-Myopia-Theorien; vielmehr schützten Anti-Takeover-Bestimmungen im Allgemeinen das Management, wenn Übernahmen besonders wahrscheinlich und seine Leistung besonders transparent sei).

<sup>183</sup> *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 43 f.

<sup>184</sup> Zu dieser These in der US-amerikanischen Debatte vor der Finanzkrise bereits oben 2. Teil, § 1 I.3.b)aa)(2) bei Fn. 212 und 213 auf S. 104 und vor allem 2. Teil, § 1 I.3.d), S. 130 ff., Fn. 407 und 408 auf S. 133 mit den dort genannten Nachweisen und dem begleitenden Text; zur Rezeption in der

näre mittels Übernahmen Stakeholder ausbeuten können, die in einer langfristigen Austauschbeziehung zum Unternehmen stehen. Infolgedessen trete an die Stelle solcher Beziehungen ein ständiges Schielen aller Beteiligten auf den eigenen kurzfristigen Vorteil.

Ökonomisch fußt dieser Ansatz auf der Property Rights Theory (Theorie der Handlungs-<sup>185</sup> oder Verfügungsrechte<sup>186</sup>), die Unternehmen als Ansammlung von Handlungsrechten an Vermögenswerten betrachtet. Eine Grundlage der Property Rights Theory ist die Einsicht, dass Verträge (im ökonomischen Sinn) vielfach inhärent unvollständig sind.<sup>187</sup> Dies gilt insbesondere für sog. relationale Verträge, die eine langfristige Zusammenarbeit regeln, deren Parameter nicht vollständig im Voraus feststehen. Bei dem Spezialfall symbiotischer Verträge kommt hinzu, dass sich die Zusammenarbeit der Partner auf ein gemeinsames Ziel richtet und in einer organisatorischen Hierarchie stattfindet.<sup>188</sup> Beziehungen mit und in Unternehmen gelten typischerweise als Paradefälle dieser Kategorie.<sup>189</sup> Unternehmen stellen sich demnach als ein Netz oftmals langfristiger Austauschbeziehungen (ökonomisch: Verträge) zwischen Aktionären und sonstigen Anspruchsgruppen (Stakeholdern) dar, wobei sich viele Elemente dieser Beziehungen nicht rechtlich absichern lassen.<sup>190</sup>

Dies birgt Herausforderungen, wenn, wie oft, sog. *spezifische Investitionen* in Rede stehen, das Unternehmen also davon profitiert, dass Stakeholder wertsteigernde (Sach- oder Human-)Kapitalgüter einbringen, die sich anschließend nicht (mehr) verlustfrei umwidmen lassen und daher außerhalb der Beziehung keinen oder nur einen geringen Wert haben.<sup>191</sup> Der Investierende ist hierdurch dem Risiko ausgesetzt, im Nachhinein ausgebeutet, d. h. um den Ertrag seiner Investitionen gebracht zu werden (sog. Hold-up-

---

US-amerikanischen *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise 4. Teil, § 3 II. 2. c), S. 770 ff., Text bei Fn. 217–220 auf S. 773–774.

Zur Rezeption in Großbritannien durch Franks/Mayer oben 2. Teil, § 1 II. 3. b) bb) (4), S. 202 ff., siehe insbesondere den Text bei Fn. 881–884 auf S. 207, zur Rezeption durch Parkinson 2. Teil, § 1 II. 3. b) cc) (1), Fn. 917 auf S. 213, Fn. 921 auf S. 214 mit dem jeweils begleitenden Text sowie zur Rezeption in der Entstehungsgeschichte des Companies Act 2006 2. Teil, § 1 II. 4. b), S. 253 ff., insb. den Text bei Fn. 1247–1252 auf S. 254.

Ferner zur Abgrenzung von *Short-termism* in Form eines *breach of trust* und CSR oben 1. Teil, § 2 IV., S. 74, Text in Fn. 66 auf S. 74.

<sup>185</sup> Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts<sup>5</sup>, 2012, S. 69.

<sup>186</sup> Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik<sup>4</sup>, 2010, S. 90–104, im Zusammenhang mit Unternehmen etwa S. 411, 413.

<sup>187</sup> Siehe Pistor, in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance<sup>2</sup>, 2009, S. 231, 240, die allerdings zu eng und terminologisch unglücklich formuliert, die Property Rights Theory verstehe Unternehmen als Ansammlung von Eigentumsrechten an dinglichen Vermögenswerten. Die Property Rights Theory befasst sich zwar in großen Teilen mit physischem Kapital, daneben aber auch z. B. mit Mitgliedschaftsrechten und nicht gesetzlich geschützten Rechten, einschließlich der Verfügungsrechtsarrangements in Unternehmen, siehe für einen Überblick Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik<sup>4</sup>, 2010, S. 95–105, und zur Anwendung auf Unternehmen etwa a. a. O., S. 413.

<sup>188</sup> Zu beidem Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts<sup>5</sup>, 2012, S. 688–689.

<sup>189</sup> Vgl. Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik<sup>4</sup>, 2010, S. 406–407.

<sup>190</sup> Allg. zu dieser Sicht des Unternehmens seitens der modernen Institutionenökonomik *dies.*, Neue Institutionenökonomik<sup>4</sup>, 2010, S. 414 ff.

<sup>191</sup> Shleifer/Summers, in: Auerbach (Hrsg.), Corporate takeovers, 1988, S. 33, 37: Zu denken ist etwa daran, dass Arbeitnehmer Zeit und Mühe aufwenden, um sich spezielle Qualifikationen und/oder Routinen für ihre Arbeitsstelle anzueignen, in der impliziten Erwartung, deswegen befördert zu werden und/oder dauerhaft einen höheren Lohn zu erhalten. Zahlreiche weitere Beispiele aus anderen Zusammenhängen analysiert der grundlegende Beitrag von Klein/Crawford/Alchian, 21 J. Law & Ec. 297, 298, 307 ff. (1978) (Maschinenbau für die Automobilindustrie, Raffinerien für bestimmte Ölquellen, Humankapital gewerkschaftlich organisierter Pflanzpflücker während der Erntezeit).

Problem):<sup>192</sup> Weil er gleichsam vorgeleistet hat und seine Investition in der Beziehung „gefangen“ ist, könnte sein Gegenüber die in Aussicht gestellte Honorierung gefahrlos kürzen oder sogar verweigern (sog. *appropriable specialized quasi rents*<sup>193</sup>). Arbeitnehmer, Zulieferer, Kunden oder lokale Gebietskörperschaften werden deshalb spezifische Investitionen eher vornehmen, wenn sie erwarten können, dass das Unternehmen sie belohnt, etwa in Form dauerhafter gut bezahlter Arbeitsplätze, einer langfristigen auskömmlichen Lieferbeziehung, einer konstanten Preispolitik bzw. langfristiger Ansiedlung und Steuerpflicht.

In der ökonomischen Literatur haben namentlich *Shleifer/Summers* darauf aufmerksam gemacht, dass (feindliche) Übernahmen Vorkehrungen zu torpedieren drohen, die Stakeholdern die dafür nötige Sicherheit bieten:<sup>194</sup> Verfügten Stakeholder nicht über abgesicherte Einflussrechte, erfordert eine „Vorleistung“ im obigen Sinne Vertrauen darauf, dass das Unternehmen sie honorieren statt ausnutzen wird. Eine Standardlösung, um solches Vertrauen aufzubauen, sehen *Shleifer/Summers* darin, dass Manager implizite Verträge erfüllen, um einen Ruf als vertrauenswürdig zu erhalten und davon bei zukünftigen impliziten Verträgen zu profitieren, aber auch schlicht, weil sie das implizite Vertrauen achten.<sup>195</sup> Aktionäre können das zum Wohle des Unternehmens fördern, indem sie geeignete Personen als Manager anstellen und fest verankern.<sup>196</sup> Feindliche Übernahmen könnten diesen wohlfahrtssteigernden Mechanismus zerstören, indem sie es erleichtern, einen vertrauenswürdigen Manager trotz intern fester Verankerung gegen seinen Willen abzusetzen. Anschließend könnten die (Neu-)Aktionäre Stakeholder mit vertragsspezifischen Investitionen ausbeuten und die Gewinne zwischen Bieter- und Zielgesellschaft aufteilen.<sup>197</sup> Den (Neu-)Aktionären bringt das kurzfristig einen schnellen und risikolosen Gewinn, selbst wenn insgesamt ex post Effizienzverluste eintreten.<sup>198</sup> Langfristig schadet das aber nicht nur den Wachstumsaussichten der konkreten Gesellschaft, die fortan ohne wertvolle spezifische Investitionen von Stakeholdern auskommen muss, sondern möglicherweise der gesamten Volkswirtschaft: Denn Stakeholder aller Unternehmen werden lernen, dass ein vertrauenswürdiges Management ab einer gewissen Übernahmewahrscheinlichkeit keine Sicherheit mehr bietet und ihre spezifischen Investitionen vorausschauend zurückfahren. Feindliche Übernahmen könnten so wertvolles Reputationskapital in der gesamten Wirtschaft beschädigen (*negativer externer Effekt*) und die Möglichkeiten *aller* Unternehmen beschneiden, produktivitäts- und damit wohlfahrts-

<sup>192</sup> Allg. Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts<sup>5</sup>, 2012, S. 80.

<sup>193</sup> Klein/Crawford/Alchian, 21 J. Law & Ec. 297, 298 (1978).

<sup>194</sup> *Shleifer/Summers*, in: Auerbach (Hrsg.), Corporate takeovers, 1988, S. 33 ff.; aus dem britischen Schrifttum etwa *Franks/Mayer*, Economic Policy 5 (1990), 189, 210–214. Siehe auch aus dem deutschen Schrifttum zur Kollision von Anteilseigner- und Stakeholder-Interessen bei Übernahmen *Kirchner*, WM 2000, 1821, 1824; *Wiese/Demisch*, DB 2001, 849, 850.

<sup>195</sup> *Shleifer/Summers*, in: Auerbach (Hrsg.), Corporate takeovers, 1988, S. 33, 39. Zu Reputation als möglicher Lösung auch schon *Klein/Crawford/Alchian*, 21 J. Law & Ec. 297, 303 (1978) („goodwill market-enforcement mechanism“) und insb. S. 314 („Markennamenskapital“ einer Gewerkschaft als Sicherheit für einen Landwirtschaftsbetrieb, dass die Gewerkschaft ihn in der Erntezeit nicht mit hohen Lohnforderungen ausbeutet).

<sup>196</sup> *Shleifer/Summers*, in: Auerbach (Hrsg.), Corporate takeovers, 1988, S. 33, 40.

<sup>197</sup> *Dies.*, in: Auerbach (Hrsg.), Corporate takeovers, 1988, S. 33, 42.

<sup>198</sup> Ex-post-Effizienzverluste entstehen dann, wenn im Zuge einer Übernahme mehr spezifisches Kapital von Stakeholdern vernichtet wird, als die Aktionäre an Wert hinzugewinnen, siehe *dies.*, in: Auerbach (Hrsg.), Corporate takeovers, 1988, S. 33, 43–44.

steigernde implizite Austauschbeziehungen einzugehen.<sup>199</sup> Hierin liegt ein weiterer Anwendungsfall der *Short-termism*-Kritik am Übernahmemarkt: Aktivisten könnten langfristig förderliche Austauschbeziehungen für den kurzfristigen Gewinn ausbeuten, ungeachtet auf Dauer überwiegender wirtschaftlicher Nachteile für das Unternehmen und die Gesamtwirtschaft.

#### bb) Kritik und Einschränkungen

Die Erkenntnis der Breach-of-Trust-Hypothese von *Shleifer/Summers*, dass der kombinierte Marktwert von Bieter- und Zielgesellschaft einen unvollständigen und daher verzerrten Eindruck von den Ex-post-Wohlfahrtswirkungen (der Ex-post-Effizienz) einer Übernahme vermitteln kann, war von Beginn an im Grundsatz akzeptiert<sup>200</sup> und ein wertvoller Beitrag zur damaligen *takeover controversy*.

Hingegen ist die These, dass Übernahmen ex ante zu Wohlfahrtseinbußen führen, indem sie langfristige implizite Verträge zwischen Unternehmen und Stakeholdern torpedieren, auch Kritik ausgesetzt. So hat der spätere Nobelpreisträger *Holmström* in einem Kommentar zu *Shleifer/Summers* beanstandet, dass ihre Breach-of-Trust-Hypothese offen lässt, warum die Altaktionäre nicht selbst, unabhängig von einer Übernahme, Stakeholder-Investitionen ausbeuten (können). Denn wenn der Erwerber im Zuge einer Übernahme als Neuaktionär in der Lage sei, einen fest installierten, gegenüber den Stakeholdern vertrauenswürdigen Manager zu ersetzen, sollten dies ebenso bereits die Altaktionäre bewerkstelligen können.<sup>201</sup> Ihre Versuchung hierzu sei sogar besonders groß, weil sie die gesamte Rendite des Treuebruchs vereinnahmen könnten, während ein *raider* eine Übernahmeprämie zahlen, also den Profit mit den Altaktionären teilen müsse.<sup>202</sup>

*Holmströms* Hinweis ist insofern berechtigt, als *Shleifer/Summers* die Diskrepanz zwischen Alt- und Neuaktionären nicht begründen. Eine solche Begründung lässt sich allerdings nachreichen.<sup>203</sup> Dass Altaktionäre und Neuaktionäre (Erwerber) auf dem Papier über die gleichen Rechte verfügen, insbesondere – direkt oder indirekt – die Unternehmensleitung ersetzen dürfen, bedeutet nicht notwendig, dass beide hiervon in gleicher Weise Gebrauch machen können. Dieselben Umstände, welche Aktionäre anerkanntermaßen hindern können, sich einer schlechten Unternehmensleitung zu entledigen, vermögen hier zu erklären, warum die (Alt-)Aktionäre außerstande sein können, einen für die Stakeholder vertrauenswürdigen Manager zu entlassen. *Holmström* verweist selbst wenig später auf das bekannte Koordinierungsproblem gering beteiligter Aktionäre sowie darauf, dass *raiders* Vorteile bei Verhandlungen mit Stakeholdern haben, weil sie einen Ruf als hart und durchsetzungsstark genießen.<sup>204</sup>

Hervorhebung verdient dafür der weitere Hinweis *Holmströms*, dass erhöhte Vertragskosten aufseiten der Zielgesellschaft bei der Wohlfahrtskalkulation nicht ins Gewicht fallen. Denn diese Kosten, argumentiert *Holmström*, gehen schon in die Bemessung des Marktwertes der Firma nach der Übernahme und in die Kaufentscheidung des *raider*

<sup>199</sup> *Dies.*, in: Auerbach (Hrsg.), *Corporate takeovers*, 1988, S. 33, 46.

<sup>200</sup> Siehe den Kommentar von *Holmström*, in: Auerbach (Hrsg.), *Corporate takeovers*, 1988, S. 56.

<sup>201</sup> *Ders.*, in: Auerbach (Hrsg.), *Corporate takeovers*, 1988, S. 56, 57.

<sup>202</sup> *Ders.*, in: Auerbach (Hrsg.), *Corporate takeovers*, 1988, S. 56, 58.

<sup>203</sup> *Holmström* tut dies in der Sache kurz darauf selbst, *ders.*, in: Auerbach (Hrsg.), *Corporate takeovers*, 1988, S. 56, 58 f.

<sup>204</sup> *Ders.*, in: Auerbach (Hrsg.), *Corporate takeovers*, 1988, S. 56, 58 f.

ein<sup>205</sup> – vorausgesetzt freilich, dass der Markt die Aktien korrekt bepreist.<sup>206</sup> Echte Wohlfahrtseinbußen können dann nur durch negative Auswirkungen (*negative externe Effekte*) auf Reputationskapital in anderen Unternehmen entstehen.<sup>207</sup>

Schließlich ist von rechtswissenschaftlicher Seite eingewandt worden, dass langfristig keine systematische Ausbeutung von Stakeholdern möglich sei: Der Preis für Arbeit oder Fremdkapital werde dieses Risiko widerspiegeln oder die Gegenseite auf Schutzvorkehrungen bestehen. Zudem könnten die Aktionäre langfristig selbst kein Interesse haben, wohlfahrtssteigernde implizite Verträge zu untergraben.<sup>208</sup> Beide Einwände gehen allerdings fehl: Erstens übersehen sie, dass die Breach-of-Trust-Hypothese gerade langfristige Vertragsbeziehungen betrifft, die sich nicht vollständig im Vorhinein regeln lassen. Schutzmechanismen sind dann bestenfalls unvollständig möglich, und ebenso wenig lässt sich ex ante ein höheres Entgelt für alle spezifischen Investitionen vereinbaren, die im Laufe der Beziehung nützlich werden. Zweitens verhindert der Umstand, dass den Aktionären als Gesamtheit langfristig nicht an einer Ausbeutung gelegen sein kann, keine entsprechende Versuchung einzelner Aktionäre, die den kurzfristigen Profit suchen, im Wissen, dass Nachteile als externe Effekte nur andere bzw. erst die Folgeaktionäre treffen – frei nach dem geflügelten Wort „Après moi le déluge!“.

### cc) Rechtspolitische Schlussfolgerungen

Die Breach-of-Trust-Hypothese bietet eine weitere Begründung für die Ansicht, dass ein aktiver Markt für Unternehmenskontrolle durch (feindliche) Übernahmen eine wohlfahrtsschädliche kurzfristige Orientierung in der Wirtschaft befördern kann. Soweit die Argumentation zutrifft, ergeben sich mehrere rechtspolitische Schlussfolgerungen:

Erstens zeigt die Breach-of-Trust-Hypothese, warum und vor allem wann Abwehrinstrumente gegen Übernahmen wohlfahrtsförderlich wirken können: Dies gilt immer dann, wenn ein Unternehmen besonders von ausbeutungsanfälligen spezifischen Investitionen seiner Stakeholder profitiert. Aktiengesellschaften, auf die das zutrifft, werden mehr prosperieren, wenn das Rechtssystem Isolierungsmöglichkeiten bereitstellt. Andernfalls könnten sie unter kurzfristiger Orientierung leiden.

Zweitens begründet die Breach-of-Trust-These, dass es rechtsökonomisch sinnvoll sein kann, Interessen von Stakeholdern bei Übernahmen zu berücksichtigen: Die darin liegende geteilte Kontrolle könnte, so die Property Rights Theory, effizient sein, wenn Stakeholder, insbesondere Arbeitnehmer und Lieferanten, unternehmensspezifische Investitionen tätigen.<sup>209</sup> Rechtlich kann man dieses Regulierungsanliegen direkt im Über-

<sup>205</sup> Ders., in: Auerbach (Hrsg.), *Corporate takeovers*, 1988, S. 56, 59 f. Mit anderen Worten: Der raider wird in seine Kalkulation einbeziehen, dass die in Rede stehende Gesellschaft nach seinem Treuebruch nur noch erschwert implizite Verträge mit Stakeholdern abschließen können und daher weniger wert sein wird. Er wird den Treuebruch nur begehen, wenn dessen Rendite zuzüglich des „Restwertes“ der Gesellschaft den zu zahlenden Kaufpreis übersteigt.

<sup>206</sup> Hiergegen ließe sich einwenden, dass der Markt womöglich nicht hinreichend erkennen kann, in welchem Ausmaß Reputationskapital in einer Gesellschaft zerstört wird und wie stark dadurch zukünftige Gewinnaussichten leiden.

<sup>207</sup> Holmström, in: Auerbach (Hrsg.), *Corporate takeovers*, 1988, S. 56, 59 f.

<sup>208</sup> Black, 39 *UCLA L. Rev.* 811, 683 f. (1992).

<sup>209</sup> Siehe mit Blick auf Arbeitnehmer Becht/Bolton/Röell, in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics*, Vol. 2, 2007, S. 829, 866. Dagegen Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, 2002, S. 471: Arbeitnehmer, die firmenspezifische Investitionen in Humankapital tätigten, benötigten zwar wohl einen größeren Schutz gegen Opportunismus des Arbeitgebers. Aber es hätten sich diverse

nahmerecht berücksichtigen und/oder indirekt durch Vorschriften, die rechtstechnisch einen allgemeinen Tatbestand regeln, Interessen von Stakeholdern aber auch bei Übernahmen schützen.<sup>210</sup>

Allerdings besagt die Breach-of-Trust-Hypothese naturgemäß nichts darüber, ob Stakeholder tatsächlich hinreichend häufig ausbeutungsanfällige unternehmensspezifische Investitionen tätigen, um Abwehrmechanismen gegen feindliche Übernahmen und/oder Stakeholder-Schutzvorschriften zu rechtfertigen. Zudem lässt sie offen, in welchem Verhältnis Nachteile durch Ausbeutung spezifischer Investitionen zu Vorteilen in Gestalt einer besseren Kontrolle des Managements stehen.<sup>211</sup> Praktisch wird sich beides schwer auseinanderhalten lassen: So können sich Kontrollvorteile auch darauf beziehen, dass Manager nicht (mehr) mit anderen Stakeholdern zulasten der Aktionäre kolludieren – eine Konstellation, die äußerlich nicht ohne Weiteres von der Breach-of-Trust-Hypothese zu unterscheiden, in der Sache aber ganz anders zu beurteilen ist.<sup>212</sup> Ähnliches kann gelten, wenn der (feindliche) Erwerber andere (bessere) strategische Pläne verfolgt als das alte Management und daher spezifisches Kapital nicht mehr benötigt.<sup>213</sup> Aus Stakeholder-Perspektive kommen die Folgen im Ergebnis jenen einer Ausbeutung nahe. Ein externer Beobachter wird den wahren Grund womöglich schwer erkennen können, wenn der Erwerber seine neue Strategie aus wettbewerbstaktischen Gründen nicht offenlegt.

*Shleifer/Summers* haben sich entsprechend vorsichtig geäußert und angesichts damals unzureichender Empirie auf den Hinweis beschränkt, dass die ökonomische Wirkung von Übernahmen nicht allein anhand der Prämien für Aktionäre bewertet werden darf.<sup>214</sup> Bis heute sind die Relationen ungeklärt und äußerst kontrovers: Während die einen keine Anhaltspunkte dafür erkennen, dass ausbeutungsgefährdete spezifische Investitionen häufig sind, und auf bestehende Schutzmechanismen verweisen,<sup>215</sup> erachten

---

spezifische Governance-Strukturen entwickelt, um solche Arbeiter zu schützen. Dazu zählt Bainbridge Abfindungszahlungen, Beschwerdeverfahren, Beförderungsleitern, kollektive Verhandlungen sowie i. V. m. Fn. 20 wohl auch einige staatliche Fürsorge- und Arbeitnehmerschutzvorschriften.

<sup>210</sup> Näher zu der direkten und indirekten Regulierungsstrategie am Beispiel des Schutzes von Arbeitnehmern bei Übernahmen im Unionsrecht *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 3 Rn. 95–108.

<sup>211</sup> Zu diesem Aspekt bereits oben 3. Teil, § 2 IV.1.a)bb), S. 399 f., auch dazu, dass seine Bewertung davon abhängt, welche praktische Bedeutung Übernahmen in der konkret in Rede stehenden Rechtsordnung haben. Bezogen auf die Breach-of-Trust-These *Holmström*, in: Auerbach (Hrsg.), Corporate takeovers, 1988, S. 56, 60.

<sup>212</sup> Siehe *ders.*, in: Auerbach (Hrsg.), Corporate takeovers, 1988, S. 56, 58 f.; *Williamson*, in: Auerbach (Hrsg.), Corporate takeovers, 1988, S. 61, 63–67.

<sup>213</sup> Vgl. hierzu auch die Kritik von *Malinvaud*, *Economic Policy* 5 (1990), 218, 219 an der Breach-of-Trust-Argumentation von *Franks/Mayer*, *Economic Policy* 5 (1990), 189 ff.

<sup>214</sup> *Shleifer/Summers*, in: Auerbach (Hrsg.), Corporate takeovers, 1988, S. 33, 53.

<sup>215</sup> So etwa *Bainbridge*, *Mergers and acquisitions*<sup>3</sup>, 2012, S. 49; aus dem deutschen Schrifttum *Hopt*, *ZHR* 161 (1997), 368, 371–372 („Für die Ausbeutungshypothesen spricht wenig.“); *Mühle*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, S. 81–83 (keine Nachteile durch Übernahmen für Gläubiger, den Fiskus oder Arbeitnehmer); nur leicht zurückhaltender *Mülberr/Birke*, *WM* 2001, 705, 715 (unklar, inwieweit Stakeholder, insbesondere Arbeitnehmer spezifische Investitionen ohne vertragliche Absicherung tätigen, eine Ausbeutung sei jedenfalls selten; vor allem bestehe Schutz durch andere Bereiche der Rechtsordnung); ganz ähnlich *Liekefett*, *RIW* 2004, 824, 835 (gegen Schutzmechanismen für spezifische Investitionen von Arbeitnehmern, Gläubigern oder der Allgemeinheit im Gesellschafts- oder Übernahmerecht, Schutz durch andere Ansätze wie Fusionskontrolle, Kapitalschutz, Kündigungsschutz und Insolvenzrecht).

andere spezifische Investitionen von Stakeholdern sogar für derart bedeutsam, dass sie eine *team production theory of corporate law* propagieren.<sup>216</sup>

Richtigerweise wird sich die Bedeutung spezifischer Investitionen von Stakeholdern kaum sinnvoll allgemein bestimmen lassen. Daher liegt es nahe, Untergruppen bestimmter Unternehmen oder Stakeholder in den Blick zu nehmen.

So hat im rechtswissenschaftlichen Schrifttum schon vor Shleifer/Summers *Coffee* eine ganz ähnliche Problematik speziell für das obere Management geltend gemacht,<sup>217</sup> zeitgleich mit einem grundlegenden ökonomischen Aufsatz.<sup>218</sup> *Coffee* geht von der verbreiteten Annahme aus, dass Manager risikoaverser sind als diversifizierte Aktionäre. Daher würden die Manager einen geringeren Lohn im Gegenzug für eine weniger risikante Unternehmensführung und damit höhere Arbeitsplatzsicherheit akzeptieren, wobei ein wesentlicher Teil der Entlohnung erst gegen Karriereende in Aussicht gestellt werde.<sup>219</sup> Diese Entlohnungsstruktur habe überdies den Vorteil, nachlässiger Vertragserfüllung (*shirking*) vorzubeugen und Manager anzuhalten, unternehmensspezifisches Humankapital zu erwerben.<sup>220</sup> Letzterem misst *Coffee* zwar eine geringe Bedeutung zu angesichts der damals in den USA verbreiteten konglomeraten Unternehmensstruktur.<sup>221</sup> Manche Stimmen aus der Ökonomie sehen den Aspekt aber wohl gleichrangig.<sup>222</sup> Feindliche Übernahmen beuten diese Vorleistungen der Manager aus, wenn und soweit das Unternehmensrisiko durch Verschuldung erhöht, die anfängliche Gehaltszurückhaltung nicht mehr später kompensiert und erworbenes unternehmensspezifisches Wissen entwertet wird.<sup>223</sup>

<sup>216</sup> Grundlegend Blair/Stout, 85 Va. L. Rev. 247 (1999); weiterhin und spezieller zum rechtlichen Umgang mit Übernahmen etwa Stout, 60 Bus. Law. 1435 (2005), insb. 1446 ff.; in größerem theoretischen Zusammenhang der verschiedenen Theorien der Unternehmung instruktiv Blair, in: Blair/Roe (Hrsg.), *Employees and corporate governance*, 1999, S. 58 ff.

<sup>217</sup> *Coffee, Jr.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 23–24, 70–71, 73–81 (1986).

<sup>218</sup> *Knoeber*, Am. Ec. Rev. 76 (1986), 155 ff. Knoeber stellt ganz ähnlich wie Coffee darauf ab, dass Manager risikoavers sind, während Aktionäre risikoneutral sind, und dass die Leistung von Managern anfänglich schwer zu bewerten ist. Daraus ergibt sich, dass Manager optimalerweise zunächst eine kleinere Gehaltszahlung und später einen größeren leistungsabhängigen Bonus erhalten sollten. Eine feindliche Übernahme kann die Erfüllung dieser Vereinbarung torpedieren und somit ihren Abschluss ex ante verhindern, sofern der Manager nicht mit einem „goldenen Fallschirm“ gegen das Übernahmerisiko versichert wird. Anders als bei Coffee spielen bei Knoeber (sonstige) spezifische Humankapitalinvestitionen des Managers allerdings keine Rolle bei der Argumentation.

<sup>219</sup> *Coffee, Jr.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 23–24 (1986); ähnlich das Modell von *Knoeber*, Am. Ec. Rev. 76 (1986), 155, 157–159.

<sup>220</sup> *Coffee, Jr.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 74–75 (1986).

<sup>221</sup> *Ders.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 38–39 (1986).

<sup>222</sup> In diesem Sinne die Darstellung von *Shleifer/Vishny*, J. Econ. Persp. 2 (1988), 7, 17; bei *Knoeber*, Am. Ec. Rev. 76 (1986), 155 ff. spielt dieser Aspekt hingegen keine Rolle.

<sup>223</sup> Kritisch zu dieser Argumentation Coffees *Macey*, 1989 Duke L. J. 173, 182–183 (1989), der bezweifelt, dass Aktionäre börsennotierter Gesellschaften das Risiko des Unternehmens derart erhöhen könnten, allerdings etwas widersprüchlich unmittelbar zuvor eine hohe Zahl solcher Restrukturierungen in den USA feststellt. Ebenso wenig überzeugt Maceys Argument, die Aktionäre könnten einen Manager nicht ausbeuten, weil sie bei Entlassung des Managers auch dessen spezifisches Humankapital verlorener und sich selbst schädigen würden (a. a. O., S. 190). Dies verkennt, dass das Ausbeutungsszenario nicht allein in schlichter Entlassung besteht, sondern in Weiterbeschäftigung bei Lohnkürzung und/oder der Verweigerung des angestrebten höheren Gehalts im weiteren Verlauf der Karriere, sodass die vorher erbrachten Leistungen gleichsam unterbezahlt erfolgten. Stichhaltiger ist hingegen Maceys weiterer Einwand (a. a. O., S. 185, 190 f.), dass Manager sich vertraglich schützen können, auch durch Nachverhandlung ihres Gehaltspakets, sobald eine Übernahme absehbar wird. Das dürfte allerdings vorrangig auf

Die Folgen beleuchtet ein Modell von *Schnitzer* über „Short-termism and the Market for Corporate Control“.<sup>224</sup> Dort kann ein Manager kurz- oder langfristige vertragsspezifische Investitionen tätigen, die an das Unternehmen gebunden sind und dessen Wert steigern. Der Manager erhält, anders als die Aktionäre, vorab private Informationen darüber, wie profitabel die Investition sein wird. Allerdings besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass das Unternehmen langfristig übernommen wird und der Manager dadurch insoweit um seine Belohnung für die Investition gebracht wird. Der Manager sieht dies voraus und verringert im Vergleich zum erreichbaren Optimalzustand vorausschauend (ex ante) seine langfristigen Investitionen zugunsten kurzfristiger Investitionen. Verstärkt wird der Effekt im Modell dadurch, dass die geringeren langfristigen Investitionen auch den potenziellen Gewinn eines Unternehmenskäufers schmälern, und damit die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einer – annahmegemäß effizienzsteigernden – Übernahme kommt.<sup>225</sup> Der Manager gibt also Gewinnmöglichkeiten auf, um das Unter-

---

das oberste Management (Vorstandsmitglieder) zutreffen, weniger auf mittlere oder gar untere Managementebenen, auf die Coffee sich auch bezieht.

<sup>224</sup> *Schnitzer*, in: Picot/Schlicht (Hrsg.), *Firms, Markets, and Contracts*, 1996, S. 36 ff.

<sup>225</sup> Im Detail sind die Modellabläufe komplexer und in den Aussagen reicher als im Fließtext dargestellt. *Schnitzer* untersucht in einem Modell unvollständiger (*relationaler*) Verträge mit versteckter Information, wie eine drohende Übernahme Investitionsentscheidungen eines risikoneutralen (*dies.*, in: Picot/Schlicht (Hrsg.), *Firms, Markets, and Contracts*, 1996, S. 36, 41), haftungsbeschränkten (S. 42: er kann nicht zu einer Zahlung verpflichtet werden) Managers beeinflusst und warum dies zu kurzfristigem Gewinnstreben führen kann (S. 37). *Schnitzer* geht von dem Fall einer Streubesitzaktiengesellschaft aus. Sie formuliert ein Zweiperioden-Modell (S. 38), in dem es annahmegemäß nicht möglich ist, in der ersten Periode einen Vertrag zu schließen, der Ereignisse der zweiten Periode zum Gegenstand hat (S. 39). Hierdurch entsteht ein Hold-up-Problem (S. 47) (zur Bedeutung dieser Annahme S. 52).

In der ersten Periode, dem Gründungsstadium, wird ein Manager angestellt, der über eine vertragsspezifische Investition entscheidet, die entweder kurz- oder langfristig ausgerichtet ist, für den Manager Aufwand bedeutet und die erwartete Rentabilität der Produktion steigert (beispielsweise bei kurzfristiger Orientierung: Gestaltung einer Werbekampagne; beispielsweise bei langfristiger Ausrichtung: Anstrengungen bei Produktdesign oder -organisation, S. 39 oben). Diese Investition ist beobachtbar, aber nicht gerichtsfest überprüfbar (verifizierbar) (S. 39 oben, S. 40).

Die zweite Periode, die Produktionsphase, umfasst zwei Unterabschnitte, eine kurze und eine lange Frist. Zu Beginn der Produktionsphase muss der Manager – nicht beobachtbaren – Aufwand tätigen, um effizienter zu produzieren, und zwar umso weniger, je mehr er bereits im Gründungsstadium investiert hat. Nach Ablauf der kurzen Frist der Produktionsphase wird die Gesellschaft mit gewisser Wahrscheinlichkeit übernommen, wobei der Erwerber selbst die Unternehmensführung übernimmt und den Manager entlässt.

In jeder Periode erfährt der Manager vor seiner Investitionsentscheidung Informationen über den Umweltzustand, der die Produktivität seiner Investition beeinflusst (z. B. die Nachfragesituation; technisch handelt es sich um ein privates Signal über den Umweltzustand im Sinne von gut oder schlecht, S. 39, 41). Nach einer Übernahme erfährt der Erwerber die Information bezogen auf die lange Frist. Die Aktionäre maximieren ihren Gewinn und sind demnach daran interessiert, dass im guten Umweltzustand viel produziert wird. Sie vereinbaren mit dem Manager einen Lohn und ein Produktionsniveau, das davon abhängt, welchen Umweltzustand der Manager berichtet. Diese Vereinbarung muss den Manager dazu bewegen, von sich aus wahre Angaben zu machen (S. 41, 45). Der dazu optimale Vertrag hat zwei Eigenschaften: Er gewährt dem Manager im guten Umweltzustand eine *Informationsrente*, d. h. eine Vergütung, die seinen Produktionsaufwand übersteigt. Im schlechten Umweltzustand veranlasst der optimale Vertrag hingegen eine ineffizient niedrige Produktion, um zu vermeiden, dass dem Manager eine höhere Informationsrente gezahlt werden muss, wenn der gute Umweltzustand vorliegt (S. 46).

Da die marginale Produktivität der Investition des Managers im guten Umweltzustand besser ist als im schlechten, hat der Manager mit zunehmenden Investitionen einen höheren Anreiz, fälschlich den schlechten Umweltzustand anzugeben. Denn es besteht ein Hold-up-Problem dergestalt, dass die Aktionäre in der Produktionsphase ausnutzen können, dass Investitionen des Managers aus der Gründungsphase versunken sind. Umso höher diese Investitionen waren, umso geringer ist der Investitionsaufwand des Managers in der Produktionsperiode und umso geringer mithin der Lohn, den die Aktionäre bieten müs-

nehmen weniger attraktiv für einen Erwerber zu machen.<sup>226</sup> Hierin liegt ein wichtiger Unterschied zum Modell von *Stein*, in dem der Manager den langfristigen Unternehmenswert notgedrungen gerade zu dem Zweck reduziert, den unterschätzten Wert der Gesellschaft anzuzeigen.<sup>227</sup>

*Coffee* plädiert daher für eine positive Bewertung sog. *goldener Fallschirme* als Selbstbindungsinstrument potenzieller Zielgesellschaften, die Manager vor derartiger Ausbeutung schützen,<sup>228</sup> sowie für eine Anpassung der sog. *Revlon-Rechtsprechung*.<sup>229</sup> Auch im deutschen Schrifttum hat eine monetäre Abgeltung spezifischer Humankapitalinvestitionen des Managements im Übernahmefall frühzeitig Zuspruch gefunden.<sup>230</sup> Die (modell-)theoretische Literatur unterstützt diese Ansicht für den Fall, dass der Manager in der Lage ist, wohlfahrtsförderliche Übernahmen zu verhindern.<sup>231</sup> Heute geben sich in-

---

sen (S. 47). Gehen die Aktionäre hingegen vom schlechten Umweltzustand aus, erscheint ihnen die marginale Produktivität des Managers geringer, d. h., er muss für das gleiche Ergebnis mehr Aufwand leisten. Um diesen anzuregen, bieten die Aktionäre im schlechten Umweltzustand für das gewünschte Anstrengungsniveau mehr Lohn als im guten. Vor diesem Hintergrund muss dem Anreiz des Managers, eine falsche Angabe zu machen, mit einer höheren Informationsrente entgegengewirkt werden (S. 48).

Da ein etwaiger Erwerber ein Eigentümer-Manager ist, produziert er im guten wie im schlechten Umweltzustand auf optimalem Niveau, steigert also die Effizienz. Zudem entfällt beim Eigentümer-Manager die Zahlung einer Informationsrente, womit aber kein Wohlfahrtsgewinn einhergeht, weil diese Zahlung volkswirtschaftlich gesehen ein reiner Vermögenstransfer ist (S. 47).

Ein angestellter Manager sieht voraus, dass er in der langen Frist aufgrund einer Übernahme mit gewisser Wahrscheinlichkeit keine Informationsrente mehr erzielt, also die Erträge seines langfristigen Investments mit geringerer Wahrscheinlichkeit erhält als die des kurzfristigen Investments (S. 48). Folglich konzentriert der Manager seine Investitionen auf die kurze Frist. Dabei erhöht er den kurzfristigen Einsatz aber weniger stark als er seinen langfristigen Einsatz verringert, sodass der Gewinn der Aktionäre sinkt (S. 49). Dieser Wohlfahrtsverlust kann den Effizienzgewinn der Übernahmen überwiegen (S. 50). Hinzu kommt, dass der Gewinn eines potenziellen Erwerbers und damit die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme umso mehr steigt, je profitabler das Unternehmen in der langen Frist ist, umso höher also die langfristigen Investitionen des Managers in der Gründungsphase (gewesen) sind. Das wird den Manager umso mehr veranlassen, die langfristigen Investitionen zugunsten der kurzfristigen abzubauen (S. 50 f.).

<sup>226</sup> *Dies.*, in: Picot/Schlicht (Hrsg.), *Firms, Markets, and Contracts*, 1996, S. 36, 52, mit Beispiel eines Verkaufs von „Kronjuwelen“, die nicht zum Kerngeschäft gehören.

<sup>227</sup> *Dies.*, in: Picot/Schlicht (Hrsg.), *Firms, Markets, and Contracts*, 1996, S. 36, 52.

<sup>228</sup> *Coffee, Jr.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 75–81 (1986); deutlich zurückhaltender in dieser Hinsicht noch *ders.*, 84 Colum. L. Rev. 1145, 1237 (1984).

<sup>229</sup> *Coffee, Jr.*, 85 Mich. L. Rev. 1, 83–84 (1986). Gleichfalls positive Bewertung goldener Fallschirme, aber Ablehnung genereller Maßnahmen bei *Macey*, 1989 Duke L. J. 173, 185–186 (1989), Letzteres weil es unpausibel sei, dass Einbußen der (oberen) Manager eine nennenswerte Größenordnung in Relation zu Übernahmeprämien für Aktionäre erreichen.

<sup>230</sup> Etwa bei *Adams*, AG 1990, 63, 73 f., unter der Bedingung, dass die Abfindungszahlungen der Manager im Falle einer feindlichen Übernahme und eines möglichen Bruchs der implizit getroffenen Vereinbarungen durch das Unternehmen mit den Gewinnen der Aktionäre aus einer solchen Übernahme verknüpft werden. Dies soll laut *Adams* (a. a. O.) offenbar dadurch geschehen, dass dem Management bei einem Kontrollwechsel der kostenlose Bezug einer bestimmten Zahl von Aktienoptionen am eigenen Unternehmen eingeräumt wird. Ebenso knapp *ders.*, AG 1990, 243, 248 Fn. 36.

<sup>231</sup> Siehe das Modell von *Schnitzer*, J. Ind. Ec. 43 (1995), 229 ff., aus dem folgt, dass dann, wenn ein Manager wertvolle spezifische Investitionen tätigen kann, die Aktionäre optimalerweise (1) dem Manager in der Satzung durch eine *poison pill* gestatten sollten, eine Übernahme zu blockieren, und (2) zugleich dem Manager einen „goldenen Fallschirm“ anbieten sollten. Dieser kompensiert den Manager im Übernahmefall für seine spezifischen Investitionen in der Wachstumsphase des Unternehmens und eröffnet so wohlfahrtsförderliche Übernahmen (a. a. O., S. 252). Interessanterweise ergibt das Modell auch, dass Aktionäre statt dieser wohlfahrtsoptimalen Gestaltung eher dazu neigen, andere Verteidigungsmittel einzuführen, die lediglich den Übernahmepreis hochtreiben (a. a. O., S. 245–253, zusammenfassend S. 230, 254).

stitutionelle Investoren in den USA zwar vergleichsweise reserviert, stimmen in der Mehrzahl der Fälle aber doch zu.<sup>232</sup> Empirisch gibt es bezogen auf die USA in der Tat Belege dafür, dass eine finanzielle Absicherung des CEO gegen vorzeitige Entlassung mit höheren Investitionen in Forschung & Entwicklung einhergeht.<sup>233</sup> Der beachtliche Preis besteht aber darin, dass solche Absicherungen gegebenenfalls auch dann greifen, wenn ein Manager wegen schlechter Leistung entlassen wird oder einvernehmlich kurz vor Ende seiner Amtszeit ausscheidet, woraus sich gewichtige Prinzipal-Agenten-Probleme und Imageschäden ergeben können, die auch die öffentliche Legitimität der aktienrechtlichen Kompetenzordnung insgesamt betreffen.<sup>234</sup>

Abseits dieses Spezialfalls sind in jüngerer Zeit vor allem Großkunden, Lieferanten und strategische Allianzen in den Blickpunkt gerückt. Mehrere empirische Studien deuten darauf hin, dass Abwehrinstrumente gegen Übernahmen in bestimmten Konstellationen dazu beitragen, unternehmensspezifische Investitionen dieser Stakeholder abzusichern und produktive Beziehungen mit ihnen zu fördern.<sup>235</sup>

#### b) Makroebene: Positive externe Effekte langfristiger Investments

##### aa) Grundproblem

Externe Effekte liegen allgemein vor, wenn eine Person einer anderen einen Vorteil beschert (sog. *positiver externer Effekt*) oder Kosten auferlegt (sog. *negativer externer Effekt*), ohne dass diese für den Vorteil eine Gegenleistung erbringt bzw. für die Kosten entschädigt wird, also ohne dass die Auswirkung von dem Verursacher *internalisiert* wird.<sup>236</sup> Solche Effekte können nicht nur in Unternehmen zwischen Aktionären und anderen Stakeholdern auftreten, sondern auch auf Makroebene bezogen auf die Volkswirt-

<sup>232</sup> Siehe die Auswertung von Dawson, *Poisoned Chalice? An Analysis of Investor Voting on Golden Parachutes*, 06.04.2017 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/06/poisoned-chalice-an-analysis-of-investor-voting-on-golden-parachutes/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>233</sup> Siehe etwa Chen/Cheng/Lo u. a., 90 *Acc. Rev.* 1871 (2015); theoretisch zu diesem Aspekt im Rahmen der britischen *Short-termism*-Debatte Franks/Mayer, *Economic Policy* 5 (1990), 189, 194.

<sup>234</sup> Siehe dazu die Beispiele aus Deutschland bei Bayer/Meier-Wehrsdorfer, AG 2013, 477, 477 f., 485 f., die verständlicherweise viel öffentliche Empörung ausgelöst haben.

<sup>235</sup> So ermitteln Johnson/Karpoff/Yi, *J. Fin. Ec.* 117 (2015), 307 ff., dass IPO-Firmen in höherem Maße über Abwehrinstrumente gegen Übernahmen verfügen, wenn sie wichtige langfristige Geschäftsbeziehungen zu Großkunden, abhängigen Lieferanten oder im Rahmen einer strategischen Allianz unterhalten. In diesem Fall profitieren nachfolgend auch die Bewertung und das operative Ergebnis der IPO-Firma. Zudem finden die Autoren in dieser Konstellation positive Spillover-Effekte auf den Wert großer Kunden beim Börsengang.

Auch Cen/Dasgupta/Sen, *Management Science* 62 (2016), 2820 ff. ermitteln, dass dann, wenn Firmen Unternehmenskunden als wichtige Stakeholder haben, eine exogene Verringerung der Übernahmehandrohung sowohl die Fähigkeit erhöht, neue Kunden anzuwerben, als auch die Beziehungen mit bestehenden Kunden stärkt. Dies führt zu einem besseren operativen Ergebnis, vor allem, wenn einzigartige und dauerhafte Produkte in Rede stehen.

In ähnlicher Weise ergibt die Studie von Cremers/Litov/Sepe, *J. Fin. Ec.* 126 (2017), 422 ff. für die USA, dass die Einführung eines *staggered board* mit einem steigenden langfristigen Unternehmenswert in Firmen einhergeht, die vergleichsweise innovativ sind oder in denen Investitionen von Stakeholdern bedeutsamer sind (Großkunden, strategische Allianz). Die Abschaffung eines *staggered board* geht in solchen Firmen hingegen mit einem sinkenden Unternehmenswert einher. Cremers et al. interpretieren dies als Beleg dafür, dass *staggered boards* die Wertschöpfung in einigen Firmen erhöhen, indem sie eine Selbstbindung bei der Durchführung langfristiger Projekte und in Bezug auf spezifische Investitionen von Stakeholdern ermöglichen.

<sup>236</sup> Siehe nur Cooter/Ulen, *Law & economics*<sup>6</sup>, 2012, S. 39 f., 166–168.

schaft. Wenn langfristige Investitionen positive Auswirkungen für Dritte haben, die dem Investor nicht zugutekommen (*positiver externer Effekt*), wird dieser das Kosten-Nutzen-Verhältnis schlechter bewerten, als es gesamtgesellschaftlich angemessen wäre. In diesem Fall werden jeweils optimale intertemporale Investitionsentscheidungen einzelner Firmen in der Summe möglicherweise nur ein suboptimal niedriges Investitionsniveau ergeben.<sup>237</sup> Umgekehrt würde das volkswirtschaftlich optimale Niveau auf individueller Ebene als Überinvestition (*overinvestment*) erscheinen.

Solche Externalitäten liegen etwa dann nahe, wenn ein Unternehmen dazu beiträgt, die Fähigkeiten der Arbeitnehmerschaft oder von Zulieferern zu verbessern. Beides gilt typischerweise als langfristige Investition. Im Bereich der Arbeitnehmerschaft führt Mitarbeiterfluktuation oder gar gezielte Abwerbung dazu, dass das investierende Unternehmen nicht alle Früchte seiner Bemühungen ernten kann. Zudem sind möglicherweise Wettbewerber in der Lage, Verbesserungen zu kopieren, welche die fortgebildeten Mitarbeiter entwickelt haben. Ähnlich liegt es, wenn Investitionen eines Unternehmens weitere Investitionen bei Zulieferern oder Dienstleistern anregen, die deren Qualität verbessern. Hiervon profitieren dann ebenfalls die Konkurrenten des (Ausgangs-)Investors.<sup>238</sup>

#### bb) Ideengeschichtliche Bedeutung

In der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte spielen externe Effekte als Ursache exzessiver Kurzfristorientierung nur eine geringe Rolle. Naheliegender hätte der Aspekt vor allem während der US-Diskussion der 1980er und frühen 1990er Jahre erscheinen können. Schließlich blickten die damaligen Diskutanten stark auf vermeintlich bessere Verhältnisse in Japan und Deutschland, wo man Unternehmen besonders stabile Beziehungen zu Arbeitnehmern sowie Lieferanten zuschrieb. Solche langfristigen Verbindungen könnten externe Effekte der vorgenannten Art verringern. *Porter* hat im Rahmen seines viel beachteten Forschungsprojekts zu „Capital choices“ externe Effekte als mögliche *Short-termism*-Ursache auch gesehen, sich aber auf andere Faktoren konzentriert.<sup>239</sup>

In neuerer Zeit hat die *Europäische Kommission* den Aspekt im Rahmen ihrer Initiative zur langfristigen Finanzierung der europäischen Wirtschaft wieder aufgegriffen. So nannte das Arbeitspapier der Kommissionsdienststellen zum Grünbuch Langfristige Finanzierung unter anderem Marktversagen durch Externalitäten als mögliche Ursache dafür, dass langfristige Investitionen in suboptimaler Menge oder Zusammensetzung bereitgestellt werden.<sup>240</sup> Im Grünbuch Langfristige Finanzierung erschien dieser Punkt etwas indirekter.<sup>241</sup>

#### cc) Einordnung und Bewertung

Positive externe Effekte sind potenziell eine wichtige Ursache dafür, dass bestimmte langfristige Investitionen unter dem Niveau verharren, das gesamtgesellschaftlich wün-

<sup>237</sup> Hierzu und zum Folgenden *Laverty*, *Acad. Manage. Rev.* 21 (1996), 825, 849 f.

<sup>238</sup> *Ders.*, *Acad. Manage. Rev.* 21 (1996), 825, 850.

<sup>239</sup> Siehe *Porter*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 4, 5. Zu dem groß angelegten Forschungsprojekt zu „Capital choices“ im historischen und ideengeschichtlichen Kontext oben 2. Teil, § 1 I.3. c) aa), S. 119, 121–124, inkl. Fn. 324 auf S. 122.

<sup>240</sup> *Europäische Kommission*, *Staff Working Document Long-Term Financing*, 25.03.2013, S. 13.

<sup>241</sup> *Dies.*, *Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft*, 09.04.2013, S. 8: „Auch wenn bestimmte Investitionen positive Nettobeiträge zum wirtschaftlichen Wohlstand liefern, kann Marktversagen die Anleger davon abhalten, bestimmte Risiken einzugehen und/oder bestimmte Anlageentscheidungen zu treffen.“

schenswert wäre. Allerdings handelt es sich dabei nur scheinbar um einen Fall exzessiv kurzfristiger Orientierung. Die vorgenannten Beispiele beziehen sich zwar auf Investitionen, die typischerweise (eher) langfristig sind. Das Grundproblem betrifft aber Investitionen jeder Dauer, die positive externe Effekte aufweisen. Soweit langfristige Investitionen betroffen sind, ist das also eher Zufall als Kern des Problems.

Man mag zwar argumentieren, dass langfristige Investitionen besonders anfällig für externe Effekte sind, weil es bei ihnen *per definitionem* um größere Zeitspannen geht, in denen ein Vorteil in den Markt hineindiffundieren kann. Aber selbst wenn externe Effekte deshalb mit langfristigen Investitionen eher einhergehen als mit kurzfristigen, ändert diese *Korrelation* nichts daran, dass die *Ursache* nicht im Bereich kurzer Zeithorizonte zu suchen ist. Dementsprechend fällt der Problembereich auch insofern aus der hier betrachteten *Short-termism*-Diskussion heraus, als Lösungen nicht im Gesellschafts- oder Kapitalmarktrecht und generell nicht in Maßnahmen zu suchen sind, die Anreize zu kurzfristigem Verhalten entgegentreten. Ein effektives Instrument, um private Investitionen mit positiven externen Effekten anzukurbeln, liegt vielmehr, wie das Grünbuch der Europäischen Kommission zutreffend erkennt,<sup>242</sup> in staatlicher Förderung, welche die zu kostenlastige Kalkulation des Investors ausbalanciert. Besonders zielgenau und insofern empfehlenswert sind direkte finanzielle Beihilfen. Daneben werden gerne Vorteile bei der Besteuerung gefordert, die sich allerdings schwerer zielgenau ausgestalten lassen. In bestimmten Konstellationen mag anzudenken sein, externe Effekte durch erweiterte Schutzrechte für geistiges Eigentum zu internalisieren, und in Sonderfällen lässt sich gegebenenfalls mit ergänzendem wettbewerblichen Leistungsschutz aushelfen.<sup>243</sup> Schließlich könnte der Staat bestimmte Vorhaben, die hohe positive externe Effekte erzeugen, als öffentliches Gut begreifen und in Eigenregie bereitstellen.

Eine gewisse Überschneidung zur hier betrachteten *Short-termism*-Debatte ergibt sich allerdings aus in jüngerer Zeit forcierten Bemühungen, Investitionen mit positiven externen Effekten durch neue Anlagevehikel zu fördern. In diese Richtung geht insbesondere die 2013 erlassene Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF).<sup>244</sup> EuSEF sollen vorrangig in Gesellschaften investieren, die sich in erster Linie dem Ziel positiver sozialer Wirkungen verschrieben haben und für die Gewinnmaximierung nur eine untergeordnete Rolle spielt.<sup>245</sup> Eine Beteiligung an solchen Fonds steht auch Privatpersonen offen, ist aber erst ab 100.000 € möglich.<sup>246</sup>

---

<sup>242</sup> Dies., Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 9–10.

<sup>243</sup> Dieser ist restriktiv zu sehen und im Detail sehr umstritten, siehe nur *Emmerich*, Unlauterer Wettbewerb<sup>10</sup>, 2016, S. 148; *Beater*, Unlauterer Wettbewerb, 2011, S. 704 Rn. 1925 ff.

<sup>244</sup> Verordnung (EU) Nr. 346/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17.04.2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum, ABl. EU Nr. L 115, S. 8–38; vgl. dazu den kritischen Kommentar von *Möslein*, EWS 2015, I (Heft 5/2015).

<sup>245</sup> Verordnung (EU) Nr. 346/2013 (Fn. 245), Erwägungsgrund 13 sowie Art. 3 I lit. d). Im Rahmen ihres Maßnahmenpakets zur Schaffung einer Kapitalmarktunion hat die Kommission eine Überarbeitung unter anderem dieser Verordnung in Angriff genommen (zur dazugehörigen Konsultation siehe knapp *Parmentier*, EuZW 2016, 45, 49; *Heuer/Schütt*, BKR 2016, 45, 45, 48). Der anschließend vorgelegte Änderungsvorschlag will die Europäischen Risikokapitalfonds für nach der AIFM-Richtlinie zugelassene Verwalter öffnen, um Größenvorteile zu erschließen, dazu *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 345/2013 über Europäische Risikokapitalfonds und der Verordnung (EU) Nr. 346/2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum, 14.07.2016, S. 10, 16, Erwägungsgrund 4.

<sup>246</sup> Im Einzelnen Art. 6 I i. V.m. Erwägungsgrund 25 Verordnung (EU) Nr. 346/2013 (Fn. 245); zu dieser Gestaltung *Schubert/Schuhmann*, BKR 2015, 45, 47.

### V. Ineffizienz des Managerarbeitsmarktes

In den bisher behandelten Modellen verursachen Ineffizienzen auf dem Kapitalmarkt kurzsichtiges Verhalten in Unternehmen. Eine komplementäre Modellgruppe knüpft an den Arbeitsmarkt für Manager an. Auch dieser kann kurzsichtiges Verhalten hervorbringen, etwa wenn Außenstehende (Aktionäre, Anleger) bestimmte Handlungen der Manager nicht beobachten können und die individuelle Fähigkeit (das Talent) der Manager unklar ist.<sup>247</sup>

In den einschlägigen Modellen geht es typischerweise um Prinzipal-Agent-Probleme zwischen Aktionär bzw. Unternehmen als Prinzipalen auf der einen und dem Manager als Agenten auf der anderen Seite. Eine Prinzipal-Agent-Beziehung entsteht allgemein dadurch, dass ein Akteur (der Prinzipal) aufgrund beschränkter Handlungsmöglichkeiten Aufgaben an ein anderes (Wirtschafts-)Subjekt (den Agenten) delegiert. Der Agent soll als eine Art Vertreter im Interesse des Prinzipals handeln, wobei er einen gewissen Entscheidungsspielraum hat.<sup>248</sup> Die Prinzipal-Agenten-Theorie geht davon aus, dass die Interessen von Prinzipal und Agent nicht völlig deckungsgleich und Informationen ungleich (asymmetrisch) verteilt sind. Außerdem können weitere Faktoren Spannungen hervorrufen, insbesondere unterschiedliche Auffassungen über vertragsrelevante Umweltzustände, unterschiedliche Risikoneigungen und unvollkommene Möglichkeiten, sich gegenüber dem Vertragspartner glaubhaft zu einem bestimmten Verhalten zu verpflichten.<sup>249</sup> Ebenso können abweichende Zeithorizonte von Prinzipal und Agent Probleme bergen. Die Modelle werden dessen ungeachtet meist nur grob danach unterschieden, ob der Prinzipal bestimmte Handlungen des Agenten nicht beobachten bzw. seine Beobachtung nicht belegen kann oder ob der Agent über eine bestimmte Variable besser informiert ist.<sup>250</sup>

Infolge der vorgenannten Spannungsfaktoren kann die Aufgabenübertragung zu sog. Agentur-, Agency- oder Vertretungskosten führen. Sie umfassen Ausgaben für Überwachung und Kontrolle des Agenten, Ausgaben, die eine glaubhafte Bindung des Verhaltens des Agenten erzeugen (sog. Kautionsausgaben des Beauftragten) sowie den residualen Verlust des Prinzipals dadurch, dass der Agent die Wohlfahrt des Prinzipals nicht maximiert.<sup>251</sup> Dies führt zu einer weiteren ökonomischen Erklärung für *Short-termism*.

#### 1. Career-Concerns-Hypothese

Der bekannteste Zweig dieser Modelle knüpft an sog. *career concerns* an (zu dt. etwa: Karriereziele). Hierbei handelt es sich um implizite Anreize, die dadurch entstehen, dass ein CEO typischerweise einen möglichst hohen Wert auf dem Arbeitsmarkt erreichen möchte, um seine Vergütung zu steigern. Die Literatur zu *career concerns* widmet sich insbesondere zwei eng verbundenen Problemkreisen: Erstens untersucht sie, welche Vor- und Nachteile sog. implizite Anreize aus Karrierezielen im Vergleich zu sog. expliziten Anreizen aus vertraglichen Vereinbarungen mit Blick auf das Ziel haben, den Manager sachgerecht zu motivieren (*effort level problem*).<sup>252</sup> Zweitens geht sie der Frage nach,

<sup>247</sup> Campbell/Marino, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, 868.

<sup>248</sup> Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik<sup>4</sup>, 2010, S. 31 f., 173 f.

<sup>249</sup> Siehe Sappington, J. Econ. Persp. 5 (1991), 45, 48–51.

<sup>250</sup> Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik<sup>4</sup>, 2010, S. 174; Bannier, Vertragstheorie, 2005, S. 69–71.

<sup>251</sup> Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik<sup>4</sup>, 2010, S. 177.

<sup>252</sup> Dikolli/Kulpe/Sedatole, J. Manage. Acc. Res. 25 (2013), 199, 202.

inwieweit *career concerns* leitende Manager veranlassen können, sich suboptimal stark für gute kurzfristige Ergebnisse einzusetzen zulasten einer besseren langfristigen Entwicklung (*effort allocation problem*).<sup>253</sup>

Die Career-Concerns-Modelle bauen auf grundlegenden Beiträgen von *Fama*,<sup>254</sup> *Holmström*<sup>255</sup> und *Holmström & Ricart i Costa*<sup>256</sup> auf, die allgemeine Anreizprobleme unter den Annahmen herausarbeiten, dass der Arbeitsmarkt kompetitiv und die individuelle Fähigkeit des Managers unbekannt ist. Zum Teil betrachten sie auch bereits Effekte im zeitlichen Verlauf des Arbeitslebens,<sup>257</sup> allerdings noch nicht unter dem Gesichtspunkt kurzfristigen Verhaltens.

#### a) Managerinduzierter Short-termism

##### aa) Grundmodell von Narayanan (1985)

Im Anschluss an die vorgenannten Arbeiten ist *Narayanan* in einem grundlegenden Modell speziell „Managerial Incentives for Short-term Results“<sup>258</sup> nachgegangen. Der von ihm begründete Forschungsstrang betrachtet Situationen, in denen Manager Investments mit schneller Rückzahlung bevorzugen, um kurzfristig ihren Ruf bzw. ihren Wert am Arbeitsmarkt zu steigern, weil ihnen das eine höhere Gesamtvergütung verspricht. Daher wird *Narayanans* Career-Concerns-Modell auch als *wage distortion theory*<sup>259</sup> bezeichnet. Die Manager verhalten sich dabei aus ihrer Perspektive rational-opportunistic, bezogen auf das Unternehmen aber zu kurzfristig (*myopic moral hazard*<sup>260</sup>).<sup>261</sup>

*Narayanan* nimmt an, dass die individuelle Fähigkeit eines Managers allen unbekannt ist, auch dem Manager selbst. Allerdings erzielen fähigere Manager tendenziell höhere Gewinne.<sup>262</sup> Daher taxieren die Aktionäre die Fähigkeit eines Managers anhand der Ge-

<sup>253</sup> *Dies.*, J. Manage. Acc. Res. 25 (2013), 199, 202.

<sup>254</sup> *Fama*, J. Pol. Econ. 88 (1980), 288 ff. entwickelte theoretisch das Konzept einer disziplinierenden Wirkung des Arbeitsmarktes für Manager und formalisierte einige zentrale Elemente. Dabei argumentierte er, dass die Marktkräfte Moral-Hazard-Probleme häufig beseitigen können, weil Managern an ihrem Ruf auf dem Arbeitsmarkt gelegen ist. *Career concerns* sollen danach zu effizientem Verhalten führen können. Weitere explizite Anreize für den Manager wären danach unnötig, wenn nicht gar schädlich (siehe die bei Fn. 253 genannte Forschungsfrage).

<sup>255</sup> *Holmström*, Rev. Ec. Stud. 66 (1999), 169 ff., zuvor veröffentlicht in *Aminoff/Wahlbeck* (Hrsg.), Vetenskap och företagsledning, 1982 geht *Famas* These (Fn. 255) in einem ausformulierten Modell nach. Dabei zeigt er, dass *Famas* Schlussfolgerung nur unter engen Annahmen zutrifft, während im Allgemeinen Risikoaversion und Diskontierung die Wirksamkeit der Kontrolle durch den Managerarbeitsmarkt begrenzen. Damit weist *Holmström* darauf hin, dass explizite Anreize entgegen *Famas* These ihre Berechtigung haben. Zudem zeigt *Holmström* weitere Probleme auf, etwa mit Blick auf den Lernprozess des Marktes, aus denen sich ergibt, dass junge Manager mehr (bzw. zu viel) Arbeit bereitstellen.

<sup>256</sup> In *Holmström/Ricart i Costa*, QJE 101 (1986), 835.

<sup>257</sup> Hierzu ermittelt *Holmström*, Rev. Ec. Stud. 66 (1999), 169, 174–175, dass junge Manager vorübergehend zu viel Arbeit bereitstellen, um eine gute Reputation aufzubauen (*overinvestment*), dazu treffend *Bohlin*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 205 (*rat-race effect*); knapp auch *Campbell/Marino*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, 857.

<sup>258</sup> *Narayanan*, J. Fin. 40 (1985), 1469 ff.; für eine geraffte verbale Darstellung *Lundstrum*, J. Corp. Fin. 8 (2002), 353, 355, 357 f.

<sup>259</sup> So *Lundstrum*, J. Corp. Fin. 8 (2002), 353, 357 f.

<sup>260</sup> *Campbell/Marino*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, 857.

<sup>261</sup> Zu diesem Aspekt bereits 3. Teil, § 1 II.2., S. 386 f.

<sup>262</sup> Mathematisch gesprochen hängt der Cashflow des Unternehmens in jeder Periode unter anderem von der Fähigkeit des Managers und einer Zufallskomponente ab (*Narayanan*, J. Fin. 40 (1985), 1469, 1474).

winne, welche das Unternehmen bisher unter seiner Führung erzielt hat. Danach bemessen sie auch die Managervergütung.<sup>263</sup> Allerdings können die Aktionäre die Projekt(auswahl der Manager annahmegemäß nicht beobachten (*hidden action*). Sie sehen allein die Projektrückflüsse, welche von der Fähigkeit des Managers, aber auch vom Zufall und davon abhängen, ob der Manager kurz- oder langfristig investiert hat.<sup>264</sup> Welcher dieser Faktoren im konkreten Fall welchen Einfluss hat, bleibt den Aktionären verborgen.

In dieser Modellwelt werden rational-egoistische Manager aus Unternehmenssicht zu stark Projekte bevorzugen, die kurzfristige Erträge und damit schnell hohe Unternehmensgewinne abwerfen, damit die Aktionäre die Fähigkeit des Managers in einer frühen Periode höher einschätzen und eine höhere Vergütung zahlen (*moral hazard*). Dies folgt im Kern daraus, dass sich das Managergehalt nach der *Summe* der *bisherigen* Gewinne richtet: Hierdurch ist aus Managerperspektive eine zusätzliche Geldeinheit an Gewinn in einer frühen Periode mehr wert als in einer späteren, weil sie das Gehalt früher und damit insgesamt stärker steigert. Für den Manager lohnt es daher, eine Geldeinheit zukünftiger Gewinne gegen weniger als eine Geldeinheit gegenwärtiger Gewinne einzutauschen, solange der Barwert des kurzfristigen Projekts nicht exorbitant unter demjenigen des langfristigen liegt.<sup>265</sup>

Im Gleichgewicht werden die rationalen Aktionäre dieses Verhalten allerdings voraussehen und vorsorglich stets einen entsprechenden Abschlag von der Fähigkeit jedes Managers machen. Die Manager werden hierdurch faktisch zu kurzfristigem Verhalten gezwungen, wenn sie nicht zu Unrecht abgewertet werden wollen. Das ähnelt dem oben dargestellten Signal-Jamming-Modell *Steins*.<sup>266</sup>

Besonders interessant sind die Aussagen von *Narayanans* Modell darüber, wovon der Anreiz des Managers zu kurzfristigem Verhalten abhängt: Erstens ist er umso geringer, je stärker das Geschäft des Unternehmens zufällig schwankt. Denn dann sagen Gewinne aus Aktionärssicht weniger über die Fähigkeit des Managers aus und gehen entsprechend weniger in die Lohnfindung ein. Zweitens sinkt der myopische Anreiz des Managers, je länger sein Vertrag läuft, weil er dann stärker von hohen künftigen Gewinnen profitiert.<sup>267</sup> Drittens ist bedeutsam, wie lange der Manager bereits tätig ist. Solange der Markt den Manager wenig kennt, können hohe Rückflüsse die Einschätzung seiner Fähigkeit stark beeinflussen. Entsprechend groß ist der Anreiz, ein kurzfristiges Projekt zu wählen, selbst wenn es suboptimal ist.<sup>268</sup> Umgekehrt nimmt der Anreiz mit zunehmender Erfahrung des Managers ab, weil der Arbeitsmarkt mit der Zeit ein solides und besseres Bild von seiner Fähigkeit gewonnen hat. Für den Manager lohnt es dann weniger, Gewinne unter Einbußen vorzuverlagern.<sup>269</sup>

<sup>263</sup> *Ders.*, J. Fin. 40 (1985), 1469, 1470.

<sup>264</sup> Siehe *Campbell/Marino*, Myopic Investment Decisions and Competitive Labour Markets, S. 855.

<sup>265</sup> *Narayanan*, J. Fin. 40 (1985), 1469, 1478 f.

<sup>266</sup> *Ders.*, J. Fin. 40 (1985), 1469, 1479; dazu auch *Bohlin*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 220. Der Markt antizipiert also die Gleichgewichtsstrategie des Agenten (= Managers) und kann daher nicht getäuscht werden. Der Manageragent ist so im Ergebnis in einer Lage gefangen, in der er kurzfristig handeln muss: Sollte der Gewinn niedriger sein als im Gleichgewicht antizipiert, wird der Markt seine Wahrnehmung der Managerfähigkeit nach unten anpassen. Daher wird der Agent keinerlei Gewinne erzielen, sondern verlieren, wenn er von der kurzfristigen Strategie abweicht.

<sup>267</sup> *Narayanan*, J. Fin. 40 (1985), 1469, 1481.

<sup>268</sup> *Lundstrum*, J. Corp. Fin. 8 (2002), 353, 358.

<sup>269</sup> *Narayanan*, J. Fin. 40 (1985), 1469, 1480 f. Im Modell können relativ hohe Gewinne in einer frühen Periode zwar auf einen fähigen Manager hindeuten, aber auch Zufall oder Folge einer kurzfristigen Projektwahl sein. Erzielt die Gesellschaft in den Folgeperioden weiter relativ hohe Gewinne, wird es

### bb) Aufnahme und Kritik

Diese Erklärung für *Short-termism* in Form von *managerial myopia* hat in der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Debatte von Beginn an starke Beachtung gefunden. In der Sache ist sie deutlich breiter anerkannt als Modelle, die an allokatonsineffiziente Aktienmärkte anknüpfen. Insbesondere akzeptieren in den USA auch solche Stimmen *managerial myopia*, die *Short-termism*-Thesen im Übrigen sehr kritisch gegenüberstehen.<sup>270</sup> Dies erklärt sich vor dem Hintergrund der Frontlinien der US-Debatte aus den anderen gesellschaftsrechtlichen Implikationen von *managerial myopia* im Gegensatz zu *stock market myopia*.<sup>271</sup>

Aus ökonomischer Sicht ist *Narayanans* Arbeit hingegen Einwänden ausgesetzt. So wurde bald gezeigt, dass die Aktionäre in seinem Modell durchaus eine Vergütungspolitik umsetzen könnten, welche die Manager veranlasst, aus Unternehmenssicht optimal zu investieren.<sup>272</sup> Denn die Aktionäre kennen annahmegemäß zwar weder die Fähigkeit des Managers noch seine Projektwahl, wohl aber die Merkmale der verfügbaren Projekte. Dadurch können sie absehen, wann der Manager kurzfristig investieren wird, und die Vergütung vorausschauend so gestalten, dass er sich mit dem optimalen Projekt besserstellt.<sup>273</sup> Hierzu müssen die Aktionäre die Vergütung bis zur letzten Periode aufschieben, in der Projektrückflüsse anfallen, und in der die Fähigkeit des Managers besser einschätzbar ist.<sup>274</sup>

Diese formal zutreffende Kritik fußt allerdings ihrerseits auf engen Voraussetzungen und tut daher *Narayanans* Befund wenig Abbruch: Erstens funktioniert das Heilmittel nur, weil im Modell sämtliche Merkmale der alternativen Projekte allgemein bekannt sind. Hat der Manager – wie in der Realität naheliegend – auch insoweit einen Infor-

---

immer wahrscheinlicher, dass der Manager tatsächlich eine hohe Fähigkeit hat. Umgekehrtes gilt, wenn die Gewinne in den Folgeperioden relativ beständig gering(er) ausfallen. Dann zeichnet sich zunehmend ab, dass der Manager anfangs vom Zufall profitiert oder ein Strohfeder entfacht hat, aber nicht besonders fähig ist. Knapp zu dem negativen Zusammenhang zwischen kurzfristiger Orientierung und Tätigkeitsdauer in der einschlägigen Modellliteratur auch *Noe/Rebello*, J. of Bus. 70 (1997), 385, 388.

Dass der Markt mit der Zeit ein besseres Bild von der Fähigkeit eines bestimmten Managers gewinnt, bedingt zugleich, dass dessen Gehalt bei konstant erwirtschafteter Gewinnhöhe mit der Zeit ansteigt, weil immer klarer wird, dass dies nicht auf Zufall, sondern auf echter Fähigkeit beruht; siehe hierzu das allgemeinere Modell von *Harris/Holmstrom*, Rev. Ec. Stud. 49 (1982), 315, 316, 325 ff.

<sup>270</sup> Siehe etwa *Roe*, 68 Bus. Law. 977, 997 (2013), sowie oben 4. Teil, § 3 II.2. c), S. 770, inkl. der Nachweise in Fn. 194.

<sup>271</sup> In der US-*Short-termism*-Debatte streitet man im Kern vor allem um das richtige Maß an Einflussrechten für Aktionäre. Dabei prallen Befürworter einer starken Rolle der Direktoren (*director primacy*) auf Anhänger einer starken Aktionärskontrolle (*shareholder primacy*). Ein Erklärungsansatz, der *Short-termism* gleichsam aus Quellen innerhalb der Aktiengesellschaft herleitet, lässt sich nicht anführen, um Einflussrechte der Aktionäre zu beschneiden. Im Gegenteil stützt er wenn überhaupt eher eine stärkere Kapitalmarktkontrolle. Daher sind solche Modelle (auch) für jene gut akzeptabel, die dem Vorwurf kurzfristiger Aktionäre entschieden entgegentreten, weil sie die bestehenden Kontrollrechte von Aktionären im US-Gesellschaftsrecht für zu schwach halten. Umgekehrt können Anhänger von *director primacy* gewisse Karrieremotive von Managern kaum bestreiten, sehen sich hierdurch aber auch nicht getroffen, weil sie implizit zugrunde legen, dass kurzfristige Einflüsse des Kapitalmarktes stärker sind und systematischer auftreten. Siehe dazu noch 3. Teil, § 5 II.4., S. 720 f.

<sup>272</sup> *Darrough*, J. Fin. 42 (1987), 1097 ff.; im Überblick *Bohlin*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 220.

<sup>273</sup> *Darrough*, J. Fin. 42 (1987), 1097, 1098.

<sup>274</sup> *Dies.*, J. Fin. 42 (1987), 1097, 1099. Die Vergütung in den ersten Perioden ist also nicht mehr an die geschätzte Fähigkeit des Managers gekoppelt.

mationsvorteil, versagt der Ausweg.<sup>275</sup> Zweitens setzt die Remedur voraus, dass der Manager mit einem langfristigen Vertrag an das Unternehmen gebunden werden kann. Erhält der Manager eine Kette kurzfristiger Verträge, lässt sich *Short-termism* nicht vermeiden.<sup>276</sup> Gleiches gilt drittens, wenn verschiedene Firmen den Manager unterschiedlich gut einsetzen können, die Produktivität des Managers also auch von dem Unternehmen abhängt, für das er arbeitet. In diesem Fall hat der Manager trotz langfristiger Vergütung einen Anreiz, kurzfristig zu handeln und, sobald eine Firma auftaucht, bei der er produktiver ist, zu dieser zu wechseln.<sup>277</sup> Viertens funktioniert die Abhilfe nicht ohne Weiteres, wenn der Manager risikoavers ist, sodass es nicht mehr optimal ist, ihm ein hohes Risiko in Form einer sehr langfristigen Vergütung aufzubürden.<sup>278</sup>

### cc) Verallgemeinerung

Mit Blick auf die Kritikpunkte haben es *Campbell/Marino* unternommen zu verallgemeinern, unter welchen Bedingungen *myopia* im Rahmen einer bestimmten Informationsstruktur auftritt.<sup>279</sup> Sie verwenden einen ähnlichen Rahmen wie *Narayanan*,<sup>280</sup> mit der Neuerung, dass die Firma den Lohn des Managers in zweierlei Hinsicht nicht beliebig ausgestalten kann: Erstens kann der Manager in der zweiten von drei Modellperioden wechseln, wenn ihm auf dem Arbeitsmarkt ein höherer Lohn geboten wird. Aus Unternehmenssicht ist es annahmegemäß vorzugswürdig, eine solche Fluktuation zu vermeiden. Daher kann die Firma den Manager nicht auf einen Lohn drücken, der unter dem Niveau eines Alternativangebots auf dem Arbeitsmarkt für die ersten beiden Perioden liegt (*competitive participation constraint*).<sup>281</sup> Zweitens kann die Gesellschaft bedingte (erfolgsabhängige) Vergütungen des Managers nicht so gestalten, dass dieser selbst eine Zahlung erbringen muss (*nichtnegativer Lohn*).<sup>282</sup>

*Campbell/Marino* zeigen, dass kurzsichtiges Verhalten entscheidend davon abhängt, ob eine dieser Lohnuntergrenzen bindend ist, also so hoch, dass sie eine optimale Vertragsgestaltung verhindert. Sind die Untergrenzen nicht bindend, erreicht der Vertrag des Prinzipals den sog. First-best-Zustand ohne *myopia*, indem er die erfolgsabhängige Managervergütung in der mittleren Periode ausreichend senkt und in der letzten erhöht.

<sup>275</sup> *Dies.*, J. Fin. 42 (1987), 1097, 1100.

<sup>276</sup> *Narayanan*, J. Fin. 42 (1987), 1103.

<sup>277</sup> *Ders.*, J. Fin. 42 (1987), 1103, 1104.

<sup>278</sup> *Ders.*, J. Fin. 42 (1987), 1103, 1103 f.

<sup>279</sup> *Campbell/Marino*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855 ff.; knappe verbale Schilderung der zentralen Befunde ihrer Arbeit bei *Bohlin*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 220.

<sup>280</sup> Siehe die Annahmen in *Campbell/Marino*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, 858–861: In ihrem Modell leitet der Prinzipal die Fähigkeit des Manageragenten wie bei *Narayanan* aus dem Periodenergebnis ab und passt seine Einschätzung nach jeder Periode neu an (*Bayesian updating*). In einem wettbewerblichen Arbeitsmarkt gewinnen Manager durch gute Ergebnisse in Periode 1, weil ihre erzielbare Vergütung auf dem (Spot-)Arbeitsmarkt mit ihrer wahrgenommenen Fähigkeit zunimmt. In Anbetracht des *Bayes'schen* Lernprozesses wird die wahrgenommene Fähigkeit in Periode 1 durch einen hohen anfänglichen Gewinn positiv beeinflusst, weil die Prinzipale nicht wissen, ob dieser auf kurzsichtiger Investitionsauswahl, überlegener Managerfähigkeit oder Glück beruht.

<sup>281</sup> *Dies.*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, 861–863.

<sup>282</sup> *Dies.*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, 863. Dies lässt sich als Ausdruck einer beschränkten Haftung oder eines beschränkten bzw. verborgenen Vermögens des Managers interpretieren. Im Ergebnis werden dadurch Effekte erzeugt, die denjenigen von Risikoaversion des Managers ähneln, während der Manager im Modell formal risikoneutral ist (*Campbell/Marino*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, 856; *Bohlin*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 220).

Wenn mindestens eine Grenze bindend ist, lässt sich die anfängliche Vergütung nicht ausreichend absenken, um dem Manager kurzichtiges Handeln zu verleiden.<sup>283</sup> Der dann verbleibende, sog. *zweitbeste Vertrag* bekämpft *myopia* zumindest dadurch, dass der Manager zunächst eine Vergütung in der Höhe der bindenden Untergrenze (im Modell annahmegemäß null) und somit weniger als den Arbeitsmarktlohn erhält und später einen höheren als den (Spot-)Marktlohn, wobei die genaue Summe von dem Gewinn der Schlussperiode abhängt.<sup>284</sup> Eine Vergütungsstruktur, die *myopia* ausschließt, wäre hingegen nicht mehr sinnvoll, weil das Unternehmen dem Manager dazu mehr Lohn zahlen müsste, als seine Fähigkeit (sein Humankapital) rechtfertigt.<sup>285</sup>

Insgesamt lassen sich zwei zentrale Befunde des Modells festhalten: Erstens verschärft sich das Myopia-Problem und tritt umso wahrscheinlicher auf, je höher die Vergütungsuntergrenze der Manager liegt.<sup>286</sup> Zweitens muss der optimale Vertrag den Manager durch eine aufgeschobene Vergütung anhalten, bei dem Unternehmen zu bleiben, wenn Manager mobil sind und auf dem Arbeitsmarkt Wettbewerb herrscht.<sup>287</sup>

#### dd) Grenzen der Aussagekraft

Wie stets hängt auch diese theoretische Begründung für *Short-termism* entscheidend davon ab, welche Modellannahmen man trifft. Variiert man sie, kann Kurzichtigkeit verschwinden oder die Ergebnisse können sich anderweitig verändern. Zwei Aspekte scheinen mit Blick auf die *Short-termism*-Debatte im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht besonders relevant:<sup>288</sup>

Erstens ist bei *Narayanan* ebenso wie bei *Campbell/Marino* die Annahme entscheidend, dass die Aktionäre keinen Einblick in Firmeninterna haben und daher den Manager nur anhand bisheriger und aktueller Gewinne beurteilen können. Dies liegt vor allem für Gesellschaften mit breit gestreutem Aktionariat nahe, hingegen weniger für solche mit starken Paketaktionären. Die nachfolgende theoretische Literatur ist dem nachgegangen, mit dem Ergebnis, dass *managerial myopia* aus diesem Grund in Streubesitzaktiengesellschaften eher zu erwarten ist.<sup>289</sup> Das bedeutet zugleich, dass Aktienmärkte, auf denen große Paketaktionäre verbreitet sind, weniger unter diesem Einfallstor für kurzichtiges Handeln leiden sollten.

Zweitens nimmt *Narayanan* ebenso wie *Campbell/Marino* an, dass die individuelle Fähigkeit des Managers konstant ist, also gleichsam ein unveränderliches, universell einsetzbares Managertalent darstellt. Geht man stattdessen davon aus, dass sie schwankt, z. B. weil sich die Rahmenbedingungen der Industrie verändern, so kann statt *myopia* sog. *hyperopia* auftreten, also exzessiv langfristiges Verhalten dergestalt, dass der Ma-

<sup>283</sup> *Campbell/Marino*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, 864–866.

<sup>284</sup> *Dies.*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, 865.

<sup>285</sup> Die bindenden Vergütungsuntergrenzen machen es für den Prinzipal also kostspielig, einen bestimmten Teil des Risikos auf den Manager zu verlagern.

<sup>286</sup> Zu weiteren komparativ-statischen Befunden *Campbell/Marino*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, 856–857, 866–867.

<sup>287</sup> *Dies.*, Int. Economic Rev. 35 (1994), 855, 856 mit dem Hinweis, dass in manchen Rechtsordnungen wie Japan interne Beförderungen dominieren, während in anderen wie den USA Manager mobiler sind. Eine interne Beförderung verhindert in diesem Sinne Anreize zu kurzfristigem Handeln.

<sup>288</sup> Siehe zudem die Erweiterung von *Tirole*, The theory of corporate finance, 2006, S. 300–304, der annimmt, dass die Investoren zwischenzeitlich etwas über die Fähigkeit des Managers erfahren und die Möglichkeit haben, ihn zu ersetzen.

<sup>289</sup> *Burkart/Gromb/Panunzi*, QJE 112 (1997), 693, dazu im Einzelnen bereits oben S. 135 Fn. 418.

nager zu viel investiert und so in ineffizienter Weise künftige Gewinne zulasten des aktuellen Gewinns steigert.<sup>290</sup>

Im Übrigen ist der Grundgedanke der „Managerial Incentives for Short-term Results“ aber durchaus breit anwendbar. Insbesondere ist er nicht auf Unternehmensmanager beschränkt, sondern in ähnlicher Weise auf Fondsmanager übertragbar.<sup>291</sup>

#### b) Aktionärsinduzierter Short-termism

##### aa) Grundmodell von Thakor (2016)

In Narayanans Modell handeln Unternehmensmanager aus Eigeninteresse kurzfristig, um mit schnellen Gewinnen eine höhere Vergütung zu erreichen. Sind die Fähigkeiten der Manager anfangs unbekannt, können aber auch die Aktionäre kurzfristige Strategien vorziehen. Der dahinterstehende Gedanke ist bereits oben in Bezug auf Vermögensverwalter (Arbitrageure) begegnet. Sind deren Fähigkeiten für die Kapitalgeber nicht (vollständig) erkennbar, bevorzugen unter bestimmten Annahmen nicht nur die Arbitrageure wegen höherer Kapitalkosten kurzfristige Anlagen (dazu *Shleifer/Vishny*), sondern auch die Kapitalgeber, wenn und weil sich die Fähigkeit ihres Vermögensverwalters dann schneller und deutlicher offenbart.<sup>292</sup> In analoger Weise lässt sich dies für das Verhältnis von Unternehmensmanagern und Aktionären argumentieren.

In diesem Sinne konstruiert *Thakor* eine „Theory of Efficient Short-termism“.<sup>293</sup> Sein gleichnamiges Modell wird von einem CEO und ihm unterstellten Managern bevölkert, die über zwei Perioden um Gelder konkurrieren und aus Kapitalzuwendungen persönlichen Nutzen ziehen. Ob ein bestimmter Manager talentiert ist oder nicht, weiß zunächst niemand, die allgemeine Wahrscheinlichkeit dafür ist aber bekannt. Die Manager können zu Beginn Projekte vorschlagen. Dazu haben sie stets ein schlechtes und mit gewisser Wahrscheinlichkeit zudem ein gutes Projekt bei der Hand, das nur der Manager als solches erkennt. Ein schlechtes Projekt ist immer unrentabel. Ein gutes Projekt kann ein fähiger Manager stets rentabel durchführen, ein unfähiger hingegen nur mit geringer Wahrscheinlichkeit. Alle Projekte lassen sich anfangs lang- oder kurzfristig ausgestalten, wobei ein gutes Projekt in langfristiger Form gewinnbringender ist; später ist nur noch eine kurzfristige Ausführung möglich. Im Übrigen können die Manager die Rückflüsse nicht beeinflussen. Annahmegemäß soll ex ante eine Investition in lang- und kurzfristige Projekte lohnen, wenn man die allgemeinen Wahrscheinlichkeiten berücksichtigt, einen guten oder schlechten Manager zu erhalten.<sup>294</sup>

In diesem Modellrahmen zieht es ein Manager vor, dass seine Fähigkeit spät bekannt wird, um möglichst lange ein Investitionsbudget zu erhalten, das annahmegemäß seinen Nutzen erhöht (*learning problem*, Lernproblem).<sup>295</sup> Daher bevorzugen (auch) Manager, denen nur „schlechte“ Projekte offenstehen, diese langfristig auszugestalten. Denn auf diese Weise erhalten sie lange Gelder, die ihren persönlichen Nutzen steigern (*incentive*

<sup>290</sup> So das Ergebnis des Modells von *Jeon*, *Journal of economic theory and econometrics* 2 (1996), 103 ff., dazu schon im Detail S. 408 Fn. 124.

<sup>291</sup> Siehe mit Blick auf Finanzmanager, die sich als fähige Investoren beweisen müssen, *Froot/Scharfstein/Stein*, *J. Fin.* 47 (1992), 1461, 1462 Fn. 2.

<sup>292</sup> Dazu oben 3. Teil, § 2 IV.2. b), S. 414 ff., Text bei Fn. 169–171 auf S. 416.

<sup>293</sup> *Thakor*, *A Theory of Efficient Short-Termism*, August 2016.

<sup>294</sup> *Ders.*, *A Theory of Efficient Short-Termism*, August 2016, S. 8–15.

<sup>295</sup> *Ders.*, *A Theory of Efficient Short-Termism*, August 2016, S. 4 f., 18–21.

*problem*, Anreizproblem).<sup>296</sup> Umgekehrt liegt es im Interesse des CEO bzw. der Aktionäre,<sup>297</sup> frühzeitig etwas über die Fähigkeit eines Managers zu erfahren und schlechte Manager anhand der kurzfristigen Ergebnisse auszusortieren.

Vor diesem Hintergrund kann der CEO als Aufsichtsorgan in der ersten Periode bewusst nur kurze Projekte fördern.<sup>298</sup> Ein Manager mit einem schlechten Projekt wird dann von einer Investition absehen, um sich die Chance auf Förderung in der zweiten Periode zu erhalten. *Thakor* legt dar, dass der CEO unter bestimmten Bedingungen tatsächlich auf solchem *Short-termism* als *second best* bestehen wird, weil er dazu beiträgt, das Anreiz- und Lernproblem zu lösen. Dies ist der Fall, wenn der CEO nicht zu viel Wert auf den Nutzen der Manager legt<sup>299</sup> oder der Renditerückgang bei kurz- statt langfristiger Ausgestaltung eines guten Projekts nicht zu groß ist.<sup>300</sup> Die kurzfristige Strategie erhöht dann als *second best* den Unternehmenswert, obgleich ein gutes Projekt in langfristiger Ausgestaltung eine höhere Rendite einspielen würde. Eine alternative Lösung über die Lohngestaltung ist denkbar, kann aber abhängig von den Umständen aus Unternehmenssicht kostspieliger sein als eine Lösung durch kurzfristiges Investieren.<sup>301</sup>

#### bb) Reichweite und Grenzen der Aussagekraft

Der Befund des Grundmodells ist in vielerlei Hinsicht beachtenswert. Erstens zeigt er, dass *career concerns* Manager theoretisch auch veranlassen können, in ineffizientem Ausmaß langfristige anstatt kurzfristiger Projekte zu bevorzugen.<sup>302</sup> Zweitens und damit verbunden weist das Modell darauf hin, dass kurzfristige Strategien unter bestimmten Umständen aus Unternehmenssicht sinnvoll sein können, selbst wenn sie den theoretischen Idealzustand langfristigen Investierens verfehlen.

Abgesehen von diesen Einsichten erscheint allerdings aus mehreren Gründen zweifelhaft, dass das Grundmodell die langwährende Debatte um *Short-termism* am Aktien-

<sup>296</sup> *Ders.*, A Theory of Efficient Short-Termism, August 2016, S. 18–21.

Diese Problem ergibt sich aus Folgendem: Im Modell hat ein talentierter Manager mit schlechten Projekten keine Möglichkeit, sein Talent zu signalisieren, schon weil es ihm selbst unbekannt ist. Damit weist das Modell eine „eingebaute Ineffizienz“ auf. Wenn der Manager anfangs nur ein schlechtes Projekt bei der Hand hat, erbittet er daher rational-egoistisch Geld für dessen langfristige Version, weil er im Investitionsfalle private Vorteile erhält. Dabei werden Projektgelder für die letzte Periode annahmestimmig fest zugesagt, bevor sich die Rendite des langfristigen Projekts zeigt. Der Manager erhält daher auch in der letzten Periode wieder Geld für ein (nun kurzfristiges) Projekt, er erlangt also in beiden Perioden seine erstrebten privaten Vorteile.

<sup>297</sup> In *Thakors* Modell maximiert der CEO eine gewichtete Summe aus Unternehmenswert und Nutzen der Manager; je nachdem, wie die Gewichtung angenommen wird, handelt der CEO also vollständig oder eher im Interesse der Aktionäre oder der Manager, *ders.*, A Theory of Efficient Short-Termism, August 2016, S. 3 mit Fn. 5, S. 5, 13 mit Fn. 15.

<sup>298</sup> Technisch durch Vorgabe einer kurzen Amortisationsdauer (Payback-Zeitraum).

<sup>299</sup> Dazu soeben Fn. 298.

<sup>300</sup> *Thakor*, A Theory of Efficient Short-Termism, August 2016, S. 5.

<sup>301</sup> *Ders.*, A Theory of Efficient Short-Termism, August 2016, S. 25–29. Die Lösung über kurzfristige Investitionen ist unter anderem vorteilhafter, wenn die Investitionen, der Lohn des Managers und seine privaten Vorteile groß im Verhältnis zu den Renditeunterschieden guter Projekte in lang- oder kurzfristiger Ausgestaltung sind. Denn in diesem Szenario kommen die (Lern-)Vorteile der kurzfristigen Investitionsstrategie besonders zum Tragen, während es relativ teuer wäre, dem Manager seine privaten Vorteile „abzukaufen“. Zudem ist die Lösung über eine kurzfristige Investitionsstrategie umso vorteilhafter (nachteiliger) im Vergleich zu jener über die Lohngestaltung, je (1) niedriger (höher) die Ex-ante-Wahrscheinlichkeit eines talentierten Managers ist und (2) je stärker (schwächer) das Anreizproblem des Managers ausgeprägt ist.

<sup>302</sup> *Ders.*, A Theory of Efficient Short-Termism, August 2016, S. 2.

und Kapitalmarkt aufhellen kann. Zunächst fußt der Befund des Grundmodells auf sehr engen Annahmen. Noch relativ unschädlich scheint die Prämisse, dass Manager und CEO die Projektdauer exakt im Vorhinein festlegen können. *Short-termism* ist auch denkbar, wenn man hier ein gewisses Zufallsmoment einführt.<sup>303</sup>

Stärker fällt ins Gewicht, dass im Grundmodell alle Handlungen einschließlich der Budgetzuteilung stattfinden, bevor Informationen über die Fähigkeit eines Managers bekannt werden. Manager werden daher zu Periodenbeginn erfolgsunabhängig bezahlt.<sup>304</sup> In einer Erweiterung mit erfolgsabhängiger Bezahlung kann *Short-termism* verschwinden, weil die kurzfristige Investitionsstrategie nicht mehr nötig ist, um das sog. Lernproblem zu lösen.<sup>305</sup> In der Realität börsennotierter Gesellschaften sind solche Bezahlformen heute weit verbreitet.<sup>306</sup> Zwar kehrt kurzfristiges Verhalten im Modell zurück, wenn man die Annahme ergänzt, dass nur der CEO, nicht der (nachgeordnete) Manager den Gesamtertrag des Projekts beobachtet.<sup>307</sup> Damit lässt sich erklären, warum unteren Managementebenen häufig strenge Payback-Kriterien für Investitionen vorgegeben werden,<sup>308</sup> die in der britischen *Short-termism*-Debatte eine größere Rolle gespielt haben.<sup>309</sup> Allerdings sollte *Short-termism* dann zunehmend verschwinden, je weiter man an die Spitze rückt.<sup>310</sup> Das passt nicht zu der Beobachtung, dass in der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte Unternehmensleitung und Aktionäre oft diametrale Positionen vertreten. Vor allem geht diese Vorhersage an dem Umstand vorbei, dass sich die *Short-termism*-Debatte insgesamt ganz überwiegend auf das Verhältnis von Aktionären, Investoren und Unternehmensleitungen bezieht, die offenbar keine homogenen langfristigen Interessen haben.

<sup>303</sup> Vgl. Christodoulakis, *Annals Fin.* 8 (2012), 15 ff., in dessen Modell die Projektdauer auch für den Manager unsicher und nicht vollständig kontrollierbar ist. Die Managervergütung basiert auf der bisherigen Leistung und ist dabei eine Funktion der Verluste kurzfristiger Kleininvestoren, verbunden mit einem Bonus in Bezug auf große institutionelle Investoren (a. a. O., S. 16, 18). Christodoulakis zeigt in einem sehr mathematisch-abstrakten Modell, dass dann, wenn es für Investoren nachteiliger (teurer) ist, wenn der Manager die Projektlänge zu hoch angibt (als wenn er sie zu niedrig angibt), sich die Verteilung optimaler Projektdauern nach links verschiebt, sodass *Short-termism* wahrscheinlicher wird. Das Gegenteil gilt, wenn es für Investoren teurer ist, wenn der Manager die Projektlänge zu niedrig angibt. In diesem Szenario entsteht *Long-termism* (a. a. O., S. 23 f.). Christodoulakis' Modell zeigt, dass eine Steuerung der Projektlänge durch die Aktionäre bzw. den CEO nicht dadurch unmöglich wird, dass Manager diese nur unvollkommen beeinflussen können; zudem tritt in diesem Fall sogar eine neue Quelle von *Short-termism* auf.

<sup>304</sup> Thakor, *A Theory of Efficient Short-Termism*, August 2016, S. 4, 6.

<sup>305</sup> Ders., *A Theory of Efficient Short-Termism*, August 2016, S. 30, 32–36.

<sup>306</sup> Eine weitere naheliegende Beschränkung der Aussagekraft ergibt sich daraus, dass das Grundmodell nur über zwei Perioden mit drei Handlungszeitpunkten reicht. Allerdings verschwindet die Problematik ineffizient lang- bzw. kurzfristigen Verhaltens auch bei einer Mehrperiodenbetrachtung nicht, sofern der Manager seinen Posten verlässt, bevor alle Rückflüsse aus langfristigen Projekten angefallen sind (ders., *A Theory of Efficient Short-Termism*, August 2016, S. 6).

<sup>307</sup> Ders., *A Theory of Efficient Short-Termism*, August 2016, S. 36–39.

<sup>308</sup> Ders., *A Theory of Efficient Short-Termism*, August 2016, S. 41 sowie S. 1 Fn. 2.

<sup>309</sup> Dazu 2. Teil, § 1 II.3.b)aa), S. 188 ff., Text bei und in Fn. 773 auf S. 190, 2. Teil, § 1 II.3.b)cc)(3)(b), S. 228 ff., Text bei Fn. 1056–1057 auf S. 230, 2. Teil, § 1 II.3.b)dd), S. 231 ff., Text bei Fn. 1102 auf S. 236, zur empirischen Basis auch 2. Teil, § 1 II.5., S. 268 ff., Fn. 1361 auf S. 270.

<sup>310</sup> Thakor, *A Theory of Efficient Short-Termism*, August 2016, S. 39.

c) *Short-termism durch Managerfluktuation (horizon problem)*aa) *Modell von Palley (1997)*

Die bisher vorgestellten Modelle zu *career concerns* bauen im Kern darauf auf, dass die Befähigung eines Managers anfänglich unbekannt ist, sich allerdings in den Ergebnissen des geleiteten Unternehmens niederschlägt. Dies kann zum einen die Manager veranlassen, mit kurzfristigen „Strohfeuer“-Gewinnen eine hohe Fähigkeit vorzuspiegeln (Narayanan), und zum anderen die Aktionäre bzw. das Aufsichtsorgan anhalten, eine an sich zu kurzfristige Investitionsstrategie vorzugeben, die jedoch schneller und besser auf die Fähigkeit des gewählten Managers schließen lässt (Thakor).

*Short-termism* des Managers durch *career concerns* lässt sich aber auch ohne die Annahme begründen, dass die Fähigkeit der Manager anfänglich unbekannt ist. Es genügt eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass der Manager demnächst seinen Posten verliert. Das entsprechende Modell von Palley<sup>311</sup> nimmt an, dass ein Manager am Ende jeder Periode mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit sein Unternehmen verlässt. Während seiner Beschäftigung verteilt er die verfügbaren Mittel auf zwei Projekte, von denen das eine frühzeitiger Rückflüsse abwirft, das andere aber den höheren Kapitalwert aufweist. Im Vorhinein erkennt nur der Manager diese Eigenschaften.<sup>312</sup> Manager werden nach dem aktuellen Unternehmensgewinn bezahlt und maximieren ihr Vermögen. Die Ineffizienz des Managerarbeitsmarktes liegt damit nun also darin, dass Manager mit ihrer Tätigkeit zukünftige Gewinne beeinflussen, aber nur für gegenwärtige Gewinne bezahlt werden.

In diesem Szenario wird ein risikoneutraler Manager ab einer gewissen Kündigungswahrscheinlichkeit ausschließlich in das Projekt mit kurzfristigen Rückflüssen investieren statt in das überlegene langfristige. Hierdurch sichert er sich eine frühe Belohnung, während er von den langfristigen Gewinnen eventuell nicht mehr profitiert.<sup>313</sup> Ein risikoscheuer Manager wird zwar bei jeder Kündigungswahrscheinlichkeit zwischen null und eins seine Mittel auf beide Projekte aufteilen. Auch dabei fällt aber der Anteil des kurzfristigen Projekts umso höher (niedriger) aus, je höher (niedriger) die Kündigungswahrscheinlichkeit ist.<sup>314</sup>

Das Modell weist damit auf einen möglichen Zielkonflikt zwischen den Vorzügen hoher Mobilität von Managern und *Short-termism* hin. Außerdem spricht es dafür, dass Volkswirtschaften mit hoher Managerfluktuation stärker unter kurzfristiger Orientierung leiden.<sup>315</sup> Dieser Befund passt zu der im angloamerikanischen Raum verbreiteten Vorstellung, dass Japan mit seinen herkömmlich sehr langfristigen Beschäftigungsverhältnissen in geringerem Maße *Short-termism* ausgesetzt ist als die USA.<sup>316</sup> Diese Wahrnehmung kann zwar nach dem ideengeschichtlichen Befund nicht recht überzeugen.<sup>317</sup> Der Plausibilität des Modells tut das aber wenig Abbruch. Aus ihm folgt ganz allgemein, dass Faktoren, welche die Kündigungswahrscheinlichkeit von Managern erhöhen, *Short-*

<sup>311</sup> Palley, J. Ec. Beh. & Org. 32 (1997), 547 ff.

<sup>312</sup> Ders., J. Ec. Beh. & Org. 32 (1997), 547, 549.

<sup>313</sup> Ders., J. Ec. Beh. & Org. 32 (1997), 547, 549–552.

<sup>314</sup> Ders., J. Ec. Beh. & Org. 32 (1997), 547, 552–554. Der risikoscheue Manager teilt die Investitionsmittel auf, um für alle möglichen Ausgänge – Kündigung oder Verbleib in der Gesellschaft – einigermaßen abgesichert zu sein. Der risikoneutrale Manager legt auf eine solche Abfederung des Risikos keinen besonderen Wert. Er richtet sich allein danach, welche Variante die höheren Gewinne erwarten lässt.

<sup>315</sup> Ders., J. Ec. Beh. & Org. 32 (1997), 547, 555.

<sup>316</sup> Ders., J. Ec. Beh. & Org. 32 (1997), 547, 548, 555.

<sup>317</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 I.3. d), S. 130 ff., 2. Teil, § 1 III., S. 270 ff.

*termism* verstärken sollten und umgekehrt.<sup>318</sup> Um dem entgegenzuwirken und Manager zu motivieren, langfristig gewinnmaximierend zu handeln, bietet sich aus Unternehmenssicht insbesondere an, den Manager mit Aktienoptionen zu bezahlen, sofern sichergestellt wird, dass der Manager diese erst mit ausreichendem Zeitabstand ausüben kann.<sup>319</sup>

#### bb) Verallgemeinerung und Verbindungslinien

Das Modell *Palley's* beschreibt mathematisch eingängig die Essenz des sog. *horizon problem*, welches die ökonomische Theorie der Unternehmung (*theory of the firm*) bereits seit Längerem in anderem Zusammenhang erkannt hat.<sup>320</sup> Es ergibt sich hier daraus, dass die Gesellschaft als juristische Person<sup>321</sup> zeitlich unbegrenzt besteht, während die Ansprüche des Managers gegen die Gesellschaft von seiner zeitlich begrenzten Tätigkeitsdauer abhängen. Ein Manager hat daher Anreize, Projekte mit langfristigen Auszahlungen, von denen er eventuell nicht mehr profitiert, außer Acht zu lassen und stattdessen in Projekte mit zeitnahen Ausschüttungen zu investieren, selbst wenn diese weniger profitabel sind. Kurzfristige Bonuspläne verschlimmern dieses *horizon problem*. Umgekehrt lässt es sich im Zaum halten, indem die Gesellschaft Bonuszahlungen auf den Zeitraum nach Ende der Beschäftigung des Managers hinauschiebt.<sup>322</sup>

Das Horizontproblem kann in verschiedenen Spielarten auftreten, je nachdem welche Ursache der Managerwechsel hat. In Betracht kommen in erster Linie die Pensionierung eines Managers und eine (absehbare) Entlassung oder ausbleibende Neubestellung. Letzteres kann von den bisherigen Mitgliedern des Kontrollorgans bzw. bisherigen Aktionären ausgehen oder von neuen Anteilseignern im Zuge einer Übernahme. Aus anglo-amerikanischer Sicht liegt der letztgenannte Fall besonders nahe.<sup>323</sup> Aus Sicht des Managers dürfte er insofern bedrohlicher sein, als er sich tendenziell schlechter absehen und kontrollieren lassen wird. Diese Erklärung für *Short-termism* ähnelt dann im Ergebnis dem Modell zu *takeover threats* von *Jeremy Stein*, mit dem beachtlichen Unterschied, dass es dem Manager nun nicht darum geht, die Aktionäre vor einem Unterwert-

<sup>318</sup> *Palley*, J. Ec. Beh. & Org. 32 (1997), 547, 555. Zu den relevanten Faktoren gehören einerseits exogene (extern vorgegebene) gesellschaftliche und soziale Umstände, welche die Loyalität gegenüber dem Unternehmen sowie die Mobilität der Manager beeinflussen. Zum anderen ist das endogene Verhalten von Managern und Unternehmen bedeutsam. So können Manager gezielt darauf hinwirken, Konkurrenzangebote zu erhalten. Umgekehrt können die Unternehmen insbesondere bei der Vertragsgestaltung Vorkehrungen treffen, um Manager zu einer langfristigen Perspektive zu motivieren.

<sup>319</sup> *Ders.*, J. Ec. Beh. & Org. 32 (1997), 547, 556.

<sup>320</sup> Das *horizon problem* wurde zunächst im Ansatz mit Blick auf unterschiedliche Formen individuellen oder kollektiven Eigentums beschrieben (siehe *Demsetz*, AEA Papers and Proceedings 57 (1967), 347, 355), sodann mit Blick auf Unternehmen in den Staaten des damaligen Ostblocks näher herausgearbeitet (*Pejovich*, Economic Inquiry 7 (1969), 193, 194, 196–200; *Furubotn/Pejovich*, 16 J. Law & Ec. 275, 280 f., 285 f. (1973) und anschließend allgemein in Bezug auf arbeitnehmergeführte Unternehmen untersucht (*Demsetz*, AEA Papers and Proceedings 57 (1967), 347, 115 ff.; *Jensen/Meckling*, J. of Bus. 52 (1979), 469, 481–484).

<sup>321</sup> Gleiches gilt für rechtsfähige Personenvereinigungen, die rechtlich und in ihrer tatsächlichen Ausgestaltung vom Mitgliederbestand unabhängig sind.

<sup>322</sup> *Tehrani/Waagelein*, J. Accounting & Ec. 7 (1985), 131, 133.

<sup>323</sup> Dies ergibt sich zum einen daraus, dass Übernahmen in den USA und Großbritannien im internationalen Vergleich relativ häufig sind (siehe nur *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 3 Rn. 2 f. m. w. N.), zum anderen daraus, dass die Aktionärsstruktur in den USA und Großbritannien stärker gestreut ist als in Kontinentaleuropa, weshalb eine „Absetzung“ amtierender Manager angesichts von Kollektivhandlungsproblemen der Aktionäre schwieriger ist als hierzulande.

verkauf zu bewahren (*Interessengleichklang*), sondern darum, sich selbst dagegen abzusichern, mit der Vergütung nur unvollständig an den Früchten der eigenen Arbeit teilzuhaben (*Prinzipal-Agent-Problem*).

Bei *Palley* entsteht das Horizontproblem, weil der Manager nur anhand der Gewinne der laufenden Periode bezahlt wird, aber für die Firma Investitionen tätigen kann und soll, die erst in der Zukunft Gewinne einbringen. In Rede stehen dabei „normale“ Investitionen für das Unternehmen. Ähnliche Folgen sind in Bezug auf sog. vertragsspezifische Investitionen eines Managers denkbar. Insofern lässt sich das *horizon problem* als eine allgemeine Oberkategorie begreifen mit der *Breach-of-Trust-These* von *Shleifer/Summers* als Unterfall. Im Übrigen stellt im weiteren Sinne jede „Vorleistung“ des Managers eine spezifische Investition dar, wenn und weil der Manager erst nachträglich für eine profitable Handlung belohnt wird, die ihm außerhalb der Unternehmung nicht mehr zugutekommt. Bei einem solchen Verständnis verschmelzen die *Breach-of-Trust-These* und das Modell von *Short-termism* durch Managerfluktuation (*Palley*). Hier wie dort handelt es sich um einen weiteren Fall von *rational myopia*.<sup>324</sup>

Entsprechend ihrer engen Verwandtschaft führen *Short-termism* durch Managerfluktuation und *breach of trust* zu derselben Empfehlung, den Manager entweder vor feindlichen Übernahmen abzuschotten oder ihn bei einer feindlichen Übernahme mit einem *goldenen Fallschirm* dafür zu entschädigen, dass er die Ergebnisse langfristiger Investitionen nicht mehr mit erfolgsabhängiger Vergütung ernten kann.<sup>325</sup> Letzteres hat aus Sicht marktfreundlicher Ökonomen den Vorteil, dass eine effizienzsteigernde Übernahme gegen den Widerstand des Managers möglich bleibt.

In der Praxis liegt eine Kehrseite aber oft darin, dass sich spezifische Investitionen des Managers schwer messen und noch schwerer im Vorhinein bei Vertragsschluss abschätzen lassen. Gleiches gilt allgemein dafür, inwieweit ein Manager während seiner Tätigkeit die Grundlage für zukünftige Gewinne gelegt hat, ohne hierfür einen angemessenen Lohn vereinnahmen zu können. Hinzu kommt, dass spätere Erfolge oder Fehlschläge langfristiger Projekte sowohl von Maßnahmen des ehemaligen Managers abhängen, der sie auf den Weg gebracht hat, als auch von der Tätigkeit seines Nachfolgers, der sie weiter betreut hat.

Goldene Fallschirme müssen dann pauschal vereinbart werden, mit der Folge, dass sie dem Manager bei einer späteren Übernahme unabhängig davon zugutekommen, ob er sich besonders angestrengt (spezifisch investiert) oder eine schlechte Leistung abgeliefert hat. Überdies nutzen beide Instrumente auch einem schlechten Management, das sich vor dem Übernahmemarkt „verschanzen“ will, um ungestört die Vorzüge seiner Anstellung zum Nachteil der Aktionäre zu genießen (*entrenchment hypothesis*).<sup>326</sup>

Schließlich besteht eine bemerkenswerte Berührung mit dem Modell von managerinduziertem *Short-termism* durch *career concerns* (*Narayanan*). Wie gezeigt besteht das

<sup>324</sup> Ebenso wie zuvor Steins Signal- und Signal-Jamming-Modell und Shleifer/Vishnys Modell zu den Grenzen von Arbitrage, siehe *Daines/Klausner*, J. L. Econ. & Org. 17 (2001), 83, 89.

<sup>325</sup> Wohl erstmalig *DeAngelo/Rice*, J. Fin. Ec. 11 (1983), 329, 335 (im Folgenden aber ohne empirische Bestätigung hierfür); sodann vor allem *Knoeber*, Am. Ec. Rev. 76 (1986), 155 ff., dazu bereits oben 3. Teil, § 2 IV.3. a)cc), S. 422 ff., Fn. 218 auf S. 424 sowie Text bei und in Fn. 228–235 auf S. 426–427; gegen Knoeber empirisch *Borokhovich/Brunarski/Parrino*, J. Fin. 52 (1997), 1495 ff.; bestätigend mit Blick auf Abfindungszahlungen hingegen die Studie von *Chen/Cheng/Lo u. a.*, 90 Acc. Rev. 1871 (2015).

<sup>326</sup> *DeAngelo/Rice*, J. Fin. Ec. 11 (1983), 329, 332–335; *Borokhovich/Brunarski/Parrino*, J. Fin. 52 (1997), 1495 ff.

ökonomische Mittel der Wahl, um diese Quelle kurzfristigen Verhaltens zu verschließen, darin, die Vergütung aufzuschieben, bzw. solcher *Short-termism* entsteht nur, wenn dies nicht hinreichend möglich ist.<sup>327</sup> Ist eine Kündigung des Managers genügend wahrscheinlich oder besteht Sorge vor einem *breach of trust*, können indes langfristige Investitionen trotz bzw. gerade wegen einer langfristigen Vergütungsvereinbarung unterbleiben. Vor allem aber wird sich der Manager möglicherweise schon ex ante nur in Grenzen auf ein langfristiges Vergütungsprogramm einlassen, wenn er davon ausgeht, dass er mit gewisser Wahrscheinlichkeit wechseln wird. Es ist eine beachtliche Herausforderung, hier bei der Vertragsgestaltung zwischen *Skylla* (*Short-termism* durch *career concerns*) und *Charybdis* (*Short-termism* wegen Managerfluktuation bzw. *breach of trust*) zu navigieren.

#### d) Rechtstatsächlicher Hintergrund

Um eine gewisse Orientierung darüber zu erhalten, wie bedeutsam *Short-termism* durch *career concerns* oder Managerfluktuation in der Praxis sein könnte, bietet sich im ersten Zugriff ein Blick auf die übliche Tätigkeitsdauer eines Unternehmensleiters an.

Die Literatur zur *Short-termism*-Debatte beziffert die typische Amtszeit von CEOs mitunter auf lediglich drei bis vier Jahre, entsprechend der typischen Aktienhaltedauer in Vergütungs- und Bonussystemen. Unternehmensleiter (CEOs) wären demnach vorrangig an den mittelfristigen Auswirkungen ihres Verhaltens interessiert.<sup>328</sup> Andere Stimmen bemessen die Spanne mit sieben Jahren doppelt so hoch. Sie gehen allerdings ebenfalls davon aus, dass Manager Projekte betonen, die in diesen wenigen Jahren gute Resultate liefern, weil sie gute Ergebnisse in ihrer Amtsperiode und schlechte erst danach anstreben. Dementsprechend seien CEO-Wechsel mit einer schwachen Unternehmensentwicklung verbunden.<sup>329</sup> Naturgemäß ist dieser Effekt umso problematischer, je kürzer die übliche Amtszeit ausfällt.

Allgemeingültige Angaben über die Tätigkeitsdauer von Geschäftsleitern fallen indes schwer, weil ein erheblicher Einfluss von Unternehmensgröße, Branche und konjunkturellen Zyklen nahe liegt. Einen differenzierten Eindruck für Großkonzerne vermittelt eine Studie, die die Beratungsgesellschaft Strategy&, früher Booz & Company, seit dem Jahr 2000 jährlich über Besetzung und Tätigkeitsdauer der Leitung (CEOs<sup>330</sup>) der 2.500 größten börsennotierten Unternehmen weltweit durchführt. Sie zeigt für die letzten zwei Jahrzehnte eine stetig steigende Fluktuation. Dabei vervierfachten sich von 1995 bis 2005 die Entlassungen von „Minderleistern“ – die Autoren sprechen insoweit von einer Zeitenwende („sea change“) –, sodass weniger als die Hälfte der aussteigenden CEOs in Europa und den USA freiwillig ging.<sup>331</sup> Während ein CEO früher oft bis

<sup>327</sup> Insbesondere weil die Vergütung dazu in frühen Perioden so niedrig sein müsste, dass der Manager ein besseres Alternativangebot auf dem Arbeitsmarkt wahrnehme, 3. Teil, § 2 V. 1. a) cc), S. 434 ff.

<sup>328</sup> Brauer, J. Bis. Ec. & Manage. 14 (2013), 386, 387 f.

<sup>329</sup> Roe, 68 Bus. Law. 977, 996 (2013).

<sup>330</sup> Die englischsprachige Studie verwendet in allen Ausgaben den Begriff CEO (Chief Executive Officer), fasst darunter allerdings die Spitze von Unternehmen aus ganz unterschiedlichen Ländern in Nordamerika, Europa, Japan und dem asiatisch-pazifischen Raum. Unter „CEOs“ im Sinne der Studie dürften damit unter anderem auch Vorstandsvorsitzende im deutschen dualistischen System fallen. Leider finden sich in den Ausgaben der Studie aber keine Erläuterungen hierzu, worin eine beachtliche methodische Einschränkung liegt. Damit sind inkonsistente bzw. aus funktional-rechtsvergleichender Sicht verfehlt Klassifizierungen nicht auszuschließen.

<sup>331</sup> Lucier/Kocourek/Habbel, strategy+business 43 (2006), 1, 6. Zu den Gründen a. a. O., S. 7: in den USA Reformen des Sarbanes-Oxley Act, neue Börsenregeln und Empfehlungen privater Organisationen.

zum Ruhestand amtierte, hat sich der Studie zufolge seit 2005 ein neuer Regelfall etabliert („the new normal“): Der typische CEO wisse, dass er nur so lange im Amt bleibt, wie seine Leistung für die Investoren akzeptabel ist, ablesbar daran, dass 2005 global nur noch 40 % der Ausscheidenden 62 Jahre oder älter waren, im Vergleich zu  $\frac{2}{3}$  im Jahr 1995. Eine spätere Ausgabe der Studie beziffert die Median-Amtszeit eines CEO, der 2013 seine Stelle verließ, auf fünf Jahre.<sup>332</sup> CEOs, welche vergleichsweise niedrige Renditen für ihre Aktionäre erwirtschafteten, wurden deutlich häufiger zur Aufgabe gezwungen.<sup>333</sup>

Dessen ungeachtet bleiben längere Karrierewege in einem Unternehmen häufig: So stellten Interne, verstanden als Personen, die bereits bei der Gesellschaft tätig waren, bevor sie an die Spitze aufrückten, zwischen 2009 und 2011 durchschnittlich 80 % der eingestellten CEOs, 2012 immerhin noch 71 %.<sup>334</sup> Intern neu berufene CEOs waren 2012 im Median bereits zwölf Jahre in ihrem Unternehmen tätig, bei einer bemerkenswerten internationalen Spannweite von acht Jahren unter anderem in Westeuropa bis zu 33 Jahren in Japan. Insgesamt war damit ein intern berufener CEO in Westeuropa im Median ca. 15 Jahre auf verschiedenen Positionen in diesem Unternehmen tätig.<sup>335</sup> Hierin ist enthalten, dass in Westeuropa 12 % und in den USA/Kanada 14 % der 2012 eingestellten CEOs ihre gesamte Karriere nur bei einem Unternehmen verbracht hatten. International war das freilich der zweitniedrigste Wert.<sup>336</sup>

Spätere Ausgaben der Studie sprechen dafür, dass sich die CEO-Amtszeiten bei Großunternehmen weiter verkürzen: So stieg die CEO-Fluktuation 2015 auf einen Rekord von 16,6 %, nach 14,3 % im Vorjahr, getrieben durch eine ungewöhnlich starke M&A-Aktivität und einen Anstieg erzwungener Wechsel.<sup>337</sup> Zugleich nahm der Anteil externer Kandidaten weiter zu: Im Zeitraum von 2012 bis 2015 entschieden sich Verwaltungsräte bei 22 % der geplanten Wechsel für einen externen Kandidaten, ein deutlicher Anstieg im Vergleich zu 14 % im Zeitraum 2004 bis 2007.<sup>338</sup> In Westeuropa fiel der Anteil mit 30 % besonders hoch aus, bei vergleichsweise schlechten Leistungen dieser CEOs und einem doppelt so häufig erzwungenen Ende ihrer Tätigkeit.<sup>339</sup>

<sup>332</sup> Favaro/Karlsson/Neilson, The 2013 Chief Executive Study, 2014, S. 12. Insgesamt verließen 14,4 % der CEOs ihre Stelle, ein leichter Rückgang von 15 % in 2012, aber leicht über dem Fünfjahresdurchschnitt der Studie und ihrer Voraufgaben in Höhe von 13,9 %, *dies.*, strategy+business 75 (2014), 1, 7.

<sup>333</sup> Favaro/Karlsson/Neilson, The 2013 Chief Executive Study, 2014, S. 13.

Zu dem letztgenannten Aspekt eingehender *dies.*, Time for new CEOs, 2013, S. 13: Bei den Unternehmen, deren jährlicher *total shareholder return*, gemessen relativ zu einem regionalen Index, im untersten Quartil lag, waren 39 % der CEO-Wechsel (ohne M&A) erzwungen, im obersten TSR-Quartil betrug diese Quote mit 18 % weniger als die Hälfte. Zudem wurde bei einer schlechten Entwicklung in diesem Sinne häufiger eine Person von außen eingestellt (27 % im untersten TSR-Quartil für geplante und erzwungene Wechsel, 18 % in allen anderen Quartilen) (*dies.*, Time for new CEOs, 2013, S. 14).

<sup>334</sup> Favaro/Karlsson/Neilson, Time for new CEOs, 2013, S. 9. Dabei wurden 2012 bei den Top-250-Unternehmen 83 %, bei den Bottom-250 69 % Insider eingestellt (a. a. O., S. 35). In den USA/Kanada stellten Insider 78 % der Neubesetzungen, in Westeuropa 63 %.

<sup>335</sup> *Dies.*, Time for new CEOs, 2013, S. 11. Zudem hatten Insider im Zeitraum 2000 bis 2012 mit einer mittleren Amtszeit von 7,4 Jahren circa eineinhalb Jahre länger als CEO gedient als Outsider mit 5,9 Jahren (*Dies.*, Time for new CEOs, 2013, S. 11).

<sup>336</sup> Bei einem Gesamtdurchschnitt von 25 % und Japan als anderem Extrem mit 75 %, Favaro/Karlsson/Neilson, Time for new CEOs, 2013, S. 31.

<sup>337</sup> Aguirre/Karlsson/Neilson, strategy+business 83 (2016), 1, 4.

<sup>338</sup> *Dies.*, strategy+business 83 (2016), 1, 3.

<sup>339</sup> *Dies.*, strategy+business 83 (2016), 1, 9.

Diesen Befunden lassen sich drei wesentliche Schlussfolgerungen entnehmen: (1) Die Amtszeiten der Leiter großer börsennotierter Unternehmen sind in den letzten Jahrzehnten einschneidend gesunken. Viel mehr als früher ist die Spitzenposition als Unternehmensleiter eine solche auf wenige Jahre. (2) Dies gilt vor allem in den USA und Westeuropa, wo die Leiter großer börsennotierter Unternehmen im internationalen Vergleich besonders kurz amtiert. (3) Zugleich überwiegen nach wie vor langjährige interne Karrierewege bis zur Spitze, die allerdings durch zunehmende externe Besetzungen an Bedeutung verlieren.

All dies legt nahe, dass *Short-termism* durch *career concerns* oder Managerfluktuation in großen börsennotierten Unternehmen Westeuropas und den USA in den letzten Jahrzehnten erheblich bedeutsamer geworden ist. Hierfür sprechen die kürzeren Amtsdauern ebenso wie die zunehmende Bedeutung externer Kandidaten. Nicht umsonst sehen Berater einen wesentlichen Vorteil interner Kandidaten darin, dass sie dem Aufsichtsorgan schon gut bekannt sind.<sup>340</sup> Ökonomisch lässt sich das mit den hier besprochenen *Short-termism*-Modellen gut erklären. Sie zeigen, dass vor allem solche Manager kurzfristig orientiert sind, deren Fähigkeit im Unternehmen noch unsicher ist. Kann das Aufsichtsorgan (Aufsichtsrat bzw. nicht geschäftsführende Direktoren) einen Manager bereits gut einschätzen und weiß dieser das auch, wird er deshalb weniger versucht sein, über hohe kurzfristige Gewinne eine hohe Fähigkeit anzuzeigen (*career concerns*). Umgekehrt muss das Aufsichtsorgan bei einem langjährig eingeführten Manager nicht besonders auf kurzfristige Resultate schauen, um sich zeitnah ein Bild von dessen Fähigkeit und Eignung zu machen (weniger aktionärsinduzierter *Short-termism* nach *Thakor*).

Eindeutige Rückschlüsse lassen sich allerdings nicht ziehen. Es liegt zwar nahe, dass ein Trend zu kürzeren Amtszeiten und externen Berufungen den (empfundene) Druck auf Manager erhöht, kurzfristig zu agieren. Es finden sich allerdings vereinzelt auch gegenläufige Indizien. So gaben in einer Umfrage bei CFOs (falls nicht ermittelbar: CEOs) der 500 umsatzstärksten finnischen Unternehmen zwar 78,8 % der Antwortenden<sup>341</sup> an, dass der Zeithorizont für die Leistungsbewertung von Managern bzw. ihre Vergütungspläne ein Jahr betrage.<sup>342</sup> Dies wirke sich aber nicht signifikant auf den empfundenen Kurzfristigkeitsdruck aus.<sup>343</sup> Ferner wäre zumindest für Großkonzerne zu überlegen, in welchem Verhältnis der persönliche Ehrgeiz und das Verdienstmotiv eines Managers stehen.<sup>344</sup>

<sup>340</sup> So *dies.*, *strategy+business* 83 (2016), 1, 5.

<sup>341</sup> Die Rücklaufquote betrug knapp 30 %, *Liljeblom/Vaihekoski*, *Finnish J. of Bus. Ec.* 59 (2010), 239, 246 f.

<sup>342</sup> *Dies.*, *Finnish J. of Bus. Ec.* 59 (2010), 239, 253 f.

<sup>343</sup> *Dies.*, *Finnish J. of Bus. Ec.* 59 (2010), 239, 257.

<sup>344</sup> Zumindest für Großkonzerne könnte man überlegen, inwieweit kurzfristiger Entlassungsdruck noch für Manager bedeutsam ist, die bereits mit ihren bisherigen Gehältern einschließlich Boni und Abfindungen ausgesorgt, also einen dauerhaft großzügigen Lebensstandard sicher haben. Allerdings wird es für solche Topmanager in aller Regel nicht um mehr Geld zur Lebenshaltung gehen – dann brauchte kaum ein Vorstand eines großen Konzerns noch zu arbeiten –, sondern um die Mehrung des eigenen Vermögens als Wert an sich und das Prestige eines erfolgreichen Konzernlenkers.

## 2. Hold-up-Losses-Theorie

### a) Grundmodell von Noe/Rebello

Die bisher genannten *Short-termism*-Modelle, die an Ineffizienzen des Managerarbeitsmarktes anknüpfen, fußen im Kern auf der Annahme, dass die Fähigkeit eines Managers anfangs unbekannt ist (*Narayanan, Thakor*) bzw. dass Manager, deren Arbeitsvertrag vielleicht bald endet, bei langfristigem Wirtschaften riskieren, den Lohn für die gesäte Ernte nicht mehr (vollständig) einfahren zu können (*Palley*).

Einen anderen Ansatz mit teils gegenläufigen Implikationen verfolgen *Noe/Rebello*,<sup>345</sup> deren Modell später treffend als „‘Holdup Losses’ theory“ bezeichnet worden ist.<sup>346</sup> Es knüpft ebenso wie die *Breach-of-Trust*-These von *Shleifer/Summers* an spezifische Investitionen der Manager an, dreht aber gleichsam den Spieß um, dergestalt dass nun auch den Aktionären eine Ausbeutung durch nachträgliches opportunistisches Verhalten droht (*hold-up*, wörtl. Raubüberfall<sup>347</sup>), nicht mehr nur den Managern (allgemein: Arbeitnehmern). Die Zutaten hierfür sind „Renegotiation, Investment Horizons, and Managerial Discretion“<sup>348</sup> in Form von drei zentralen Annahmen:<sup>349</sup>

Erstens bauen Manager unternehmensspezifisches Humankapital auf. Im Modell erwirbt ein Manager, der zu Beginn (Periode 0) eingestellt wird, anschließend (Periode 1) spezifisches Humankapital. Dieses steigert in der Folgezeit (Periode 2) proportional den Gewinn, sofern der Manager weiter für das Unternehmen arbeitet.<sup>350</sup>

Zweitens ist es nicht möglich, die vereinbarte Vergütung eines Managers unmittelbar davon abhängig zu machen, ob er lang- oder kurzfristig investiert.<sup>351</sup> Vielmehr wird der Manager schlicht mit einem Teil der jeweiligen Periodengewinne bezahlt. Für den Fall, dass er nach der ersten Periode geht, kann eine Pension vereinbart werden, die aus den Gewinnen der zweiten Periode gezahlt wird, ohne dass sie nach deren Höhe bemessen werden müsste.<sup>352</sup> Die lang- oder kurzfristige Gestaltung einer Investition beeinflusst annahmegemäß die zeitliche Verteilung der Erlöse: Je langfristiger das Projekt, desto wahrscheinlicher entsteht der Erlös erst in der zweiten Periode, während sein Anfall in der ersten Periode entsprechend unwahrscheinlich ist. Bei kurzfristiger Projektdauer verhält es sich umgekehrt.<sup>353</sup> Zinseffekte spielen dabei keine Rolle.<sup>354</sup> Humankapital, das der Manager bis zum Ende der ersten Periode aufgebaut hat, nutzt folglich umso mehr, je langfristiger investiert wird, da es dann eine größere Gewinnbasis steigert.

<sup>345</sup> *Noe/Rebello*, J. of Bus. 70 (1997), 385 ff.; gute Kurzdarstellung des Modells bei *Lundstrum*, J. Corp. Fin. 8 (2002), 353, 355, 358.

<sup>346</sup> *Lundstrum*, J. Corp. Fin. 8 (2002), 353, 354 f., 358, Anführungszeichen im Original.

<sup>347</sup> *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik<sup>4</sup>, 2010, S. 100, 156.

<sup>348</sup> So der Titel des Aufsatzes von *Noe/Rebello*, J. of Bus. 70 (1997), 385 ff.

<sup>349</sup> *Dies.*, J. of Bus. 70 (1997), 385, 386.

<sup>350</sup> *Dies.*, J. of Bus. 70 (1997), 385, 389.

<sup>351</sup> *Dies.*, J. of Bus. 70 (1997), 385, 386, 388: Die Aktionäre können annahmegemäß weder eine lange oder kurze Projektdauer mit dem Manager vereinbaren noch vor Projektende erkennen, welche Art der Durchführung der Manager wählt.

<sup>352</sup> *Dies.*, J. of Bus. 70 (1997), 385, 389.

<sup>353</sup> *Dies.*, J. of Bus. 70 (1997), 385, 389.

<sup>354</sup> Im Modell wollen alle Akteure ihren Gewinn maximieren. Den Nutzen eines bestimmten Ergebnisses bewerten sie risikoneutral, wobei der Zins für risikofreie Anlagen null beträgt, *dies.*, J. of Bus. 70 (1997), 385, 388. Unter diesen Annahmen spielt es keine Rolle, ob ein Akteur einen bestimmten Gewinn in Periode eins oder zwei erhält. Entscheidend ist allein die (erwartete) absolute Höhe.

Drittens können Manager ihre zu Anfang geschlossenen Verträge zum Schluss der ersten Periode nachverhandeln.<sup>355</sup> Entscheidet sich der Manager hierfür, schlägt mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit entweder er oder das Unternehmen eine neue Vergütung vor, die dem Manager einen Anteil an den Erlösen der zweiten Periode zuspricht. Die Gegenseite kann nur annehmen oder ablehnen. Bei Annahme wird der Vorschlag vollzogen, bei Ablehnung kommt es zu einem Managerwechsel und das aufgebaute gewinnsteigernde Humankapital des bisherigen Managers geht verloren. Der Erlös der zweiten Periode ist daher höher, wenn der Manager bleibt. Der Nachverhandlungsmechanismus bedingt, dass die vorschlagsberechtigte Partei diesen Vorteil der Weiterbeschäftigung vollständig vereinnahmen kann, indem sie der Gegenseite nur die geringere Summe anbietet, die jene bei einem Managerwechsel erhielt.<sup>356</sup>

Dieses Szenario ermöglicht opportunistisches Verhalten des Managers: Langfristige Investitionen verschieben Erlöse in eine Zeit, zu der der Manager unternehmensspezifische Fähigkeiten erworben hat, die gewinnsteigernd wirken. Je größer diese Fähigkeiten sind und je langfristiger der Manager investiert hat, umso stärker ist seine Position, wenn er die Vergütung nachverhandelt. Daher kann der Manager durch langfristige Investitionen seine erwartete Rente auf Kosten der Aktionäre erhöhen (*hold-up*).

Die Folgen hängen davon ab, wie stark die Produktivität des Managers in der zweiten Periode steigt und welche Entscheidungsrechte Aktionären und Managern zustehen: Sofern die Aktionäre die Investitionspolitik bestimmen, werden sie tendenziell „kurzsichtig“ handeln, also auf einige langfristige Investitionen verzichten und stattdessen kurzfristige Investitionen tätigen (*myopia*). Dabei werden sie Barwerteinbußen durch geringere Erlöse gegen Hold-up-Einbußen abwägen.<sup>357</sup> Die kurzfristigen Investitionen sind zwar zum Teil ineffizient, aber die Aktionäre profitieren von ihnen trotzdem stärker, weil in geringerem Maße ein *hold-up* des Managers droht. Ihre myopische Neigung ist dementsprechend umso ausgeprägter, je stärker die Position des Managers bei Nachverhandlungen ist.<sup>358</sup>

Wenn hingegen der Manager die Investitionspolitik bestimmt, neigt er zu langfristigen Projekten, um seine Verhandlungsmacht zu steigern, auch wenn dies nicht pareto-optimal ist (*managerial hypermetropia*<sup>359</sup>).<sup>360</sup> Den Aktionären bleibt lediglich, über das Vergütungssystem Einfluss zu nehmen, um Hold-up-Verluste einzugrenzen. Dabei ist zu beachten, dass der Manager am Ende von Periode 1 nachverhandeln kann. Vor diesem Hintergrund werden die Aktionäre bei der Vergütung des Managers kurzfristige Gewinne (Periode 1) besonders stark gewichten und auch die Pension im Fall eines Managerwechsels vom kurzfristigen Gewinn (jenem aus Periode 1) abhängig machen.<sup>361</sup> Sie entwickeln also ein Vergütungsprogramm, das hohe kurzfristige Gewinne belohnt und daher eine stärker „kurzsichtige“ Investitionspolitik des Managers auslöst.

<sup>355</sup> Dies., J. of Bus. 70 (1997), 385, 386, 389 f.

<sup>356</sup> Dies., J. of Bus. 70 (1997), 385, 390. Für die Aktionäre bzw. das Unternehmen entspricht diese *exit option* dem Gewinn, den ein neuer Manager ohne spezifisches Humankapital erzielen kann.

<sup>357</sup> Präziser: Die Aktionäre bevorzugen Investitionen, die frühzeitige Rückflüsse bei einem geringeren Barwert erwirtschaften und deren Cashflows daher in geringerem Maße Hold-up-Verlusten unterliegen, wenn und soweit die Barwertverluste (Kosten) geringer sind als die Hold-up-Verluste, welche die Firma erlitte, wenn der Manager langfristige Projekte wählen und später seine dadurch vergrößerte Verhandlungsmacht gegenüber dem Unternehmen ausnutzen würde.

<sup>358</sup> Noe/Rebello, J. of Bus. 70 (1997), 385, 392–393.

<sup>359</sup> Dies., J. of Bus. 70 (1997), 385, 387, 394.

<sup>360</sup> Dies., J. of Bus. 70 (1997), 385, 395.

<sup>361</sup> Dies., J. of Bus. 70 (1997), 385, 393–397.

### b) Folgerungen im Kontrast zu anderen Modellen

Das Hold-up-Losses-Modell fällt wie alle bisherigen Erklärungsansätze in die Kategorie *rational myopia*. Es erklärt aus Unternehmenssicht zu kurzfristiges Verhalten mit dem Interesse der Aktionäre. Im Ergebnis ähnelt es *Thakors* Modell zu aktionärsinduziertem *Short-termism*, allerdings bei unterschiedlichen Motiven der Aktionäre – hier Eindämmung eines Hold-up-Problems, dort rasche Einschätzung des Talents eines Managers.

Hingegen sind die Folgerungen diametral zu dem Career-Concerns-Modell von *Narayanan* mit managerinduziertem *Short-termism*: *Narayanans* Modell zufolge sinkt die Versuchung, Investitionen kurzfristig zu verzerren, unter sonst gleichen Umständen mit der Tätigkeitsdauer des Managers, weil die wahre Fähigkeit des Managers besser bekannt wird.<sup>362</sup> Demgegenüber besagt die Hold-up-Losses-Hypothese, dass die Investitionsverzerrungen mit der Tätigkeitsdauer des Managers ansteigen. Außerdem ist eine kurzfristige Managervergütung gemäß der Career-Concerns-Hypothese *Narayanans* schädlich, da sie wohlfahrtsabträglichen *Short-termism* des Managers fördert. Demgegenüber zeigt eine solche Vergütungsstruktur gemäß dem Hold-up-Losses-Modell kein Fehlschlagen des Corporate-Governance-Systems an, sondern den Wunsch der Aktionäre, die Investitionseffizienz zu verbessern.<sup>363</sup>

Ähnlich diametral sind die Folgerungen zu *Palleys* Hypothese von *Short-termism* durch Managerfluktuation (*horizon problem*). Während diese generell dafür spricht, den Manager vor Entlassungsrisiken wie Übernahmen abzuschotten, empfiehlt die Hold-up-Losses-Hypothese, zumindest am Anfang und in späteren Phasen der Unternehmensentwicklung den Aktionären einen direkten Einfluss auf die Investitionspolitik zu geben, wie es insbesondere durch Übernahmen geschehen kann.<sup>364</sup>

Insgesamt hebt sich die Hold-up-Losses-Hypothese also spürbar von anderen *Short-termism*-Modellen zum Managerarbeitsmarkt ab. Dessen ungeachtet ist ihr Befund theoretisch weniger revolutionär, als es im hiesigen Kontext auf den ersten Blick scheinen mag. So hatte man in der theoretischen Literatur bereits einige Jahre zuvor argumentiert, dass Manager sich gezielt schwer entbehrlich machen können, indem sie „managerspezifische“ Investitionen tätigen, selbst wenn diese nicht den Unternehmenswert maximieren.<sup>365</sup> Damit sind Investitionen gemeint, die besonders gut zum individuellen Profil des amtierenden Managers passen und daher unter seiner Leitung am meisten wert sind. Der Manager senkt so die Wahrscheinlichkeit, entlassen zu werden, kann zugleich einen höheren Lohn und größere sonstige Vergünstigungen durchsetzen sowie bei der strategischen Ausrichtung unabhängiger von den Aktionären werden.<sup>366</sup> Die Hold-up-Losses-Hypothese lässt sich als Spezialfall dieses Gedankens begreifen: Bei ihr sind langfristi-

<sup>362</sup> Die Einschränkung „unter sonst gleichen Umständen“ (*ceteris paribus*) bedarf hier der Beachtung. So könnte ein Manager zukünftige Gewinne umso stärker diskontieren, also kurzfristiger denken, je mehr er sich seinem Pensionsalter nähert. Mehrere empirische Studien untermauern diese These (dazu unten 3. Teil, § 4 III. 5. a), S. 679 ff. Dieser Effekt steigender kurzfristiger Orientierung mit Annäherung an das Pensionsalter könnte den Effekt sinkender kurzfristiger Orientierung mit zunehmender Tätigkeitsdauer ganz oder teilweise konterkarieren.

<sup>363</sup> So dezidiert *Noe/Rebello*, J. of Bus. 70 (1997), 385, 398: „Generous compensation packages that are tied to short-term performance, far from being a sign of failure of the corporate governance system, actually indicate a desire to optimize investment efficiency [...]“

<sup>364</sup> So dezidiert *dies.*, J. of Bus. 70 (1997), 385, 398 auf Grundlage weiterer Annahmen über die typische Dauer der optimalen Investitionsprojekte in den verschiedenen Phasen eines Unternehmens.

<sup>365</sup> *Shleifer/Vishny*, J. Fin. Ec. 25 (1989), 123 ff.

<sup>366</sup> *Dies.*, J. Fin. Ec. 25 (1989), 123 ff.

ge Investitionen insofern „managerspezifisch“, als ihre Erlöse zu einem Zeitpunkt anfallen, in dem der Manager persönliche Fähigkeiten einbringt, die den Gewinn steigern, während ein frischer Nachfolger diese erst aufbauen müsste. Mit anderen Worten bevorzugt ein Manager Projekte, die sich spät auszahlen, weil seine Tätigkeit dann in der Erlöphase wertvoller für das Unternehmen sein wird, sodass der Manager mit der Drohung eines Wechsels mehr Geld vom Unternehmen erlangen kann als anfänglich vereinbart.<sup>367</sup>

### c) Erklärungskraft

Zwar werden gewisse empirische Befunde als Belege für die Hold-up-Losses-Hypothese angeführt.<sup>368</sup> Insgesamt hat diese Spielart der *Short-termism*-Theorie aber vergleichsweise wenig Zuspruch gefunden. Tatsächlich erscheint ihre Erklärungskraft mit Blick auf die Konstellationen, um die sich die *Short-termism*-Debatte dreht, aus drei Gründen fraglich.

Erstens liegt es nahe, dass bei großen Aktiengesellschaften die Einbußen, welche Aktionäre in Form steigender Managervergütung durch einen *hold-up* erleiden könnten, selbst im Lichte des hohen Vergütungsniveaus in den USA geringer sind als die Kosten einer generell suboptimal kurzfristigen Investitionspolitik, die einen *hold-up* vermied. Beispielsweise dürften für Aktionäre eines Automobil-, Technologie- oder Pharmakonzerns mit Milliardeninvestitionen<sup>369</sup> und -gewinnen einige Millionen mehr Managergehalt pro Jahr das kleinere Übel im Vergleich zu einer systematisch kurzfristigen Investitionspolitik sein. In diesem Fall würden die Aktionäre, anders als vom Modell vorhergesagt, nicht auf kurzfristige Strategien drängen. Bei kleinen geschlossenen Gesellschaften könnte die Rechnung zwar womöglich anders ausfallen. Sie stehen aber, wie die Ideengeschichte zeigt, allenfalls am Rande der *Short-termism*-Debatte.

Zweitens beißt sich die Aussage des Modells, dass die Verhandlungsmacht des Managers mit seiner Tätigkeitsdauer zunimmt, mit dem Befund, dass die Managervergütung in Japan traditionell vergleichsweise niedrig ausfällt, obgleich die Beschäftigungsdauern im internationalen Vergleich besonders lang sind.<sup>370</sup> Ebenso bleibt unklar, warum das Niveau der Managervergütung bei großen börsennotierten Gesellschaften in den USA erheblich über demjenigen in Deutschland liegt, ohne dass die Amtsdauern ähnlich er-

<sup>367</sup> Ökonomisch gesprochen: Einen größeren Teil der „Rente“ aus der Weiterbeschäftigung des Managers.

<sup>368</sup> Siehe die Studie von Lundstrum, *J. Corp. Fin.* 8 (2002), 353 ff. Lundstrum verwendet Ausgaben für Forschung & Entwicklung als Platzhalter-Variablen (*proxy*) für langfristige Investitionen. Er untersucht mittels Regressionsanalyse, wie die Höhe der F&E-Ausgaben relativ zum Industriesektor (definiert gemäß dem sog. SIC code) mit dem Alter des Managers unter Berücksichtigung weiterer Kontrollvariablen zusammenhängt. Lundstrum ermittelt, dass die F&E-Ausgaben mit dem Alter des CEO abnehmen. Er interpretiert dies als Bestätigung der Hold-up-Losses-Hypothese dergestalt, dass die Aktionäre eine kurzfristige Investitionspolitik auferlegen, um Verluste durch einen zukünftigen *hold-up* des Managers zu verringern. Demgegenüber sieht er Narayanans Modell nicht bestätigt, da es voraussagt, dass junge Manager kurzfristiger agieren als erfahrene.

<sup>369</sup> Siehe beispielhaft bezogen auf das Jahr 2013 die Ausgaben nur für Forschung & Entwicklung großer Automobilhersteller wie Volkswagen (11,743 Mrd. €) und BMW (4,792 Mrd. €), großer Technologiefirmen wie Microsoft (8,235 Mrd. €), Google (5,735 Mrd. €) und SAP (2,282 Mrd. €) sowie großer Pharmaunternehmen wie Novartis (7,173 Mrd. €), Sanofi-Aventis (4,757 Mrd. €) oder Bayer (3,529 Mrd. €), zu allen Zahlen *Hernández/Tübke/Hervás u. a.*, EU R&D Scoreboard, 2014, S. 36. Andere langfristige Investitionen, etwa in Sachanlagen, sind darin noch nicht enthalten.

<sup>370</sup> Dazu oben 3. Teil, § 2 V. 1. d), S. 442 ff.

heblich auseinanderzufallen scheinen.<sup>371</sup> Zwar mag der Zusammenhang, welchen die Hold-up-Losses-Hypothese behauptet, trotzdem existieren. Die vorgenannten Umstände legen aber doch nahe, dass er die Vergütungshöhe eher gering beeinflusst, womit es wiederum aus Aktionärssicht weniger lohnen dürfte, eine suboptimale Investitionspolitik als Gegenmittel einzusetzen.

Drittens erklärt das Modell nicht, ob bzw. wie sich Unternehmensleiter (CEO, Vorstandsvorsitzender) mittels langfristiger Investitionen schwer ersetzbar machen und dadurch Erpressungspotenzial schaffen können. In der Realität wird die Durchführung einzelner Projekte in aller Regel nachgeordneten Managern obliegen, deren Verbleib bei der Gesellschaft unabhängig vom CEO ist. Nahe liegen könnte zwar ein – im Modell nicht untersuchter – *hold-up* dadurch, dass ein Unternehmensleiter, der unternehmensspezifisches Wissen erworben hat, mit einem Wechsel zur Konkurrenz droht, wo er seine Kenntnisse gegen seinen alten Arbeitgeber wenden könnte. Dieses Problem ließe sich aber zum einen nur insoweit mit kurzen Investitionsprojekten beheben, als neue Projekte bisheriges sensibles Wissen hinreichend entwerten. Zum anderen erschiene es wiederum als das kleinere Übel, dem Manager mit einer höheren Vergütung ein nachvertragliches Wettbewerbsverbot abzuhandeln.

### 3. Fazit

#### a) Treiber von *Short-termism* und ihre Erklärungskraft für die Debatte

*Short-termism*-Modelle, die an den Managerarbeitsmarkt anknüpfen, erklären kurzfristige Orientierung aus *career concerns* (Narayanan, Campbell/Marino, Palley), teils in Verbindung mit Kapitalbudgetierung zwischen Abteilungen eines Unternehmens (Thakor). Implizit taucht dieser Aspekt auch in der Hold-up-Losses-Hypothese auf, indem der Manager seine Verhandlungsmacht ausspielt, zu einem anderen Unternehmen zu wechseln. Bei allen *Short-termism*-Modellen, die an den Managerarbeitsmarkt anknüpfen, sind zudem Unvollkommenheiten bei der Vertragsgestaltung entscheidend, sei es dergestalt, dass die Vergütung des Managers nicht hinreichend aufgeschoben wird oder werden kann (so bei Narayanan, Campbell/Marino, Palley, implizit auch bei Thakor<sup>372</sup>), sei es, dass nicht eine bestimmte Investitionspolitik festgeschrieben werden kann und sich Verträge nachträglich infrage stellen lassen (Noe/Rebello).

Demgegenüber spielt eine (In-)Effizienz des Aktienmarktes keine Rolle, selbst Aktienhandel kommt nicht vor. Folglich sagen *Short-termism*-Modelle, welche an den Managerarbeitsmarkt anknüpfen, eine problematische kurzfristige Orientierung auch in geschlossenen Gesellschaften voraus. In der Sache sind die dahinterstehenden Gedankengänge durchaus plausibel. In der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte spielen geschlossene Gesellschaften indes keine nennenswerte Rolle. Vielmehr sind *Short-termism*-Bedenken ganz überwiegend bezogen auf börsennotierte Unternehmen laut geworden. Dies gilt selbst für jene Stränge der US-Debatte, die *Short-termism* als Managementfehler begriffen haben, wobei allerdings zu bedenken ist, dass in den USA börsennotierte Gesellschaften generell einen höheren wirtschaftlichen Stellenwert haben als in Deutschland. Dessen ungeachtet bleibt die Beobachtung, dass *Short-termism*-Modelle

<sup>371</sup> Dazu oben 3. Teil, § 2 V. 1. d), S. 442 ff.

<sup>372</sup> Dort ziehen die Manager Nutzen aus den Projektgeldern, die sie für eine bestimmte Periode einwerben, und werden insofern in der Sache pro Periode anstatt langfristig vergütet.

zum Managerarbeitsmarkt jedenfalls nicht ohne Weiteres erklären, warum sich Sorgen vor übermäßiger kurzfristiger Orientierung in den letzten hundert Jahren rechtsordnungsübergreifend stark auf börsennotierte Unternehmen konzentrieren. Dies legt zumindest eine gewisse Skepsis mit Blick darauf nahe, ob diese Modellgruppe entscheidend zur Aufklärung der heftigen *Short-termism*-Kontroverse beitragen kann.

Die beschriebenen Effekte könnten dessen ungeachtet aber sehr wohl *Short-termism* in börsennotierten Gesellschaften erzeugen oder verschärfen, vor allem, wenn die Amtszeiten von Spitzenmanagern in diesen Unternehmen tendenziell kürzer ausfallen als in geschlossenen Gesellschaften.<sup>373</sup> Die empirische Forschung steht insoweit freilich vor der Schwierigkeit, dass sich schon angesichts der Vielfalt der Modelle nicht generell testen lässt, ob opportunistisches Managementverhalten dazu führt, dass Unternehmen zu kurzfristig investieren. Einschlägige Studien betrachten daher spezielle Situationen. Beispielsweise untersuchen sie ökonometrisch, wie sich Manager bei heranrückendem Ruhestand, also einem kurzen Zeithorizont der Tätigkeitsdauer, verhalten.<sup>374</sup> Ebenso lässt sich ökonometrisch prüfen, ob Hinweise auf *career concerns* gegenüber langfristigen Anteilseignern geringer ausfallen.<sup>375</sup> Alternativ kann man z. B. in Laborexperimenten eine Spielsituation kreieren, welche die (typischerweise studentischen) Probanden in die Lage eines Managers mit begrenzter Amtsdauer und bestimmter Vergütung versetzen soll.<sup>376</sup> Auf diese und weitere Identifikationsstrategien ist noch näher einzugehen. An dieser Stelle genügt der Hinweis, dass die Ergebnisse uneinheitlich sind.

<sup>373</sup> Siehe dazu bereits 3. Teil, § 2 V. 1. d), S. 442 ff.

<sup>374</sup> Dazu etwa die bereits erwähnte Studie von *Lundstrum*, *J. Corp. Fin.* 8 (2002), 353 ff. (näher Fn. 368 auf S. 448) sowie den ausschnitthaften Abriss einiger Studien mit gegenteiligem Ergebnis bei *Roe*, 68 *Bus. Law.* 977, 997 (2013); näher auch zu Kritikpunkten im Kontext weiterer Identifikationsstrategien unten 3. Teil, § 4 III. 5. a), S. 679 ff.

<sup>375</sup> Aus jüngerer Zeit prominent *Aghion/van Reenen/Zingales*, *Am. Ec. Rev.* 103 (2013), 277 ff., die theoretisch und für die USA empirisch untersuchen, wie sich institutionelle Eigentümerschaft auf Innovation auswirkt, gemessen anhand der Anzahl zitationsgewichteter Patente. Sie ermitteln einen positiven Zusammenhang zwischen Innovation und institutioneller Eigentümerschaft, der stärker ausfällt, wenn der Wettbewerb auf dem Produktmarkt intensiver ist. Zudem wird der CEO bei einem Rückgang der Profitabilität mit geringerer Wahrscheinlichkeit entlassen, wenn institutionelle Investoren einen hohen Anteil halten (mehr als 25 %, *dies.*, *Am. Ec. Rev.* 103 (2013), 277, 294 f.). Die Autoren ermitteln dabei einen positiven Einfluss von langfristig engagierten und kurzfristig aktiven Aktionären (*dedicated and transient*), nicht aber von *quasi-indexers*. Sie erklären den positiven Einfluss mit dem *Career-Concerns*-Modell: Innovation ist für den Manager riskant, wenn bzw. weil ihm bei einem unverschuldeten Fehlschlag und einem dadurch bedingten Gewinnrückgang die Entlassung droht. Das kann von Innovation abhalten. Ein institutioneller Investor, der besser als der Markt in der Lage ist, einen unverschuldeten Fehlschlag von schlechtem Management zu unterscheiden, „versichert“ den Manager gegen dieses Risiko, indem der Markt nun nicht nur aus dem Gewinn- bzw. Innovationserfolg der Periode auf die Fähigkeit des Managers schließen kann, sondern auch aus dem Verhalten des institutionellen Investors. Denn nur bei einem schlechten Manager würde der institutionelle Investor auf Entlassung dringen oder verkaufen, sodass der Kurs fällt. Der Manager steht dadurch besser, falls er schlicht Pech mit einem Innovationsprojekt haben sollte, sodass sein Innovationsanreiz steigt. Der institutionelle Investor regt also der Studie zufolge Innovation an, indem er den Manager vor dem reputationellen Risiko einer schlechten Erlösrealisation abschirmt. Für diese Erklärung führen die Autoren außerdem an, dass der Effekt stärker ist, wenn der Wettbewerb auf dem Produktmarkt schärfer ist (a. a. O., S. 291 f.) und wenn das Unternehmen weniger vor Übernahmen geschützt ist (a. a. O., S. 294).

<sup>376</sup> Dazu im Überblick *Laverty*, *Acad. Manage. Rev.* 21 (1996), 825, 837 f.

### b) Gegenmaßnahmen

Erachtet man *Short-termism* durch den Managerarbeitsmarkt für real, muss man in den Blick nehmen, welche Gegenmaßnahmen dieser Theoriezweig nahe legt. Schwierigkeiten bereitet dabei, dass ganz verschiedene Problemlagen in Rede stehen können:

Bei managerinduziertem *Short-termism* durch *career concerns* geht es in gewisser Weise um eine Art Gefangenendilemma: Einerseits wäre es für die Volkswirtschaft und insofern für die Gesamtheit der Manager besser, die lange Frist optimal zu gewichten, andererseits ist aber jeder Manager individuell versucht, nach hohen kurzfristigen Gewinnen als Kompetenzsignal zu streben. Beziehen die Aktionäre dies ein, kann es zu Crowding-out kommen (Zitronenproblem), d. h. Manager, die nicht auf die kurze Frist schielen, werden zu Unrecht und damit übermäßig abgestraft.

Um dem entgegenzuwirken,<sup>377</sup> empfiehlt es sich erstens, erfahrene Manager auszuwählen, denn deren Fähigkeit ist bereits recht gut bekannt und ihr Anreiz zu verzerrter Investitionsauswahl daher gering. Zweitens sollte sich der Aufgabenbereich eines Managers nicht zu oft ändern, denn das verkürzt den Planungshorizont des Managers und verstärkt damit sein Streben nach kurzfristigen Leistungsausweisen. Drittens sollte das Unternehmen langfristige Anstellungsverträge mit einem Manager schließen, damit dieser auch von langfristigen Projektrückflüssen profitiert. Dabei ist die Vergütung ebenfalls langfristig auszurichten, also möglichst so lange hinauszuschieben, bis Leistung und Befähigung des Managers besser erkennbar sind, anstatt seine kurzfristigen Ergebnisse zu belohnen. In diesem Fall wird sich der Manager allerdings dagegen absichern wollen, dass seine Vorleistung ausgebeutet bzw. im Fall einer Übernahme wider Erwarten nicht belohnt wird. Ein bereits erwähntes, aber in hohem Maße zweischneidiges Instrument hierzu sind goldene Fallschirme. Sie helfen ebenso, wenn spezifische Investitionen eines Managers angeregt werden sollen.

Empirisch ist indes nach wie vor ungeklärt, ob derartige Instrumente zur Isolierung des Managements, einschließlich zur Abwehr von Übernahmen, eher positiv oder eher negativ wirken. In der *Short-termism*-Debatte ist die Frage wie gezeigt heftig umstritten. Mit Blick auf Abfindungsvereinbarungen gibt es zwar gewisse empirische Belege dafür, dass sie mutmaßlich eher langfristigen Investitionen in Forschung & Entwicklung förderlich sind.<sup>378</sup> Die Befunde erlauben es aber nicht, diesen möglichen Vorteil verlässlich mit potenziellen Nachteilen abzuwägen, die etwa in Zweckentfremdung (Selbstbereicherung) und Mitnahmeeffekten bestehen können, wenn Manager wegen schlechter Leistungen entlassen werden.

Zudem gelten die vorgenannten Empfehlungen unglücklicherweise nicht ohne Weiteres für das Modell eines aktionärsinduzierten *Short-termism*. Dieser verfehlt zwar das theoretische Ideal, macht aber das Beste aus den Unvollkommenheiten des Managerarbeitsmarktes (*second best*), wenn und weil es annahmegemäß für die Wohlfahrt besser ist, gute und schlechte Manager zeitnah anhand kurzfristiger Resultate zu erkennen, als direkt auf langfristige Projekte zu setzen. Immerhin stellt sich dieses Problem aber bei externen Besetzungen eher als bei internen.<sup>379</sup> Insofern muss die Empfehlung hier lauten, möglichst auf den internen Karrierepool zurückzugreifen. In jüngerer Zeit geht der Trend

---

<sup>377</sup> Hierzu und zum Folgenden Narayanan, J. Fin. 40 (1985), 1469, 1470, 1483.

<sup>378</sup> Chen/Cheng/Lo u. a., 90 Acc. Rev. 1871 (2015).

<sup>379</sup> Dazu oben Fn. 340 auf S. 444.

allerdings eher in die entgegengesetzte Richtung.<sup>380</sup> Ob dabei die Vorteile eines größeren Talentpools oder die Nachteile von *Short-termism* überwiegen, ist eine offene Frage.

Bei *Short-termism* durch Managerfluktuation geht es schließlich im Kern darum, dass die Beschäftigungsdauer bzw. die Vergütung eines Managers nicht mit seinem optimalen Handlungshorizont abgestimmt ist. Hierauf lässt sich in verschiedener Hinsicht einwirken: mit einer längeren aktienrechtlichen (Mindest-)Bestellungsdauer, die etwa in den USA mit einem Jahr recht kurz ausfällt, mit der zivilrechtlichen Gestaltung des Anstellungsvertrags sowie mit der Einschränkung von Abberufungsmöglichkeiten (keine *revocatio ad nutum*) und von Übernahmen, also Faktoren, welche die Beschäftigung des Managers vorzeitig beenden könnten. Das führt dann wiederum zu der empirisch offenen und hoch kontroversen Frage, ob die positiven Wirkungen solcher Isolierungsmaßnahmen die möglichen Nachteile überwiegen oder hinter ihnen zurückbleiben.<sup>381</sup>

## VI. Fluid capital

### 1. Brennpunkte der These früher und heute

In der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte spielte im angloamerikanischen Raum die Vorstellung eine große Rolle, dass den heimischen Firmen nur kurzfristiges *fluid capital* zur Verfügung stehe, im Gegensatz zu den von *dedicated* oder *patient capital* (engagiertem bzw. geduldigem Kapital) verwöhnten Unternehmen in Japan und Deutschland.<sup>382</sup> In etwas abgewandelter Form ist dieser Topos nach wie vor verbreitet und wirkmächtig.<sup>383</sup> Vor allem im Zuge der *Short-termism*-Debatte der 1980er und 1990er Jahre wurden einige theoretische Ansätze entwickelt, um die Wahrnehmung zu untermauern. Dazu boten und bieten sich insbesondere zwei hervorstechende Merkmale der in Rede stehenden Corporate-Governance-Systeme an:

Erstens amtieren Spitzenmanager in Japan im internationalen Vergleich traditionell außerordentlich lang, in den USA hingegen relativ kurz. Das führt zu den bereits behandelten Career-Concerns-Modellen.

Zweitens unterscheidet sich die Struktur des Aktionariats: Im Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten ist es herkömmlich relativ stark gestreut, in Deutschland hingegen herkömmlich vergleichsweise konzentriert<sup>384</sup> und in Japan seit einigen Jahrzehnten zwar ebenfalls breit gestreut, aber von starken Überkreuzbeteiligungen geprägt.<sup>385</sup> Einigen theoretischen Arbeiten zufolge könnten diese andersgearteten Beteiligungsstrukturen mit *fluid* bzw. *patient capital* unterschiedlich lang- bzw. kurzfristige Orientierungen bedingen.

<sup>380</sup> Dazu oben 3. Teil, § 2 V. 1. d), S. 442 ff.

<sup>381</sup> Dazu noch 3. Teil, § 4 III. 3. d), e), S. 650 ff., 657 ff.

<sup>382</sup> Siehe aus der Ideengeschichte vor der Finanzkrise 2. Teil, § 1 I. 3. c) aa), S. 119 ff., 2. Teil, § 1 II. 2. a), S. 167 ff., 2. Teil, § 1 II. 3. a) aa), S. 181 ff. und 2. Teil, § 1 II. 3. b) aa), S. 188 ff., Text bei Fn. 798 auf S. 193.

<sup>383</sup> Aus der Debatte nach der Finanzkrise 4. Teil, § 1, S. 730 ff. bei Fn. 18 auf S. 731, 4. Teil, § 3 II. 2. a), S. 763 ff. bei Fn. 155 auf S. 765, 4. Teil, § 4 II., S. 798 ff., 4. Teil, § 8 II. 2., S. 976 ff. bei Fn. 25–26 auf S. 978.

<sup>384</sup> *Armour/Hansmann/Kraakman u. a.*, in: Kraakman (Hrsg.), *The anatomy of corporate law*<sup>3</sup>, 2017, S. 1, 25–26; zur jüngeren Entwicklung in Deutschland *Ringe*, 63 *Am. J. Comp. L.* (2015) und die Nachweise in Fn. 656 auf S. 359.

<sup>385</sup> *Armour/Enriques/Hansmann u. a.*, in: Kraakman (Hrsg.), *The anatomy of corporate law*<sup>3</sup>, 2017, S. 49, 75–76 sowie näher Fn. 1366 auf S. 271.

Ähnliches gilt für Modelle, die eine Problematik kurzfristiger Orientierung mit Informationsasymmetrien bei Investition und Finanzierung begründen. Auf beides ist so gleich näher einzugehen.

Daneben steht seit einigen Jahren die anekdotische Beobachtung im Vordergrund, dass Handelsvolumina und damit Umschlagsraten von Aktien stark gestiegen sind. Dies könnte auf einen kurzen Anlagehorizont institutioneller Investoren deuten, die kurzfristigen Kursbewegungen mehr Aufmerksamkeit widmen als dem langfristigen Wert einer Aktie und bei einem unterdurchschnittlichen Ergebnis schnell verkaufen. Außerdem steht der Hochfrequenzhandel in der Kritik, langfristige Investitionsstrategien zu untergraben. Die strittige Frage, ob diese Umstände ein Problem kurzfristiger Orientierung anzeigen, gehört allerdings eher zu den Identifikationsstrategien und ist daher bei diesen zu erörtern.

## 2. Beteiligungsstruktur und Short-termism

Ein renommiert veröffentlichtes Modell, das aus andersgearteten Beteiligungsstrukturen unterschiedlich lang- bzw. kurzfristige Orientierungen folgert, stammt von *Burkart/Gromb/Panunzi*. Die Mechanik ihres Modells lässt sich als Erweiterung der Career Concerns-Hypothese begreifen: Es nimmt an, dass für große Paketaktionäre Überwachungsaufwand lohnt, für Streubesitzaktionäre hingegen nicht. Paketaktionäre sind dadurch in der Lage, zeitnah die wahre Fähigkeit eines angestellten Managers zu erkennen. Demgegenüber können Streubesitzaktionäre den Manager annahmegemäß nur anhand der Periodengewinne beurteilen. Dadurch haben Manager in einer Streubesitzaktiengesellschaft ähnlich wie bei *Narayanan* einen Anreiz, kurzfristig zu handeln, um mit hohen Gewinnen eine hohe Kompetenz zu signalisieren. Das Corporate-Governance-System würde sich zwar grundsätzlich selbsttätig darauf einstellen, indem große Blockbeteiligungen entstehen, wenn langfristige Gewinne besonders wichtig sind. Der rechtliche Rahmen oder andere gegebene (exogene) Umstände könnten das aber verhindern.<sup>386</sup>

Spätere Arbeiten haben allerdings bestritten, dass sich auf diese Weise von der Struktur des US-amerikanischen Aktionariats auf eine kurzfristige Orientierung schließen lässt: So betont *Edmans*, dass das eigentliche Problem kleiner Aktienbeteiligungen auf einem liquiden Markt nicht in der Trennung von Eigentum und Kontrolle liegt, sondern in derjenigen von Eigentum und Information. Daher ist es unter den Annahmen seines Modells positiv, wenn auf einem hochliquiden Aktienmarkt einflusslose, aber informierte Aktionäre vorhanden sind, weil deren Investition nur und gerade bei guten Ausstiegsmöglichkeiten anzeigen kann, dass das Unternehmen profitabel wirtschaftet („the power of loyalty relies on the threat of exit“). Hiervon ausgehend erscheint die Aktionärsstruktur in den USA mit ihren vielen kleinen (Block-)Anteilen institutioneller Investoren wenig problematisch, wenn man mit *Edmans* davon ausgeht, dass sich solche professionellen Anleger recht gut informieren.<sup>387</sup>

Tatsächlich ließen sich auch im Verlauf der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte nicht zweifelsfrei systematische Unterschiede zwischen den USA auf der einen und Japan oder Deutschland auf der anderen Seite nachweisen, welche die behaupteten

<sup>386</sup> *Burkart/Gromb/Panunzi*, QJE 112 (1997), 693, dazu bereits eingehend Fn. 418 auf S. 135.

<sup>387</sup> Siehe *Edmans*, J. Fin. 64 (2009), 2481 ff., Zitat S. 2484 und S. 2496; zum Modell einschließlich der teils recht restriktiven Annahmen bereits eingehend Fn. 419 auf S. 136.

Wirkungen von *fluid* bzw. *patient capital* hätten bestätigen können.<sup>388</sup> Allerdings hat die Diskussion eine mittlerweile recht umfangreiche empirische Forschung inspiriert, die institutionelle Investoren nach ihrem Anlagehorizont einteilt und darauf aufbauend Wechselwirkungen der Investorenbasis einer Gesellschaft mit ihrer Corporate Governance nachspürt. Da diese Arbeiten eher empirischen Charakters sind, als dass sie eine bestimmte Theorie testen, und sich zudem ganz überwiegend auf die USA konzentrieren, anstatt verschiedene Länder zu vergleichen, sind sie erst im Rahmen der Identifikationsstrategien näher zu beleuchten.

### 3. Projektqualität und -finanzierung über den Investitionshorizont

#### a) Exogene Informationsasymmetrien

##### aa) Grundmodell von v. Thadden

Ein viel beachtetes Modell von *Ernst Ludwig v. Thadden* geht der Frage nach, ob ein Unternehmen, das frisches Kapital benötigt (Außenfinanzierung), aus diesem Grund gezwungen sein kann, ineffizient kurzfristig zu investieren. In *v. Thaddens* Modell sind hierfür Informationsasymmetrien verantwortlich.

Betrachtet wird ein Unternehmen, das über zwei Perioden Kapital für ein Investitionsprojekt einwerben will. Die Kapitalgeber dürfen ihr Geld nach jeder Periode abziehen und so das Projekt beenden.<sup>389</sup> Die Projekterträge<sup>390</sup> hängen annahmegemäß von bestimmten Eigenschaften und Handlungen des Unternehmens ab, welche die Kapitalgeber nicht im Vorhinein beobachten können. Dies sind (1) kostspieliger Aufwand, den das Unternehmen betreiben kann,<sup>391</sup> (2) die Unternehmensqualität, die ohne Aufwand stets schlecht und bei Aufwand mit gewisser Wahrscheinlichkeit gut ist, sowie (3) der Investitionshorizont, den das Unternehmen wählt.<sup>392</sup> Bei einem kurzen Horizont sind die erwarteten Erlöse zunächst relativ hoch, aber später relativ gering. Bei einem langfristigen Horizont verhält es sich umgekehrt.<sup>393</sup>

Qualitativ schlechte Unternehmen erwirtschaften annahmegemäß in beiden Perioden einen Nullgewinn. Bei guten Unternehmen liefert das langfristige Projekt insgesamt die höhere erwartete Rendite. Allerdings ist bei einem kurzfristigen Projekt ein Gewinn in der ersten Periode vergleichsweise wahrscheinlicher, und auch der erwartete Gewinn

<sup>388</sup> Dazu *Laverty*, *Acad. Manage. Rev.* 21 (1996), 825, 838 sowie die zahlreichen Nachweise in Fn. 420 auf S. 136.

<sup>389</sup> Das Modell hat damit in erster Linie Fremdkapitalfinanzierungen im Blick, besonders deutlich bei dem als optimal charakterisierten Vertrag (dazu Fn. 401 auf S. 456). Aber auch Eigenkapitalgeber können das investierte Kapital zurückverlangen, wenn sie die Gesellschaft kündigen und auflösen oder in großem Umfang ihre Anteile abstoßen, wirtschaftlich betrachtet also ihr Geld abziehen, wodurch der Kurs stark sinken und die Gesellschaft infolgedessen ihre Kreditwürdigkeit verlieren kann, sodass das Ausgangsprojekt beendet werden muss.

<sup>390</sup> Präziser: ihre Wahrscheinlichkeitsverteilung.

<sup>391</sup> Ohne Aufwand weist das Unternehmen stets eine schlechte Qualität auf und erzielt keinen Erlös; betreibt es Aufwand, ist die Qualität mit gewisser Wahrscheinlichkeit gut, *Thadden*, *Rev. Ec. Stud.* 62 (1995), 557, 560. Den Aufwand kann man sich etwa im Sinne von Maßnahmen zur Marktforschung oder zur Ausbildung von Arbeitnehmern vorstellen, *ders.*, *Rev. Ec. Stud.* 62 (1995), 557, 560 Fn. 7.

<sup>392</sup> *Thadden*, *Rev. Ec. Stud.* 62 (1995), 557, 557 f., 560 ff.

<sup>393</sup> Präziser: Wählt das Unternehmen eine langfristige Orientierung, bleiben die erwarteten kurzfristigen Gewinne hinter denjenigen bei kurzfristiger Orientierung zurück, aber die erwarteten langfristigen Gewinne fallen im Vergleich höher aus (jeweils Wahrscheinlichkeitsdominanz, auch stochastische Dominanz erster Ordnung genannt, d. h., der Erwartungswert des Ergebnisses ist höher). *Ders.*, *Rev. Ec. Stud.* 62 (1995), 557, 560.

der ersten Periode ist höher.<sup>394</sup> Ein gutes Unternehmen droht folglich eher, anfangs für ein schlechtes gehalten zu werden, wenn es langfristig statt kurzfristig investiert. Dies erschwert es, langfristige Projekte zu wählen und zugleich gute Projekte beizubehalten, wenn die Geldgeber in jeder Periode auf Grundlage der erwarteten Projektqualität über die weitere Finanzierung entscheiden.

V. Thadden zeigt, dass langfristig investiert wird, wenn es relativ wahrscheinlich ist, dass Aufwand von Unternehmensseite ein qualitativ hochwertiges Projekt hervorbringt. In diesem Fall ist langfristiges, also pauschal über beide Perioden gewährtes Kapital nicht zu teuer, obgleich es (auch) schlechte Unternehmen subventioniert.

Falls eine gute Unternehmensqualität hingegen eher unwahrscheinlich ist, erweist es sich als optimal, anhand der Erträge der ersten Periode über die weitere Finanzierung zu entscheiden. Die kurzfristigen Erträge dienen dann als imperfektes Kriterium, um schlechte Unternehmen auszusortieren (*Screening*). Dabei besteht allerdings die Gefahr, auch gute Unternehmen(sprojekte) von der Finanzierung abzuschneiden. Sie ist für kurzfristige Projekte, die annahmegemäß höhere frühzeitige Erträge einbringen, geringer. Deshalb geht das Screening anhand kurzfristiger Gewinne im Modell mit Fehlentscheidungen einher, die für langfristige Projekte kostspieliger sind. Sind die höheren langfristigen Gewinne nicht ausreichend wahrscheinlich, um die größeren Fehlerkosten des Screenings aufzuwiegen, investieren die Unternehmen kurzfristig.<sup>395</sup>

Nach alledem verhindern Anreizprobleme wohlfahrtsmaximierende langfristige Investitionen, wenn (1) ein gutes Projekt in der Menge der Unternehmen, in die die Geldgeber investieren können, so unwahrscheinlich ist, dass es für die Anleger unattraktiv wird, Kapital langfristig, d. h. pauschal über beide Perioden, zu gewähren, und (2) das langfristige Projekt in der zweiten Periode sehr profitabel, die Wahrscheinlichkeit zweier sukzessiver Erfolgsperioden des langfristigen Projekts (und damit erfolgreicher Finanzierung) aber nicht hoch genug ist, damit sich der Aufwand lohnt.<sup>396</sup> Es bestehen dann zwei Ineffizienzen: Erstens werden gute Projekte nur wegen eines unzureichenden Signals über ihre Qualität beendet. Zweitens investiert das Unternehmen aus Angst vor früher Projektbeendigung von vornherein kurzfristig.<sup>397</sup>

Das Grundmodell verdeutlicht, warum bei uninformierten Kapitalgebern die Finanzierung wohlfahrtsoptimaler, aber riskanter Projekte scheitern kann. Die beiden Ineffizienzen entsprechen im Kern wiederum dem eingangs skizzierten Grundmechanismus, der z. B. auch im Rahmen der Career-Concerns-Hypothese bzw. der spiegelbildlichen Variante von aktionärsinduziertem *Short-termism* eine kurzfristige Orientierung herbeiführt.

#### bb) Erweiterung: Auswirkung von Überwachung (Monitoring)

Fast noch interessanter mit Blick auf die These von *fluid capital* ist eine Erweiterung, mit der v. Thadden untersucht, ob kostspieliges Monitoring durch den Kapitalgeber die Situation des Grundmodells verbessert.<sup>398</sup> Der Kapitalgeber kann nun annahmegemäß

<sup>394</sup> Ders., Rev. Ec. Stud. 62 (1995), 557, 560. Hierin liegt eine zentrale Annahme dafür, dass *Short-termism* entsteht, vgl. Bohlin, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 215, 235, zu einem früheren, verwandten Paper v. Thaddens.

<sup>395</sup> Zum Ganzen Thadden, Rev. Ec. Stud. 62 (1995), 557, 565.

<sup>396</sup> Ders., Rev. Ec. Stud. 62 (1995), 557, 566.

<sup>397</sup> Ders., Rev. Ec. Stud. 62 (1995), 557, 569.

<sup>398</sup> Ders., Rev. Ec. Stud. 62 (1995), 557, 567 ff.

in der ersten Periode das Unternehmen zu gewissen Kosten überwachen (*monitor*). Hierdurch erfährt er dessen Qualität. Das hat potenziell zwei Vorteile: Erstens kann der informierte Investor die weitere Finanzierung von der Qualität des Unternehmens abhängig machen, unabhängig von dem Gewinn der ersten Periode (*Ex-post-Effizienz*). Zweitens sieht das Unternehmen dieses Verhalten voraus und kann daher langfristig investieren, weil der kurzfristige Gewinn nun keine neuen Informationen über die Unternehmensqualität mehr liefert (*Ex-ante-Effizienz*).<sup>399</sup> Die positive Wirkung des Monitorings wird allerdings dadurch begrenzt, dass der „Überwacher“ einen Anreiz erhalten muss, tatsächlich weiter zu finanzieren, wenn er erfährt, dass das Unternehmen(sprojekt) qualitativ gut ist. Dazu muss er nach einem schlechten Ergebnis in der ersten Periode einen Teil der langfristigen Erträge erhalten. Hierdurch sinkt wiederum der Anreiz des Unternehmens, überhaupt das langfristige Projekt zu wählen.<sup>400</sup> In v. Thaddens Modell lassen sich aber beide Ziele mit einem optimalen Vertrag vereinbaren.<sup>401</sup>

Es zeigt sich also, dass der Hauptbestimmungsfaktor von ineffizientem *Short-termism* nicht ein Mangel an langfristigen Finanzierungsbeziehungen ist, sondern die Fähigkeit – oder ihr Fehlen –, im Rahmen einer solchen Beziehung mit hinreichendem Einblick und kostengünstig zu überwachen, wie sich das Unternehmen entwickelt.<sup>402</sup> Beides kann Hand in Hand gehen, zwingend ist das aber nicht.

## b) Endogene Informationsasymmetrien, adverse Selektion

### aa) Modell von Milbradt/Oehmke

In v. Thaddens Modell sind die für *Short-termism* verantwortlichen Informationsasymmetrien vorgegeben. Sie können aber auch endogen durch das individuell rationale Verhalten der Akteure entstehen. Dies zeigt ein jüngeres Modell von Milbradt/Oehmke zu „Maturity Rationing and Collective Short-Termism“.<sup>403</sup> In ihrer Modellwelt gibt es Fir-

<sup>399</sup> Ders., Rev. Ec. Stud. 62 (1995), 557, 568.

<sup>400</sup> Ders., Rev. Ec. Stud. 62 (1995), 557, 559, 568. Zudem a. a. O., S. 570: Im Extremfall könnte eine Bank, die weiß, dass das Unternehmen(sprojekt) von guter Qualität ist, nach einem geringen Projektertrag in der ersten Periode, dessen Signalcharakter Fremdkapital von uninformierten Finanziers versperert, drohen, die Finanzierung einzustellen. Die damit verbundene Verhandlungsmacht könnte die Bank nutzen, um aus ihrer Sicht bessere Bedingungen durchzusetzen. Ist die Bank groß und breit diversifiziert, das Unternehmen hingegen klein, könnte die Bank auf diese Weise einen wesentlichen Teil des Mehrertrags aus der Projektfortführung vereinnahmen. Ein rationales Unternehmen würde bereits bei der Projektwahl bedenken, dass es Erträge der langfristigen Investition bei geringen Erträgen in der kurzfristigen Periode 1 nicht behalten wird, und hätte dadurch auch beim Monitoring des Finanziers einen ähnlichen Anreiz, kurzfristig zu investieren, wie ohne Überwachung.

<sup>401</sup> Ders., Rev. Ec. Stud. 62 (1995), 557, 569: Der im Modell optimale Vertrag ist im Kern ein langfristiger Darlehensvertrag mit drei besonderen Eigenschaften: (1) Die Rückzahlung des Fremdkapitals erfolgt in zwei Raten. (2) Unternehmen, deren Projekt früh (in der ersten Periode) scheitert, erhalten eine gewisse Kompensation (*consolation*, „Trostpflaster“). Diese Zahlung motiviert das Unternehmen, das effiziente langfristige Projekt zu wählen, obgleich dieses ein höheres Risiko abgebrochener Finanzierung nach der ersten Periode bedeutet; zugleich hält die Zahlung die Bank an, ein als gut erkanntes Unternehmen(sprojekt) tatsächlich weiter zu finanzieren. (3) Schließlich enthält der optimale Vertrag eine Klausel (*covenant*) des Inhalts, dass die Bank zwar die Finanzierung einseitig beenden kann, falls das Projekt früh scheitert. Bei Fortsetzung der Finanzierung ist die Bank aber an die vorher vereinbarten Bedingungen gebunden. V. Thadden nimmt damit an, dass sich die Bank nicht einseitig (rechtlich oder faktisch) von der Bindung an den ursprünglichen Vertrag lösen kann (dazu ders., Rev. Ec. Stud. 62 (1995), 557, 571).

<sup>402</sup> Thadden, Rev. Ec. Stud. 62 (1995), 557, 571.

<sup>403</sup> Milbradt/Oehmke, J. Fin. Ec. 118 (2015), 553 ff.

men, die investieren, und risikoneutrale Finanziers, die das nötige Geld bereitstellen bei einem risikofreien Zins von null. Jede Firma hat im Ausgangszustand ein optimales Projekt, dessen Amortisationsdauer sich je nach Firma unterscheidet. Zudem sind die Projekte bei einigen Unternehmen risikolos, bei anderen hingegen riskant. Ein riskantes Projekt fällt mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit aus, die, so eine zentrale Annahme, mit der Projektdauer zunimmt.<sup>404</sup> Die Erwartungswerte sind dessen ungeachtet stets gleich (*mean preserving spread*).<sup>405</sup>

Ob ein Projekt sicher oder riskant ist, weiß anfangs niemand.<sup>406</sup> Zudem können die Finanziers annahmegemäß nur beobachten, ob ein Projekt erfolgreich ist, nicht hingegen die Höhe der Rückflüsse. Infolgedessen können Unternehmen die Überrendite eines erfolgreichen riskanten Projekts verbergen und behalten. Da die Finanziers somit nicht von den höheren Auszahlungen erfolgreicher riskanter Projekte profitieren, müssen sie einen Mischzins verlangen.<sup>407</sup> Dieser Zins steigt mit der Projektlaufzeit, um das zunehmende Ausfallrisiko abzubilden.<sup>408</sup> Hierdurch ist die Finanzierung langfristiger Projekte unattraktiver. Ab einer bestimmten Laufzeit wird dieser Effekt so stark, dass der Darlehensgeber nicht mehr profitabel arbeiten kann und die Finanzierung zusammenbricht. Das beschränkt die finanzierbare Projektlaufzeit bzw. Amortisationsdauer.

Unternehmen, deren optimales Projekt länger dauert als die finanzierbare Zeitspanne, reagieren, indem sie auf ein „zweitbestes“ Projekt mit kürzerer Laufzeit ausweichen, ohne dass die Finanziers den Akt des Ausweichens erkennen. Er erzeugt also endogen asymmetrische Information.<sup>409</sup> Die zweitbesten, verkürzten Projekte sind in dem Sinne schlechter, dass ihre Wahrscheinlichkeit eines Scheiterns (Nullauszahlung) im Vergleich zum Ausgangszustand um einen festen Wert steigt.<sup>410</sup> Dadurch wird der Pool der finanzierten kurzfristigen Projekte schlechter. Dies wiederum preisen die Darlehensgeber in den (Misch-)Zins ein, mit der Folge, dass sich die Finanzierungsbedingungen für alle Unternehmen verschlechtern und die maximal finanzierbare Projektdauer (weiter) sinkt. Das veranlasst weitere Unternehmen, auf ein zweitbestes verkürztes Projekt auszuweichen, und es kommt zu einer „Kurzfristigkeitsspirale“.<sup>411</sup>

<sup>404</sup> Dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 556.

<sup>405</sup> Dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 554, 556. Ein *mean preserving spread* bedeutet, dass ein Projekt mit einer bestimmten Ausfallwahrscheinlichkeit im Erfolgsfall eine höhere Auszahlung abwirft als ein Projekt, das sicher gelingt, wobei die Erwartungswerte beider Projekte gleich sind. Beispielsweise könnte ein Projekt mit einer Erfolgswahrscheinlichkeit von 25 % (0,25) im Erfolgsfall 200 Geldeinheiten (GE) abwerfen, eines mit einer Erfolgswahrscheinlichkeit von 50 % (0,5) im Erfolgsfall 100 GE und ein sicheres Projekt 50 GE. Die Erwartungswerte dieser Projekte betragen jeweils 50 GE ( $0,25 \times 200 = 0,5 \times 100 = 1 \times 50$ ). Wenn der Erwartungswert gleich bleiben soll, muss also die Auszahlung im Erfolgsfall höher sein, wenn das Risiko eines Scheiterns (keine Auszahlung) zunimmt. Die möglichen Endzustände fallen dann weiter auseinander.

<sup>406</sup> Auch dem Unternehmen selbst, dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 556.

<sup>407</sup> Dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 556 f. Die alternativ denkbare Lösung, z. B. eine ertragsabhängige Verzinsung zu vereinbaren, scheidet im Modell aus, da die Finanziers die Projekteinnahmen nicht beobachten können.

<sup>408</sup> Dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 554.

<sup>409</sup> Das zweitbeste Projekt kann ein anderes sein oder eine verkürzte Variante des optimalen Projekts. Dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 554, 556. Neben dieser endogenen asymmetrischen Information gibt es in dem Modell auch exogene asymmetrische Information dadurch, dass die Finanziers die Höhe der Projektrückflüsse nicht beobachten können, während die Unternehmen sie erfahren.

<sup>410</sup> Dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 556.

<sup>411</sup> Dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 554 f., 558, 563.

Ob diese Spirale letztendlich positiv wirkt, weil die Zahl finanzierter Projekte steigt, oder negativ, weil sich die durchschnittliche Projektqualität verschlechtert und deshalb der herrschende Mischzins erhöht, hängt davon ab, ob die zweitbesten, also verkürzten, Projekte nahezu genauso gut sind wie die (erst)besten Projekte oder (erheblich) schlechter.<sup>412</sup>

### bb) Fazit, theoretische Einordnung und Schlussfolgerungen

Im Ergebnis ändert die fehlende Finanzierung langfristiger Projekte das Investitionsverhalten der Unternehmen und erzeugt ineffizienten *Short-termism* endogen von der Anlagenseite her.<sup>413</sup> Unternehmen verringern mit der Projektdauer den beobachtbaren Teil des Risikos auf Kosten der durchschnittlichen Projektqualität, sodass die geheime Komponente ihres Risikos steigt. Letzteres führt zu *adverser Selektion*, die negative externe Effekte zwischen Unternehmen erzeugt (Verschärfung der Finanzierungsgrenze) und Investitionen verzerrt.<sup>414</sup> Dies ähnelt wiederum dem bekannten Grundmechanismus und dem Gedanken der Career-Concerns-Modelle, nur dass es hier um Qualität von und Zins für Projektfinanzierungen geht statt um Fähigkeit und Gehalt eines Managers. Allerdings ist *Short-termism* nun kollektiv in dem Sinne, dass Unternehmen im Wettbewerbsgleichgewicht mit individuell rationalem Handeln *Short-termism* bei Investitionsentscheidungen verstärken, ohne dass Anreizprobleme aufseiten der Manager bestehen.<sup>415</sup>

Das Modell spricht somit dafür, dass bei unvollständigen Verträgen wettbewerbliche Kapitalmärkte schon für sich genommen, also *ohne managerial myopia*, *Short-termism* herbeiführen können, indem sie eine Querfinanzierung verhindern, die für effiziente Investitionen nötig ist. Dementsprechend scheint ein verstärkter Fokus auf Bedingungen, die langfristige Investitionen fördern, auch abseits von Managerkurzsichtigkeit sinnvoll.<sup>416</sup> In diesem Zusammenhang ist bemerkenswert, dass im Modell von Milbradt/Oehmke ein zentraler Planer *ohne* Kenntnis der privaten Informationen der Spieler die Lage verbessern könnte,<sup>417</sup> während das in den oben beleuchteten Modellen von *stock market myopia* und Informationsasymmetrien nicht der Fall ist.<sup>418</sup> Damit stützten Milbradt/Oehmke

<sup>412</sup> Dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 555, 563–564.

<sup>413</sup> Dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 555.

<sup>414</sup> Dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 565.

<sup>415</sup> Dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 555, 565.

<sup>416</sup> Dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 565.

<sup>417</sup> Das liegt im Kern daran, dass es für den wohlwollenden zentralen Planer nur darauf ankommt, die Gewinnschwelle bezogen auf die Gesamtheit der finanzierten Projekte zu überschreiten, während Finanziers im Wettbewerb die Gewinnschwelle für jede finanzierte Projektdauer erreichen müssen. Ein zentraler Planer kann daher Projektlaufzeiten „quersubventionieren“, also gezielt die Finanzierungskosten kurzfristiger Projekte erhöhen und die Erlöse verwenden, um mehr langfristige Projekte zu unterstützen. Das verringert den Anreiz der Unternehmen, Projekte mit kurzer Amortisationsdauer zu wählen, wodurch die Wohlfahrt steigt (dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 560; ferner zur Konstellation eines Monopolisten a. a. O., S. 561 f.).

<sup>418</sup> Technisch gesprochen ist *Short-termism* im Modell von Milbradt/Oehmke Teil eines beschränkt ineffizienten Ergebnisses, während *Short-termism* in den Modellen von *stock market myopia* und Informationsasymmetrien Teil eines beschränkt effizienten Ergebnisses ist.

Eine Allokation ist *beschränkt pareto-effizient*, wenn ein zentraler Planer, der genauso informiert ist wie die Spieler, also ihre privaten Informationen nicht kennt, keine Pareto-Verbesserung erzielen kann. Kann ein solcher zentraler Planer hingegen eine Pareto-Verbesserung erreichen, ist die gegenwärtige Allokation *beschränkt pareto-ineffizient*, siehe dies., J. Fin. Ec. 118 (2015), 553, 565.

In den Career-Concerns-Modellen wäre eine Verbesserung durch einen zentralen Planer wie bei Milbradt/Oehmke theoretisch wohl ebenfalls denkbar. Allerdings müsste ein zentraler Planer dazu zahl-

den neueren Ansatz der Europäischen Kommission, der sich wie gezeigt zunehmend darauf verlagert hat, langfristige Finanzierung zu fördern anstatt – nur oder primär – *Short-termism* zu bekämpfen.

#### 4. Erklärungskraft und Bedeutung für die *Short-termism*-Debatte

Insgesamt zeigt sich, dass hinter den Sorgen um kurzfristiges (*fluid*) versus geduldiges (*patient*) Kapital nicht die eine alles erklärende Theorie steht, sondern wiederum eine Gruppe von Modellen, die zwar einen ähnlichen Grundmechanismus variieren, sich aber im Detail und bei den Abhilfemöglichkeiten erheblich unterscheiden. Dessen ungeachtet lässt sich als einheitlicher Befund festhalten, dass nicht schon die Laufzeit oder Stabilität einer Finanzierung an sich problematische kurzfristige Orientierung erzeugt. Diese tritt vielmehr erst auf, wenn ein kurzer oder variabler Anlagehorizont der Geldgeber mit Informationsasymmetrien über die Qualität der Anlage und gegebenenfalls die Höhe der Auszahlung zusammentrifft, mit der Folge, dass die Finanziers rational kurzfristige Behelfsindikatoren in den Vordergrund rücken.

Diese Problematik betrifft Eigenkapitalgeber (Aktionäre) wie Fremdkapitalgeber (insbesondere Banken). Die Grenzen zwischen beiden Gruppen können in der Modellwelt ähnlich wie in der Realität verschwimmen. Die Modelle zu Informationsasymmetrien bei der Projektfinanzierung sind zwar vorrangig auf Fremdkapital zugeschnitten, unter bestimmten Umständen aber auch auf Eigenkapital übertragbar. So können auch Eigenkapitalgeber das investierte Kapital zurückfordern, wenn sie die Gesellschaft kündigen und auflösen, was vor allem bei Personengesellschaften und geschlossenen Kapitalgesellschaften in Betracht kommt. Wirtschaftlich vergleichbar kann ein Abzug von Liquidität in großem Stil sein, wie man ihn oft von (Finanz-)Investoren befürchtet. Bei börsennotierten Aktiengesellschaften könnte im Ergebnis Ähnliches eintreten, wenn Aktionäre in großem Umfang ihre Anteile abstoßen, der Kurs massiv fällt und die Gesellschaft dadurch ihre Kreditwürdigkeit verliert oder wenn die Gesellschaft zerschlagen wird.

Modelle, die *Short-termism* über Aspekte begründen, die auch und gerade bei Fremdkapitalfinanzierung auftreten, können allerdings nicht erklären, warum sich die *Short-termism*-Debatte in allen beleuchteten Rechtsordnungen und über praktisch alle Diskussionswellen hinweg stark auf börsengehandelte Gesellschaften konzentriert. Das schließt indes auch nicht aus, dass die Modelle Effekte beschreiben, die für *Short-termism*-Vorwürfe gegen börsennotierte Gesellschaften bedeutsam sind. Jedenfalls berücksichtigen Fremd- wie Eigenkapitalgeber bei der geforderten Rendite Laufzeit und Risiko der Investitionen eines Unternehmens, wodurch Effekte der von *Milbradt/Oehmke* beschriebenen Art eintreten könnten. Im Übrigen greifen in der Praxis auch börsennotierte Gesellschaften bei der Außenfinanzierung in hohem Maße, oft sogar ganz überwiegend, auf Fremdkapital zurück, wodurch die Grenzen zwischen beiden (Modell-)Welten fließend werden könnten.

---

reiche unabhängige Unternehmen verwalten, die jeweils ein eigenständiges (Spitzen-)Management benötigen. Dies würde ausscheiden bzw. wäre ineffizient, wenn sich Synergien mit einer Konzernstruktur erzielen ließen. Hinzu tritt das Problem, dass in einer Marktwirtschaft eine zentrale (staatliche) Finanzierung eines größeren Pools von Investitionsprojekten bedeutend leichter einzurichten ist als eine zentrale (staatliche) Verwaltung zahlreicher unabhängiger Unternehmen.

## VII. Unzulänglichkeiten des Managements

### 1. Investition: Mindestrenditen und Amortisationsdauer

#### a) Hintergrund und Argumentation

Vor allem in den 1980er und 1990er Jahren standen in den USA und im Vereinigten Königreich als Ursache für *Short-termism* Managementtechniken im Fokus, die genutzt werden, um Investitionsprojekte zu bewerten.<sup>419</sup> So verwiesen in den USA Anfang der 1980er Jahre *Hayes/Garvin* auf eine Umfrage, der zufolge 25 % der produzierenden US-Unternehmen intern verlangten, dass sich Ausgaben für Modernisierung und Ersatz von Anlagen innerhalb von drei Jahren amortisierten, während zehn Jahre zuvor nur 20 % der Unternehmen einen derart raschen Rückfluss eingefordert hatten. Eine solche verkürzte Amortisationszeit von Projekten implizierte höhere Renditehürden (*hurdle rates*) und eine hohe Gewichtung kurzfristiger Vorteile. Die beobachteten Werte, klagten *Hayes/Garvin*, hätten selbst nach Risikoadjustierung oft wenig Bezug zu den realen Kapitalkosten der jeweiligen Gesellschaft oder den Renditen, die sie vernünftigerweise von alternativen Investitionen erwarten könne.<sup>420</sup> In ähnlicher Weise kritisierten *Johnson/Kaplan* in „Relevance Lost“ die Praxis, Ergebnisse über eine kurze Periode zu messen, bevor kurzfristig orientierte Entscheidungen sichtbare negative langfristige Folgen zeitigen. Zugleich beanstandeten sie korrespondierende Schwächen von Buchhaltung und Bilanzierung, wie sie Ende der 1980er Jahre in den USA praktiziert wurden.<sup>421</sup>

Im Vereinigten Königreich beschäftigte sich Mitte der 1990er Jahre unter anderem das Trade and Industry Committee des House of Commons eingehend mit der Thematik.<sup>422</sup> Es konstatierte ebenfalls hohe unternehmensinterne Mindestrenditen (Internal Rates of Return (IRR)) britischer Unternehmen sowie kurze Zeitspannen bis zur geforderten Projektamortisation, welche offenbar kaum mit den beobachteten Kapitalkosten zu begründen waren.<sup>423</sup> Das Komitee sah darin erhebliche Investitionshindernisse:<sup>424</sup> Hohe interne Renditehürden hätten es bereits erschwert, langfristige Investitionen zu rechtfertigen, aber eine geforderte kurze Amortisationszeit verzerre das Kalkül noch spezifischer in diese Richtung. Das gehe vor allem zulasten struktureller Reformen mit hohen anfänglichen Kosten und verzögerten Erträgen. Das Komitee erblickte in alledem starke Belege für *Short-termism*, zumal die Forderung einer bestimmten Amortisationsdauer weiter verbreitet sei als IRRs.<sup>425</sup> Außerdem stellte das Committee fest, dass die geforderten internen Renditen für strategische Investitionen oft unrealistisch schienen, soweit es

<sup>419</sup> Dazu bereits im ideengeschichtlichen Kontext 2. Teil, § 1 I.3. a), S. 89 ff. sowie 2. Teil, § 1 II.3. b)bb)(2), S. 196 f.; zudem etwa *Segelod*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 243 f., 245, mit Nachweisen zu einschlägigen Beiträgen in Fn. 3, 7, 10, 37–39, 42–44.

<sup>420</sup> *Hayes/Garvin*, Harv. Bus. Rev. 60 (1982), 70, 76.

<sup>421</sup> Dazu 2. Teil, § 1 I.3. a)dd), S. 94 ff.; hierzu aus der nachfolgenden Literatur zur *Short-termism*-Problematik *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 831–832.

<sup>422</sup> *Trade and Industry Committee*, Second Report, April 1994, S. 55–60.

<sup>423</sup> Siehe die Grafiken bei *dass.*, Second Report, April 1994, S. 57–59: Kapitalkosten in Großbritannien in den 1980er Jahren bei erheblichen Schwankungen im Zeitverlauf je nach Art der Investition zwischen ca. 3,5 % und 6 % (allgemein) bzw. zwischen 8 % und 13 % (Maschine mit Lebensdauer von 20 Jahren) und 20 % bis 34 % (F&E-Projekt mit Amortisationsdauer von zehn Jahren).

<sup>424</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 60.

<sup>425</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 60: „Thus there is strong evidence of *short-termism* in UK manufacturing and a strong likelihood that opportunities for remunerative long-term investment are being missed.“

um neue Technologien ging. Da operative Investitionen risikoarm seien, deuteten IRRs weit über den Kapitalkosten entweder darauf hin, dass man Marktrisiken hoch einschätze, oder wiederum auf Druck, eine hohe kurzfristige Rendite zu erzielen.<sup>426</sup>

Weitere Studien bestätigten die praktische Bedeutung interner Renditehürden auch für den Bereich Forschung & Entwicklung (F&E) und kritisierten dies scharf.<sup>427</sup> Überdies zeigte sich, dass nach Rückgang der zeitweise belastenden Inflation<sup>428</sup> nur etwa ein Viertel der britischen Unternehmen ihre internen Mindestrenditen senkte.<sup>429</sup>

Dass die britische *Short-termism*-Debatte der 1980er und 1990er Jahre interne Mindestrenditen und Vorgaben schneller Amortisation stark beachtete, erklärt sich auch aus dem zeitgeschichtlichen Umfeld hoher schwankender Inflationsraten.<sup>430</sup> Diese ließen die unternehmerische Unsicherheit steigen und erschwerten es, Investitionen zu planen. Das könnte, fürchtete man, eine kurzfristige Orientierung in Form hoher Mindestrenditen und kurzer Payback-Zeiträume befördert haben. In dieser Einstellung erblickte man wiederum eine maßgebliche Ursache des viel beklagten *decline*. Entsprechend häufig kam die Inflation im Rahmen der *Short-termism*-Debatte zur Sprache.<sup>431</sup>

Der skizzierte historische Kontext ist zwar mittlerweile überholt. Die beanstandeten Verfahrensweisen gelten in der Debatte um *Short-termism* aber nach wie vor verbreitet als mögliche Ursache.<sup>432</sup>

<sup>426</sup> *Dass.*, Second Report, April 1994, S. 60.

<sup>427</sup> Siehe *Demirag*, Eur. J. Fin. 1 (1995), 180, 194, 201: 73,3 % der befragten Manager und Direktoren mit Verantwortung für F&E von Unternehmen mit Sitz in Großbritannien gaben an, die Amortisationsdauer (Payback) für wichtig zu erachten. Dies, so *Demirag*, scheine auf ernstem Druck zu kurzfristigen Leistungsergebnissen hinzuweisen. Payback-Kriterien seien für jede Art der Investitionsbewertung kaum zu rechtfertigen – im Gegensatz zur Discounted-Cashflow-Methode. Dies gelte besonders für F&E-Projekte angesichts deren langfristigen und unsicherem Charakter. Ähnlich zur Automobilindustrie *Carr*, in: *Papadakis/Barwise* (Hrsg.), *Strategic Decisions*, 1998, S. 107, 114, 120–122.

<sup>428</sup> Zur Entwicklung der britischen Inflation im zeitlichen Umfeld siehe 2. Teil, § 1 II.1., S. 160 ff., insbesondere Text bei und in Fn. 581–587 auf S. 162–163, Fn. 600 auf S. 164, Fn. 604–605 auf S. 164, Fn. 611–614 auf S. 165–166, Fn. 621 auf S. 166.

<sup>429</sup> Siehe *Edmonds/Hillyard/Twigger u. a.*, *Investment*, 20.11.1995, S. 38–39 zu einer informellen Umfrage der Bank of England bei großen und mittleren Unternehmen von März 1994, die unter anderem der Frage nachging, in welchem Ausmaß sich die Aussicht auf ein stabiles Umfeld mit niedrigerer Inflation in den angestrebten Renditen niedergeschlagen hatte. Die Studie stellte weitgehend unverändert hohe, wenngleich tendenziell sinkende geforderte Mindestrenditen fest und erachtete einen längeren Zeitraum monetärer Stabilität für erforderlich, um dies zu ändern.

<sup>430</sup> Zur Entwicklung der britischen Inflation im zeitlichen Umfeld siehe 2. Teil, § 1 II.1., S. 160 ff., insbesondere Text bei und in Fn. 581–587 auf S. 162–163, Fn. 600 auf S. 164, Fn. 604–605 auf S. 164, Fn. 611–614 auf S. 165–166, Fn. 621 auf S. 166.

<sup>431</sup> Zu diesem Aspekt in der britischen *Short-termism*-Debatte 2. Teil, § 1 II.2.b)aa), S. 172 nach Fn. 680 auf S. 174 sowie bei und in Fn. 687 auf S. 175, 2. Teil, § 1 II.2.b)cc), S. 178 bei Fn. 704, 2. Teil, § 1 II.3.a)aa), S. 181 in Fn. 726 auf S. 182, 2. Teil, § 1 II.3.b), S. 187 in Fn. 759 auf S. 188, 2. Teil, § 1 II.3.b)bb)(2), S. 196 in Fn. 828 auf S. 197, 2. Teil, § 1 II.3.b)dd), S. 231 in Fn. 1084–1085 auf S. 234.

<sup>432</sup> Siehe zu exzessiven Diskontsätzen bei der Investitionsbewertung *Jackson/Petraki*, in: *Vitols/Kluge* (Hrsg.), *The sustainable company*, 2011, S. 199, 203; zur Amortisationsdauer *Barker*, *Getting to grips with short-termism*, Summer 2012, S. 5 unter Verweis auf mehrere Studien aus den 1960er Jahren (nicht überzeugend allerdings *Barkers* Verweis auf *King*, *J. of Public Ec.* 1 (1972), 121 ff., der zwar ein Modell zum Einfluss von Besteuerung und Investitionszuschüssen auf das Investitionsverhalten von Unternehmen mit verschiedenen Diskontsätzen durchrechnet und testet (5 %, 10 %, 18 ½ %, 25 %, Berücksichtigung nur der Vorteile im ersten Jahr). Die Diskontrate leitet er aber nicht empirisch her, sondern wählt sie offenbar ad hoc (vgl. *King*, a. a. O., S. 135, 144). Die Diskontrate von 25 % hat zwar eine etwas bessere Erklärungskraft ( $R^2$ ) als andere getestete Diskontraten, die Unterschiede sind aber gering und rechtfertigen daher nicht *Barkers* Interpretation, dass die interne Diskontrate *Kings* Studie zufolge 25 %

## b) Empirische Basis

## aa) Renditehürden über den Kapitalkosten

In der Tat ist gut belegt, dass Diskontierungssätze und Renditehürden, welche Unternehmen bei Investitionsentscheidungen durchschnittlich zugrunde legen, verbreitet weit über den mutmaßlichen Kapitalkosten liegen. Dieser Befund befeuerte im angloamerikanischen Raum die These von *Short-termism* als Managementfehler erheblich. Er war und ist allerdings kein Spezifikum der angloamerikanischen Managementpraxis der 1980er und 1990er Jahre. Vielmehr erweist er sich in Umfragestudien bei Unternehmen bzw. Spitzenmanagern als bemerkenswert stabil, sowohl im zeitlichen Längsschnitt als auch bei einer Querschnittsbetrachtung verschiedener Volkswirtschaften. So ermittelten *Poterba/Summers* in einer viel beachteten Umfragestudie im Herbst 1990 vor dem Hintergrund der damaligen US-*Short-termism*-Debatte bei den Unternehmen der Fortune 1000 eine mittlere reale Renditehürde (*hurdle rate*) von 12,2 %, während die mittlere reale Rendite von US-Aktien ca. 7 % und von Fremdkapital ca. 2 % betrug.<sup>433</sup> Ergänzend befragte Großunternehmen aus Deutschland und Großbritannien nannten praktisch die gleiche Schwelle, nur in Japan war sie geringer.<sup>434</sup> Eine weitere Umfrage aus dem Frühjahr 1997 bei US-amerikanischen und schwedischen Managern, die insoweit die Fragen von *Poterba/Summers* übernahm, ergab für Board-Entscheidungen ähnliche Werte, die ihrerseits jenen aus früheren Jahrzehnten entsprachen.<sup>435</sup> Schließlich erbrachte Mitte 2006 eine Umfrage bei finnischen Unternehmen mit den gleichen Fragen erneut eine nahezu identische mittlere Renditehürde, welche wiederum die durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) deutlich überstieg.<sup>436</sup> Auch in Deutschland gehen Stimmen aus jün-

---

betrage.); zudem allgemein referierend *Brauer, J. Bis. Ec. & Manage.* 14 (2013), 386, 388; *Souder/Shaver, Strat. Mgmt. J.* 31 (2010), 1316, 1317 f.; *Mitchell/Bromiley/Souder, A Comparison of Explanations for Firm Temporal Orientations* <[http://gfr-mo.dauphine.fr/fileadmin/mediatheque/masters/crepa/A\\_Comparison\\_of\\_Explanations\\_-\\_Org\\_Science\\_with\\_Cover.pdf](http://gfr-mo.dauphine.fr/fileadmin/mediatheque/masters/crepa/A_Comparison_of_Explanations_-_Org_Science_with_Cover.pdf)>, S. 6 (geprüft am 11.06.2020); zum Payback-Kriterium *Brealey/Myers/Allen, Principles of corporate finance*<sup>12</sup>, 2017, S. 110.

<sup>433</sup> *Poterba/Summers, Sloan Manage. Rev.* 37 (1995), 43, 45–46. Zu weiteren Studien, die diesen Befund für die USA bestätigen, siehe *Jagannathan/Meier, Financial Management* 31 (2002), 55, 71–74 m. w. N. sowie tabellarischer Aufbereitung von 13 Studien aus dem Zeitraum 1961 bis 2001, von denen sechs auch den genutzten Diskontierungssatz abfragten, sowie *Jagannathan/Matsa/Meier u. a., J. Fin. Ec.* 120 (2016), 445, 445–447 auch zu einzelnen neueren Publikationen.

<sup>434</sup> *Poterba/Summers, Sloan Manage. Rev.* 37 (1995), 43, 49 f.: durchschnittliche reale Renditehürde der befragten europäischen Unternehmen von 12,9 % bei allerdings sehr geringer Rücklaufquote; für die japanischen Unternehmen lag sie unter 10 %. Bei Japan fiel die Rücklaufquote zwar mit 22 % ähnlich aus wie in den USA, angesichts der deutlich kleineren Stichprobe von nur 50 Gesellschaften waren die Ergebnisse aber auch insoweit mit Vorbehalt zu sehen.

<sup>435</sup> *Segelod, Int. J. Production Economics* 63 (2000), 243, 248: Renditehürden von durchschnittlich 15,5 % (USA) bzw. 15–20 % (Schweden), und damit die gleichen Werte, die frühere Studien vor 15 bis 20 Jahren (USA) bzw. sogar seit 1957 (Schweden) ermittelt hatten, obgleich die Inflation früher erheblich höher gewesen war und obgleich die Investitions- und Finanzierungstheorie zwischenzeitlich neue Methoden zur Ermittlung der Mindestrendite entwickelt hatte.

Segelod betont allerdings auch, dass seine Studie nicht ohne Weiteres vergleichbar mit früheren ist, weil er nach der Mindestrendite fragte, die das Board verwendet. Das Board entscheide nur über sehr große, strategische Projekte, für die viele Unternehmen geringere Mindestrenditen verlangten als für kleine Investitionen, über die untere Managementebenen entscheiden.

<sup>436</sup> *Liljeblom/Vaihekoski, Int. J. Production Economics* 117 (2009), 427, 430, 435 f.: Renditehürde von 15,485 %, während die durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) für die meisten Unternehmen unter 10 % lagen.

gerer Zeit von internen Renditehürden über den Kapitalkosten aus.<sup>437</sup> Bei der Obergrenze für die geforderte Amortisationszeit scheint die Varianz etwas höher, der durchschnittliche Zeitrahmen aber ebenfalls überraschend kurz.<sup>438</sup>

#### *bb) Unklarer Einfluss von DCF auf das Investitionsvolumen*

Trotz des soeben skizzierten Befundes gilt die empirische Evidenz für die These, dass hohe Mindestrenditen und eine kurze Amortisationsdauer *Short-termism* verursachen, herkömmlich als unsicher.<sup>439</sup> Zwar würden hohe Mindestrenditen in die Investitionsbewertung eingehen, indem sie für einen entsprechenden Abzinsungsfaktor sorgen, mit dem zukünftige Rückflüsse (*Cashflows*) in einen Barwert umgerechnet (*diskontiert*) werden. Indes ging mit der Verbreitung von Discounted-Cashflow-Bewertungstechniken in den USA zumindest kein offensichtlicher gravierender Rückgang der Sachinvestitionen einher,<sup>440</sup> parallel dazu, dass auch der befürchtete generelle Abstieg gegenüber Deutschland und Japan ausblieb. Andererseits deuten aktuelle Befunde darauf hin, dass die Eigentümerstruktur beeinflusst, inwieweit sich Manager unter kurzfristigem Druck sehen, und dass dies mit einer durchschnittlich höheren intern geforderten Investmentrendite einhergeht.<sup>441</sup> Je höher diese *hurdle rate* ausfällt, umso schwerer sind Investitionen zu rechtfertigen, die sich erst langfristig auszahlen.

#### *cc) Kritische Interpretation*

Abgesehen davon, dass nicht nachgewiesen ist, dass die kritisierten Techniken der Investitionsbewertung das Investitionsvolumen schmälern, weckt die laut Umfragestudien beständige und weite Verbreitung hoher interner Renditehürden eher Zweifel an der da-

<sup>437</sup> Siehe im Kontext des Fusionsgeschäfts *Holzapfel/Schmundt/Meyer*, M&A-Review 27 (2016), 2, 4, 6.

<sup>438</sup> Siehe *Segelod*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 249 und *Liljebloom/Vaihekoski*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427, 435 f. Zudem *Thakor*, J. L. Econ. & Org. 6 (1990), 129, 130 Fn. 1 und 2 mit zahlreichen Nachweisen zu Umfragestudien aus den USA und Großbritannien zwischen 1971 und 1981, die ergaben, dass viele Unternehmen, unabhängig von ihrem Entwicklungsgrad, das Payback-Kriterium als Kapitalbudgetierungstechnik nutzten. Dies, so Thakor weiter im Fließtext, führe zu einer Präferenz für Projekte, die sich schneller amortisieren. Zudem gebe es starke empirische Belege, dass unternehmensinterne Kapitalrationierung weit verbreitet sei (a. a. O., Fn. 2), obgleich sie traditionell als irrational bezeichnet werde. Überdies gebe es Hinweise darauf, dass Kapitalrationierung oft zusammen mit dem Payback-Kriterium eingesetzt werde. Zu weiteren Umfragestudien ab Mitte der 1960er Jahre *Haldane/Davies*, The Short Long, 2011, S. 2 mit Fn. 10.

<sup>439</sup> *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 837: „There is, at best, circumstantial evidence connecting management techniques and economic short-termism.“

<sup>440</sup> So mit Zahlenangaben *Logue*, Cal. Management Rev. 28 (1985), 169, 170, 172.

<sup>441</sup> *Liljebloom/Vaihekoski*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427 ff., die im Jahr 2006 die CFOs (falls nicht ermittelbar CEOs) der 500 umsatzstärksten finnischen Unternehmen des Jahres 2005 befragten (knapp 30 % Rücklaufquote, S. 431). Sie ermittelten unter anderem, dass eine signifikante Verbindung zwischen dem gefühlten Kurzfristigkeitsdruck und der Eigentümer-Struktur des Unternehmens besteht sowie signifikante eigentümerbezogene Unterschiede, inwieweit der Kurzfristigkeitsdruck sich in tatsächlichen Entscheidungsvariablen des Unternehmens zeigte. Am meisten war dies bei der durchschnittlich geforderten Investmentrendite der Fall, die bei Unternehmen mit als kurzfristig eingruppiertem Eigentümerstruktur 17,1 % betrug, hingegen bei solchen mit einer als langfristig eingruppierten Eigentümerstruktur nur 12,8 % (a. a. O., S. 428, 436). Generell war die geforderte Investmentrendite überraschend hoch, insbesondere höher als die WACC-Marktschätzungen. Damit waren die geforderten Renditen vergleichbar mit jenen, die Umfragestudien aus anderen Ländern ermittelt haben, namentlich zu den USA und Schweden (a. a. O., S. 436).

mit verbundenen *Short-termism*-These als sie zu bestätigen: Erstens passt der Befund nicht ohne Weiteres zu dem zyklischen und über lange Zeit landesspezifischen Verlauf der *Short-termism*-Debatte. Zweitens erscheint es fernliegend, dass sich, glaubte man den Umfragen und Befürchtungen, eine grob fehlerhafte und damit im Wettbewerb sehr nachteilige Art der Investitionsbewertung über Jahrzehnte in ganz verschiedenen Rechtsordnungen bzw. Märkten halten kann. Beides führt zu der Frage, ob hinter der Praxis rationale Erwägungen stehen könnten.

Insofern liegt zunächst nahe, dass in den besprochenen Umfragen vor allem solche Unternehmen hohe Renditehürden und eine kurze geforderte Amortisationszeit angeben haben könnten, für die Kapital relativ viel kostete, weil ihr Geschäftsmodell besonders riskant war und/oder kaum attraktive Investitionsmöglichkeiten bot. Allerdings waren Versuche, die Umfrageergebnisse ökonomisch mit finanzwissenschaftlichen Indikatoren für das Risiko und die Investitionsaussichten eines Unternehmens zu erklären, überraschend wenig erfolgreich.<sup>442</sup> Dies spricht dafür, dass andere Faktoren gewichtiger sind.

### c) Theoretische Kritik

Tatsächlich gibt es gewichtige theoretische Argumente dafür, dass die Befunde und ihre Stabilität kein Ausdruck von ineffizientem *Short-termism* sind. Außerdem könnten sich hohe Renditehürden und eine geforderte schnelle Amortisation weniger auf das Entscheidungsergebnis auswirken, als es auf den ersten Blick scheint. Beidem ist im Folgenden nachzugehen.

#### aa) Optimale Investitionsplanung im Zeitverlauf

Bereits 1988 hat der US-amerikanische Ökonom *Frederic Scherer* auf Anzeichen dafür hingewiesen, dass große Unternehmen Renditehürden nur zeitverzögert anpassen und auf diese Weise Schwankungen „herausglätten“. Dadurch investierten sie zwar nach Wahrnehmung des Marktes in Zeiten hoher Zinsen zu viel und in Niedrigzinsphasen zu wenig. Dafür ermögliche das Verhalten aber gleichmäßige langfristige Investitionen in Zukunftsprojekte. Es sei daher keinesfalls eindeutig ineffizient.<sup>443</sup>

Eine ausgefeilte Begründung hat wenig später *Thakor* in einem theoretischen Aufsatz zu „Investment ‘Myopia’ and the Internal Organization of Capital Allocation Decisions“ gegeben.<sup>444</sup> *Thakor* nimmt die Kurzfristigkeitskritik an Managern in der US-*Short-termism*-Debatte der 1980er und 1990er Jahre zum Ausgangspunkt.<sup>445</sup> In seinem Modell gibt es weder Agency-Probleme zwischen Aktionären und Managern noch Inkompetenz der Abteilungsmanager. Folglich entsprechen alle Entscheidungen dem Ziel, den Wert für die Aktionäre zu maximieren.<sup>446</sup> Verzerrungen entstehen allein durch zwei Umstände: erstens aus Transaktionen des Unternehmens mit einem annahmegoß schlechter informierten Kapitalmarkt, und zweitens dadurch, dass die Interessen gegenwärtiger und zukünftiger Aktionäre nicht notwendig übereinstimmen.<sup>447</sup> In dieser,

<sup>442</sup> Dazu die Regressionsanalyse von *Poterba/Summers*, *Sloan Manage. Rev.* 37 (1995), 43, 46–48.

<sup>443</sup> *Scherer*, *J. Econ. Persp.* 2 (1988), 69, 79.

<sup>444</sup> *Thakor*, *J. L. Econ. & Org.* 6 (1990), 129 ff.

<sup>445</sup> Zu diesem Bezug *ders.*, *J. L. Econ. & Org.* 6 (1990), 129, 130 inkl. Fn. 1.

<sup>446</sup> *Ders.*, *J. L. Econ. & Org.* 6 (1990), 129, 135.

<sup>447</sup> *Ders.*, *J. L. Econ. & Org.* 6 (1990), 129, 131.

mit Blick auf die interne Governance idealen Modellwelt lässt sich die Verwendung des Payback-Kriteriums zur Kapitalbudgetierung als rational und wertmaximierend erklären:<sup>448</sup>

Der Grundgedanke besteht darin, dass Unternehmen nicht nur über Projekte entscheiden müssen, die aktuell verfügbar sind, sondern auch über zukünftige Investitionsmöglichkeiten. Ein rationales Unternehmen wird bei den aktuellen Entscheidungen die Merkmale zukünftiger Optionen berücksichtigen, soweit diese bekannt sind. Zudem geht *Thakor* davon aus, dass für Unternehmen aufgrund von Informationsasymmetrien oder *moral hazard*<sup>449</sup> eine Kapitalbeschaffung im Wege der Außenfinanzierung teurer ist als Innenfinanzierung aus einbehaltenen Gewinnen.<sup>450</sup> Zukünftige Investitionsmöglichkeiten sind daher aus Unternehmenssicht weniger wert, wenn sie nicht aus einbehaltenen Gewinnen finanziert werden können. Diese Fähigkeit hängt wiederum davon ab, wie schnell die gegenwärtigen Projekte Mittelzuflüsse (Cashflows) erwirtschaften. Daher kann ein gegenwärtig mögliches Projekt mit schnelleren Mittelrückflüssen einem alternativen, an sich wirtschaftlich wertvolleren Projekt vorgezogen werden, wenn und weil (1) nur ersteres die Innenfinanzierung eines zukünftigen Projekts erlaubt und (2) der resultierende Barwertzuwachs des zukünftigen Projekts den Wertverlust aus der Wahl des isoliert betrachtet schlechteren gegenwärtigen Projekts übersteigt.<sup>451</sup> Aufgrund einer ähnlichen Überlegung kann es für das Unternehmen optimal sein, in der Gegenwart Kapital für ein Projekt zu rationieren und einbehaltene Gewinne eine Zeit lang zu parken, um diese später in ein zukünftiges Projekt zu investieren.<sup>452</sup> Überdies wird zentrale Kapitalbudgetierung ein dezentrales System dominieren, wenn das zukünftige Projekt einer anderen Abteilung zugeordnet ist als das gegenwärtige. Denn dann müssen für eine optimale Entscheidung die Investitionsmöglichkeiten beider Abteilungen bekannt sein.<sup>453</sup>

Aus alledem folgt, dass die Projektauswahl nicht an dem isolierten Wert der aktuell möglichen Investitionen ausgerichtet werden sollte. Vielmehr sollte der Gesamtwert maßgeblich sein, der entsteht, wenn jede der gegenwärtigen Alternativen mit zukünftigen Optionen kombiniert wird.<sup>454</sup> Investitionsentscheidungen repräsentieren damit ein beschränktes Optimum für die Aktionäre.

Weiterhin lässt sich zeigen, dass es bei Unsicherheit über die zukünftige Zinsentwicklung rational ist, eine Renditehürde (*hurdle rate*) erheblich über den Kapitalkosten anzusetzen, selbst wenn die Projektauszahlungen im Vorhinein bekannt und für sich genommen nicht unsicher sind.<sup>455</sup>

#### *bb) Folgen von Hürden für Amortisationsdauer und Rendite*

Abgesehen von den vorgenannten Zusammenhängen kann man hinterfragen, ob sich das scheinbar gravierend kurzzeitige Verhalten, Investitionsvorhaben unter den Vorbehalt hoher Mindestrenditen und einer zeitnahen Amortisation zu stellen, in der Praxis über-

<sup>448</sup> *Ders.*, J. L. Econ. & Org. 6 (1990), 129, 135, 140.

<sup>449</sup> Zwischen gegenwärtigen Aktionären und neuen Aktionären, die benötigtes zusätzliches Kapital bereitstellen, *ders.*, J. L. Econ. & Org. 6 (1990), 129, 137.

<sup>450</sup> *Ders.*, J. L. Econ. & Org. 6 (1990), 129, 135–138, 145.

<sup>451</sup> *Ders.*, J. L. Econ. & Org. 6 (1990), 129, 142.

<sup>452</sup> *Ders.*, J. L. Econ. & Org. 6 (1990), 129, 134, 144.

<sup>453</sup> *Ders.*, J. L. Econ. & Org. 6 (1990), 129, 134, 144.

<sup>454</sup> *Ders.*, J. L. Econ. & Org. 6 (1990), 129, 135, 142.

<sup>455</sup> *Ingersoll/Ross*, J. of Bus. 65 (1992), 1, 27.

haupt derart stark auswirkt wie befürchtet. Vor allem ab der Jahrtausendwende sind dem mehrere Beiträge vertieft nachgegangen.<sup>456</sup> Ihre Befunde sprechen dafür, dass dies tatsächlich nicht oder kaum der Fall ist.

Instruktiv aufbereitet und fortgeführt ist dies in einer neueren theoretischen Arbeit von *Dobbs* („How bad can short termism be? – A study of the consequences of high hurdle discount rates and low payback thresholds“<sup>457</sup>). *Dobbs* knüpft an die bereits skizzierten Befunde von Umfragen an, dass vor allem Großunternehmen für die Kapitalbudgetierung verbreitet Discounted-Cashflow-Techniken mit Diskontraten deutlich über den geschätzten Kapitalkosten – typischerweise mindestens fünf Prozentpunkte – verwenden und dass überdies oft kurze Amortisierungszeiten von zwei bis vier Jahren verlangt werden. Dieser scheinbare *Short-termism* müsste insbesondere bei langfristigen Projekten beträchtliche Wertverluste nahelegen. Das führt zu der Frage, wie ein solches Vorgehen im Wettbewerb bestehen und stabil sein kann.<sup>458</sup> Aus der Forschung lassen sich zwei denkbare Erklärungen hierfür ableiten: Entweder könnte die Abweichung bei der Bewertung tatsächlich gar nicht wesentlich sein oder die Verantwortlichen könnten die angegebenen Entscheidungsregeln nicht streng, sondern intuitiv flexibel handhaben.<sup>459</sup>

Für die erste Erklärung spricht, dass dieses vermeintlich kurzsichtige Verhalten teilweise rational begründet werden kann: Bereits frühzeitig hat man zugestanden, dass feste Schwellen geeignet sind, die Entscheidungsfindung zu vereinfachen, die Transparenz zu erhöhen und Kosten versuchter Einflussnahme auf das Ergebnis, z. B. durch Abteilungsleiter, die Projektmittel erhalten möchten, zu reduzieren.<sup>460</sup>

<sup>456</sup> *Wambach*, IRFA 9 (2000), 247 ff.; *Jagannathan/Meier*, Financial Management 31 (2002), 55 ff.; *Dobbs*, Manage. Acc. Res. 20 (2009), 117 ff.; *Jagannathan/Matsa/Meier u. a.*, J. Fin. Ec. 120 (2016), 445 ff.

<sup>457</sup> *Dobbs*, Manage. Acc. Res. 20 (2009), 117 ff.

<sup>458</sup> *Ders.*, Manage. Acc. Res. 20 (2009), 117.

<sup>459</sup> Hierfür spricht *Wilson Committee*, Progress Report on the Financing of Industry and Trade, 1977, S. 12 Rn. 37: Die Eingaben der Industrie beschrieben zahlreiche Techniken, um zwischen alternativen Investitionsmöglichkeiten zu wählen, wobei am häufigsten DCF und *payback periods* genutzt würden. Viele betonten aber die Unsicherheit dieser Berechnungen: Sie böten eine Entscheidungshilfe, ersetzen aber nicht die subjektive geschäftliche Beurteilung der Aussichten des Projekts. Die hohe Inflation habe die Unsicherheit geschäftlicher Vorhersagen stark erhöht und einige Unternehmen veranlasst, orthodoxe DCF-Techniken aufzugeben und mehr Gewicht auf Amortisationszeiträume und Cashflow zu legen. Größere Gesellschaften nutzten Sensitivitätstests und andere Methoden, um das Risiko zu bewerten, aber auch diese seien nur eine Entscheidungshilfe, weil die Einschätzung des Risikos letztlich mehr Ermessensfrage als eine wissenschaftliche Berechnung sei. Zudem würde das Gesamtniveau der Investitionen die allgemeine Sicht der Zukunft durch die Unternehmer widerspiegeln, nicht die genutzte Methode, um zwischen alternativen Projekten zu wählen. Etwas abgeschwächt *Barton/Brown/Cound u. a.*, Long Range Planning 25 (1992), 43, 48 f.: Erstens werde ein gutes Projekt regelmäßig unabhängig von dem genutzten Kriterium profitabel erscheinen; zweitens könnten die Unternehmen das Payback-Kriterium nur als Kommunikationshilfe nutzen; drittens und vor allem solle man die Bedeutung formaler finanzieller Kriterien nicht überbewerten, weil in der Praxis letztlich trotzdem grob qualitativ entschieden werde. Dessen ungeachtet werde ein gewisser Einfluss bleiben.

<sup>460</sup> So bereits *Poterba/Summers*, Sloan Manage. Rev. 37 (1995), 43, 46 linke Spalte oben; aus heutiger Sicht eingehend *Ewert/Wagenhofer*, Interne Unternehmensrechnung<sup>8</sup>, 2014, S. 495–504 (Erhöhung des Kapitalkostensatzes, um Ressourcenpräferenzen von Managern entgegenzuwirken, die anhand des Residualgewinns oder des Unternehmensgewinns vergütet werden, mit Betrachtung verschiedener Modelle und Umsetzungsproblemen bei einer Profit-Center-Organisation); ausdrücklich gegen diese Rechtfertigung aber *Hayes/Garvin*, Harv. Bus. Rev. 60 (1982), 70, 76: Hiermit ließen sich derart hohe *hurdle rates*, wie sie in der Praxis vorkämen, nicht erklären. Zudem untergrabe der Einsatz von Mindestrenditen zu Motivationszwecken ihren Wert zur Beurteilung von Investitionsmöglichkeiten.

In neuerer Zeit ist die Erkenntnis hinzugetreten, dass feste, relativ hohe Schwellen außerdem knappen Ressourcen im Management oder in der sonstigen Organisation, Liquiditätsbeschränkungen sowie übertriebenem Optimismus Rechnung tragen können. Diese Faktoren würden andernfalls bewirken, dass Projekte mit einem relativ kleinen positiven Barwert ein späteres, besseres Projekt ausschließen (Opportunitätskosten, *Realoptionsansatz*). Bei derartigen Realoptionseffekten sollte der optimale Amortisationszeitraum kürzer und die optimale Mindestrendite höher sein, als es sich allein ausgehend von den Kapitalkosten ergibt.<sup>461</sup> In diesem Zusammenhang legen Modellrechnungen nahe, dass das Kriterium der Amortisationszeit und eine Renditehürde nützliche Indikatoren dafür sind, ob es lohnt, eine bestimmte Investition jetzt oder später durchzuführen – eine geringere Amortisationszeit und ein höherer, mit einer Renditehürde berechneter Barwert deuten auf einen geringen „Gewinn des Zuwartens“<sup>462</sup>. Dabei lassen sich bei gegebenen Kapitalkosten mit einem breiten Spektrum von Renditehürden (*hurdle rates*) nahezu optimale Ergebnisse erzielen.<sup>463</sup> Umgekehrt wirken sich Änderungen der Kapitalkosten nur gering auf die optimale Renditehürde aus, sodass Messfehler oder Änderungen der Kapitalkosten in beachtlichen Bandbreiten wenig schädlich sind.<sup>464</sup> Zudem ist die optimale Amortisationszeit im Modell relativ stabil gegenüber Änderungen des Zinssatzes oder der Zeitpunkte, in denen die Projekterträge anfallen.<sup>465</sup> Beide Kriterien erweisen sich somit als recht robust und damit gut praxistauglich.

Erste empirische Forschung spricht dafür, dass diese Überlegungen in der Tat helfen, die beobachteten, scheinbar überhöhten Diskontsätze zu erklären.<sup>466</sup>

<sup>461</sup> Eingehend *Jagannathan/Meier*, *Financial Management* 31 (2002), 55 ff.; knapp resümierend *Dobbs*, *Manage. Acc. Res.* 20 (2009), 117, 118; siehe auch bereits *McDonald/Siegel*, *QJE* 101 (1986), 707, 708 („For reasonable parameter values it is optimal to defer investing until the present value of the benefits from a project is double the investment cost.“ [Hervorhebung im Original]) und *Pinches*, *Financial Management* 11 (1982), 6, 14 f. unter expliziter Einbeziehung der Verhaltensökonomie.

<sup>462</sup> Grundlegend zu diesem Konzept *McDonald/Siegel*, *QJE* 101 (1986), 707 („The Value of Waiting to Invest“).

<sup>463</sup> *McDonald*, in: *Brennan/Trigeorgis* (Hrsg.), *Project flexibility, agency, and competition*, 2000, S. 13 ff., zitiert nach *Jagannathan/Meier*, *Financial Management* 31 (2002), 55, 63, 77. Auf diese Weise lassen sich komplexe Berechnungen vermeiden, wie sie die Realoptionstheorie für das strategische Management erarbeitet hat.

<sup>464</sup> *Jagannathan/Meier*, *Financial Management* 31 (2002), 55, 63 ff.; dazu *Dobbs*, *Manage. Acc. Res.* 20 (2009), 117, 118.

<sup>465</sup> *Wambach*, *IRFA* 9 (2000), 247, 249, 253 ff.; auch Änderungen des Ausmaßes an Unsicherheit haben in Wambachs Rechnung keinen großen Effekt.

<sup>466</sup> So die Studie von *Jagannathan/Matsa/Meier u. a.*, *J. Fin. Ec.* 120 (2016), 445 ff.: Die Autoren verbinden die Daten einer Umfrage, die börsennotierte US-Unternehmen 2003 nach ihrer Diskontrate gefragt hatte, mit weiteren Angaben über diese Unternehmen aus kommerziellen Datenbanken (S. 446 f.). Die weitere Analyse dieses kombinierten Datenbestands ergibt erstens, dass Unternehmen mit starken Bilanzen, geringer Verschuldung oder hohen Cash-Beständen dazu neigen, höhere Diskontraten zu verwenden (S. 451–455). Zweitens ermitteln die Autoren, dass der WACC-Ansatz sowie das CAPM den Querschnitt der angegebenen Diskontraten erklären, wenn die Analyse für begrenzte Managementkapazität kontrolliert (S. 459). Weiterhin nutzen der Studie zufolge Firmen höhere Diskontraten auch dazu, ihrem spezifischen (unsystematischen) Risiko Rechnung zu tragen. Dies kann an höheren Kapitalkosten infolge nicht vollständig diversifizierter Kapitalgeber liegen oder das private Interesse des undiversifizierten, karriereorientierten Managers widerspiegeln, der sich vor Misserfolgen schützen will (S. 458).

Insgesamt folgern die Autoren aus ihren Resultaten, dass der hauptsächliche Grund für Kapitalrationierung bei börsennotierten Unternehmen nicht finanzielle Beschränkungen sind, sondern selbst erkannte Beschränkungen bei der Managementkapazität in der sonstigen Organisation. Hingegen finden die Autoren keine Belege für *Short-termism* als Ursache (S. 456 f.).

Abgesehen davon hat selbst eine fehlerhaft kurzfristige Anwendung der Kriterien offenbar keine sonderlich gravierenden Folgen. Dies zeigt *Dobbs*, indem er anhand eines in der Literatur verbreiteten Standardinvestitionsprojekts<sup>467</sup> untersucht, welche Folgen eintreten, wenn Entscheider Mindestrenditen und Amortisationsschwellen parallel verwenden und starre, kurzfristige Entscheidungsregeln unabhängig von Projektcharakteristika nutzen.<sup>468</sup> Die Kurzsichtigkeit besteht dabei in einer arbiträr hohen Mindestrendite und einem kurzen Rückzahlungszeitraum.<sup>469</sup> *Dobbs* ermittelt, dass selbst relativ hohe Schwellenwerte (Mindestrendite 25 %, Amortisationsschwelle drei Jahre) prozentual gesehen zu keinem besonders hohen Wertverlust (zukünftigem Verlust von Cashflow) führen, soweit es um Projekte mit Wachstumsaussichten und/oder moderater Volatilität zukünftiger Cashflows geht. Dementsprechend werden solche Entscheidungsregeln nicht notwendig durch Wettbewerb verschwinden.<sup>470</sup>

#### d) Zusammenfassung und Fazit

Die These, dass eine übermäßig kurzfristige Orientierung von Unternehmen dadurch entstand bzw. entsteht, dass Manager bei der Planung und Bewertung von Investitionen hohe Renditehürden (*hurdle rates*) und kurze Rückfluss- bzw. Amortisationszeiten (*payback*) verlangen, entstammt der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte der 1980er und 1990er Jahre. Sie bildete damals – auch wirtschaftsgeschichtlich durch Inflationserfahrung bedingt – einen wesentlichen Strang der Debatte, hat aber auch in der jüngsten Diskussionswelle noch viele Anhänger. Ihre Vertreter verweisen vor allem auf Umfragestudien, denen zufolge die tatsächlich genutzten Diskont- und damit Renditesätze deutlich über den Kapitalkosten liegen, die sich aus wissenschaftlichen Schätzungen ergeben. Hinzu treten gewisse Belege dafür, dass kurzfristiger Druck auf Manager mit höheren Renditeforderungen einhergeht.

Allerdings bestehen sowohl in ideengeschichtlicher als auch in theoretischer Hinsicht gewichtige Zweifel an der Erklärungskraft der These:

Nimmt man die Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte in den Blick, fällt auf, dass ihr zyklischer und über lange Zeit landesspezifischer Verlauf keine Parallele in der Praxis scheinbar überhöhter Renditehürden und exzessiv kurzer Amortisationszeiten findet. Diese Praxis erweist sich vielmehr in Umfragestudien als bemerkenswert stabil sowohl im zeitlichen Längsschnitt als auch im Querschnitt über Ländergrenzen hinweg. Vor diesem Hintergrund erscheint es nicht unbedingt plausibel, dass *Short-termism* sie erklären kann.

Vor allem aber spricht neuere investitionstheoretische Forschung dafür, dass die Praxis gute rationale Gründe auf ihrer Seite hat: Berücksichtigt man in Modellrechnungen, dass Unternehmen oft Kapazitätsgrenzen bei günstiger (Innen-)Finanzierung, im Manage-

<sup>467</sup> Zu dessen Eigenschaften *Dobbs*, *Manage. Acc. Res.* 20 (2009), 117, 119, zu den daraus folgenden Begrenzungen a. a. O., S. 126.

<sup>468</sup> *Ders.*, *Manage. Acc. Res.* 20 (2009), 117, 118 f.

<sup>469</sup> *Ders.*, *Manage. Acc. Res.* 20 (2009), 117, 121.

<sup>470</sup> *Ders.*, *Manage. Acc. Res.* 20 (2009), 117, 119, 123 ff., 127. Einzuschränken ist allerdings, dass sich *Dobbs* auf Folgen kurzfristiger Kriterien für die Bewertung langlebiger Projekte konzentriert. Bei Projekten mit kürzerer erwarteter Lebensdauer könnten gegebenenfalls höhere Verluste eintreten (a. a. O., S. 127). Allerdings sind kurze Projekte aufgrund geringerer Unwägbarkeiten tendenziell leichter zu bewerten als längere. Dementsprechend beziehen sich Sorgen vor *Short-termism* in allererster Linie auf langfristige Investitionen, nicht auf kurzfristige.

ment und in der Organisation unterliegen, entpuppen sich scheinbar kurzfristige Renditehürden und Vorgaben an die Amortisationszeit als nützliche und robuste Indikatoren für eine optimale Investitionsplanung, die dem Realloptionscharakter von Investitionen Rechnung trägt. Erste empirische Belege stützen diese Sichtweise. Hinzu tritt der herkömmliche – wenngleich etwas spekulative – Hinweis auf Vorteile dadurch, dass Entscheidungen über Investitionen vereinfacht, transparenter und schwerer manipulierbar werden.

Gleichwohl kann man die Begründung für *Short-termism* derzeit (noch) nicht endgültig verwerfen. Erstens ist zu beachten, dass die in Rede stehende Praxis der Investitionsplanung und -bewertung zwar mit guten theoretischen Gründen rational sein kann, aber auch mit den bereits behandelten Career-Concerns-Modellen vereinbar ist,<sup>471</sup> ebenso wie mit den erörterten Modellen *Jeremy Steins* zu *Short-termism* auf allokatonsineffizienten Aktien- bzw. Kapitalmärkten.<sup>472</sup> Je nach Ort, Zeit, Unternehmen und Grad der Kurzfristigkeit schließen sich diese Erklärungen nicht notwendig aus. Zweitens zeigt die neuere investitionstheoretische Forschung nicht nur, dass es rationale Gründe für die Praxis von Renditehürden und Amortisationszeiten gibt, die im Verhältnis zu den Kapitalkosten zu streng erscheinen, sondern auch, dass man bei unnötig hohen und starren Vorgaben nicht ohne Weiteres auf eine disziplinierende Wirkung des Wettbewerbs hoffen kann, weil sie in Modellrechnungen nur relativ geringe Einbußen pro Unternehmen zur Folge haben. Volkswirtschaftlich könnten sich solche individuell kleinen Verluste an Investitionen und Innovation dessen ungeachtet aufsummieren. Aus beiden Erwägungen wird man vor einer abschließenden Bewertung noch weitere empirische Untersuchungen abwarten müssen.

Insgesamt sprechen nach gegenwärtigem Forschungsstand aber gleichwohl deutlich überwiegende Gründe dagegen, dass in den beobachteten, scheinbar überhöhten Renditehürden und kurzen Amortisationszeitvorgaben an und für sich ein gravierendes *Short-termism*-Problem liegt. Soweit hier übermäßig kurzfristige Orientierung eine Rolle spielt, dürfte sie sich nach dem eben Gesagten eher aus anderen Modellen erklären, bei denen dann direkt anzusetzen ist. Dass schlicht grobe Managementfehler verbreitet sind, erscheint hingegen derzeit sehr zweifelhaft, eine generelle ökonomische Wertung oder gar Rechtsregel demzufolge nicht angebracht. Soweit doch Planungsfehler in Rede stehen, dürften sie graduell und mit Aus- und Fortbildung anzugehen sein. Hierfür zu sorgen, liegt im Kern unternehmerischer Tätigkeit, der vom Pflichtenprogramm eines (Investitions-)Vorstands umfasst ist, aber dem Gesetzgeber nicht gut zu Gesicht stünde.

## 2. Organisation: Steuerung divisionaler Strukturen

Vor allem in der US-amerikanischen Debatte der 1980er Jahre standen als mögliche Ursache von *Short-termism* – in losem Zusammenhang mit der soeben erörterten Debatte um Renditehürden und Amortisationszeiten – weitere Managementtechniken in der Kritik, welche die Wirtschaft zur Organisation und Steuerung großer diversifizierter Konzerne entwickelt hatte, also von Unternehmen mit Tätigkeitsfeldern auf mehreren räumlichen und/oder sachlichen Märkten. Das Für und Wider hinsichtlich der in Rede stehen-

---

<sup>471</sup> *Hirshleifer*, *Financial Management* 22 (1993), 145, 151, allerdings mit dem kritischen Zusatz (Fn. 6), dass Manager bzw. Firmen die Verwendung überhöhter Renditehürden und kurzer Amortisationszeitvorgaben dann eigentlich geheim halten sollten; *Wambach*, *IRFA* 9 (2000), 247, 249.

<sup>472</sup> *Jagannathan/Meier*, *Financial Management* 31 (2002), 55, 74 f.

den Techniken und Kennzahlen ist zeitlos gültig. Als dezidiert Strang einer interdisziplinären *Short-termism*-Debatte hat die Thematik nach Abflauen der US-Diskussionswelle der 1980er Jahre dennoch keine vergleichbare Bedeutung mehr erlangt. Daher bedarf sie in höherem Maße einer wirtschaftshistorischen Verortung, während die sachlichen Aspekte etwas kürzer abgehandelt werden können. Im Kern geht es vor allem um zwei miteinander verbundene Aspekte.

#### a) Wirtschaftsgeschichtlicher Hintergrund

Der erste Aspekt betrifft die Steuerung großer, insbesondere diversifizierter Unternehmen und ist ideengeschichtlich eng mit der Entwicklung der US-Wirtschaft im Vorfeld der *Short-termism*-Diskussionswelle der 1980er Jahre verknüpft. Die US-Wirtschaft prägte ab den letzten Jahrzehnten des 19. Jahrhunderts bis in die 70er Jahre des 20. Jahrhunderts ein Trend zu großen, konzernartigen Unternehmen, der periodisch in Übernahmewellen gipfelte.<sup>473</sup> Während zunächst ein Streben nach Monopolen und Oligopolen im Vordergrund stand, gingen große Unternehmen ab den Zwischenkriegsjahren verstärkt dazu über, ihre Tätigkeitsfelder zu diversifizieren, also auf verschiedene, zunächst vor allem benachbarte, sachliche oder räumliche Märkte auszudehnen.<sup>474</sup> Dies ging schließlich so weit, dass in den 1960er Jahren bis in die Mitte der 1970er Jahre konglomerate Fusionen *en vogue* waren, also solche zur Übernahme neuer Geschäftsfelder ohne Verbindung zum bisherigen Tätigkeitsgebiet.<sup>475</sup>

Der Trend zur Diversifizierung hatte mehrere Ursachen: Erstens expandierten viele US-Unternehmen in den Zwischenkriegsjahren international und traten damit in neue Auslandsmärkte ein. Zweitens und vor allem ergab sich ab dieser Zeit bis in die 1960er Jahre für US-Unternehmen – auch kriegsbedingt – durch technischen Fortschritt und verbesserte Produktionsmethoden eine Fülle neuer Produkte, die oft zugleich neue Märkte eröffneten (Diversifikation durch interne Innovation).<sup>476</sup> Vor diesem Hintergrund versprach man sich von Diversifikation Verbundvorteile bei Ausgaben für Forschung & Entwicklung und eine bessere Nutzung überschießender technischer Ressourcen.<sup>477</sup> In den 1950er und 1960er Jahren trat drittens das Motiv hinzu, zunehmendem Wettbewerbsdruck auf dem Heimatmarkt auszuweichen, und viertens das Bestreben, trotz einer strengerer Handhabung des US-Antitrust-Rechts weiter so stark (extern) zu wachsen wie aus der erfolgreichen Zeit der Kriegswirtschaft gewohnt.<sup>478</sup>

<sup>473</sup> Zu diesen Übernahmewellen und ihren Leitmotiven (*merging for monopoly, merging for oligopoly, merging for growth, conglomerate takeovers*) siehe bereits 2. Teil, § 1 I.1., S. 83 Fn. 48.

<sup>474</sup> Chandler, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), 1, 5.

<sup>475</sup> Der Anteil konglomerater Fusionen stieg von 14,9 % in den 1950er Jahren auf 36,4 % in den 1970er Jahren, *Hoskisson/Hitt, Strat. Mgmt. J.* 9 (1988), 605, 611.

<sup>476</sup> Zu beidem Chandler, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), 1, 4–6. Diversifikation fand jedenfalls in dieser Zeit also zunächst ganz überwiegend aus den Unternehmen selbst heraus statt, wobei die neue Sparte dann freilich auch als Käufer auf dem Übernahmemarkt aktiv werden konnte. Die organisationalen Vorgänge hinter solcher Diversifikation durch interne Innovation beschreibt recht anschaulich die qualitative Feldstudie von *Burgelman*, *Administrative Science Quarterly* 28 (1983), 223 ff.

<sup>477</sup> Dazu im Rückblick *Baysinger/Hoskisson*, *Academy of Management Journal* 32 (1989), 310 m. w. N.; im historischen Kontext der 1920er und 1930er Jahre, als der Diversifizierungstrend einsetzte, Chandler, Jr., *The visible hand*<sup>15</sup>, 1977, S. 473.

<sup>478</sup> Hierzu Chandler, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), 1, 16 f.; zum Beitrag des Antitrust-Rechts aus zeitgenössischer Sicht *Berg*, *Harv. Bus. Rev.* 43 (1965), 79.

Die immer größeren, diversifizierteren Unternehmen erforderten eine neue Form der Führung und des Managements. Ausgehend von der herkömmlichen zentralisierten Struktur mit funktional gegliederten Abteilungen<sup>479</sup> sowie einem zentralen Topmanagement<sup>480</sup> wären Anzahl und inhaltliche Breite der Entscheidungen auf Spitzenebene dramatisch angestiegen.<sup>481</sup> Daher gingen diversifizierte Unternehmen – insbesondere nach dem Vorbild des Chemieunternehmens DuPont<sup>482</sup> und dessen späterer Beteiligung General Motors<sup>483</sup> – zu einer sog. multidivisionalen Struktur (Spartenorganisation)<sup>484</sup> über. In ihr gab es für jeden wesentlichen sachlichen und räumlichen Markt eine autonome Sparte (Division), deren Manager jeweils für Produktion, Vertrieb, Entwicklung sowie die Gewinne ihres Bereichs verantwortlich waren (sog. Profitcenter-Organisation<sup>485</sup>). Die leitenden Manager in der Zentrale überwachten die Sparten, verteilten konzernweit Ressourcen (Human- und Sachkapital) für zukünftige Aktivitäten der Sparten<sup>486</sup> und planten die langfristige Unternehmensstrategie. Dabei unterstützte sie ein eigener Stab<sup>487</sup> von Spezialis-

<sup>479</sup> Beispiele: Produktion, Verkauf, Finanzierung, Einkauf, Forschung & Entwicklung.

<sup>480</sup> Bestehend aus den Abteilungsleitern zuzüglich eines Präsidenten und Chairman of the Board.

<sup>481</sup> Chandler, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 1, 11; mit Blick auf den Pionier DuPont Chandler, Jr., *The visible hand*<sup>15</sup>, 1977, S. 475.

<sup>482</sup> Das Chemieunternehmen DuPont leistete noch im Rahmen einer einheitlichen zentralisierten Struktur Pionierarbeit bei der Entwicklung von Kennzahlen, um Kosten und Gewinn präziser zu erfassen und unter Berücksichtigung des investierten Kapitals zueinander in Beziehung zu setzen. Dabei entwickelte DuPont unter anderem ein damals revolutionäres Schema für den Return on Investment (ROI, dt: Gesamtkapitalrentabilität) und die Bestandteile, in die sich diese Kennzahl zerlegen lässt (Chandler, Jr., *The visible hand*<sup>15</sup>, 1977, S. 444–448, mit Schaubild zu den Faktoren, aus denen DuPont den ROI berechnete; Kaplan, 59 Acc. Rev. 390, 396–398 (1984); aus dem deutschen Schrifttum ebenso mit Schaubild zum DuPont-Schema instruktiv Thommen/Achleitner/Gilbert u. a., *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*<sup>8</sup>, 2017, S. 286 f.). Dabei ging man bereits dazu über, den einzelnen Abteilungen mehr Eigenverantwortung zu übertragen, während größere Entscheidungen über die Ressourcenverteilung zunehmend zentralisiert wurden (Chandler, Jr., *The visible hand*<sup>15</sup>, 1977, S. 448 f.).

Anfang der 1920er Jahre veranlasste eine Rezession DuPont und den von ihm mehrheitlich übernommenen Automobilhersteller General Motors zu einer weitergehenden Restrukturierung, in deren Rahmen die multidivisionale Struktur entwickelt wurde (ders., *The visible hand*<sup>15</sup>, 1977, S. 457; Kaplan, 59 Acc. Rev. 390, 398–401 (1984)).

<sup>483</sup> General Motors war 1908 gegründet worden. Als der Automobilmarkt im September 1920 zusammenbrach, geriet die Gesellschaft durch Managementfehler in eine finanzielle Schieflage. Die DuPont-Gesellschaft, welche zuvor auf Anraten ihres Präsidenten Pierre du Pont in großem Umfang in General Motors investiert hatte, war zu diesem Zeitpunkt zusammen mit J. P. Morgan der größte Investor in General Motors. Beide entschieden sich daher zu einem Sanierungsversuch: DuPont übernahm zusammen mit J. P. Morgan die Schulden des Gründers von General Motors sowie einen Großteil der von ihm kontrollierten Aktien, und Pierre du Pont wurde Präsident von General Motors. In der Folgezeit baute Pierre du Pont mit weiteren Angestellten und Beratern General Motors zu einer multidivisionalen Struktur um, wobei er auf die Managemententwicklungen und auf bewährte Mitarbeiter aus der DuPont-Gesellschaft zurückgreifen konnte. Die neue Struktur übernahm sodann schrittweise andere Gesellschaften aus eigenem Antrieb (zum Ganzen instruktiv Chandler, Jr., *The visible hand*<sup>15</sup>, 1977, S. 457–463; auch zu weiteren Elementen Kaplan, 59 Acc. Rev. 390, 398–401 (1984)).

<sup>484</sup> Engl.: *multidivisional structure*; bei dem in der deutschen Betriebswirtschaftslehre verbreiteten Begriff *Spartenorganisation* werden *Sparten* und *Divisionen* synonym verstanden, siehe Thommen/Achleitner/Gilbert u. a., *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*<sup>8</sup>, 2017, S. 464 f.; Wöhe/Döring/Brösel, *Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*<sup>26</sup>, 2016, S. 111 f.

<sup>485</sup> Thommen/Achleitner/Gilbert u. a., *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*<sup>8</sup>, 2017, S. 466.

<sup>486</sup> Die Entscheidungskompetenz für (wesentliche) Investitionen war also nicht delegiert, sondern blieb der Zentrale vorbehalten (anders bei der sog. Investmentcenter-Organisation, der weitestgehenden Form der Entscheidungsdelegation, dies., *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*<sup>8</sup>, 2017, S. 466).

<sup>487</sup> Für eine nähere betriebswirtschaftliche Erläuterung der Funktion eines Stabes bzw. einer Stabsstelle siehe Thommen/Achleitner/Gilbert u. a., *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*<sup>8</sup>, 2017, S. 436 f.; Wöhe/Döring/Brösel, *Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*<sup>26</sup>, 2016, S. 107.

ten aus den Bereichen Recht und Finanzen sowie, je nach Ausgestaltung, aus operativen Funktionen.<sup>488</sup> Zugleich entwickelten sich ausgefeilte Techniken der Kontrolle und des Kostenmanagements, um die „industriellen Herzogtümer“ (*industrial empires*<sup>489</sup>) zu führen. Allen voran das von DuPont entwickelte Return-on-Investment-Schema (ROI-Schema, dt.: Gesamtkapitalrentabilität) fand weite Verbreitung.<sup>490</sup>

Die multidivisionale Struktur setzte sich von den 1920er bis zu den 1960er Jahren bei großen diversifizierten US-Industrieunternehmen schrittweise immer mehr durch.<sup>491</sup> Art und Grad der Umsetzung variierten allerdings mit dem Ausmaß der Diversifikation: In den ersten Jahrzehnten der Entwicklung dominierte meist ein Geschäftsbereich, oder mehrere diversifizierte Geschäftsbereiche waren sachlich eng verbunden. Dies erlaubte der Zentrale, die Sparten nicht nur finanziell, sondern auch noch strategisch zu kontrollieren. Umso mehr hingegen – wie in der konglomeraten Übernahmewelle der 1960er Jahre – ganz verschiedene Geschäftsbereiche nebeneinander traten,<sup>492</sup> desto eher fehlte der Zentrale die nötige Kompetenz, um operative strategische Informationen aus den disparaten Abteilungen zu verarbeiten, sodass nur ein rein finanzielles, kennzahlenorientiertes Management blieb.<sup>493</sup> Dementsprechend verließen sich Unternehmen bei ihren dezentralen finanziellen Kontrollsystemen häufig stärker auf das ROI-Kriterium, als es DuPont ursprünglich mit seinem damals revolutionären<sup>494</sup> System getan hatte.<sup>495</sup>

<sup>488</sup> Chandler, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), 1, 11; Chandler, Jr., *The visible hand*<sup>15</sup>, 1977, S. 460, 462; Loescher, *Q. Rev. Econ. Bus.* 24 (1984), 8, 9.

<sup>489</sup> Diese Wendung geht wohl insbesondere auf ein Zitat Franklin Roosevelts zurück, siehe Roe, in: Blair (Hrsg.), *The Deal Decade*, 1993, S. 321, 329.

<sup>490</sup> Chandler, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), 1, 11 f. Entwickelt hatte DuPont die ROI-Formel noch unter einer stärker zentralisierten Struktur. Dazu und zu den Elementen von DuPonts ROI-Schema oben Fn. 482 auf S. 471.

<sup>491</sup> Chandler, Jr., *The visible hand*<sup>15</sup>, 1977, S. 463 f. (1920er und 1930er Jahre: Übernahme durch große Industrieholdings), S. 476 (bei Ausbruch des Zweiten Weltkrieges noch insgesamt wenige Unternehmen mit dieser Struktur, diese waren aber die dynamischsten), S. 477 (in den Jahren nach dem Zweiten Weltkrieg Übernahme der Struktur durch große Handelsunternehmen), S. 479 f. (bis zu den 1960er Jahren hatten nahezu alle großen diversifizierten Industrieunternehmen die multidivisionale Struktur übernommen; diese Struktur erleichterte es, die breite Nachfrage der Regierung nach Rüstungsgütern im Kalten Krieg zu befriedigen und in den Europäischen Binnenmarkt zu expandieren).

Gemäß der Erhebung von Rumelt, *Strat. Mgmt. J.* 3 (1982), 359 stieg der Anteil der zu einem erheblichen Maß diversifizierten (substantially diversified) Firmen unter den Fortune-500 von 1949 bis 1974 von 30 % auf 63 %. Große diversifizierte Unternehmen waren damit zwar nicht allgemein repräsentativ für die gesamte US-Firmenpopulation, standen aber doch für einen wichtigen Teil der Industrieaktivität (Burgelman, *Administrative Science Quarterly* 28 (1983), 223).

<sup>492</sup> Tabellarisch aufbereitete Daten zur zunehmenden Verbreitung von Unternehmen mit stark diversifizierten Geschäftsfeldern sowie zum spiegelbildlichen Rückgang von Single-Business-Unternehmen im Zeitraum 1949 bis 1974 bei Rumelt, *Strat. Mgmt. J.* 3 (1982), 359, 361.

<sup>493</sup> Chandler, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), 1, 17–19; Chandler, Jr., *The visible hand*<sup>15</sup>, 1977, S. 480–482; Berg, *Harv. Bus. Rev.* 43 (1965), 79, 82 („Understanding the divisions and their products and businesses in detail, having knowledge and independent judgment about the many thousands of divisional development projects throughout the corporation [...] is simply out of question for the corporate level.“); Baysinger/Hoskisson, *Academy of Management Journal* 32 (1989), 310, 312 f., 315 f. Außerdem versprach man sich von einer rein finanziellen Ergebniskontrolle ein engagierteres Verhalten der Mitarbeiter angesichts von mehr Autonomie sowie „Übungsmöglichkeiten“ für die Ausbildung des zukünftigen leitenden Managements, Solomons, *Divisional performance*, 1965, S. 9.

<sup>494</sup> Dearden, *Harv. Bus. Rev.* 47 (1969), 124, 125: „[...] far superior to anything else then in existence.“

<sup>495</sup> Ders., *Harv. Bus. Rev.* 47 (1969), 124, 124 f., 133. In der Umfrage von Reece/Cool, *Harv. Bus. Rev.* 56 (1978), 28–30, 34, 36, 40, 42, 46, 174, 176, 30 bei den Fortune-1000-Unternehmen des Jahres 1976 gaben 65 % der Antwortenden an, die Leistung ihrer Investment-Center ausschließlich anhand des

b) *U-form vs. M-form: Pro und Contra*

Wissenschaftlichen Flankenschutz für den Trend zur diversifizierten multidivisionalen Organisation von Großunternehmen lieferte eine von *Williamson* und *Chandler* angeführte Denkschule, welche die Entwicklung in der Unternehmenspraxis mit einer griffigen Theorie unterlegte. Sie propagierte die sog. *M-form* als überlegene Organisationsstruktur für Großunternehmen. Großunternehmen sollten demnach – wie es sich in der Praxis herausgebildet hatte – multidivisional angelegt sein (*M-form*) mit quasi-autonomen Geschäftsbereichen und einer zentralen Leitung. In ersteren sollten divisionale Manager die eigentlichen Geschäftsführungsaufgaben erledigen. Die Leitung sollte sich auf strategische Entscheidungen, Bewertung und Kontrolle beschränken sowie danach Ressourcen auf die Geschäftsbereiche verteilen. Auf diese Weise sollte sie eine Art internen Kapitalmarkt organisieren, dem man im Vergleich zum externen Kapitalmarkt den Vorzug niedriger Transaktionskosten sowie besonderer Transparenz und daher Effizienz zuschrieb.<sup>496</sup> Mit einer solchen M-Form-Organisation verband man einen hohen Grad an Zielverfolgung und kostengünstigem Verhalten, der die neoklassische Gewinnmaximierungshypothese besser umsetzte als eine überkommene einheitliche Organisation (*U-form*).<sup>497</sup>

Indes meldeten sich schon in den 1960er Jahren zunehmend kritische Stimmen. Sie zielten zunächst noch vorrangig auf einzelne Elemente der Umsetzung dezentraler finanzieller Kontrollsysteme in der Praxis.<sup>498</sup> Wenig später wurden die Einwände aber grundsätzlicher und forderten mit guten Gründen,<sup>499</sup> das verbreitete ROI-Kontrollsystem aufzugeben, wengleich unter Beibehaltung der dezentralen Organisation. Die Kritiker beanstandeten unter anderem Anreize der Spartenmanager, kurzfristig zu agieren, und forderten daher längere Zeitspannen für deren Kontrolle und Bewertung.<sup>500</sup>

---

ROI zu bewerten; allg. zu den verschiedenen Graden der Nutzung des ROI für die Bewertung von Divisionen mit exemplarischer Zuordnung einzelner Branchen *Solomons*, *Divisional performance*, 1965, S. 123 f.

<sup>496</sup> Grundlegend hierzu *Williamson*, *Corporate control and business behavior*, 1970, S. 129 (*internal resource allocation*), 133 f. (*multidivision form hypothesis*), 139–141 (*M-form innovation*: effizienterer Überwachungs- und Korrekturmechanismus als der externe Kapitalmarkt), 143 f. (eingeschränkte Anwendung auch auf Konglomerate in *M-form*), 177 (zusammenfassend zur Internalisierung von Funktionen des Kapitalmarktes); instruktiv *Baysinger/Hoskisson*, *Academy of Management Journal* 32 (1989), 310, 314 f.; *Hill/Hoskisson*, *Acad. Manage. Rev.* 12 (1987), 331, 332 f.

<sup>497</sup> So dezidiert *Williamson*, *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*, 1975, S. 150; instruktive Darstellung der von *Williamson* im Einzelnen angenommenen Effizienzvorteile des Trends zu Konglomeraten bei *Loescher*, *Q. Rev. Econ. Bus.* 24 (1984), 8, 9 f.: (1) Jede Division werde infolge der Überwachung durch die Zentrale effizienter geführt, als wenn sie ein unabhängiges Unternehmen wäre, weil das zentrale Management (a) eine Ausrichtung auf Gewinne durchsetzt, (b) die Ergebnisse der Sparten laufend überwacht und (c) bei Bedarf das Sparten-Management austauscht. (2) Ineffizientes Management von Übernahmekandidaten könne permamant ausgewechselt werden. (3) Infolge der vielen Konglomerate, die nach vielversprechenden Übernahmezielen suchen, würden alle Unternehmen, einschließlich potenzieller Bieter, stark motiviert, ihre Treuepflicht gegenüber den Aktionären gut zu erfüllen.

Zum Ganzen auch schon 2. Teil, § 1 I.3. d), S. 130 ff., Text bei und in Fn. 396 auf S. 131 m. w. N.

<sup>498</sup> So beanstandete *Dearden*, *Harv. Bus. Rev.* 38 (1960), 79 ff., wie finanzielle Kontrollsysteme den Wert der in einer Abteilung getätigten Investitionen bestimmten. Das herkömmliche Vorgehen führe zu Interessendivergenzen zwischen Gesamtunternehmen und Abteilung. *Deardon* wollte deswegen die Anlagen anstatt mit ihrem Buchwert mit ihrem Wiederbeschaffungswert ansetzen (a. a. O., S. 84–86).

<sup>499</sup> Dazu Fn. 520 auf S. 476 sowie den begleitenden Text.

<sup>500</sup> So *Dearden*, *Harv. Bus. Rev.* 47 (1969), 124, 125, 132 f. mit drei Vorschlägen zur Verbesserung dezentraler finanzieller Kontrolle (a. a. O., S. 133–135): (1) Getrennte Kontrolle von Gewinnen und Sach-

Als man dann in den 1980er Jahren die US-Wirtschaft im Vergleich zu Europa und Japan im Abstieg begriffen wähnte und viele Konglomerate der 1960er Jahre im Rahmen der vierten Übernahmewelle aufgesprengt wurden, geriet das *management by the numbers*, angeführt durch *Hayes/Abernathy*,<sup>501</sup> *Reich*,<sup>502</sup> *Deming*<sup>503</sup> sowie *Johnson/Kaplan*,<sup>504</sup> endgültig grundsätzlich in Misskredit. Mehr als früher ging nun ein zentraler Kritikpunkt an der diversifizierten *M-form* dahin, dass Divisionsmanager bedingt durch die internen Kontrollsysteme kurze Zeithorizonte entwickelten und deshalb risikante Investitionen in Forschung & Entwicklung selbst dann mieden, wenn sie einen positiven Kapitalwert versprachen.<sup>505</sup> Ähnliche Gefahren sah man hinsichtlich anderer Ausgaben für einen langfristigen Unternehmenserfolg, vor allem für Sachinvestitionen<sup>506</sup> und strategische Planung.<sup>507</sup> In diesem Zusammenhang rügte man insbesondere, dass die Zentrale die Leistung der Divisionsmanager verbreitet auf Grundlage kurzfristiger Gewinn- bzw. Renditeziele bewertete, namentlich des – in der Tat ungeeigneten<sup>508</sup> – ROI oder einer verwandten Kennzahl.<sup>509</sup> In derartigen multidivisionalen Strukturen könne

---

anlagen (fixed assets), (2) Modifikation des Preissystems für den unternehmensinternen Leistungstransfer und (3) zumindest partielle Verlängerung der Zeitspannen zur Bewertung von Divisionsmanagern auf Zeiträume von mehr als einem Jahr; im Ansatz auch schon *Berg*, *Harv. Bus. Rev.* 43 (1965), 79, 83 mit dem Hinweis, dass eine langfristige Ausrichtung zulasten kurzfristiger Gewinne für Divisionsmanager angesichts der Art ihrer Bewertung nicht attraktiv ist, selbst wenn die Zentrale an sich ein solches Verhalten wünscht.

Die Unsicherheit darüber, wie divisionale Strukturen sachgerecht zu führen seien, zeigte sich auch daran, dass die Financial Executive Research Foundation eine ausführliche wissenschaftliche Studie zu dem Thema in Auftrag gab (in Buchform veröffentlicht als *Solomons*, *Divisional performance*, 1965). Unterstützt wurde sie durch eine Projektgruppe von Vertretern namhafter Konzerne (darunter Celanese, Heinz, Johnson & Johnson, General Electric, Schlumberger, McGraw-Hill und Allied Chemical Corp.), eine nicht minder namhafte Liste von Konzernen nahm an der Studie unmittelbar teil (darunter DuPont, General Electric, Johnson & Johnson, Merck & Co., Shell), *ders.*, *Divisional performance*, 1965, S. viii, xi.

<sup>501</sup> Dazu 2. Teil, § 1 I.3.a)aa), S. 89 ff.

<sup>502</sup> Dazu 2. Teil, § 1 I.3.a)bb), S. 92 f.

<sup>503</sup> Dazu 2. Teil, § 1 I.3.a)cc), S. 93 f.

<sup>504</sup> Dazu 2. Teil, § 1 I.3.a)dd), S. 94 ff.

<sup>505</sup> *Baysinger/Hoskisson*, *Academy of Management Journal* 32 (1989), 310, 314 m. w. N. zum Schrifttum; eingehend, mit empirischer Studie zur relativen Höhe von F & E-Ausgaben in verschiedenen diversifizierten Unternehmen *Hoskisson/Hitt*, *Strat. Mgmt. J.* 9 (1988), 605 ff., einschließlich kurzem Überblick zu den divergierenden Ergebnissen vorangegangener Studien (a. a. O., S. 607); unter Einbeziehung des Kapitalmarktes als hinzutretendem Einflussfaktor *Hill/Hitt/Hoskisson*, *Academy of Management Executive* 2 (1988), 51, 51, 54 ff.

<sup>506</sup> *Rappaport*, *Harv. Bus. Rev.* 56 (1978), 81, 81 f.; siehe auch zu Investitionen in immaterielle Güter *Solomons*, *Divisional performance*, 1965, S. 124 f.

<sup>507</sup> *Stonich*, *Strat. Mgmt. J.* 2 (1981), 345, 345, 348; aus britischer Sicht *Demirag*, *Eur. J. Fin.* 4 (1998), 195, 199 f. m. w. N.

<sup>508</sup> Siehe dazu sogleich den Nachweis in Fn. 520 auf S. 476 sowie den begleitenden Text.

<sup>509</sup> *Rappaport*, *Harv. Bus. Rev.* 56 (1978), 81, 82 f., 85 bezogen auf ROI sowie Gewinn pro Aktie (*earnings per share*, EPS); *Stonich*, *Strat. Mgmt. J.* 2 (1981), 345–348 mit Blick auf Vergütung anhand des Return on Investment (ROI) bzw. Return on Assets (ROA) der Geschäftseinheit; *Pinches*, *Financial Management* 11 (1982), 6, 16 bezogen auf kurzfristige Bilanzkennzahlen wie Gewinn pro Aktie oder Beitrag zum aktuellen Gewinn; *Loescher*, *Q. Rev. Econ. Bus.* 24 (1984), 8, 12 f. mit Blick auf kurzfristige Ziele insbesondere anhand des ROI; *Hill/Hitt/Hoskisson*, *Academy of Management Executive* 2 (1988), 51, 54 f. mit Blick auf ROI-Ziele für die Divisionen; sehr kritisch zu kurzfristiger Fokussierung auf ROI-Kennzahlen auch *Hayes/Abernathy*, *Harv. Bus. Rev.* 58 (1980), 67, 70, 72 f., 77; ebenso kritisch *Kaplan*, 59 *Acc. Rev.* 390, 408–411 (1984) mit Erörterung verschiedener Möglichkeiten, wie sich Gewinn- und ROI-Ziele mit unproduktivem, kurzfristigem Verhalten erreichen lassen, zudem a. a. O., S. 412 dazu, dass diese Defizite wohl dadurch nun gravierender zum Tragen kamen, dass sich die Verweildauern von Managern auf einem Posten und in einem Unternehmen verkürzt hatten.

das zentrale Management divisionale Manager nicht zu Investitionen motivieren, deren Erträge sich erst langfristig zeigen.<sup>510</sup> Stellenweise verknüpfte man diese *Short-termism*-Kritik mit jener am Aktien- und Übernahmemarkt, indem man argumentierte, dass der Druck kurzfristiger institutioneller Investoren und drohender Übernahmen die Kurzfristigkeitstendenz weiter verstärkte<sup>511</sup> bzw. die kurzfristige divisionale Leistungsmessung den Druck des Aktienmarktes an divisionale Manager weitergebe.<sup>512</sup>

Die Einwände wurden in den Folgejahren theoretisch und empirisch weiter ausgebaut und differenzierter vorgetragen, insbesondere nach dem Grad der Diversifikation<sup>513</sup> und der Art der Vergütung der Spartenmanager.<sup>514</sup>

### c) Fazit und heutige Bewertung

Im Grunde war man sich bald darüber einig – und ist es nach wie vor –, dass stark kurzfristig ausgerichtete finanzielle Leistungsmaße und Anreizsysteme einen schädlichen Druck zu kurzfristigem Handeln erzeugen können. *Chandler* selbst stellte rückblickend Fehlentwicklungen durch die Ausrichtung der internen Kapitalbudgetierung und Leistungsbewertung an Finanzkennzahlen fest, insbesondere verkürzte Zeithorizonte von Managern. Er erblickte den Fehler dabei ähnlich wie *Johnson/Kaplan* in „Relevance Lost“ weniger in den Techniken an sich als in der Art ihrer Anwendung. In ähnlicher Weise wurde die pauschale Kritik an kennzahlenorientierten Managementpraktiken bereits mit dem Ende der ersten Welle der *Short-termism*-Debatte zunehmend differenzierter.<sup>515</sup>

Gleiches gilt für die Beurteilung einer dezentralisierten Unternehmensorganisation nach Sparten (Divisionen). Dass eine solche bei Unternehmenswachstum und Diversifikation nützlich bzw. sogar geboten sein kann, erkannten und erkennen viele Vertreter von *Short-termism*-Bedenken an.<sup>516</sup> Auch das Konzept des effizienteren internen Kapital-

---

Zur hohen Verbreitung der Bewertung von Divisionen anhand des ROI siehe oben Fn. 495 auf S. 472 f.

<sup>510</sup> *Berg*, Harv. Bus. Rev. 43 (1965), 79, 83; *Loescher*, Q. Rev. Econ. Bus. 24 (1984), 8, 13; *Hoskisson/Hitt*, Strat. Mgmt. J. 9 (1988), 605, 608; *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 832.

<sup>511</sup> *Loescher*, Q. Rev. Econ. Bus. 24 (1984), 8, 14-6 unter Verweis auf eine deutliche Erhöhung der Aktienumschlagsrate zwischen 1960 und 1980.

<sup>512</sup> *Hill/Hitt/Hoskisson*, Academy of Management Executive 2 (1988), 51, 51, 55–57; *Segelod*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 245.

<sup>513</sup> Dazu *Hoskisson/Hitt*, Strat. Mgmt. J. 9 (1988), 605, 609 f.; *Mitchell/Bromiley/Souder*, A Comparison of Explanations for Firm Temporal Orientations <[http://gfr-mo.dauphine.fr/fileadmin/mediatheque/masters/crepa/A\\_Comparison\\_of\\_Explanations\\_-\\_Org\\_Science\\_with\\_Cover.pdf](http://gfr-mo.dauphine.fr/fileadmin/mediatheque/masters/crepa/A_Comparison_of_Explanations_-_Org_Science_with_Cover.pdf)>, S. 6–7 (geprüft am 11.06.2020), die jeweils mit einem moderaten Grad von Diversifikation eine längerfristige Ausrichtung verbinden, während sich dieser Zusammenhang bei hoher Diversifikation mit finanzieller Kontrolle einer multidivisionalen Struktur umkehre; ferner *Hill/Snell*, Strat. Mgmt. J. 9 (1988), 577, 581, 585, 588.

<sup>514</sup> Dazu siehe *Hoskisson/Hitt/Hill*, Org. Science 4 (1993), 325 ff.

<sup>515</sup> Dazu 2. Teil, § 1 I.3.d), S. 130 ff., Text bei und in Fn. 400 auf S. 132, Fn. 401 auf S. 132, jeweils m. w. N.

<sup>516</sup> *Dearden*, Harv. Bus. Rev. 47 (1969), 124, 134: „[...] I believe that an alternative to the ROI system is *not* the recentralization of profit responsibility. In modern business, it is necessary to delegate profit responsibility down the line [...]. Most large businesses are much too complex to make these [correct economic] trade-offs at the top (or near top) levels of the organization. This being the case, it is necessary to have a system of management control where profit responsibility has been decentralized.“ [Herüberhebung im Original]; *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 832: „Another target is the multidivisional structure, which is generally a necessary response to corporate growth and diversification and which plays a critical role in the ability of corporate headquarters to evaluate the performance of divisions.“ Zudem *Hoskisson/Hitt*, Strat. Mgmt. J. 9 (1988), 605, 618: „Ultimately, this line of research should take us beyond the overly simplified U-form/M-form dichotomy.“

marktes hat weiterhin seine Gültigkeit.<sup>517</sup> Dementsprechend ist die multidivisionale Struktur (Spartenorganisation) heute ein etablierter, im Detail differenziert bewerteter Bestandteil des betriebswirtschaftlichen Werkzeugkastens<sup>518</sup> und nach wie vor das idealtypische Strukturmuster, welches bei Großunternehmen am weitesten verbreitet ist.<sup>519</sup>

Das Kriterium der Gesamtkapitalrentabilität (ROI) ist ebenfalls nicht aufs Abstellgleis geraten. Allerdings ist heute anerkannt, dass sich der ROI jedenfalls allein nicht eignet, um Bereichsmanager zu bewerten oder zu vergüten, weil dies gravierende Fehler bei der dezentralen Investitionssteuerung provozieren würde. Insbesondere würden Bereichsmanager bei einperiodigen Projekten zu geringe Investitionsanreize erhalten und bei mehrperiodigen Projekten ermuntert, alte, abgeschriebene Anlagen selbst dann nicht zu erneuern, wenn die Ersatzanlage einen höheren Kapitalwert einbrächte.<sup>520</sup> Sofern man den ROI für Planung und Controlling verwenden will, müssen daher andere (absolute und relative) Kennzahlen hinzutreten.<sup>521</sup> Mit diesen Vorbehalten wird der ROI aber durchaus noch als Instrument zur Steuerung verschiedener Geschäftsbereiche diskutiert.<sup>522</sup> Im Übrigen wird er verbreitet eingesetzt, um die Kapitalstruktur eines Unternehmens zu bewerten und zu optimieren.<sup>523</sup>

<sup>517</sup> Dementsprechend findet es sich nach wie vor in der aktuellen Lehrbuchliteratur, siehe *Picot/Dietl/Franck u. a., Organisation*<sup>7</sup>, 2015, S. 415.

<sup>518</sup> Siehe nur *Thommen/Achleitner/Gilbert u. a., Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*<sup>8</sup>, 2017, S. 464–466 mit konziser Gegenüberstellung von Vorteilen und Nachteilen dieser Organisationsform; ausführlicher *Bach/Brehm/Buchholz u. a., Organisation*<sup>2</sup>, 2017, S. 290–295 mit näherer Würdigung der Vor- und Nachteile, Modifikationsmöglichkeiten und kurzer Vorstellung der Spartenorganisation der Bayer AG; eingehend *Frese/Graumann/Theuvsen, Grundlagen der Organisation*<sup>10</sup>, 2012, S. 192 f., 258–260 (Reorganisation DuPonts), 427 f. (differenzierende Bewertung von Spartenorganisation und Diversifikation), S. 436–456 (eingehende Erörterung der Merkmale, Vor- und Nachteile sowie verschiedener Forschungsstränge und Beispiele aus der Praxis); *Picot/Dietl/Franck u. a., Organisation*<sup>7</sup>, 2015, S. 394–415.

<sup>519</sup> *Bach/Brehm/Buchholz u. a., Organisation*<sup>2</sup>, 2017, S. 291; *Picot/Dietl/Franck u. a., Organisation*<sup>7</sup>, 2015, S. 394.

<sup>520</sup> Dazu sehr instruktiv *Ewert/Wagenhofer, Interne Unternehmensrechnung*<sup>8</sup>, 2014, S. 473–478 (einperiodige Investitionsprojekte), S. 519–523 (mehrperiodige Investitionsprojekte). Der erste Effekt beruht im Kern darauf, dass ein Manager, der mit seinem Bereich eine besonders hohe Gesamtkapitalrentabilität (ROI) vorweisen möchte, nur das (aller-)rentabelste Projekt durchführen wird. Denn weitere Projekte mit geringerem ROI würden den ROI der Sparte nur nach unten ziehen, selbst wenn sie einen deutlich positiven Kapitalwert aufweisen, also den Gewinn des Unternehmens steigern würden (dazu auch *Picot/Dietl/Franck u. a., Organisation*<sup>7</sup>, 2015, S. 409). Der zweite Effekt beruht darauf, dass beim ROI das Kapital, zu dem die Rendite in Bezug gesetzt wird, herkömmlich den Buchwerten entnommen wird. Dies bedeutet, dass die Kapitalbasis, auf welche die Rendite beim ROI bezogen wird, im Zeitablauf durch Abschreibungen sinkt. Hierdurch kann eine Ersatzinvestition (vorübergehend) den ROI verschlechtern, selbst wenn sie dem Kapitalwert nach lohnt, also den Gewinn des Unternehmens erhöht.

<sup>521</sup> *Amann/Petzold, Management und Controlling*, 2014, S. 159.

<sup>522</sup> Siehe *Picot/Dietl/Franck u. a., Organisation*<sup>7</sup>, 2015, S. 409, im Folgenden S. 410 f. auch zu anderen möglichen Steuerungskennzahlen (Economic Value Added, aktienorientierte Vergütung); empirisch siehe aus neuerer Zeit etwa die umfragebasierte Studie von *Abernethy/Bouwens/van Lent, Contemporary Accounting Research* 30 (2013), 925 ff., die mit strukturierten Interviews von Managern eines westeuropäischen Landes einen positiven Zusammenhang zwischen bilanzbasierten Renditemaßen wie dem ROI und der Zeit ermitteln, die der Manager für Tätigkeiten mit einem langfristigen Fokus einsetzt. Allerdings hat die Studie mehrere Schwachstellen. So unterscheidet sie nicht nach einzelnen Renditemaßen, weshalb sie die Diskussion um die Defizite des ROI nur streift (a. a. O., S. 929 f.), sie misst das Verhältnis lang- zu kurzfristiger Tätigkeit nur quantitativ, nicht qualitativ, und die befragten Manager wurden jeweils von der Unternehmensspitze vorgegeben (a. a. O., S. 933), womit ein *selection bias* naheliegt.

<sup>523</sup> Siehe etwa *Becker, Investition und Finanzierung*<sup>6</sup>, 2013, S. 10 f. (Erläuterung des Leverage-Effektes); *Thommen/Achleitner/Gilbert u. a., Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*<sup>8</sup>, 2017, S. 280, 286–288, 324–326 (Gesamtkapitalrentabilität bzw. ROI als Kennzahl zur Finanzkontrolle und zur Optimierung der Kapitalstruktur); *Nell/Schmidt, KoR* 2016, 179 ff. (ROI als Maßgröße, um die Effizienz des Kapital-

Nach alledem war und ist die entscheidende Frage, wie Leistungsmaße genutzt und wahrgenommen werden<sup>524</sup> und wie sie auf Struktur sowie Diversifikationsgrad des Unternehmens abgestimmt sind. Hierzu hat es in der *Short-termism*-Debatte frühzeitig Vorschläge gegeben, die oftmals heute noch aktuell sind: Zur sachgerechten Motivation der Manager hat man etwa empfohlen, mehrjährige Beurteilungsperioden<sup>525</sup> mit Aktienvergütung zu verwenden,<sup>526</sup> qualitative und quantitative strategische Faktoren in die Beurteilung einzubeziehen,<sup>527</sup> ebenso wie nicht bilanzierbare Beiträge zur langfristigen Wertschöpfung,<sup>528</sup> und dies alles bei Bedarf in einem Vergütungssystem zu verbinden.<sup>529</sup> Flankierend hat man frühzeitig geraten, gegenüber Investoren in erweitertem Umfang über nicht finanzielle, zukunftsgerichtete Informationen zu berichten,<sup>530</sup> und vertiefte, längerfristige Bindungen zwischen Investoren und Management angemahnt.<sup>531</sup>

Blickt man auf die aktuelle Debatte, scheint wenig davon zu allseitiger Zufriedenheit beherzigt worden zu sein, frei nach dem geflügelten Wort *Francesco Guicciardinis*, dass nur allzu oft etwas erkannt wird, ohne dass es in die Tat umgesetzt wird. Mitte 2017 hat ein renommierter Wissenschaftler gar an prominenter Stelle eine „Finanzialisierung“ der Corporate Governance beklagt,<sup>532</sup> dergestalt, dass Manager, die anhand finanzieller Vorgaben vergütet oder gemäß kurzfristiger Bilanzkennzahlen bewertet werden, Anreize hätten, sich für kurzfristige finanzielle Ziele einzusetzen und auf wertsteigernde langfristige Investitionen zu verzichten (*Short-termism*).<sup>533</sup>

Bei näherer Betrachtung verwundert der geringe Fortschritt nur bedingt. Die in den 1980er Jahren angestellten Überlegungen zur Organisation und Steuerung zeigten eher Fehler im damaligen Kontext auf, als ein hinreichend genaues Rezept für ein sachgerechtes Vorgehen anzugeben. Für ein solches muss man zunächst untersuchen, wann und warum sich Manager veranlasst sehen können, kurzfristig zu handeln,<sup>534</sup> bzw. warum umgekehrt Aktionären bzw. Investoren daran gelegen sein kann, Manager anhand kurz-

---

einsatzes bei der Analyse von Konzernabschlüssen einzuschätzen); *Hund/Hammer*, in: Klamar/Sommer/Weber (Hrsg.), *Der effiziente M&A Prozess*, 2013, 127–155, 129 f., 132 f. (zum Leverage-Effekt und zu Risiken von LBOs); *Weber*, in: Klamar/Sommer/Weber (Hrsg.), *Der effiziente M&A Prozess*, 2013, 227–259, 241 (zur Optimierung des betrieblich gebundenen Vermögens).

<sup>524</sup> *Segelod*, *Int. J. Production Economics* 63 (2000), 243, 245. Siehe auch eingehend und differenzierend zu Reputationseffekten bei Investitionsentscheidungen von Managern *Hirshleifer*, *Financial Management* 22 (1993), 145 ff.

<sup>525</sup> *Dearden*, *Harv. Bus. Rev.* 47 (1969), 124, 134 f.

<sup>526</sup> *Rappaport*, *Harv. Bus. Rev.* 56 (1978), 81, 85 (*deferred stock*); *Stonich*, *Strat. Mgmt. J.* 2 (1981), 345, 349 f. (*deferred stock*, Optionen oder virtuelle Aktien).

<sup>527</sup> *Rappaport*, *Harv. Bus. Rev.* 56 (1978), 81, 85 (Marktanteil, Produktivitätsniveau, Maße für Produktqualität und Personalentwicklung usw.); *Kaplan*, 59 *Acc. Rev.* 390, 415 (1984) (geringere Gewichtung finanzieller Leistungsmaße, stattdessen Betonung multipler Leistungsmaße, einschließlich subjektiver Beurteilung).

<sup>528</sup> *Rappaport*, *Harv. Bus. Rev.* 56 (1978), 81, 85 f.; *Stonich*, *Strat. Mgmt. J.* 2 (1981), 345, 350; spiegelbildlich auch *Dearden*, *Harv. Bus. Rev.* 47 (1969), 124, 134: Bereinigung um Abschreibungen und andere Zuweisungen versunkener Kosten.

<sup>529</sup> Dafür explizit *Stonich*, *Strat. Mgmt. J.* 2 (1981), 345, 351, der eine Kombination als „most effective way“ zur Förderung zukunftsorientierten Verhaltens bezeichnet.

<sup>530</sup> *Rappaport*, *Harv. Bus. Rev.* 56 (1978), 81, 87.

<sup>531</sup> *Hill/Hitt/Hoskisson*, *Academy of Management Executive* 2 (1988), 51, 58.

<sup>532</sup> *Admati*, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), 131 ff.

<sup>533</sup> *Dies.*, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), 131, 135, 137 f.

<sup>534</sup> Sei es aus *takeover threats*, angesichts *signal jamming*, aufgrund von *career concerns* oder mit Blick auf häufige Managerfluktuation usw.

fristiger finanzieller Ergebnisse zu vergüten.<sup>535</sup> Damit führt die Debatte um Organisation und Steuerung von Unternehmen letztlich auf die bereits behandelten modelltheoretischen Erklärungen für *Short-termism* zurück. Dementsprechend räumt die moderne Literatur zu Organisation und Management diesen Fragen breiteren Raum ein.<sup>536</sup>

Im zweiten Schritt kann man nach geeigneten Möglichkeiten suchen, um im Einzelfall eine sachgerechte Motivation zu erreichen. Die moderne Forschung zu interner Unternehmensrechnung unterstützt dies mit wertvollen Erkenntnissen zu den Vor- und Nachteilen verschiedener Leistungskennzahlen. Sie zeigt indes eindrücklich, dass es die ideale Kennzahl nicht gibt. In der Theorie schneidet wohl noch eine Vergütung anhand des Residualgewinns am besten ab, da diese zumindest das Potenzial optimaler Investitionssteuerung bietet.<sup>537</sup> Ob nicht finanzielle Kennzahlen, wie sie in jüngerer Zeit verbreitet empfohlen werden, eine exzessiv kurzfristige Orientierung stets zuverlässig verhindern, ist hingegen nicht gesichert.<sup>538</sup>

### 3. Kultur

#### a) Einordnung in die Short-termism-Debatte

Die vor allem in den USA geführte Diskussion um *Short-termism* durch kurzfristige divisionale Steuerung ist in mehrfacher Hinsicht eng mit Fragen der Organisations- bzw. Unternehmenskultur<sup>539</sup> verbunden:

Erstens teilen die angloamerikanische *Short-termism*-Debatte und das Forschungsfeld Unternehmenskultur ideen- bzw. wissenschaftsgeschichtlich zentrale Antriebsmomente: Dieselben Entwicklungen, welche in den 1980er Jahren und um die Jahrtausend-

<sup>535</sup> Sei es, um die Fähigkeit eines Unternehmens- oder Fondsmanagers schnell einschätzen zu können, um Stakeholder mit einem *breach of trust* auszubeuten, um eigene *hold-up losses* zu vermeiden oder um auf einem imperfekten Kapitalmarkt trotz Informationsasymmetrien Kapital einzuwerben.

<sup>536</sup> Siehe *Kräkel*, Organisation und Management<sup>6</sup>, 2015, insb. S. 186 ff., 305 ff.

<sup>537</sup> Siehe *Ewert/Wagenhofer*, Interne Unternehmensrechnung<sup>8</sup>, 2014, S. 542, 558 f.

<sup>538</sup> So ermitteln *Marginson/McAulay/Roush u. a.*, Acc. & Bus. Res. 40 (2009), 353 ff. in ihrer Umfragestudie bei Managern eines großen, weltweit führenden Telekommunikationsunternehmens, dass nicht finanzielle Maße zu einer stärkeren Kurzfristorientierung (*Short-termism*) führen, wenn sie genutzt werden, um Manager in Relation zu vorgegebenen Zielen zu bewerten. Werden die nicht finanziellen Maße hingegen interaktiv eingesetzt, d. h. um einen Dialog über strategische Unsicherheit zu fördern, reduziert dies der Studie zufolge *Short-termism*. Umgekehrt finden die Autoren in ihrer Intra-Unternehmensstudie keine Belege dafür, dass finanzielle Maße mit *Short-termism* verbunden sind.

<sup>539</sup> Die Begriffe Unternehmenskultur und Organisationskultur werden im Schrifttum oft synonym verwendet, *Baetge/Schewe/Schulz u. a.*, JfB 57 (2007), 183, 186 Fn. 5. Mitunter wird feiner unterschieden und Organisationskultur als übergreifender Terminus verstanden, der für Organisationen mit und ohne Gewinnerzielungsabsicht (*for-profit / not-for-profit*) gilt, während Unternehmenskultur speziell auf den For-Profit-Bereich bezogen, also als Teilmenge von Organisationskultur definiert wird (so *Sackmann*, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 1 Fn. 1). Generell firmiert das Themenfeld in der deutschsprachigen Wissenschaft eher unter dem Schlagwort Unternehmenskultur (siehe *dies.*, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017; *Heider*, Unternehmenskultur und Innovationserfolg in Familienunternehmen, 2017; *Homma/Bauschke/Hofmann* (Hrsg.), Einführung Unternehmenskultur, 2014; *Heinz*, Grundlagen und Methoden zur Erhebung einer Unternehmenskultur, 2012), in der englischsprachigen Wissenschaft hingegen eher unter *organizational culture* (siehe beispielhaft *Robbins/Judge*, Organizational behavior<sup>17</sup>, 2017, S. 562–597; *Schein*, Organizational culture and leadership<sup>4</sup>, 2010). Demgegenüber behandeln deutschsprachige Bücher zur Organisationsforschung „Kultur“ meist nur am Rande (siehe etwa *Schreyögg/Geiger*, Organisation<sup>6</sup>, 2016, S. 108, 294; *Picot/Dietl/Franck u. a.*, Organisation<sup>7</sup>, 2015, S. 492; *Frese/Graumann/Theuvsen*, Grundlagen der Organisation<sup>10</sup>, 2012, S. 126–132). Vor diesem Hintergrund, insbesondere weil hier deutsch- und englischsprachiges Schrifttum ausgewertet wird, verwende ich die Begriffe im Folgenden synonym.

wende die *Short-termism*-Diskussion in den USA befeuerten – zuerst der relative Abstieg der US-Industrie gegenüber Japan und ferner Deutschland, später spektakuläre Bilanzskandale –, sorgten dafür, dass das Thema Unternehmenskultur mehr Aufmerksamkeit erhielt und sich als eigenständiges Forschungsfeld etablierte.<sup>540</sup>

Zweitens bestehen zwischen beiden Materien große inhaltliche Schnittflächen: So weisen die Organisation eines Unternehmens und die Kriterien, nach denen es seine Angestellten entlohnt, zugleich darauf hin, ob die Unternehmenskultur lang- oder kurzfristige Ziele bzw. eine lang- oder kurzfristige Art des Wirtschaftens in den Vordergrund stellt.<sup>541</sup> Ähnliches gilt für die Kriterien, nach denen ein Unternehmen Investitionsmöglichkeiten bewertet.<sup>542</sup> Darüber hinaus beeinflusst die Unternehmenskultur viele Umstände, aus denen sich gemäß der ökonomischen Theorie ineffizient kurzfristiges Verhalten ergeben kann. Das betrifft insbesondere die Aufstiegsmodalitäten und die Fluktuationsrate der Mitarbeiter (*career concerns*) sowie das Ausmaß, in dem Interessen von Stakeholdern berücksichtigt werden (Potenzial für externe Effekte und *breach of trust*).<sup>543</sup> Umgekehrt kann eine langfristige Identifikation mit den Zielen des Unternehmens Mitarbeiter in hohem Maße motivieren, dadurch eine leistungsabhängige Vergütung unnötig machen und so die Gefahr kurzfristigen Verhaltens senken.<sup>544</sup>

Vor diesem Hintergrund liegt es nahe, Ursachen von *Short-termism* auch und gerade in der Kultur eines Unternehmens zu suchen. Diese wird ihrerseits von der Kultur der (Volks-)Wirtschaft beeinflusst, aus welcher das Unternehmen stammt.<sup>545</sup> *Short-termism*

<sup>540</sup> Siehe dazu die instruktive Darstellung der Entwicklung des Konzepts Unternehmenskultur in der modernen Managementlehre von Sackmann, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 2–10; allg. dazu, dass der Begriff Unternehmenskultur (*corporate culture*) vor 1982 nur selten verwandt wurde, während er heute geradezu inflationär gebraucht wird, McShane/von Glinow, Organizational behavior<sup>8</sup>, 2018, S. 398 i. V.m. den Nachweisen zu einzelner früherer Verwendung und späterer Popularisierung des Begriffs auf S. EN-79 note 45.

<sup>541</sup> Stonich, Strat. Mgmt. J. 2 (1981), 345, 347; Sackmann, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 110.

<sup>542</sup> Vgl. Laverty, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 846, der hierbei auch die Bedeutung professioneller Standards und ihrer zeitlichen Orientierung betont.

<sup>543</sup> Robbins/Judge, Organizational behavior<sup>17</sup>, 2017, S. 569–570, zudem Sackmann, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 124 (Fluktuation), 277 (zur Vergütung, insbesondere im Bankensektor), 301 (Berücksichtigung von Stakeholder-Belangen). Hierüber dürfte im Ergebnis Einigkeit bestehen, auch wenn hierbei Unternehmens- bzw. Organisationskultur und Unternehmensklima zusammenspielen und ihre Abgrenzung umstritten ist. Während die einen das Organisationsklima bzw. Unternehmensklima als ein Produkt der Unternehmenskultur beschreiben (so Robbins/Judge, Organizational behavior<sup>17</sup>, 2017, S. 568: „culture creates climate“), trennen andere stärker, indem sie die Unternehmenskultur als langfristiges und kollektiv verankertes Phänomen begreifen, also als die kollektiven Erwartungen des Unternehmens an einen „guten“ Mitarbeiter und an eine „gute“ Führungskraft, während das Organisations- oder Betriebsklima die momentanen individuellen Erwartungen des einzelnen Mitarbeiters und der einzelnen Führungskraft gegenüber dem Unternehmen ausdrückt. Das Organisationsklima lässt sich danach leichter und schneller beeinflussen. Gleichwohl erkennt auch diese Sicht eine Wirkung der Unternehmenskultur auf das Klima an, indem die Unternehmenskultur den Spielraum an erwartetem und erwünschtem bzw. nicht erwünschtem Verhalten vorgibt, Sackmann, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 64–66; wohl auch Schein, Organizational culture and leadership<sup>4</sup>, 2010, S. 24 und Baetge/Schewe/Schulz u. a., JfB 57 (2007), 183, 186 Fn. 5, denen zufolge sich die Unternehmenskultur im Klima manifestiert; für ihre empirische Betrachtung fassen Baetge u. a. gleichwohl beide Begriffe zusammen.

<sup>544</sup> Stonich, Strat. Mgmt. J. 2 (1981), 345, 348, Sackmann, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 5, beide unter Verweis auf Japan.

<sup>545</sup> Homma, in: Homma/Bauschke/Hofmann (Hrsg.), Einführung Unternehmenskultur, 2014, S. 185, 190 f.

könnte demnach durch bestimmte kulturelle Kontexte zwischen nationaler, professioneller und organisationaler Ebene bedingt sein.<sup>546</sup>

### b) Short-termism und gesellschaftliche Kultur

Mögliche kulturelle *Short-termism*-Treiber haben herkömmlich vorwiegend mit Blick auf unternehmensübergreifende Einflüsse breitere Aufmerksamkeit erhalten. Das dürfte im Wesentlichen darin begründet liegen, dass *Short-termism*-Debatten bis zur Finanzkrise weitgehend landesspezifisch verlaufen sind: Kritik an exzessivem *Short-termism* war lange und ist in guten Teilen weiterhin eng mit der Sorge verbunden, die eigene Volkswirtschaft falle gegenüber ausländischen Konkurrenten zurück (so in der angloamerikanischen Debatte) oder werde durch fremde Störfaktoren in der bewährten heimischen Corporate Governance gefährdet (so etwa in der Weimarer Republik, der Heuschreckendebatte und in Frankreich nach der Finanzkrise). Soweit danach ein volkswirtschaftsweites Phänomen in Rede steht, liegt es nahe, die Ursache in Faktoren mit ähnlichem Wirkungskreis zu suchen.

Ansätze, die *Short-termism* als gesellschaftskulturell bedingt begreifen, finden sich dementsprechend prominent und frühzeitig in der angloamerikanischen Debatte. Schon um 1900 war das unablässige Vergleichen der wirtschaftlichen, technischen, wissenschaftlichen und kulturellen Errungenschaften der „fortgeschrittenen“ Länder kennzeichnend.<sup>547</sup> In den 1930er und 1970er Jahren gingen diese Überlegungen in die – primär ökonomischen – Vorläufer der britischen *Short-termism*-Debatte ein.<sup>548</sup> Insbesondere in den 1980er und 1990er Jahren stellte man dann im angloamerikanischen Schrifttum ein kurzfristiges Governance-Modell in den USA und dem Vereinigten Königreich einem langfristigen Governance-Modell in Japan und Deutschland gegenüber.<sup>549</sup> In den 1990er Jahren integrierte *Hofstede* diese Vorstellung in sein wegweisendes Kulturmodell, das bis heute weit verbreitet ist.<sup>550</sup> *Hofstede* stellt einen Zusammenhang her zwischen der als lang- oder kurzfristig charakterisierten Kultur einer bestimmten Gesellschaft einerseits sowie der kurz- oder langfristigen Ausrichtung von Managern und Unternehmen andererseits und hat – später allerdings eingeschränkt – der jeweiligen Orientierung einen wesentlichen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum zugesprochen. Eine grob ähnliche Dichotomie hat *Michel Albert* aus kontinentaleuropäischer Sicht mit „Capitalisme

<sup>546</sup> Siehe *Tonello*, Revisiting stock market short-termism, 2006, S. 6 f.; knapp *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 670 Fn. 4, allerdings mit verfehltm Verweis auf *Stulz*, Eur. Financial Management 2 (1996), 11 ff., der sich nicht mit Aspekten nationaler Kultur, sondern mit US-amerikanischer vs. japanischer Aktionärs- und Finanzierungsstruktur befasst (näher zu seinen Thesen oben 2. Teil, § 1 I.3.d), S. 130 ff., Fn. 416 auf S. 135). Allgemein zur Notwendigkeit, konzeptionell zwischen kulturellen Überzeugungen danach zu trennen, ob sie unternehmensspezifisch sind oder anderen kulturellen Kontexten angehören (bestimmte professionelle Gruppierung, regionales Umfeld, spezifische Branche oder nationaler Kulturkontext), *Sackmann*, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 66–69, 224.

<sup>547</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 II.1., S. 160 ff., Text bei Fn. 590 auf S. 163, 591 auf S. 163.

<sup>548</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 II.2.a), b)aa) und cc), S. 167 ff., 172 ff., 178 f.

<sup>549</sup> Eingehend 1. Teil, § 1 I.3., S. 89 ff., 2. Teil, § 1 II.3., S. 180 ff., insb. II.3.b)cc)(3), S. 224 ff. Die Unterschiede sah man dabei sowohl in der sozialgesellschaftlichen Kultur als auch in der subkulturellen Prägung bestimmter Berufsgruppen wie Buchhaltern begründet, siehe beispielhaft *Demirag/Tylecote*, Br. J. Management 3 (1992), 7, 10–12, 15 f. sowie oben im 1. Teil.

<sup>550</sup> Dazu bereits 2. Teil, § 1 I.3.d), S. 130 ff., Text bei Fn. 421–426 auf S. 138, sowie die dort genannten Nachweise zu Hofstedes Ansatz, Validierungsbemühungen, Kritik und der Rezeption auch in der neueren *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise.

contre Capitalisme“ aufgebaut, wobei er sich spezifischer auf die Organisation der Wirtschaft, ihre Finanzstrukturen und die Form des sozialen Ausgleichs bezogen hat.<sup>551</sup>

In jüngerer Zeit sieht sich *Hofstede* durch die Finanzkrise der Jahre 2007/2008 bestätigt, waren doch Manager, die seinem Befund zufolge kulturell bedingt kurzfristig eingestellt sind, genau jene, welche die Krise und damit einen neuen, globalen Zyklus der *Short-termism*-Debatte auslösten.<sup>552</sup> Sein Konzept findet dementsprechend in der modernen *Short-termism*-Debatte weiter Beachtung.<sup>553</sup> Auch in der Organisationsforschung und der Forschung zu Unternehmenskultur ist sein Ansatz nach wie vor sehr einflussreich.<sup>554</sup>

Dessen ungeachtet ist die Erklärungskraft von *Hofstedes* umstrittenem<sup>555</sup> Konzept für Debatten um *Short-termism* insofern begrenzt, als *Hofstede* zufolge die Kultur eines Landes und seines Wirtschaftssystems ein stabiler Faktor ist.<sup>556</sup> Demgegenüber fällt die Wahrnehmung der *Short-termism*-Problematik wie gezeigt sehr zyklisch aus, wobei sich die Schwerpunkte zum Teil erheblich gewandelt haben.

Das konkurrierende Konzept von *Albert* scheint zumindest auf den ersten Blick besser mit der Entwicklung der *Short-termism*-Debatte vereinbar. Indes hat es sich international nicht durchgesetzt und (auch) mit *Alberts* Prognosen zum Fortgang des Widerstreits zwischen den beschriebenen Kapitalismussystemen wiederholt nicht bewahrheitet.<sup>557</sup>

Ungeachtet dieser Schwächen der bisherigen Ansätze gibt es in der aktuellen Forschung weiter prominente Bemühungen, eine Verbindung zwischen der kurz- bzw. langfristigen Orientierung einer Gesellschaft und ihrer wirtschaftlichen Entwicklung herzustellen. Der wohl bekannteste jüngste Versuch stammt von dem Verhaltensökonom *Armin Falk* mit Co-Autoren, der gestützt auf eine groß angelegte Umfragestudie die These aufstellt, dass die Geduld der Menschen in Skandinavien, Westeuropa und den englischsprachigen Ländern am größten sei, wobei es innerhalb Europas ein Nord-Süd-Gefälle gebe, und dass Geduld und Wohlstand auf Landesebene sowie auf individueller Ebene eng miteinander verknüpft seien.<sup>558</sup> Das Maß von *Falk u. a.* für Geduld ist dabei

<sup>551</sup> Dazu bereits 2. Teil, § 2 II., S. 317 ff.

<sup>552</sup> *Hofstede*, *Asia Pacific Bus. Rev.* 15 (2009), 481, 481, 486; siehe auch bereits die Nachweise in Fn. 426 auf S. 138 zur Rezeption in der neueren *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise.

<sup>553</sup> Siehe *Irving*, 19 *Australian Acc. Rev.* 278, 287 (2009); in der Sache auch *Helms/Fox/Kenagy*, *I.C.C.L.R.* 23 (2012), 45, 49.

<sup>554</sup> Siehe, auch zu auf Hofstede aufbauender Forschung, insbesondere der GLOBE-Studie (Akronym für: Global Leadership and Organizational Behaviour Effectiveness), *Robbins/Judge*, *Organizational behavior*<sup>17</sup>, 2017, S. 194–197, knapp auch a. a. O., S. 266; *Homma*, in: *Homma/Bauschke/Hofmann* (Hrsg.), *Einführung Unternehmenskultur*, 2014, S. 185, 186 ff.; knapp *Hofmann*, in: *Homma/Bauschke/Hofmann* (Hrsg.), *Einführung Unternehmenskultur*, 2014, 111–129, 124; *Sackmann*, *Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern*<sup>2</sup>, 2017, S. 5, 68; ferner zu anderer Forschung Hofstedes a. a. O., S. 37, 40, 226; *Heider*, *Unternehmenskultur und Innovationserfolg in Familienunternehmen*, 2017, S. 78; ferner zu anderer Forschung Hofstedes a. a. O., S. 14–16; *Schein*, *Organizational culture and leadership*<sup>4</sup>, 2010, S. 126, 150 f.; ferner zu anderer Forschung Hofstedes a. a. O., S. 15, 120.

<sup>555</sup> Zur Kritik bereits 2. Teil, § 1 I. 3. d), S. 130 ff., Text bei Fn. 422 auf S. 138, Fn. 426 auf S. 138.

<sup>556</sup> *Hofstede*, *Asia Pacific Bus. Rev.* 15 (2009), 481, 486.

<sup>557</sup> Zum Ganzen bereits 2. Teil, § 2 II. 1. c), II. 2. und II. 3., S. 321 ff.

<sup>558</sup> *Falk/Becker/Dohmen u. a.*, *QJE* 133 (2018), 1645, 1647–1649 (Überblick), 1653 f. (Messung der Zeitpräferenz), 1663 f. (regionale Unterschiede unter anderem bei Geduld), 1676, 1683 f. (Zusammenhang von Geduld und Pro-Kopf-Einkommen); eingehendere Analyse speziell zum Zusammenhang von Geduld und Kapitalakkumulation, Produktivität und Wachstum auf Länderebene und individueller Ebene *Dohmen/Enke/Falk u. a.*, *Patience and Comparative Development*, May 29, 2018, S. 12 ff.

ungeachtet substanzieller Abweichungen signifikant positiv mit *Hofstede's* Maß für langfristige Orientierung korreliert.<sup>559</sup> *Falk u. a.* ermitteln bei den gemessenen Unterschieden in der Zeitpräferenz außerdem Zusammenhänge mit biogeografischen Variablen und der Struktur der Sprache.<sup>560</sup> Die Aufnahme eines Faktors, der genetische Diversität messen soll, verringert die Erklärungskraft von Geduld um 25 %, deren Koeffizient bleibt aber groß und signifikant.<sup>561</sup> In der Sache belebt dieser Ansatz in gewisser Weise die These führender Köpfe der klassischen Schule der Ökonomie und der Neoklassik, insbesondere der neoklassischen Konsumtheorie, wieder, die übermäßige kurzfristige Orientierung als individuell psychologisch bedingt und als Ausdruck mangelnder gesellschaftlicher Entwicklung bzw. fehlender sozialer Reife begriffen.<sup>562</sup> Auch sein Versuch hat indes gewisse Schwächen und ist deshalb Gegenstand von Kritik.<sup>563</sup> Zudem passen die Erklärungen nicht ohne Weiteres dazu, dass über viele Jahrhunderte, namentlich in der Antike, Kultur, Institutionen und Wohlstand im Süden weit fortgeschrittener waren als im Norden.

### c) *Short-termism und Unternehmenskultur*

#### aa) *Schwierigkeiten des Forschungsfelds*

Unternehmenskultur begegnet als Schlagwort in der *Short-termism*-Debatte seit den 1980er Jahren häufig, ist bislang aber vergleichsweise wenig vertieft worden. Hierfür dürften nicht zuletzt die spezifischen Schwierigkeiten des Forschungsfelds Unternehmenskultur verantwortlich sein, das *per definitionem* stark kontextgebunden ist und in vielerlei Hinsicht noch keine gesicherten Erkenntnisse bereithält:

So fehlt erstens schon ein anerkanntes einheitliches Verständnis des Begriffs Unternehmenskultur.<sup>564</sup> Heutige wissenschaftliche Definitionen überschneiden sich zwar erheblich, lassen aber auch Schwierigkeiten erkennen, das vielschichtige Phänomen präzise zu fassen. Sie zeigen sich etwa daran, dass bestimmte Umstände teils als Merkmale, teils als Wirkungen und teils als Funktionen von Unternehmenskultur eingeordnet werden.<sup>565</sup>

<sup>559</sup> *Falk/Becker/Dohmen u. a.*, QJE 133 (2018), 1645, 1659 f. mit Fn. 9.

<sup>560</sup> *Falk/Becker/Dohmen u. a.*, QJE 133 (2018), 1645, 1675 f.

<sup>561</sup> *Dohmen/Enke/Falk u. a.*, *Patience and Comparative Development*, May 29, 2018, S. 12 f.

<sup>562</sup> Siehe oben 1. Teil, § 1 I.2., S. 25 ff. und 1. Teil, § 1 II.1., S. 31 ff.

<sup>563</sup> Siehe *Fischer*, WiWo vom 29.03.2018, 66, 68 mit dem Hinweis, die Argumentation von *Falk u. a.* lege eher nahe, dass Geduld Folge von Wohlstand und Rechtssicherheit sei, während seine These umgekehrt behaupte, dass Geduld Wohlstand und Rechtssicherheit hervorbringe; siehe zu dieser Problematik auch *Dohmen/Enke/Falk u. a.*, *Patience and Comparative Development*, May 29, 2018, S. 31 f.

Generell gilt zudem, dass Angaben, die in Umfragestudien erhoben werden, womöglich nicht stets verlässlich sind, weil Individuen bewusst oder unbewusst falsche Angaben machen. Beispielsweise messen *Falk u. a.* die kognitiven Fähigkeiten danach, wie stark die Befragten der Aussage „Ich bin gut in Mathematik“ zustimmten (*Falk/Becker/Dohmen u. a.*, QJE 133 (2018), 1645, 1656 f.). Die Antwort hierauf könnte stark vom Selbstbewusstsein, dem mathematischen Niveau der sozialen Peer-Group und dem Bildungsgrad abhängen und daher die tatsächlichen kognitiven Fähigkeiten nur sehr ungenau messen.

<sup>564</sup> *Homma/Bauschke*, in: *Homma/Bauschke/Hofmann* (Hrsg.), *Einführung Unternehmenskultur*, 2014, S. 1, 4; *Baetge/Schewe/Schulz u. a.*, *JfB* 57 (2007), 183, 185 (in der Literatur werden „höchst unterschiedliche Begriffsabgrenzungen und damit auch Operationalisierungen für die Faktoren Unternehmenskultur und Unternehmenserfolg gewählt [...]“), S. 186 f. („im Schrifttum nicht einheitlich definiert“, je nach funktionaler, struktureller bzw. interpretativer Sicht); kurze Zusammenstellung zahlreicher Definitionen bei *Sackmann*, *Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern*<sup>2</sup>, 2017, S. 37 mit nachfolgender (a. a. O., S. 38–42) Gruppierung der Definitionen in drei Ansätze (Unternehmenskultur als Variable, als Metapher oder als dynamisches Konstrukt).

<sup>565</sup> Das grundlegende und wohl bekannteste Werk über Kultur in Organisationen von *Schein*, *Organizational culture and leadership*<sup>4</sup>, 2010, S. 18 definiert die Kultur einer Gruppe als „a pattern of shared

Zweitens ist Unternehmenskultur nur zu einem kleinen Teil von außen beobachtbar,<sup>566</sup> sogar den Unternehmensmitgliedern nur partiell bewusst,<sup>567</sup> und selbst beobachtbare Kulturaspekte (sog. Artefakte, etwa Symbole, Zeichen, Gebäude usw.) lassen immer noch erhebliche Interpretationsspielräume. Unternehmenskultur kann folglich nur als sog. latentes Konstrukt gemessen werden.<sup>568</sup> Dabei kommt erschwerend hinzu, dass sich in Unternehmen, deren Größe und Mitarbeiterzahl mit organisationsstruktureller Diffe-

---

basic assumptions learned by a group as it solved its problems of external adaptation and internal integration, which has worked well enough to be considered valid and, therefore, to be taught to new members as the correct way to perceive, think, and feel in relation to those problems.“

Hingegen definiert das aufgabenstarke Buch von *Robbins/Judge*, *Organizational behavior*<sup>17</sup>, 2017, S. 565 „organizational culture“ unter Verweis auf eine Publikation aus der Psychologie als „a system of shared meaning held by members that distinguishes the organization from other organizations“ und sieht die Kultur einer Organisation im Wesentlichen durch sieben Charakteristika bestimmt (innovation and risk taking; attention to detail; outcome orientation; people orientation; team orientation; aggressiveness; stability).

Im deutschsprachigen Raum hat die Definition von Schein viele Anhänger, wird aber teils etwas nuanciert. So definiert das führende, auf der Basis einer systemischen und sozial-konstruktivistischen Perspektive geschriebene Buch von *Sackmann*, *Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern*<sup>2</sup>, 2017, S. 42 Kultur im Kontext von Unternehmen als „das von einer Gruppe gemeinsam gehaltene Set an grundlegenden Überzeugungen, das für die Gruppe insgesamt typisch ist. Dieses Set an grundlegenden Überzeugungen beeinflusst Wahrnehmung, Denken, Handeln und Fühlen der Gruppenmitglieder und kann sich auch in deren Handlungen und Artefakten manifestieren. Die grundlegenden Überzeugungen werden nicht mehr bewusst gehalten, sie sind aus der Erfahrung der Gruppe entstanden und haben sich durch die Erfahrung der Gruppe weiterentwickelt, d. h. sie sind gelernt und werden an neue Gruppenmitglieder weitergegeben.“ Damit integriert Sackmann in ihre Definition die drei Ebenen von Kultur nach *Schein*, *Organizational culture and leadership*<sup>4</sup>, 2010, S. 23–33, ergänzt um eine vierte Ebene (dazu *Sackmann*, *Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern*<sup>2</sup>, 2017, S. 50).

Das Buch von *Homma/Bauschke*, in: *Homma/Bauschke/Hofmann* (Hrsg.), *Einführung Unternehmenskultur*, 2014, S. 1, 5 übernimmt die Definition von Schein in nahezu inhaltsgetreuer Übersetzung („Ein Muster gemeinsamer Grundprämissen, das die Gruppe bei der Bewältigung ihrer Probleme externer Anpassung und interner Integration erlernt hat, das sich bewährt hat und somit als bindend gilt; und das daher an neue Mitglieder als rational und emotional korrekter Ansatz für den Umgang mit Problemen weitergegeben wird.“). *Thommen/Achleitner/Gilbert u. a.*, *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*<sup>8</sup>, 2017, S. 512 definieren Unternehmenskultur hingegen konziser als „die Gesamtheit von Normen, Wertvorstellungen und Denkhaltungen, welche das Verhalten aller Mitarbeiter und somit das Erscheinungsbild eines Unternehmens prägen“; ähnlich *Baetge/Schewe/Schulz u. a.*, *JfB 57* (2007), 183, 186 (Unternehmenskultur als „ein dynamisches Gefüge aus von den Mitarbeitern geteilten Werten, Normen und Überzeugungen, das über einen längeren Zeitraum gewachsen ist und das Verhalten aller Mitarbeiter im Unternehmen in eine bestimmte Richtung lenkt“); *Thommen/Achleitner/Gilbert u. a.* (a. a. O., S. 513 f.) ordnen dabei mehrere der sieben „Charakteristika“ von *Judge/Robbins* abweichend als positive bzw. negative Wirkungen von Unternehmenskulturen ein, während *Sackmann* (a. a. O., S. 59–62) und *Homma/Bauschke* (a. a. O., S. 10 f.) einige als Funktionen von Unternehmenskultur begreifen.

<sup>566</sup> Grundlegend hierzu das Drei-Ebenen-Modell von Schein (in vierter Auflage *Schein*, *Organizational culture and leadership*<sup>4</sup>, 2010, S. 23–33), das „artifacts“, „espoused beliefs and values“ sowie „basic underlying assumptions“ unterscheidet; dem folgend *Baetge/Schewe/Schulz u. a.*, *JfB 57* (2007), 183, 187; verfeinernd das „Eisberg-Modell“ von *Sackmann*, *Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern*<sup>2</sup>, 2017, S. 43–50, 50–56, das eine vierte Ebene hinzufügt (Artefakte, formale und informelle Regeln, proklamierte Werte, grundlegende Überzeugungen); dem folgend *Homma/Bauschke*, in: *Homma/Bauschke/Hofmann* (Hrsg.), *Einführung Unternehmenskultur*, 2014, S. 1, 5–9; die Eisberg-Metapher als solche findet sich allerdings auch bei Anhängern des herkömmlichen Drei-Ebenen-Modells, siehe *McShane/von Glinow*, *Organizational behavior*<sup>8</sup>, 2018, S. 388.

<sup>567</sup> So übereinstimmend *Schein*, *Organizational culture and leadership*<sup>4</sup>, 2010, S. 24, 27–33; *Sackmann*, *Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern*<sup>2</sup>, 2017, S. 44, 54 f., 58 f.; *Homma/Bauschke*, in: *Homma/Bauschke/Hofmann* (Hrsg.), *Einführung Unternehmenskultur*, 2014, S. 1, 8 f.

<sup>568</sup> *Baetge/Schewe/Schulz u. a.*, *JfB 57* (2007), 183, 187 f.

renzung einhergeht, typischerweise allmählich Subkulturen<sup>569</sup> herausbilden.<sup>570</sup> Wenn von „der“ Kultur eines Unternehmens die Rede ist, kann sich das bei größeren Organisationen folglich nur auf die Kernwerte (*dominant culture*) beziehen, die eine Mehrheit der Mitglieder teilt,<sup>571</sup> und die aus den verschiedenen Subkulturen in einer ganzheitlichen Betrachtung herausgefiltert werden müssen. Nach alledem lässt sich Unternehmenskultur nicht präzise erfassen und schon deshalb nicht mechanistisch steuern.<sup>572</sup> Vor diesem Hintergrund stößt die allzu inflationäre Verwendung des Begriffs in der Organisationsforschung in jüngerer Zeit auch auf Kritik.<sup>573</sup>

Drittens ist angesichts der Schwierigkeiten bei Definition, Messung und Steuerung von Unternehmenskultur der Zusammenhang zwischen Unternehmenskultur und Unternehmenserfolg in vielerlei Hinsicht unklar. Zwar gibt es mittlerweile einen reichhaltigen Bestand von Studien, die dieser Frage nachgehen und dabei überwiegend einen positiven Zusammenhang zwischen einer relativ stark ausgeprägten Unternehmenskultur und dem Unternehmenserfolg ermitteln. Indes sind die Studien und ihre Ergebnisse wenig vergleichbar, weil sich die Definitionen von Unternehmenskultur sowie Unternehmenserfolg gravierend unterscheiden und weil eine allgemeingültige Messung der individuellen Unternehmenskulturen für jedes Unternehmen kaum möglich ist. Ferner ist die Richtung des gefundenen Zusammenhangs empirisch nicht zweifelsfrei.<sup>574</sup> Hinzu kommt, dass eine (sehr) starke Unternehmenskultur anerkanntermaßen ebenso geeignet ist, den langfristigen Erfolg zu behindern oder gar zu gefährden.<sup>575</sup> Das gilt etwa dann, wenn das lerntheoretische Verstärkungsprinzip bewirkt, dass die Kultur eines lange erfolgreichen Unternehmens unbemerkt abdriftet und zu fehlender Anpassung sowie selektiver Information führt.<sup>576</sup>

Viertens wird der Faktor Zeit in der Forschung zu Unternehmenskultur üblicherweise nicht so gewürdigt, dass sich darauf bezogene Erkenntnisse unschwer für die *Short-*

<sup>569</sup> Subkulturen sind Gruppen, die eine eigene Identifikation mit ihrer Gruppe entwickelt haben und sich mit ihrem Handlungswissen und lexikalischen Wissen von anderen Gruppen unterscheiden und eventuell sogar bewusst abgrenzen, *Sackmann*, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 82.

<sup>570</sup> Eingehend *Schein*, Organizational culture and leadership<sup>4</sup>, 2010, S. 55–67, der drei generische Subkulturen unterscheidet (*operator, engineering/design, executive*); knapp *Robbins/Judge*, Organizational behavior<sup>17</sup>, 2017, S. 566.

<sup>571</sup> *Robbins/Judge*, Organizational behavior<sup>17</sup>, 2017, S. 566.

<sup>572</sup> Dazu *Sackmann*, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 9 f., 41: Organisationsmitglieder können die Unternehmenskultur auf Basis des probabilistischen Grundverständnisses von Unternehmenskultur nicht deterministisch-mechanistisch managen und gestalten, sondern sie können immer nur Bedingungen schaffen, unter denen bestimmte Verhaltensweisen mit einer höheren oder einer niedrigeren Wahrscheinlichkeit auftreten.

<sup>573</sup> *McShane/von Glinow*, Organizational behavior<sup>8</sup>, 2018, S. 398.

<sup>574</sup> Zum Ganzen: eingehend und instruktiv der Überblicksartikel von *Baetge/Schewe/Schulz u. a.*, JfB 57 (2007), 183, 192–209, 215–217, der mehrere Studien bespricht; ebenso eingehend und instruktiv, dabei im Befund tendenziell etwas zurückhaltender *Sackmann*, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 139–164 mit tabellarischer Zusammenfassung und Auswertung zahlreicher Studien im Anhang; auch zur Einführung gut geeignet *Bauschke*, in: *Homma/Bauschke/Hofmann* (Hrsg.), Einführung Unternehmenskultur, 2014, S. 15, 18–29 mit exemplarischer Besprechung besonders bekannter Studien.

<sup>575</sup> *Robbins/Judge*, Organizational behavior<sup>17</sup>, 2017, S. 573 f. („Culture as a Liability“); *McShane/von Glinow*, Organizational behavior<sup>8</sup>, 2018, S. 396 f.

<sup>576</sup> *Sackmann*, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 148–150; *McShane/von Glinow*, Organizational behavior<sup>8</sup>, 2018, S. 397, die außerdem auf die Gefahr einer Unterdrückung nützlicher subkultureller Vielfalt verweisen.

*termism*-Debatte fruchtbar machen ließen. Zwar ist die vielfältige, je nach Umständen positive oder negative Rolle zeitlicher Orientierung als Element von Unternehmenskultur im Grundsatz anerkannt. Die meisten gängigen Ansätze, um die Kultur eines bestimmten Unternehmens zu analysieren und zu bewerten (sog. *Kulturassessment*), führen die zeitliche Orientierung aber nicht als herausgehobenes Element auf.<sup>577</sup> Dementsprechend wird dieser Aspekt eher selten eigenständig näher gewürdigt. Eine Ausnahme bildet zwar das führende Werk von E. Schein. Auch er spricht den Streit um eine etwaige zu kurzfristige Orientierung aber nur recht kurz ohne Stellungnahme an, um die Bedeutung des Zeitempfindens und gesellschaftskultureller Unterschiede zu veranschaulichen.<sup>578</sup> Inhaltlich konzentriert er sich stattdessen auf Konflikte durch unterschiedliche zeitliche Orientierung verschiedener Funktionsgruppen im Unternehmen (Beispiel: Marketing- vs. Forschungsabteilung).<sup>579</sup>

Im Übrigen ergibt die Forschung kein einheitliches Bild dergestalt, dass eine kurzfristige Ausrichtung stets schlecht und eine langfristige Kultur per se gut wäre. Beispielsweise bewertet man sowohl eine einseitige Ausrichtung auf schnellen Erfolg als schädlich als auch eine von Loyalität und Vertrauen geprägte Kultur, die stark in den Erfolgen der Vergangenheit verhaftet ist und Wandel nur zögerlich angeht.<sup>580</sup> Hinzu kommt, dass etwa die nationalkulturell geprägten japanischen Managementpraktiken, denen man vielfach eine positive langfristige Ausrichtung attestiert hat, nicht ohne Weiteres in Ländern mit einem abweichenden nationalkulturellen Kontext wie den USA funktionieren.<sup>581</sup>

#### bb) Entwicklung und Stand der Forschung

Nachdem sich das Forschungsfeld Unternehmenskultur aus Sicht einer zwischen Recht und Ökonomie geführten *Short-termism*-Debatte – frei nach einem geflügelten Politikerausspruch – als recht dornige Chance auf weitere Erkenntnis erweist, haben sich bisher eher wenige Forscher an die Materie herangewagt. So wurde in der Managementforschung erst gegen Ende der 1990er Jahre durch einen viel beachteten Beitrag des US-Amerikaners Kevin Laverty die Forderung laut, *Short-termism* aus einer breiteren Perspektive zu untersuchen, welche neben psychologischen Erkenntnissen die organisationale Dimension, kollektive Prozesse in Unternehmen und dabei bestehende Rückkopplungseffekte einbezieht.<sup>582</sup>

<sup>577</sup> Von den bei Sackmann, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 226 zusammengestellten neun Kulturansätzen, die jeweils bestimmte Dimensionen, Typen, Orientierungen bzw. Werte umfassen, nennt nur einer ausdrücklich den Faktor „Zeit“.

<sup>578</sup> Schein, Organizational culture and leadership<sup>4</sup>, 2010, S. 126 f.

<sup>579</sup> Ders., Organizational culture and leadership<sup>4</sup>, 2010, S. 129–134. Hieraus könnte sich im Zusammenspiel mit der Organisation ebenfalls Potenzial für *Short-termism* ergeben, etwa wenn langfristige Erwägungen systematisch nicht zur kurzfristig eingestellten Managementspitze durchdringen, siehe Laverty, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 847. Dies wird bei Schein allerdings nicht als solches behandelt.

<sup>580</sup> Probst/Raisch, The Academy of Management Executive (1993–2005) 19 (2005), 90, 94, 97.

<sup>581</sup> Sackmann, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 6.

<sup>582</sup> Grundlegend der viel beachtete Beitrag von Laverty, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 839–842, 844–846. Etwas weiter ist man in der Forschung zum Strategischen Management (Strategy Research). Dort wird die Bedeutung des Zeitfaktors vielfach berücksichtigt, auch wenn tiefer gehende Betrachtungen zu zeitlicher Orientierung eher selten sind; für einen äußerst instruktiven Überblick über Annahmen zu Zeit in der Strategieforschung Mosakowski/Earley, Acad. Manage. Rev. 25 (2000), 796 ff. Ein direkter Bezug zur *Short-termism*-Debatte besteht insoweit aber nicht, auch wenn mit Michael Porter ein besonders namhafter Vertreter der Forschung zu strategischem Management zugleich ein wichtiger Protagonist der US-*Short-termism*-Debatte der 1980er und 1990er Jahre war.

Vor allem seit der Jahrtausendwende ist der hiermit verbundene Faktor Unternehmenskultur stärker als unternehmensspezifischer *Short-termism*-Treiber in den Blickpunkt gerückt. In den USA geschah das insbesondere unter dem Eindruck der Bilanzskandale um Enron im Zusammenhang mit der Kritik der Progressive-Corporate-Law-Schule am Shareholder-Value-Konzept.<sup>583</sup> Nach der Finanzkrise haben die *Progressives* hieran wieder angeknüpft.<sup>584</sup> Um *Short-termism* zu unterbinden, fordern sie aufbauend auf organisationstheoretischer und unternehmensethischer Forschung eine Unternehmenskultur, welche die langfristige Gesundheit der Firma betont. Wenn eine Unternehmenskultur das Eigeninteresse der Beteiligten in den Vordergrund stelle und der Arbeitnehmer seine Beziehung zum Unternehmen als rein geschäftlichen Austausch wahrnehme, bestehe das Risiko, dass Arbeitnehmer die langfristige Gesundheit des Unternehmens schädigen. Das Gegenteil sieht man in einem Pakt zwischen Arbeitnehmern und Unternehmen (*covenantal relationship*), der darauf gründet, dass beide mit geteilten Werten verbunden sind und sich gegenseitig auf das Wohlergehen der anderen Partei verpflichten.<sup>585</sup> Aus Studien wird gefolgert, dass Arbeitnehmer, die sich in einer solchen Beziehung sehen, mit höherer Wahrscheinlichkeit proaktiv das langfristige Interesse der Organisation fördern.<sup>586</sup>

Um derartige Beziehungen aufzubauen, haben Autoren aus der Betriebswirtschaft – ganz im Sinne der *Progressives* – empfohlen, dass Unternehmen Werte entwickeln und aufbauen sollten, die sich auf ihre Verpflichtung beziehen, das Wohlergehen der Gemeinschaft und der Gesellschaft insgesamt zu steigern. Weiterhin soll das Betriebsklima Prinzipien betonen (Einhaltung von Gesetzen und Berufskodizes), weil das die Entwicklung starker Einstellungs- und Verhaltensnormen begünstige.<sup>587</sup> In ähnlicher Weise wird angeraten, dass die Organisation ein fürsorgliches, von Ethik geprägtes Klima herstellen<sup>588</sup> und dass das Vergütungssystem nicht das Eigeninteresse des Arbeitnehmers betonen sollte.<sup>589</sup>

Diese Empfehlungen stimmen *cum grano salis* mit Erkenntnissen aus der allgemeinen Forschung zu Unternehmenskultur und -klima überein.<sup>590</sup> Zu beachten bleibt aber, dass sie letztlich allgemeinere Erkenntnisse in den spezifischen Zusammenhang der *Short-termism*-Debatte übertragen und insofern als tentativ einzuordnen sind.

<sup>583</sup> Dazu bereits 2. Teil, § 1 I.4.c)bb), S. 152 ff., Text bei Fn. 543 auf S. 156 und die dort aufgeführten Nachweise.

<sup>584</sup> Dazu 4. Teil, § 3 II.2.b), S. 766 ff. Text bei Fn. 165 auf S. 766.

<sup>585</sup> *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 355 f. (2012); sowie auch *dies.*, 35 Rutgers L. J. 1, 29–31, 36 (2003); inhaltlich ganz ähnlich aus der allg. Organisationsforschung mit leicht abweichender Terminologie *McShane/von Glinow*, *Organizational behavior*<sup>8</sup>, 2018, S. 405 f., die als Arten von *psychological contracts* zwischen Unternehmen und Arbeitnehmern kurzfristig-ökonomisch orientierte *transactional contracts* sowie langfristige, umfassend angelegte *relational contracts* unterscheiden.

<sup>586</sup> *Barnett/Schubert*, *J. Bus. Ethics* 36 (2002), 279, 288 m.w.N.

<sup>587</sup> *Dies.*, *J. Bus. Ethics* 36 (2002), 279, 288 f., allerdings unter Betonung der beschränkten Aussagekraft der herangezogenen Daten, die mit einem Umfragebogen in nur einem Unternehmen erhoben wurden, das im Handelssektor tätig war.

<sup>588</sup> *Dallas*, 35 Rutgers L. J. 1, 29 f. (2003).

<sup>589</sup> *Dies.*, 35 Rutgers L. J. 1, 36 (2003).

<sup>590</sup> Vgl. *Robbins/Judge*, *Organizational behavior*<sup>17</sup>, 2017, S. 569 f. sowie ferner a. a. O., S. 573 f. zu den negativen Folgen dysfunktionaler Unternehmenskultur; *McShane/von Glinow*, *Organizational behavior*<sup>8</sup>, 2018, S. 405 f. zu psychologischen Kontrakten, die dem Austausch zwischen einer Person und einer anderen Partei, etwa Arbeitgeber und Arbeitnehmer, zugrunde liegen, und als *transactional contract* vorrangig auf kurzfristigen ökonomischen Austausch mit klar definierten Pflichten gerichtet sein können, oder als *relational contract* eine langfristige Bindung mit einem breiten Spektrum gegenseitiger Verpflichtungen umfassen können, wobei das gegenseitige Geben und Nehmen nicht stets kurzfristig ausgeglichen werden muss.

Verlässlichere, weil passgenauere Erkenntnisse versprechen vereinzelt vorliegende Studien, die speziell einem möglichen Zusammenhang zwischen übermäßig kurzfristiger Orientierung (*Short-termism*) und Unternehmenskultur nachgegangen sind.<sup>591</sup> Die Arbeiten entwickeln zunächst aus der Organisations- und Managementforschung sowie der Psychologie Hypothesen über einen Zusammenhang zwischen Unternehmenskultur und *Short-termism*. Diese überprüfen sie, teils aufbauend auf strukturierten Interviews, mit standardisierten Fragebögen bei Mitarbeitern eines oder mehrerer Unternehmen, deren Antworten ökonometrisch ausgewertet werden. Eine solche Datenerhebung mittels Fragebogen unterliegt Einschränkungen, ist aber ein etabliertes und unverzichtbares Instrument zur Erforschung von Unternehmenskultur.<sup>592</sup>

Die soweit ersichtlich erste einschlägige, 2004 veröffentlichte Studie stammt wiederum von *Laverty*. Er baut auf Konzepten aus der Literatur sowie auf Feldinterviews auf und untersucht, ob übermäßige kurzfristige Orientierung eher ein Charakteristikum einer Entscheidung darstellt, die auf Fehlern des Managers oder Druck des Aktienmarktes beruht, oder ein systematisches Merkmal einer Organisation ist, die kurzfristige Belohnungen zu stark und langfristige Folgen zu gering gewichtet.<sup>593</sup> *Laverty* interpretiert die Ergebnisse seiner Umfragestudie als Beleg für Letzteres. Die Auswertung ergab, dass eine (subjektive) Unterbewertung der langen Frist seltener vorkommt, wenn Firmen Kulturen und Verfahren aufweisen, die einzelne Manager vor Zielkonflikten zwischen kurzer und langer Frist schützen (Vermeidung von *temporal traps*). Ebenso ermittelt *Laverty* einen negativen Zusammenhang, soweit in Firmen ein Klima des Vertrauens herrscht, das Individuen vor beständigem kurzfristigem Leistungsdruck bewahrt und langfristig für ihren Beitrag zum Gesamtunternehmen belohnt (*organizational trust and memory*). Zudem wird die lange Frist *Laverty* zufolge weniger untergewichtet, wenn Mitarbeiter befähigt werden zu verstehen, wie viele Möglichkeiten die Zukunft bietet und wie die Strategie des Unternehmens diese Möglichkeiten nutzt (*density*).<sup>594</sup>

Eine zweite, an *Laverty* anknüpfende, sorgfältig durchgeführte Studie<sup>595</sup> von *Marginson/McAulay*<sup>596</sup> wertet Daten aus einer Umfrage bei knapp 200 Managern eines großen US-Telekommunikationsunternehmens aus, die die Autoren aufbauend auf strukturierten

---

<sup>591</sup> Inhaltlich sind diese Studien von jenen abzugrenzen, die in der britischen *Short-termism*-Debatte in den 1990er Jahren durchgeführt wurden. Letztere analysierten, vorwiegend mit Blick auf die verarbeitende Industrie, welche besonders hinter Japan und Deutschland zurückgefallen war, verschiedene Aspekte rund um das Management, namentlich Art und Parameter des Managements, die Managementvergütung, die Wahrnehmung kurzfristigen Drucks durch das Management und seine Interaktion mit Kapitalmarktakteuren (näher 2. Teil, § 1 II.3. b)bb)(2) und (5), S. 196 ff., 208 ff.). Diese Studien erfassen damit zwar Faktoren, die Teil der Unternehmenskultur sind, konzentrierten sich aber auf unternehmensübergreifende Einflüsse. Ihr Fokus lag auf nationalen berufsständischen Faktoren, von denen man sich eine Erklärung dafür erhoffte, warum die britische Industrie im internationalen Wettbewerb hinterherhinkte. Die spezifische Kultur einzelner Unternehmen war hingegen weniger von Interesse, vielmehr ging es vorrangig darum, gute und schlechte Managementpraxis herauszuarbeiten.

<sup>592</sup> Näher zu den Vor- und Nachteilen dieser und verwandter Methoden *Sackmann*, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 212–219; speziell zu Umfragen *Schein*, Organizational culture and leadership<sup>4</sup>, 2010, S. 159–163; knapper Überblick über Vor- und Nachteile auch bei *Laverty*, Management Decision 42 (2004), 949, 960.

<sup>593</sup> *Laverty*, Management Decision 42 (2004), 949, 950.

<sup>594</sup> Zum Ganzen *ders.*, Management Decision 42 (2004), 949, 950–952, 957–958.

<sup>595</sup> Siehe dazu Fn. 608 auf S. 489 sowie *Brauer*, J. Bis. Ec. & Manage. 14 (2013), 386, 388 („fine-grained study of individual, group, firm-level and environmental factors affecting managerial short-term orientation“).

<sup>596</sup> *Marginson/McAulay*, Strat. Mgmt. J. 29 (2008), 273 ff.

Interviews entwickelt haben. *Marginson/McAulay* interpretieren ihren Befund als Beleg dafür, dass kurzfristige Orientierung eine starke soziale Dimension hat.<sup>597</sup> Insbesondere ist *Short-termism* der Studie zufolge positiv mit der persönlichen Erfahrung von Rollenambiguität seitens der Manager verbunden, definiert als Differenz zwischen der Information, die eine Person benötigt, um eine Rolle auszufüllen, und der tatsächlich verfügbaren Information.<sup>598</sup> Zudem sehen die Autoren ihre Hypothese bestätigt, dass die kurzfristige Ausrichtung (*short-termism*) eines Managers, der für eine bestimmte Gruppe maßgeblich ist (*focal manager*), positiv mit der kurzfristigen Ausrichtung der anderen Gruppenmitglieder zusammenhängt.<sup>599</sup> Das birgt den Autoren zufolge ein Dilemma, weil Gruppenautonomie einerseits Wissensbildung fördert, andererseits aber gegebenenfalls durchbrochen werden müsse, um *Short-termism* zu bekämpfen. Der Einfluss von Rollenambiguität legt Gegenmaßnahmen bei der Personalauswahl und der Ausgestaltung von Rollen nahe.<sup>600</sup>

### cc) Bewertung und Fazit

Ungeachtet der plausiblen Befunde sind die Studien aus mehreren Gründen eher als erste tastende Versuche denn als abschließende Aufhellung des Zusammenspiels von Unternehmenskultur und kurzfristiger Orientierung einzuordnen.<sup>601</sup>

Erstens ist fraglich, inwieweit sich die Ergebnisse verallgemeinern lassen. Die Zahl der Befragten war eher gering,<sup>602</sup> und ihre Zusammenstellung könnte auch abgesehen vom Fokus auf die USA verzerrende Auswahleffekte erzeugt haben (*selection bias*).<sup>603</sup>

Zweitens verwenden die Studien notgedrungen unterschiedliche und wenig gesicherte Maße, um kurzfristige Orientierung in einer Organisation zu ermitteln. Da die zeitliche Orientierung in einer Organisation bzw. Unternehmenskultur nicht direkt messbar ist, muss sie ersatzweise durch eine Kombination mehrerer manifester Indikatoren erhoben werden. Befragungsstudien nutzen hierfür Aussagen, zu denen die Befragten einen bestimmten Grad von Zustimmung oder Ablehnung angeben sollen und von denen die jeweiligen Autoren annehmen, dass sie positiv oder negativ mit *Short-termism* in der

<sup>597</sup> *Dies.*, *Strat. Mgmt. J.* 29 (2008), 273, 287.

<sup>598</sup> *Dies.*, *Strat. Mgmt. J.* 29 (2008), 273, 277 i. V.m. S. 284, 287.

<sup>599</sup> *Dies.*, *Strat. Mgmt. J.* 29 (2008), 273, 284 i. V.m. S. 278.

<sup>600</sup> *Dies.*, *Strat. Mgmt. J.* 29 (2008), 273, 287.

<sup>601</sup> Ebenso *Laverty*, *Management Decision* 42 (2004), 949, 960 („preliminary attempts at understanding a complex topic“); in der Sache auch *Marginson/McAulay*, *Strat. Mgmt. J.* 29 (2008), 273, 288; *Irving*, 19 *Australian Acc. Rev.* 278, 286 f., 290 f. (2009).

<sup>602</sup> *Laverty*, *Management Decision* 42 (2004), 949, 954 wertet 85 ausgefüllte von 233 an Mitarbeiter von US-Unternehmen versandte Fragebögen aus.

<sup>603</sup> So ermittelte *Laverty* einen Teil der Befragten mit einer Art netzwerkartigem Verfahren, bei dem er jeweils Topmanager aus US-Unternehmen bat, geeignete nachgeordnete Manager für den Fragebogen zu benennen. Hier erscheint eine zumindest unbewusst verzerrte Auswahl durch die Topmanager denkbar. Außerdem nutzte *Laverty* die Alumni-Datenbank einer US-Universität, wobei bestimmte Gruppen geneigter gewesen sein könnten zu antworten. Das Verhältnis der Befragten-Gruppen (Direktsprache zu Datenbank) oder weitere Merkmale der Antwortenden (etwa Industrien, Positionen, Alter, Nationalität, Tätigkeitsort) berichtet der Aufsatz nicht (siehe *ders.*, *Management Decision* 42 (2004), 949, 953). Immerhin erreicht *Laverty* eine vergleichsweise hohe Rücklaufquote von ca. 40,3 % (a. a. O., S. 954).

Ersichtlich nicht ohne Weiteres verallgemeinerbar ist die Studie von *Marginson/McAulay*, *Strat. Mgmt. J.* 29 (2008), 273, 278 f., die in einem einzigen großen US-Unternehmen aus der Telekommunikationsindustrie durchgeführt wurde. Dafür erhielten die Autoren Zugang zu Managern aller Hierarchieebenen in drei von fünf Geschäftsbereichen und erzielten mit den 196 versandten Fragebögen eine Rücklaufquote von 84 %.

Unternehmenskultur, also der Ausprägung der zu messenden latenten Variablen, verknüpft sind. Im vorliegenden Zusammenhang sind das etwa Aussagen zu Managementpraktiken, Erwartungen im Unternehmen sowie zu Wahrnehmungen der Mitarbeiter oder ihrer Vergütung. Um die so ermittelten einzelnen Indikatoren in einen Messwert zu überführen, sind weiterhin Annahmen darüber nötig, in welcher Weise die Indikatoren mit der gesuchten latenten Variablen in Verbindung stehen.<sup>604</sup> Da bewährte Maße für die kurzfristige Orientierung einer Unternehmenskultur fehlen, müssen die Studien passend zu ihrem Design neue eigene Konstrukte entwickeln.<sup>605</sup> Dementsprechend sind die Ergebnisse nicht ohne Weiteres vergleichbar – eine Einschränkung, die in der empirischen Forschung zu Unternehmenskultur aufgrund der starken Kontextgebundenheit oft begegnet.<sup>606</sup>

Hinzu kommt drittens, dass aus den veröffentlichten Angaben nicht immer ersichtlich wird, wie Konstrukte operationalisiert bzw. Merkmale abgefragt wurden, obgleich das angesichts ihres meist abstrakt-qualitativen Charakters Fallstricke bergen kann.<sup>607</sup> Hier ist an die Erkenntnisse der ökonomischen Modelle zu *Short-termism* zu erinnern, welche in den vorstehenden Abschnitten behandelt wurden. Sie zeigen, dass viele Praktiken, die auf den ersten Blick kurzfristig erscheinen können, bei näherer Betrachtung deutlich differenzierter zu sehen sind. Das erschwert es, verlässliche Indikatoren zu finden, die sich zugleich zuverlässig erfragen lassen.

---

<sup>604</sup> Siehe allgemein zur Likert-Skalierung *Gerich/Kepler*, in: Wolf/Best (Hrsg.), Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse, 2010, S. 259, 259 f., 275–280.

<sup>605</sup> *Marginson/McAulay*, *Strat. Mgmt. J.* 29 (2008), 273, 279 f., 288; *Laverty*, *Management Decision* 42 (2004), 949, 951 f.

<sup>606</sup> Siehe die Nachweise in Fn. 574 auf S. 484.

<sup>607</sup> Dies betrifft vor allem die Studie von *Laverty*. So nennt *Laverty*, *Management Decision* 42 (2004), 949, 951 als abhängige Variable „undervaluing the long-term“, ohne diese näher zu erläutern, obgleich es alles andere als trivial ist, das Ausmaß einer solchen Unterbewertung zu messen (dazu oben 1. Teil, § 2 II. und III., S. 64 ff.). Gleiches gilt für mehrere unabhängige Variablen der Studie. *Temporal traps*, *organizational trust* und *density* im Sinne von *Laverty* sind Konstrukte, deren Erhebung mittels Fragebogen diffizil erscheint und deren ökonometrische Auswertung dementsprechend kritisiert werden kann (zu Letzterem *ders.*, *Management Decision* 42 (2004), 949, 960 f. Endnote 2). In abgeschwächter Form betrifft das auch weitere unabhängige Variablen, bei denen überdies zweifelhaft erscheinen mag, inwieweit die Befragten, die teilweise von Vorgesetzten angeworben worden waren, wahrheitsgemäß antworteten (kurzfristige finanzielle Anreize, Aktienanalysten ohne Strategieverständnis, Druck des Aktienmarktes, individuell bevorzugter Planungshorizont, Wettbewerbsdruck, finanziell angespannte Lage). Zu alledem erfährt der Leser nur, dass meistens eine sechsstufige Likert-Skala zum Einsatz kam, dass die abhängige Variable sowie die drei Konstrukte mit mehreren Umfrageelementen konstruiert und mittels Hauptkomponentenanalyse (zu diesem Verfahren instruktiv *Wolff/Bacher*, in: Wolf/Best (Hrsg.), Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse, 2010, S. 333 ff., mit Anwendungsbeispiel zu einer Befragung mittels Likert-Skala a. a. O., S. 354 ff.) überprüft wurden (*Laverty*, *Management Decision* 42 (2004), 949, 953 f.).

Besser nachvollziehbar ist die Studie von *Marginson/McAulay*, *Strat. Mgmt. J.* 29 (2008), 273, 280. Sie geben die eingesetzten Fragen zur Erhebung der zeitlichen Orientierung wörtlich wieder. Zum Einsatz kommt eine Fünf-Punkt-Likert-Skala. Auch bei *Marginson/McAulay* kann man allerdings hinterfragen, inwieweit die Antworten verlässlich sind, nachdem das in Rede stehende Unternehmen festlegte, welche Geschäftsbereiche die Forscher befragen durften, dem Fragebogen ein Anschreiben der Geschäftsleitung beilag und die Autoren es unternahmen, auf den *Short-termism*-Bias jedes Managers zu schließen (a. a. O., S. 281). Ob und inwieweit den Antwortenden Vertraulichkeit zugesichert wurde, ist in der Studie nicht ausgeführt. Allerdings berücksichtigen die Autoren in verschiedener Weise mögliche Verzerrungen (siehe a. a. O., S. 283 Fn. 9), kontrollieren für Alter, Geschlecht, Bildungsniveau sowie Anstellungsdauer (a. a. O., S. 283) und führen eine ganze Batterie von Robustheitstests durch (a. a. O., S. 284–286).

Vor diesem Hintergrund lassen sich aus dem derzeitigen Forschungsstand kaum mehr als allgemein plausible Schlüsse über einen Zusammenhang zwischen Unternehmenskultur und *Short-termism* ziehen. In welchem Maße Organisations- und Gruppenprozesse suboptimale intertemporale Entscheidungen herbeiführen oder abmildern, muss die Wissenschaft noch weiter untersuchen. Gleiches gilt dafür, ob bestimmte Subkulturen für *Short-termism* relevanter sind (etwa jene der Führungskräfte versus jene der produzierenden Angestellten), und, damit verbunden, inwieweit ein geschmeidigeres Zusammenwirken unterschiedlicher Subkulturen etwaigem *Short-termism* einer anfälligen Gruppe entgegenwirken kann.<sup>608</sup>

Daneben sind mögliche Wechselwirkungen mit anderen Aspekten von Unternehmenskultur zu beachten. So ist im Zusammenhang mit der Debatte um *Short-termism* auf den anerkannten Befund verwiesen worden, dass eine erstarrte organisationale Kultur dysfunktional werden kann, wenn und indem sie es Unternehmen erschwert, sich an veränderte Umweltbedingungen anzupassen. Dies könne im Ergebnis die gleichen Folgen haben wie eine Unterbewertung der Zukunft.<sup>609</sup>

Schließlich stellen sich für eine zwischen Recht und Ökonomie geführte Debatte Fragen zur Ausgestaltung etwaiger Gegenmaßnahmen. Zunächst ist das relevante rechtliche Umfeld – nur, aber immerhin – einer von vielen relevanten Faktoren für die Herausbildung der Kultur eines Unternehmens.<sup>610</sup> Dabei werden die rechtlichen Bedingungen aus der unternehmensrelevanten Umwelt vor allem dann, wenn sich bereits ein reichhaltiges Kulturnetzwerk in einem Unternehmen herausgebildet hat, immer nur subjektiv und damit selektiv wahrgenommen und entsprechend interpretiert.<sup>611</sup> Das führt zu dem Problem, ob und wie dieser „Wahrnehmungsfilter“ exekutiv oder legislativ berücksichtigt werden könnte oder sollte, soweit man einen Zusammenhang zwischen dysfunktionaler kurzfristiger Orientierung und Unternehmenskultur bejaht und deshalb auf Letztere einwirken will.

Außerdem sind, soweit man nach weiterer Forschung Regulierungsbedarf bejaht, die optimalen Instrumente und die optimale Reichweite von Regulierung gerade mit Blick auf Unternehmenskultur klärungsbedürftig. Soweit man das spezifische Umfeld eines konkreten Unternehmens in den Blick nimmt, lassen sich durch ein Kulturassessment womöglich weitergehende Empfehlungen ermitteln. Diese werden aber in weiten Teilen über Aspekte hinausgehen, die sich im Rahmen der Corporate Governance abstrakt-generell angehen lassen, jedenfalls soweit man das Innenleben von Unternehmen nicht engmaschig regulieren will, wofür es außerhalb des Finanzsektors zu Recht wenig Unterstützung gibt. Denkbar könnte aber sein, beispielsweise durch *Comply-or-Explain*

<sup>608</sup> Für sich genommen sind Subkulturen zunächst neutral zu betrachten. Erst die Art ihres Verhaltens zu- und miteinander bestimmt darüber, inwieweit sie förderlich, neutral oder gar hinderlich für das operative Geschäft eines Unternehmens sind, *Sackmann*, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 83–85.

<sup>609</sup> *Laverty*, *Acad. Manage. Rev.* 21 (1996), 825, 844–846.

<sup>610</sup> Siehe *Sackmann*, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 74, 77 (Gründungsphase), S. 78 (Entwicklungsphase), S. 89 (Krise).

<sup>611</sup> *Dies.*, Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern<sup>2</sup>, 2017, S. 89 mit unterstützendem Verweis auf den sog. Bestätigungsfehler (*confirmation bias*) bei der Informationsaufnahme, der bewirkt, dass Informationen, die den eigenen Überzeugungen, Einstellungen und Erwartungen entsprechen, bevorzugt gesehen und aufgenommen werden, während Informationen, die den eigenen Überzeugungen, Einstellungen und Erwartungen nicht entsprechen oder gar widersprechen, entweder beschönigt, bagatellisiert oder negiert werden.

Mechanismen oder noch weichere Instrumente Stimuli zu setzen, um Veränderungen hin zu einer Unternehmenskultur anzustoßen, die auf langfristige Wertschöpfung ausgerichtet ist und einer allzu kurzfristigen Orientierung entgegenwirkt. Einen solchen Versuch hat der britische Financial Reporting Council begonnen.<sup>612</sup>

### VIII. Verhaltensökonomische Faktoren

#### 1. Einführung

Ein wesentliches Ziel der Verhaltensökonomie ist es, Erkenntnisse (vor allem) der Psychologie in das ökonomische Modell menschlichen Verhaltens zu integrieren und es dadurch zu verbessern.<sup>613</sup> In diesem Sinne ist die Verhaltensökonomie eine interdisziplinäre, in besonderem Maße psychologisch fundierte Richtung der ökonomischen Forschung, die mittlerweile eine große Akzeptanz erreicht hat.<sup>614</sup> Sie umfasst zahlreiche Ansätze im Sinne einer Sammlung verschiedener Methoden und Ideen.<sup>615</sup> Besonders bekannt sind die Heuristiken und die – teils auf sie zurückzuführenden – *biases* (wörtl. Verzerrung, Neigung, Vorliebe) als Bestandteile menschlicher Entscheidungsfindung sowie die – im Einzelnen sehr umstrittene – Möglichkeit, dass diese zu systematischen<sup>616</sup> „Fehlern“<sup>617</sup>

<sup>612</sup> FRC, Corporate Culture and the Role of Boards, July 2016, insb. S. 2–4, 6–10, 20, 29, 31f., 39.

<sup>613</sup> Camerer/Loewenstein, in: Camerer/Loewenstein/Rabin (Hrsg.), *Advances in behavioral economics*, 2004, 3; Camerer, *Proc. Natl. Acad. Sci. USA* 96 (1999), 10575; Rabin, 36 *J. Econ. Lit.*, 11 (1998).

<sup>614</sup> Ebering, *Behavioral economics*, 2005, S. 2. Beispielhaft zeigt sich die große Akzeptanz zum einen daran, dass die Verhaltensökonomie mittlerweile ihren festen Platz in führenden Lehrbüchern für das wirtschaftswissenschaftliche Grundstudium gefunden hat (siehe z. B. *Varian*, *Grundzüge der Mikroökonomik*<sup>9</sup>, 2016, S. 647 ff.; *Pindyck/Rubinfeld*, *Mikroökonomie*<sup>8</sup>, 2016, S. 262 ff.), ebenso wie in populären Lehrbüchern und zur Organisationsforschung (etwa *McShane/von Glinow*, *Organizational behavior*<sup>8</sup>, 2018, S. 186 ff.). Zum anderen und vor allem wird sie daran deutlich, dass Verhaltensökonomien bereits mehrfach mit dem Alfred-Nobel-Gedächtnispreis für Wirtschaftswissenschaften ausgezeichnet wurden, zunächst Daniel Kahnemann im Jahr 2002, sodann Richard Thaler im Jahr 2017; eng mit der Verhaltensökonomie verknüpft ist zudem der gleichfalls 2002 zuerkannte Alfred-Nobel-Gedächtnispreis für Vernon Smith, einen Pionier der experimentellen Ökonomie.

<sup>615</sup> Camerer/Loewenstein, in: Camerer/Loewenstein/Rabin (Hrsg.), *Advances in behavioral economics*, 2004, S. 3, 41; Ebering, *Behavioral economics*, 2005, S. 2. Neuere Untersuchungen beschäftigen sich z. B. mit Emotionen oder greifen auf neurowissenschaftliche Methoden zurück, dazu *Fehr/Rangel*, *J. Econ. Persp.* 25 (2011), 3 ff.; *Reimann/Weber* (Hrsg.), *Neuroökonomie*, 2011.

<sup>616</sup> Es wird uneinheitlich beurteilt, wie relevant einzelne, experimentell belegte systematische „Fehler“ in realen Entscheidungssituationen sind. Kritiker meinen, dass die Experimente eine einseitige Auswahl psychologischer Erkenntnisse treffen und die Probanden zu Trugschlüssen verleiten, namentlich durch eine besonders schwer zu verarbeitende Präsentation von Informationen, mehrdeutige Fragestellungen sowie selektive Problemzusammenstellungen (*Gigerenzer/Hertwig/Hoffrage u. a.*, in: *Plott/Smith* (Hrsg.), *Handbook of Experimental Economics Results*, 2008, Bd. 1, S. 1018 ff.; gegen diese Einwände *Kahneman/Tversky*, *Psycholog. Rev.* 103 (1996), 582 ff.). Zudem könnten entsprechende Effekte in Laborsituationen mit nur wenigen entscheidungsrelevanten Informationen besonders stark ausfallen (siehe *Mussweiler/Strack/Pfeiffer*, *Pers. Soc. Psychol. Bull.* 26 (2016), 1142, 1144 m.w.N.). Ferner wird darauf hingewiesen, dass im Wissenschaftsbetrieb jedenfalls zeitweilig erhebliche Anreize bestanden, neue, möglichst eindrucksvolle Verhaltensfehler zu finden (*Beck*, *Behavioral Economics*, 2014, S. 22 f., 78 f.).

<sup>617</sup> Es ist umstritten, inwieweit die „Neigungen“ und Heuristiken „irrational“ bzw. echte Entscheidungsfehler sind (siehe *Rachlinski*, 85 *Cornell L. Rev.* 739, 756 Fn. 83 m.w.N. (2000)). Teilweise werden die Phänomene als Unzulänglichkeiten angesehen, die es durch „debiasing“ zu korrigieren gilt (in diese Richtung *Jolls*, in: *Vartiainen/Diamond* (Hrsg.), *Behavioral economics and its applications*, 2007, S. 115, 116; kritisch *Engel*, in: *Vartiainen/Diamond* (Hrsg.), *Behavioral economics and its applications*, 2007, S. 148, 150). Zunehmend wird aber auch ihr Nutzen anerkannt. Z. B. ist Verlustaversion als Hindernis für effiziente Verhandlungsergebnisse nicht notwendig irrational, da ein Verlust für die meisten

führen.<sup>618</sup> Hierfür und für die weiteren Inhalte sei an dieser Stelle auf eine der zahlreichen ausführlichen Darstellungen verwiesen.<sup>619</sup>

Im vorliegenden Zusammenhang ist relevant, dass zahlreiche verhaltensökonomische Effekte für eine mutmaßliche Problematik übermäßiger kurzfristiger Orientierung verantwortlich gemacht werden. Die einschlägigen Beiträge zu der *Short-termism*-Debatte haben allerdings eine recht hohe qualitative Spannweite: Neben wissenschaftlich anerkannten Aufsätzen stehen zahlreiche knappe und oft allzu pauschale Behauptungen.<sup>620</sup>

Jedenfalls aber stützen sich die Diskutanten ganz überwiegend auf Erkenntnisse aus allgemeineren Forschungskontexten, um auf ihrer Grundlage Phänomene zu erklären, die unter *Short-termism* firmieren. Darauf, inwieweit dieser Transfer überzeugend erscheint, ist noch zurückzukommen.

---

Menschen unangenehm und damit kostenträchtig ist. Überzogener Optimismus im Hinblick auf eigene Chancen und Fähigkeiten (*overoptimism*) ist offenbar essenziell für die psychische Gesundheit, insbesondere gegen Depressionen. Zudem könnte er eine Voraussetzung für erfolgreiches Unternehmertum sein (zum Ganzen *Rachlinski*, 85 Cornell L. Rev. 739, 758–760 (2000) m. w. N.). Von dem sog. Besitzeffekt (Endowment-Effekt) wird sogar diskutiert, ob er mit der Rational-Choice-Theorie vereinbar ist. Weitergehend sehen andere Wissenschaftler in Heuristiken nützliche Bestandteile eines mentalen „anpassungsfähigen Werkzeugkastens“. Sie betonen, dass Menschen mit Heuristiken unter Zeit- und Informationsmangel sehr effektiv entscheiden können. Die verwendeten heuristischen Prinzipien seien ökologisch rational, indem sie bestimmte Umweltstrukturen ausnutzten, sehr robust und in hohem Maße generalisierbar seien (ausführlich *Gigerenzer/Todd*, in: Plott/Smith (Hrsg.), *Handbook of Experimental Economics Results*, 2008, S. 976 ff.).

Dessen ungeachtet hat die Verhaltensökonomie Konstellationen dokumentiert, in denen Menschen systematisch Entscheidungen treffen, die sich als teure Fehler erweisen (*Rachlinski*, 85 Cornell L. Rev. 739, 756 Fn. 83 (2000); *Korobkin/Ulen*, 88 Cal. L. Rev. 1051, 1085 (2000)). Auch diejenigen, die die Vorzüge heuristischer Entscheidungsprinzipien hervorheben, stimmen zu, dass sie gegebenenfalls irreführend können. Ist eine Heuristik nicht auf eine bestimmte Umweltsituation abgestimmt, werden systematisch Fehler auftreten (siehe *Gigerenzer/Hertwig/Hoffrage u. a.*, in: Plott/Smith (Hrsg.), *Handbook of Experimental Economics Results*, 2008, Bd. 1, S. 1018, 1027, 1033; *Tversky/Kahneman*, *Science* 185 (1974), 1124, 1131; zum Ganzen auch die gut lesbare Aufbereitung der Argumente bei *Beck*, *Behavioral Economics*, 2014, S. 76–94).

<sup>618</sup> Für eine Zusammenstellung wichtiger Arbeiten siehe *Kahneman/Slovic/Tversky* (Hrsg.), *Judgment under uncertainty*, 2001 und *Gilovich/Griffin/Kahneman* (Hrsg.), *Heuristics and biases*, 2008. Zu möglichen Gründen für den großen Erfolg des „heuristics and biases“-Ansatzes *Schweizer*, *Kognitive Täuschungen vor Gericht*, 29. Juni 2005, 29.

<sup>619</sup> Etwa *Ebering*, *Behavioral economics*, 2005, *Beck*, *Behavioral Economics*, 2014 sowie Sammelbände wie *Camerer/Loewenstein/Rabin* (Hrsg.), *Advances in behavioral economics*, 2004 mit instruktivem Gesamtüberblick von *Camerer/Loewenstein*, in: *Camerer/Loewenstein/Rabin* (Hrsg.), *Advances in behavioral economics*, 2004, S. 3 ff., *Vartiainen/Diamond* (Hrsg.), *Behavioral economics and its applications*, 2007, *Baker/Nofsinger* (Hrsg.), *Behavioral finance*, 2010. Ausführliche und für Juristen ohne besondere ökonomische Vorkenntnisse gut verständliche Darstellungen bieten etwa *Schweizer*, *Kognitive Täuschungen vor Gericht*, 29. Juni 2005, 64–270 sowie in der Lehrbuchliteratur etwa *Schäfer/Ott*, *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*<sup>5</sup>, 2012, S. 103 ff.

<sup>620</sup> Beispielhaft *Ambachtsheer*, *Rotman Int'l J. of Pension Manage.* 7 (2014), 6, 9: „The relatively new field of behavioral finance helps explain this noise-driven activity. Loss aversion, availability and confirmation biases, anchoring, and herding behaviors all lead market participants toward short-termism and away from responsible long-termism.“ Als Beleg dient *Ambachtsheer* dabei lediglich ein abstrakter Verweis auf eine wachsende Literatur zu Behavioral Finance mit Nennung des populärwissenschaftlichen Buches von *Kahneman*, *Thinking Fast and Slow*, 2011; ähnlich *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 10, 35 f., der recht pauschal ausführt, dass *biases* wie exzessiver Optimismus, Verlustaversion und der Ankereffekt *Short-termism* verschlimmern könnten und die Effizienzmarkthypothese infrage stellen, zugleich aber auch betont, dass diese Verhaltensweisen nicht notwendig irrational seien.

## 2. Verlustaversion: Das Aktienprämien-Rätsel

### a) Verhaltensökonomische Grundlagen

Verlustaversion ist eine Erkenntnis der Prospect-Theorie, einer deskriptiven Theorie des menschlichen Entscheidungsverhaltens unter Unsicherheit.<sup>621</sup> Sie hat sich in der Verhaltensökonomie etabliert und ist insoweit neben die Erwartungsnutzentheorie getreten.<sup>622</sup> Die Prospect-Theorie geht davon aus, dass Menschen Umweltzustände anhand der Vermögensänderung bewerten, welche der jeweilige Zustand herbeiführt, wobei sie diese von einem Referenzpunkt aus als Gewinn oder Verlust wahrnehmen (kodieren).<sup>623</sup> Die Prospect-Theorie beschreibt nicht formal, wie der maßgebliche Referenzpunkt im Zuge des sog. *framing* des Entscheidungsproblems festgelegt wird.<sup>624</sup> Das *framing* wird sowohl von der Darstellung des Problems und dem Entscheidungskontext beeinflusst als

<sup>621</sup> Die ursprüngliche Version der Prospect-Theorie bezog sich nur auf Entscheidungen unter Risiko, also Situationen, in denen die Wahrscheinlichkeiten für den Eintritt alternativer Umweltzustände bekannt sind. Die erweiterte, sog. kumulative Prospect-Theorie erfasst auch Entscheidungen unter Unsicherheit, d. h. Situationen mit nicht (vollständig) bekannten Eintrittswahrscheinlichkeiten (*Tversky/Kahneman*, *J. Risk & Uncertainty* 5 (1992), 297, 299 f.; *Schweizer*, Kognitive Täuschungen vor Gericht, 29. Juni 2005, 62). Eine instruktive konzise Aufbereitung in deutscher Sprache findet sich etwa bei *Ebering*, *Behavioral economics*, 2005, S. 9–19, eine ausführliche Darstellung mit vielen kleinen Beispielen bei *Beck*, *Behavioral Economics*, 2014, S. 125–145.

Zu den Grenzen des Erklärungsgehalts auch der kumulativen Prospect-Theorie instruktiv *Laux/Gillenkirch/Schenk-Mathes*, *Entscheidungstheorie*<sup>9</sup>, 2014, S. 196–204; sie betreffen vor allem dynamische Entscheidungssituationen, in denen die Wahl des Referenzpunktes theoretisch unbestimmt ist, die Abbildung von sog. Reichtumseffekten (diese treten auf, wenn die Risikoaversion eines Entscheiders von seinem Vermögensniveau abhängt) sowie blinde Flecken dadurch, dass die Prospect-Theorie keine allgemeinen Aussagen darüber erlaubt, wie sich Entscheider verhalten, wenn sie Risiken mischen können, die Funktionsweise von Märkten nicht abbilden kann und schließlich bei verteilten Entscheidungen realistischerweise meist nicht operationalisierbar ist.

<sup>622</sup> Die Bedeutung der Prospect-Theorie im Verhältnis zur Erwartungsnutzentheorie wird unterschiedlich beurteilt (siehe *Ebering*, *Behavioral economics*, 2005, S. 9 und *Kahneman*, *Am. Ec. Rev.* 93 (2003), 1449, 1457 einerseits sowie *Arlen/Talley*, in: dies. (Hrsg.), *Experimental law and economics*, 2008, S. xv, xviii ff., xxvi i. V.m. Fn. 17 andererseits). Neurowissenschaft und -ökonomie legen derzeit nahe, dass menschliche Entscheidungen aus dem simultanen Ablauf verschiedener kognitiver „Programme“ resultieren, die teils bewusste Überlegungen und teils vorgelagerte intuitive Prozesse betreffen, sodass beide Theorien eine Berechtigung haben (näher *dies.*, in: dies. (Hrsg.), *Experimental law and economics*, 2008, S. xv, xxviii–xxxii m. w. N.). Dies würde erklären, warum es teilweise möglich ist, Menschen durch „de-biasing“ von systematischen Fehlern abzuhalten (*dies.*, in: dies. (Hrsg.), *Experimental law and economics*, 2008, S. xv, xxviii; zu *debiasing* im rechtlichen Kontext siehe den programmatischen Überblick von *Jolls/Sunstein*, 35 *J. Legal Stud.* 199 (2006) sowie im größeren Kontext der Paternalismusdebatte *Schmolke*, *Grenzen der Selbstbindung im Privatrecht*, 2014, S. 228 f.). In diese Richtung geht auch die von *Kahneman*, *Am. Ec. Rev.* 93 (2003), 1449, 1450 ff., 1467 ff. vorgeschlagene Unterscheidung eines intuitiven kognitiven Systems 1 und eines überlegenden Systems 2, das Kahneman aber nicht mit rationalem Verhalten gleichsetzt; in ähnlicher Weise unterscheidet Thaler mit Blick auf Selbstkontrollprobleme zwischen einem *long-sighted* „*planner*“ und einem *myopic* „*doer*“ (dazu bereits S. 30, Text bei und in Fn. 82; zu einem weiteren ähnlichen psychologischen Konzept zweier kognitiver Systeme *Irving*, 19 *Australian Acc. Rev.* 278, 280 (2009)); beachte zudem soeben Fn. 621 auf S. 493 am Ende zu Grenzen und Lücken der Prospect-Theorie.

<sup>623</sup> *Kahneman*, *Am. Ec. Rev.* 93 (2003), 1449, 1456.

<sup>624</sup> *Tversky/Kahneman*, *J. of Bus.* 59 (1986), 251–278, 273. Der Referenzpunkt wird in der ersten Phase des Entscheidungsprozesses festgelegt, in der unter anderem die erwarteten Ereigniswerte in Gewinne und Verluste relativ zum Referenzpunkt umgewandelt werden. Sie wird als „phase of framing and editing“ (*dies.*, *J. of Bus.* 59 (1986), 251–278, 257), „framing-phase“ (*dies.*, *J. Risk & Uncertainty* 5 (1992), 297, 299) oder im Deutschen als „Editierungsphase“ (*Beck*, *Behavioral Economics*, 2014, S. 125–127; *Ebering*, *Behavioral economics*, 2005, S. 10 f.) bezeichnet.

auch von der Interpretation durch den Entscheidenden.<sup>625</sup> Meist ist der maßgebliche Referenzpunkt der Ist-Zustand (Status quo) und seltener ein Soll-Zustand (*aspiration level*).<sup>626</sup>

Die Prospect-Theorie geht weiterhin davon aus, dass Menschen sich im Bereich potenzieller Gewinne (*win-frame*) risikoavers und im Bereich potenzieller Verluste (*loss-frame*) risikofreudig verhalten.<sup>627</sup> Wenn die wahrgenommenen Wahrscheinlichkeiten sehr gering sind, kehrt sich dies allerdings um.<sup>628</sup> Zudem empfinden Menschen (potenzielle) Verluste etwa doppelt so stark wie (potenzielle) Gewinne<sup>629</sup> – dies begründet die sog. Verlustaversion.<sup>630</sup>

Eine besondere Wirkung kann Verlustaversion im Zusammenspiel mit mentaler<sup>631</sup> (gleichbedeutend: geistiger<sup>632</sup>) Buchführung (*mental accounting*) entfalten. *Mental accounting* beschreibt, wie Menschen Entscheidungen samt deren Folgen einordnen und zusammenfassen. Menschen bilden dabei für verschiedene Lebensbereiche oft getrennte „mentale Konten“, in denen sie Handlungsmöglichkeiten darstellen und bewerten. Dieses Vorgehen schont knappe kognitive Kapazitäten, indem es etwaige Wechselwirkungen zwischen Handlungen in verschiedenen Bereichen ignoriert.<sup>633</sup> Insofern ist die Strategie individuell rational. Dessen ungeachtet kann sie je nach Organisation der Konten Entscheidungen erheblich verzerren, wenn und weil das mentale Konto den Referenzpunkt der Prospect-Theorie bestimmt und Menschen ein mentales Konto aus Verlustaversion ungern mit einer Einbuße abschließen.<sup>634</sup>

<sup>625</sup> Tversky/Kahneman, J. of Bus. 59 (1986), 251–278, 273.

<sup>626</sup> Kahneman/Tversky, Econometrica 47 (1979), 263, 274, 286; Schweizer, Kognitive Täuschungen vor Gericht, 29. Juni 2005, 57.

<sup>627</sup> Kahneman, Am. Ec. Rev. 93 (2003), 1449, 1456.

<sup>628</sup> Tversky/Kahneman, J. Risk & Uncertainty 5 (1992), 297, 306, die darauf hinweisen, dass dies nicht für extreme Ausgänge gilt.

<sup>629</sup> Die Zusammenhänge werden grafisch mit zwei Funktionen dargestellt: Eine S-förmige Wertfunktion transformiert objektive Größen in Nutzengrößen. Sie verläuft im Bereich potenzieller Gewinne konkav und im Bereich potenzieller Verluste konvex, wobei sie dort betragsmäßig stärker fällt, als es ihrer Steigung im Bereich potenzieller Gewinne entspricht (Kahneman, Am. Ec. Rev. 93 (2003), 1449, 1456; Tversky/Kahneman, J. Risk & Uncertainty 5 (1992), 297, 303; Kahneman/Tversky, Econometrica 47 (1979), 263, 279). Hinzu tritt eine rangabhängige Entscheidungsgewichtungsfunktion, die objektive in subjektive Wahrscheinlichkeiten überführt und für Gewinne und Verluste leicht unterschiedlich verläuft. Ihr zufolge werden unter anderem kleine Wahrscheinlichkeiten übergewichtet und große Wahrscheinlichkeiten untergewichtet. Der Übergang von Sicherheit zu Unsicherheit wird besonders stark wahrgenommen (siehe Ebering, Behavioral economics, 2005, S. 16 ff.).

<sup>630</sup> Tversky/Kahneman, J. Risk & Uncertainty 5 (1992), 297, 303; Schweizer, Kognitive Täuschungen vor Gericht, 29. Juni 2005, 58.

<sup>631</sup> Ebering, Behavioral economics, 2005, S. 63.

<sup>632</sup> Beck, Behavioral Economics, 2014, S. 178.

<sup>633</sup> Daneben können unterschiedliche mentale Konten für verschiedene Lebensbereiche auch unterschiedlichen Präferenzen in diesen Bereichen geschuldet sein, Ebering, Behavioral economics, 2005, S. 64.

<sup>634</sup> Zum Ganzen Ebering, Behavioral economics, 2005, S. 63 f.; Beck, Behavioral Economics, 2014, S. 178 f., Letzterer auch dazu, dass Verzerrungen vor allem dann auftreten, wenn Menschen sog. *topikale Konten* bilden, bei denen die Entscheidungsfolgen gegen den unmittelbaren Kontext der Entscheidung abgewogen werden. Im Gegensatz dazu steht ein sog. *minimales Konto*, das nur die Folgen der konkreten Wahlentscheidung abwägt, sowie ein *umfassendes Konto*, das die gesamte Vermögenssituation umfasst, zu diesen Varianten mit Definition Kahneman/Tversky, American Psychologist 39 (1984), 341, 347.

## b) Einfluss auf Short-termism?

Verlustaversion gilt verbreitet als mögliche Ursache einer mutmaßlichen kurzfristigen Orientierung auf dem Aktien- und Kapitalmarkt. Den wohl bekanntesten Ansatz hat 1995 der spätere Nobelpreisträger *Richard Thaler* zusammen mit einem Co-Autor entwickelt. Sie erklären das sog. *equity premium puzzle*<sup>635</sup> (dt. Aktienprämien-Rätsel<sup>636</sup> oder Wertpapieraufschlagrätsel<sup>637</sup>), das sich aus dem hohen Renditeabstand zwischen Aktien und sicheren Staatsanleihen ergibt, mit kurzfristiger Verlustaversion infolge mentaler Kontenbildung, sog. *myopic loss aversion*.

Das Aktienprämien-Rätsel wurde zunächst anhand von Daten zum US-amerikanischen Kapitalmarkt aufgezeigt,<sup>638</sup> stellt sich aber auch in anderen Ländern mit entwickelten Kapitalmärkten, namentlich in Großbritannien, Japan, Deutschland und Frankreich.<sup>639</sup> Im Ausgangspunkt leuchtet ein, dass die Rendite einer Geldanlage in Aktien im langfristigen Mittel höher ist als jene einer Geldanlage in sehr solide Anleihen mit festem Zins (insbesondere Staatsanleihen). Denn der Kurs von Aktien schwankt typischerweise deutlich stärker als jener solider Anleihen, und dieses Risiko wird ein Anleger nur eingehen, wenn ihm Aktien dafür eine höhere Prämie bieten. Allerdings hat ein grundlegender Aufsatz bezogen auf die amerikanischen Finanzmärkte der Jahre 1889 bis 1978 einen derart großen Renditeabstand (6 Prozentpunkte) errechnet, dass sich die Differenz mit ökonomischen Standardmodellen effizienter Märkte nicht erklären lässt, sofern man nicht völlig implausible Ausmaße von Risikoscheu zugrunde legen will.<sup>640</sup>

*Benartzi* und *Thaler* haben als eine der ersten vorgeschlagen, dieses Aktienprämien-Rätsel mit der Prospect-Theorie zu lösen.<sup>641</sup> Sie erklären die langfristige Überrendite von Aktien im Vergleich zu Anleihen als Folge von Verlustaversion im Zusammenspiel mit mentaler Buchführung (*mental accounting*) und kurzfristiger Portfolioevaluierung. Ihr Ansatz beruht im Kern darauf, dass verlustaverse Entscheider umso weniger bereit sind, in Anlagen wie Aktien zu investieren, die zwar einen hohen Erwartungswert haben, aber riskant und schwankungsanfällig sind, je häufiger sie die Ergebnisse einer solchen Anlage bewerten bzw. je häufiger sie evaluiert werden. Denn je kürzer der Bewertungsrythmus ist, desto weniger gleichen sich zufällige Wertschwankungen aus und umso weniger kommt der positive langfristige Erwartungswert zum Tragen.<sup>642</sup> Einbußen durch Schwankungen nach unten empfinden verlustaverse Menschen indes besonders stark. Personen mit einem an sich langfristigen Planungshorizont (Beispiel: Sparer für die Rente), die einen vergleichsweise kurzen Bewertungsrythmus und einen engen

<sup>635</sup> Grundlegend und begriffsprägend *Mehra/Prescott*, J. Monetary Ec. 15 (1985), 145 ff.

<sup>636</sup> *Jungermann*, WISU 36 (2007), 915.

<sup>637</sup> *Elger/Schwarz*, Neurofinance, 2009, S. 30.

<sup>638</sup> *Mehra/Prescott*, J. Monetary Ec. 15 (1985), 145 ff.

<sup>639</sup> *Dies.*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, 1B, S. 889, 894–895.

<sup>640</sup> *Dies.*, J. Monetary Ec. 15 (1985), 145 ff.; rückblickend evaluierend *dies.*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, 1B, S. 889, 891–899, zur fehlenden Erklärung durch traditionelle Modelle abseits implausibel hoher Risikoaversion a. a. O., S. 891, 913, 918 sowie *Benartzi/Thaler*, QJE 110 (1995), 73, 77 f.; *Altman*, in: Baker/Nofsinger (Hrsg.), Behavioral finance, 2010, S. 191, 205.

<sup>641</sup> *Benartzi/Thaler*, QJE 110 (1995), 73; Kurzüberblick über ihren Ansatz bei *Barberis/Thaler*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, S. 1053, 1079 f.; für eine rein verbale Zusammenfassung *Altman*, in: Baker/Nofsinger (Hrsg.), Behavioral finance, 2010, S. 191, 205 f.

<sup>642</sup> *Benartzi/Thaler*, QJE 110 (1995), 73, 75, 80 f.

Bewertungsfokus anlegen,<sup>643</sup> handeln daher durch Verlustaversion so, als ob sie einen kürzeren Planungshorizont hätten,<sup>644</sup> weil sie Verluste zum Evaluierungszeitpunkt stärker gewichten als Gewinne.

*Benartzi* und *Thaler* untermauern diese Hypothese mit Simulationsrechnungen, denen zufolge ein Investor, dessen Präferenzen der Prospect-Theorie entsprechen, sein Portfolio rund einmal jährlich (ca. alle zehn bis zwölf Monate) bewerten muss, um indifferent zwischen der historisch ermittelten Renditeverteilung von Aktien und Anleihen zu sein.<sup>645</sup> Da prima facie einiges dafür spricht, dass in der Realität tatsächlich jährliche Portfolioevaluierungen üblich sind,<sup>646</sup> könnte demnach Verlustaversion in Verbindung mit kurzfristiger Portfolioevaluierung den höheren Renditeabstand des Aktienprämien-Rätsels erklären.

Mit Blick auf den möglichen Einwand, dass dieser Ansatz an individuelles Verhalten anknüpft, während die betrachteten Anlagen überwiegend von Organisationen gehalten werden, argumentieren *Benartzi* und *Thaler*, dass auch Agency-Kosten *myopic loss aversion* hervorrufen können. Hierzu verweisen sie darauf, dass selbst institutionelle Investoren, die langfristige Ziele verfolgen, ihre Portfolios und ihre Fondsmanager in kürzeren Zeitabständen evaluieren. Zudem müssten sie gegebenenfalls auf kontinuierliche Ausschüttungen bedacht sein. Insofern tätigten Fondsmanager kurzfristige Investmententscheidungen beeinflusst sowohl von Verlustaversion als auch von weiteren gleichgerichteten Faktoren.<sup>647</sup>

Nachfolgende Beiträge haben Verlustaversion zudem in anderer Hinsicht als mögliche Ursache von *Short-termism* ins Spiel gebracht: So könnte Verlustaversion im Zusammenspiel mit anderen Heuristiken bewirken, dass Manager kurzfristige Einbußen besonders stark wahrnehmen und deshalb misstrauisch gegenüber Investitionen sind, die sich erst langfristig auszahlen.<sup>648</sup> Zudem sprechen Studien dafür, dass professionelle Finanzmarktteilnehmer potenzielle Verlustrisiken für besonders bedeutsam erachten, wenn sie eine Anlagemöglichkeit bewerten.<sup>649</sup>

<sup>643</sup> Die Hypothese nimmt mit anderen Worten an, dass Investoren in doppelter Weise ein enge *framing* vornehmen bzw. entsprechende mentale Konten bilden (zum Folgenden *Barberis/Thaler*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 1053, 1081): Erstens findet ein enge *framing* im sachlichen Querschnitt statt, d. h., selbst wenn Investoren über verschiedene (finanzielle und nicht finanzielle) Arten von Vermögen verfügen, beeinflusst es gleichwohl ihren Nutzen, wie sich ein einzelner Bestandteil ihres Gesamtvermögens verändert, beispielsweise ihr finanzielles Vermögen oder ihr Aktienportfolio. Zweitens erfolgt das enge *framing* annahmegemäß in zeitlicher Hinsicht, d. h., selbst wenn Investoren lange Anlagehorizonte haben, bewerten sie ihre Portfolioerträge jährlich.

<sup>644</sup> *Benartzi/Thaler*, QJE 110 (1995), 73, 80.

<sup>645</sup> *Dies.*, QJE 110 (1995), 73, 75 f., 81–85. Umgekehrt erweist sich eine hälftige Vermögensaufteilung auf Aktien und Anleihen optimal für einen Investor mit einer Evaluationsperiode von einem Jahr.

<sup>646</sup> *Dies.*, QJE 110 (1995), 73, 83 und *Barberis/Thaler*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 1053, 1080 argumentieren hierzu, dass private Investoren einmal pro Jahr ihre Steuererklärung einreichen müssen, einmal pro Jahr einen besonders ausführlichen Bericht ihrer Broker, Fonds und Rentenkonten erhielten und dass auch institutionelle Investoren am meisten Gewicht auf die Jahresberichte legten.

<sup>647</sup> *Benartzi/Thaler*, QJE 110 (1995), 73, 87–90.

<sup>648</sup> In diese Richtung *Laverty*, *Acad. Manage. Rev.* 21 (1996), 825, 844.

<sup>649</sup> Siehe *Olsen*, 53 *Financial Analysts J.* 62 (1997) auf Basis einer Umfragestudie bei professionellen Fondsmanagern und wohlhabenden Einzelpersonen, die ihr Vermögen aktiv (mit-)verwalteten; auf Basis eines Experiments mit MBA-Studenten *Koonce/McAnally/Mercer*, *Acc. Rev.* 80 (2005) 221.

## c) Offene Fragen und Kritik

Als wissenschaftlich fundiert lässt sich derzeit in erster Linie die Hypothese der *myopic loss aversion* von *Benartzi* und *Thaler* bezeichnen. Auch sie stellt aber noch keine gesicherte Verbindung zwischen Verlustaversion und mutmaßlichem *Short-termism* her.<sup>650</sup> Unsicherheiten und Einwände bestehen sowohl allgemein mit Blick auf die Prospect-Theorie und mentale Kontenbildung, als auch konkret hinsichtlich der Hypothese der *myopic loss aversion*.

## aa) Reichweite der zugrunde liegenden Konzepte

Zunächst ist zu beachten, dass die Theorie der mentalen Kontenbildung rein deskriptiv und ihre Wirkung in hohem Maße kontextabhängig ist. Wie und warum Menschen mentale Konten bilden, kann je nach Person, Zeitpunkt oder Vermögens- und Einkommensform variieren und lässt sich in Experimenten leicht durch die Formulierung oder eine unscheinbare Änderung des Entscheidungskontextes beeinflussen.<sup>651</sup> Dementsprechend ist eine Hypothese, welche eine bestimmte systematische Form mentaler Kontenbildung bei Kapitalmarktakteuren behauptet, mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Noch gewichtigere Unwägbarkeiten bestehen mit Blick auf Verlustaversion. Abgesehen davon, dass die Konzeption von Verlustaversion und der asymmetrische Verlauf der sog. Wertfunktion der Prospect-Theorie<sup>652</sup> umstritten sind,<sup>653</sup> ist die Reichweite von Verlustaversion in mehrfacher Hinsicht unklar. Schon die Begründer der Theorie schränken ein, dass Verlustaversion nicht bei Gütern auftritt, die von vornherein für einen (baldigen) Austausch gedacht sind, etwa Geld<sup>654</sup> – das spricht zumindest gegen myopische Verlustaversion von Fondsmanagern. Zudem mehrten sich in jüngerer Zeit Belege dafür, dass Verlustaversion kontextabhängig von Größen ist, dergestalt, dass sie nur bei relativ hohen Vermögensänderungen auftritt, nicht hingegen bei relativ geringen, und dass sie außerdem generell verschwindet, wenn ein noch höherer Ankerwert als Bezugspunkt in Rede steht.<sup>655</sup> Das könnte bei Anlageentscheidungen relevant sein, die im Kontext eines größeren Portfolios stattfinden. Schließlich zeigen neuere Studien, dass der Wertungsprozess teilweise von der Messskala abhängt, welche im Experiment zum Einsatz kommt.<sup>656</sup> Immerhin sind die übrigen Bestandteile der Prospect-Theorie hierdurch nicht

<sup>650</sup> Die Autoren betonen selbst den vorläufigen Charakter ihrer Hypothese, siehe *Benartzi/Thaler*, QJE 110 (1995), 73, 90 („For this reason, we believe that myopic loss aversion deserves consideration as a possible solution to Mehra and Prescott’s fascinating puzzle.“); *Barberis/Thaler*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, S. 1053, 1080 („BT’s [Barberis und Thaler] result is only suggestive of a solution to Mehra and Prescott’s equity premium puzzle.“).

<sup>651</sup> *Beck*, Behavioral Economics, 2014, S. 190 f.

<sup>652</sup> Dazu soeben Fn. 629 auf S. 494.

<sup>653</sup> Dies ergibt sich unter anderem daraus, dass der Begriff Verlustaversion verbreitet zur Erklärung von Phänomenen bei risikolosen Entscheidungen herangezogen worden ist, die sich ebenso (nur) mit einem Hang zum Status quo (*status quo bias*) begründen lassen, z. B. der sog. Besitzeffekt (*endowment effect*). Dazu ausführlich *Gal*, Judgment and Decision Making 1 (2006), 23 ff.

<sup>654</sup> *Tversky/Kahneman*, QJE 106 (1991), 1039, 1055; *Novemsky/Kahneman*, J. Marketing Res. 42 (2005), 119, 124 f. m. w. N. auch zur Gegenmeinung.

<sup>655</sup> Zum Ganzen *Mukherjee/Sahay/Pammi u. a.*, Judgment and Decision Making 12 (2017), 81 ff. mit der Schlussfolgerung, dass Größenrelationen eine wesentliche, bisher nicht hinreichend einbezogene Eigenschaft der Wertfunktion der Prospect-Theorie sein könnten.

<sup>656</sup> *Dies.*, Judgment and Decision Making 12 (2017), 81, 87.

notwendig mit infrage gestellt.<sup>657</sup> Gleichwohl ist angesichts dieser offenen Fragen Vorsicht angebracht.

### bb) Gemischte empirische Belege

Die skizzierten theoretischen Zweifel kann die nachfolgende Forschung zur Myopic-Loss-Aversion-Hypothese nicht ausräumen. Ihr Befund ist gemischt: Einerseits haben Laborexperimente ergeben, dass Probanden in geringerem Maße bereit waren, in riskante, schwankungsanfällige Anlagen zu investieren, wenn sie Informationen über deren Entwicklung bezogen auf kürzere Zeitintervalle erhielten<sup>658</sup> – dies scheint die Hypothese zumindest im Ergebnis zu untermauern, allerdings nicht notwendig ihre theoretische Begründung.<sup>659</sup> Andererseits haben weitere Simulationsrechnungen zwar bestätigt, dass Verlustaversion einen Beitrag zur Erklärung des Aktienprämien-Rätsels leisten könnte, sie ergaben aber auch, dass noch weitere Faktoren beteiligt sein müssen.<sup>660</sup> Hinzu treten grundlegende Bedenken, ob das Aktienprämien-Rätsel überhaupt

<sup>657</sup> Dies betont *Gal*, *Judgment and Decision Making* 1 (2006), 23, 31 Fn. 5; in der Sache auch *Mukherjee/Sahay/Pammi u. a.*, *Judgment and Decision Making* 12 (2017), 81, 87: „While prospect theory probably remains one of the hallmark theories in decision making, mounting evidence suggests a modification in its value function to accommodate differences across low and high magnitudes.“

<sup>658</sup> *Gneezy/Potters*, *QJE* 112 (1997), 631; *Thaler/Tversky/Kahneman u. a.*, *QJE* 112 (1997), 647; zudem waren Probanden in einem solchen Experiment sogar dazu bereit, für häufigere Information zu bezahlen, obgleich sie damit schlechtere Anlageergebnisse erzielten, *Charness/Gneezy*, *Economic Inquiry* 48 (2010), 133, 140. Siehe zudem das verwandte Experiment zu *myopic loss aversion* mit Blick auf Altersvorsorgeanlagen von *Benartzi/Thaler*, *Management Science* 45 (1999), 364 ff.

<sup>659</sup> Dass die Bereitschaft zur Investition in riskante Anlagen sank, wenn die Versuchsteilnehmer auf kürzere Zeitintervalle bezogene Informationen über die Entwicklung der Anlagen erhielten, lässt sich zum einen – im Sinne der Hypothese von *myopic loss aversion* – mit der Prospect-Theorie und mentaler Buchführung erklären. In Betracht kommt allerdings ebenso eine Erklärung mit sog. *subadditivem Diskontieren* (zum Folgenden instruktiv *Beck*, *Behavioral Economics*, 2014, S. 224–230). Es besteht darin, dass Menschen eine Summe gedanklich insgesamt stärker abzinsen, wenn der Abzinsungszeitraum in mehrere Teilabschnitte zerlegt wird (z. B. zwölf Monate statt ein Jahr). Dieses experimentell nachgewiesene Verhalten lässt sich etwa damit erklären, dass Menschen einer zeitlichen Verschiebung (bei riskanten Anlagen überdies dem Risiko) infolge ihrer Zerlegung mehr Aufmerksamkeit entgegenbringen und deshalb die zeitliche Verschiebung (das Risiko) stärker wahrnehmen (sog. *Support-Theorie*).

<sup>660</sup> So *Barberis/Huang/Santos*, *QJE* 116 (2001), 1, 3, 44–48, die ermitteln, dass noch andere Faktoren beteiligt sein müssen, welche die Volatilität von Aktienkursen erhöhen; kurze Besprechung bei *Barberis/Thaler*, in: *Constantinides/Harris/Stulz* (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 1053, 1080 f.

Ein ähnliches Resultat ergab die Studie von *Barberis/Huang*, *J. Fin.* 56 (2001), 1247 ff., die die Grundidee von *Benartzi/Thaler* auf individuelle Aktien im Vergleich zu einer Portfoliobetrachtung anwenden (dazu auch *Barberis/Thaler*, in: *Constantinides/Harris/Stulz* (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 1053, 1097). Sie prüfen, ob in einer simulierten Volkswirtschaft eher mentales *individual stock accounting* oder eher mentales *portfolio accounting* Ergebnisse hervorbringt, die Mustern des realen Aktienmarktes gleichen. Ihre Studie spricht dafür, dass *individual stock accounting* besser in der Lage ist, die in der Realität zu beobachtenden hohen Durchschnittsrenditen und die übermäßige Volatilität einzelner Aktien sowie die hohe Aktienprämie im Querschnitt zu erklären (*Barberis/Huang*, a. a. O., S. 1248 f.). Allerdings betonen *Barberis/Huang* auch, dass ihr Ansatz nur ein potenzielles Element eines Gleichgewichtsmodells und keinesfalls eine vollständige Beschreibung der Tatsachen darstellt. Insbesondere unterschätzt ihr Ansatz die Korrelation einzelner Aktien. Vielversprechender seien wahrscheinlich Modelle, die *individual stock accounting* mit breiteren Formen der mentalen Buchführung verbinden (a. a. O., S. 1250). Siehe zudem die beachtliche Kritik von *Brennan*, *J. Fin.* 56 (2001), 1292 ff., der unter anderem auf den bemerkenswerten Aspekt hinweist, dass die Akteure im Modell von *Barberis/Huang* annahmegemäß einerseits verhaltensökonomischen *biases* unterliegen, die sie nicht erkennen, andererseits aber in der Lage sind, ein schwieriges Problem dynamischer Programmierung zu lösen.

sinnvoll mit historischen Renditen formuliert werden kann. Soweit man stattdessen auf Fundamentaldaten und erwartete Renditen abstellt, wird eine Erklärung mit Verlustaversion möglicherweise unnötig.<sup>661</sup>

cc) *Verhaltenstheoretische versus rationaltheoretische Ursachen?*

Ein weiteres Problem deuten *Benartzi* und *Thaler* bereits selbst an: *Myopic loss aversion* im Sinne ihrer Hypothese liegt keinesfalls notwendig an *loss aversion* im Sinne der Prospect-Theorie, sondern kann sich ebenso aus der begrenzten Mandatierungszeit von Fondsmanagern und Karrierenachteilen ergeben, die mit zwischenzeitlichen Fondsverlusten verbunden sind. In diesem Fall geht es indes gar nicht mehr (notwendig) um eine verhaltensökonomische Erklärung, sondern um die bereits besprochenen Ineffizienzen auf dem Managerarbeitsmarkt (*career concerns*) bzw. dem Aktienmarkt (*signal jamming, costly trade theory*). Insoweit führt also das griffige Etikett *myopic loss aversion* in die Irre, weil es verhaltensökonomische Effekte nahelegt, wo genauso gut (ausschließlich oder gleichgerichtet) Informationsasymmetrien und Prinzipal-Agenten-Probleme im klassischen Rationalmodell am Werk sein können. Das geht in der Rezeption häufig verloren.<sup>662</sup>

Generell bedingt die hohe Kontextabhängigkeit von Verlustaversion und mentaler Buchführung, dass sich viele Beobachtungen durch eine bestimmte mentale Kontenbildung erklären lassen, ohne dass abseits kontrollierter Experimente auszuschließen ist, dass die Theorie dabei nur als nachträgliche Ad-hoc-Erklärung dient.<sup>663</sup> Tatsächlich spricht prima facie einiges dafür, dass im hiesigen Zusammenhang den rationaltheoretischen Erklärungen mehr Gewicht zukommt. Insbesondere dominieren in westlichen Industriestaaten professionelle Investoren die führenden Aktienindizes, Gleiches gilt für den Handel mit Anleihen. Für diese Akteure sind Wertpapiere von vornherein Handelsobjekte, sodass nach dem unter aa) Gesagten gerade keine Verlustaversion im Sinne der Prospect-Theorie zu erwarten ist.<sup>664</sup> Der Einfluss von Kleinanlegern dürfte in westlichen Industrieländern zu gering sein, um systemischen *Short-termism* auf dem Aktienmarkt zu erzeugen. Die Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte in Recht und Ökonomie untermauert diese Einschätzung: Soweit sie von Anlegern als mutmaßlichen Verursachern

<sup>661</sup> *Gal*, Judgment and Decision Making 1 (2006), 23, 30 mit Blick auf *Fama/French*, J. Fin. 57 (2002), 637 ff.

<sup>662</sup> Siehe im Kontext der *Short-termism*-Debatte *Marston/Craven*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 233, 235 f., zudem *IOSCO Board*, Strategic Framework for Investor Education and Financial Literacy, October 2014, S. 23; aus der übrigen Literatur etwa *Charness/Gneezy*, Economic Inquiry 48 (2010), 133, 136; *Beck*, Behavioral Economics, 2014, S. 364, der sich – im Rahmen eines Lehrbuches – allein auf den verhaltensökonomischen Aspekt konzentriert, tendenziell auch *Jungermann*, WISU 36 (2007), 915 im Rahmen seines Abrisses zum Wertpapieraufschlag-Rätsel; begrüßenswert hingegen *Altman*, in: Baker/Nofsinger (Hrsg.), Behavioral finance, 2010, S. 191, 206 („Although some behavioral economists regard myopic loss aversion-type behavior as irrational, this view may be incorrect. Evaluating the returns on an annual basis makes sense for individuals who expect that they might have to sell a portion of their financial assets at short notice.“).

<sup>663</sup> *Beck*, Behavioral Economics, 2014, S. 190 f.

<sup>664</sup> Ähnliches gilt für den sog. Trugschluss der verlorenen Kosten (*sunk cost fallacy*), der ebenfalls mit Verlustaversion und mentaler Kontenbildung erklärt wird. Er besteht darin, dass Menschen den bezahlten Einstandspreis bei späteren Entscheidungen über das wirtschaftlich sinnvolle Maß hinaus berücksichtigen. Auch dafür sind professionelle Händler und Berater im Bereich ihrer professionellen Tätigkeit weniger anfällig, *Varian*, Grundzüge der Mikroökonomik<sup>9</sup>, 2016, S. 655 f.; am Beispiel des Immobilienmarktes für Eigentumswohnungen *Genesove/Mayer*, QJE 116 (2001), 1233.

handelt, betrifft das ganz überwiegend professionelle Investoren, während spekulative Kleinanleger kaum als Co-Besetzung in Erscheinung getreten sind.<sup>665</sup>

#### dd) Ausgleichende verhaltensökonomische Effekte

Selbst wenn man trotzdem von verhaltensökonomisch bedingter Verlustaversion professioneller Aktieninvestoren ausgeht, wäre weiter zu fragen, ob diese nicht durch andere verhaltensökonomische Effekte ausgeglichen wird, welche bei Anlagen mit langfristigen Renditepotenzial auftreten.<sup>666</sup> Hierfür sprechen unter anderem Studien, denen zufolge es in Abhängigkeit vom *framing* der Entscheidung durchaus sein kann, dass Menschen (im Experiment: MBA-Studenten) langfristige Verlustrisiken stärker diskontieren als langfristige Gewinnchancen, möglicherweise infolge eines übermäßigen Optimismus. Dies sollte die Risikotoleranz mit zunehmendem Anlagehorizont steigern und Verlustaversion entgegenwirken.<sup>667</sup> Außerdem gilt allgemein, dass Managerentscheidungen typischerweise in einem Rahmen stattfinden, der übermäßiges Selbstvertrauen (*overconfidence*) begünstigt, welches wiederum mit höherer Risikobereitschaft einhergeht.<sup>668</sup> Das lässt zumindest fraglich erscheinen, ob Verlustaversion im Sinne der Prospect-Theorie in nennenswertem Umfang für *Short-termism* verantwortlich zeichnen kann.

### 3. Hyperbolisches Diskontieren, Präferenzumkehr

#### a) Verhaltensökonomische Grundlagen

Das herkömmliche ökonomische Standardmodell rationalen Verhaltens nimmt exponentielles Diskontieren<sup>669</sup> an, bei dem Menschen die Zukunft mit einem konstanten Bruchteil abzinsen. Hieraus folgt, dass ein Individuum zu einem gleichbleibenden Verhältnis bereit ist, Konsum von einer Periode in die nächstfolgende zu verschieben, unabhängig davon, ob die in Rede stehenden Perioden in naher oder ferner Zukunft liegen.<sup>670</sup>

<sup>665</sup> Eine gewisse Ausnahme bildet insoweit lediglich die Debatte um kurzfristige Aktionäre in der Weimarer Republik. Auch dort drehten sich die Ängste vor kurzfristig handelnden Investoren im Kern aber wohl weniger um Kleinanleger als vielmehr um Investoren vonseiten der Konkurrenz oder aus dem Ausland.

<sup>666</sup> Siehe *Brennan*, J. Fin. 56 (2001), 1292, 1293 f., der hierzu beispielhaft auf den Dispositionseffekt verweist, der gegen *individual stock accounting* im Sinne von *Barberis/Huang*, J. Fin. 56 (2001), 1247 ff. spricht (dazu oben Fn. 660 auf S. 498).

<sup>667</sup> *Shelley*, Org. Beh. & Human Dec. Proc. 59 (1994), 124 ff. Dies steht im Gegensatz zu dem üblichen und anerkannten experimentellen Befund, dass Menschen sichere Gewinne (Zahlungen) stärker diskontieren als sichere Verluste (Strafen) (sog. Vorzeicheneffekt, dazu *Beck*, Behavioral Economics, 2014, S. 235–237; *Camerer/Loewenstein*, in: *Camerer/Loewenstein/Rabin* (Hrsg.), Advances in behavioral economics, 2004, S. 3, 25; *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue*, 40 J. Econ. Lit. 351, 362 f. (2002)).

<sup>668</sup> *Baker/Wurgler*, in: *Constantinides/Harris/Stulz* (Hrsg.), Handbook of the economics of finance, 2013, S. 357, 393. Anleger mit *overconfidence* werden zwar häufiger und aggressiver handeln (*Glaser/Weber*, in: *Baker/Nofsinger* (Hrsg.), Behavioral finance, 2010, S. 241, 250 f.), aber nicht weniger investieren.

<sup>669</sup> Bei exponentiellem Diskontieren und zeitdiskreter Betrachtung erfolgt eine Abzinsung mit folgendem Faktor:  $\left(\frac{1}{1+i}\right)^n$ , wobei *i* den Zinssatz bezeichnet und *n* die Anzahl der Jahre angibt, über die hinweg abgezinst wird.

<sup>670</sup> Ökonomisch gesprochen bedeutet dies, dass die sog. Grenzrate der Substitution zwischen zwei Perioden – vorbehaltlich gesonderter Einflussfaktoren wie etwa Risiken – stets gleich ist, also nicht davon abhängt, ob es um eine Verschiebung zwischen zwei zeitnahen Perioden geht oder um eine Verschiebung zwischen zwei Perioden in ferner Zukunft.

Das Individuum verhält sich damit zeitkonsistent und es gilt: „was heute optimal ist, wird auch morgen optimal sein“.<sup>671</sup>

Verhaltensökonomische Experimente haben indes ergeben, dass Menschen ihre zukünftigen Präferenzen bzw. ihr zukünftiges Handeln oft falsch einschätzen und deshalb einmal getroffene Entscheidungen wieder ändern – sie verhalten sich „zeitinkonsistent“. Beispielsweise fassen sie heute einen Plan über eine zukünftige Handlung, weil sie deren Kosten ähnlich abzinsen wie den späteren Nutzen; wenn aber der anvisierte Ausführungszeitpunkt bevorsteht, zinsen sie die Kosten so gering ab, dass der spätere Nutzen der Handlung ihre Vornahme nicht mehr rechtfertigt. Mit anderen Worten werden bei vorausschauender Planung, wenn Kosten und Nutzen noch weit in der Zukunft liegen, relativ weitsichtige Entscheidungen getroffen, wenn hingegen Kosten und späterer Nutzen näher gerückt sind, fällt die Entscheidung relativ kurzfristig aus, weil die unmittelbar bevorstehenden Kosten überwiegen. Diese Präferenzumkehr (*preference reversal*) verursacht Selbstkontrollprobleme (*bounded willpower*) und – ohne intelligente Selbstbindung – kurzichtiges Verhalten, indem letztlich eine geringe Annehmlichkeit in der Gegenwart einem an sich überwiegenden späteren Nutzen vorgezogen wird (sog. Gegenwartspräferenz oder *present bias*). Dies betrifft z. B. Sparentscheidungen, Bildungsanstrengungen oder den Verstoß gegen eine sanktionsbewehrte Norm.<sup>672</sup>

Solches Verhalten lässt sich mit einer modifizierten Diskontierungsfunktion abbilden, bei der die Diskontierung hyperbolisch erfolgt.<sup>673</sup> Dabei hängt der Abzinsungsfaktor von dem zukünftigen Zeitpunkt ab, von dem aus abgezinst wird: Je weiter er in der Zukunft liegt, umso geringer wird der Unterschied durch Abzinsung um eine zusätzliche Periode, d. h., eine zusätzliche Verschiebung fällt umso weniger ins Gewicht, je weiter man bereits in die Zukunft blickt. Umgekehrt diskontiert man zwischen zwei Perioden umso stärker, je näher man sich zeitlich an diesen befindet.<sup>674</sup> Eine verbreitete Vereinfachung, die mathematisch leichter zu handhaben ist, wird als quasi-hyperbolisches Diskontieren bezeichnet. Sie approximiert die hyperbolische Funktion mit zwei Parametern, von denen einer den Effekt der „Unmittelbarkeit“ misst. Beträgt er eins, reduziert sich die Form zu herkömmlichem exponentiellem Diskontieren.<sup>675</sup>

(Quasi-)Hyperbolisches Diskontieren hat sich im ökonomischen Modellbaukasten weithin etabliert,<sup>676</sup> versagt allerdings erwiesenermaßen in bestimmten Konstellationen

<sup>671</sup> Ebering, Behavioral economics, 2005, S. 65.

<sup>672</sup> Zum ganzen Camerer/Loewenstein, in: Camerer/Loewenstein/Rabin (Hrsg.), Advances in behavioral economics, 2004, S. 3, 22–26; Rabin, 36 J. Econ. Lit. 11, 38–41 (1998); Varian, Grundzüge der Mikroökonomik<sup>9</sup>, 2016, S. 656–658.

<sup>673</sup> Bei hyperbolischem Diskontieren wird der Zinssatz  $i$  im Nenner mit der Anzahl der Jahre  $n$ , um die abzuzinsen ist, multipliziert, der Diskontfaktor beträgt also  $\left(\frac{1}{1+in}\right)^n$ . Je weiter das Ereignis, das man abdiskontieren will, in der Zukunft liegt, umso größer ist die Zahl der Jahre  $n$ , umso kleiner wird folglich der Diskontierungsfaktor und umso weniger fallen zukünftige Ereignisse ins Gewicht (zum Ganzen Beck, Behavioral Economics, 2014, S. 199 f., 216 f.).

<sup>674</sup> Beck, Behavioral Economics, 2014, S. 217; Ebering, Behavioral economics, 2005, S. 66.

<sup>675</sup> Für eine kurze Darstellung im theoretischen Kontext siehe Camerer/Loewenstein/Rabin (Hrsg.), Advances in behavioral economics, 2004, S. 3, 23 f.; Ebering, Behavioral economics, 2005, S. 68; Beck, Behavioral Economics, 2014, S. 221; auch zu den aufeinander aufbauenden Urhebern dieser Form Frederick/Loewenstein/O'Donoghue, 40 J. Econ. Lit. 351, 366 (2002).

<sup>676</sup> Siehe Thaler, Am. Ec. Rev. 106 (2016), 1577, 1592 f.

als Verhaltensmodell. Daher sind in jüngerer Zeit verschiedene konkurrierende Konzepte entwickelt worden, um zeitinkonsistente Präferenzen abzubilden.<sup>677</sup>

### b) Einfluss auf Short-termism?

Wie eben ausgeführt betont schon die allgemeine verhaltensökonomische Literatur zu Zeitinkonsistenz und Präferenzumkehr, dass diese Merkmale menschlicher intertemporaler Entscheidungen kurzichtiges Verhalten begünstigen. Von daher drängt sich die Frage auf, inwieweit sie auch für mutmaßlichen *Short-termism* in Unternehmen bzw. auf dem Aktien- und Kapitalmarkt verantwortlich sein könnten. Die Forschung diskutiert das vor allem mit Blick auf Unternehmensmanager. Daneben hat man die Kapitalzufuhr für langfristige Investitionen in den Blick genommen.

#### aa) ... der Manager und Investoren

Naheliegender ist zunächst die Überlegung, dass sich Manager – wie andere Menschen – mitunter zeitinkonsistent verhalten und daher planen, weitsichtiger zu handeln, als es ihnen letztlich gelingt. Dieser Aspekt wird jedenfalls seit Mitte der 1990er Jahre als möglicher Beitrag zu *Short-termism* diskutiert.<sup>678</sup> Experimente haben bestätigt, dass grundsätzlich auch Personen mit besonderen Kenntnissen in Wirtschafts- und Finanzwissenschaft sowie unternehmerisch tätige Personen nach verhaltensökonomischen Grundsätzen hyperbolisch diskontieren, wenngleich eine höhere Bildung tendenziell mit niedrigeren Diskontraten, also höherer Geduld, einhergeht.<sup>679</sup>

Im Kontext der *Short-termism*-Debatte hat man allerdings auch früh erkannt, dass untersucht werden muss, wie Manager in der Realität unter dem Einfluss eines organisationalen Kontextes intertemporale Entscheidungen treffen und wie Gruppen- und Organisationsprozesse die Lösung intertemporaler Probleme beeinflussen. Mit anderen Wor-

<sup>677</sup> Zu diesen gehören namentlich (für einen Überblick *Beck*, Behavioral Economics, 2014, S. 222–232):

(1) Das *Diskontieren aufgrund von Ähnlichkeiten*, welches den menschlichen Entscheidungsprozess in drei Stufen unterteilt, in denen zuerst nach dominanten und dann nach ähnlichen Alternativen gesucht wird (*Rubinstein*, Int. Economic Rev. 44 (2003), 1207 ff.);

(2) das sog. *subadditive Diskontieren*, demzufolge Menschen einen Zeitraum stärker abzinsen, wenn sie ihn nicht über das gesamte Intervall, sondern über Teilintervalle betrachten (*Read*, J. Risk & Uncertainty 23 (2001), 5 ff.; weiterentwickelt von *Scholten/Read*, Management Science 52 (2006), 1424 ff.);

(3) Erklärungen, die an ungesteuerte, impulsive Gefühle (*Loewenstein*, Org. Beh. & Human Dec. Proc. 65 (1996), 272 ff.) bzw. an einen sog. *projection bias* anknüpfen, durch den Menschen unterschätzen, wie stark sich ihre Vorlieben in der Zukunft verändern, weshalb sie ihre gegenwärtigen Präferenzen übermäßig in die Zukunft fortschreiben (*Loewenstein/O'Donoghue/Rabin*, QJE 118 (2003), 1209);

(4) Erklärungen, die an Erwartungen über zukünftig verfügbare Ressourcen anknüpfen (*Zauberman/Lynch*, J. Exp. Psychol. Gen. 134 (2005), 23 ff.).

Daneben gibt es eine umfangreiche biologische, entwicklungspsychologische und neurologische Forschung, die gestützt auf Verhaltensexperimente mit Tieren, Kindern und Erwachsenen untersucht, wann, wie und warum sich Geduld und die Fähigkeit zu langfristigem Verhalten entwickeln, welche kognitiven Prozesse dabei am Werk und welche Gehirnregionen beteiligt sind (siehe zu alledem den Überblick von *Irving*, 19 Australian Acc. Rev. 278, 279–286 (2009) m. w. N.).

<sup>678</sup> *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 842 f., 852; aus neuerer Zeit siehe etwa den Dean der Harvard Business School *Nohria*, in: *Barton/Wiseman/Kuntz* (Hrsg.), Perspectives on the Long Term, 2015, S. 36, 38 sowie zu Nachweisen zu wissenschaftlichen Publikationen Fn. 681 auf S. 503.

<sup>679</sup> Experimentell mit fortgeschrittenen Studenten *Benzion/Rapoport/Yagil*, Management Science 35 (1989), 270 ff.; mit indischen Kleinunternehmern *Brahmana/Verawaty Siregar/Hsb*, Business Strategy Series 14 (2013), 50 ff.; allgemein *Graves/Ringuet*, Manage. Decis. Econ. 33 (2012), 453, 454 f.

ten ist zu prüfen, ob die intertemporalen Wahl- und Entscheidungsheuristiken, welche sich in Laborexperimenten gezeigt haben, auch für Managerentscheidungen in der Praxis charakteristisch sind. Es gilt, nicht (nur) kontextfreie Entscheidungen zu untersuchen, sondern (Top-)Management-Entscheidungen, die neben individueller Wahrnehmung organisationale und wirtschaftliche Einflüsse widerspiegeln, die sich in Laborexperimenten typischerweise nicht replizieren lassen.<sup>680</sup>

Dies führt zu dem zentralen Punkt, dass verhaltensökonomische Effekte in hohem Maße kontextabhängig sind. Gerade nach der Finanzkrise wird das nicht immer hinreichend gewürdigt und individuelles hyperbolisches Diskontieren mitunter recht pauschal als *Short-termism*-Ursache aufgelistet.<sup>681</sup> Indes steht zu vermuten, dass Investitionsprojekte zumindest in größeren Unternehmen vorab mit finanzmathematischen Methoden auf ihre Rentabilität geprüft werden. Dabei können zwar eigene *Short-termism*-Treiber in Gestalt fehlerhafter Techniken einfließen.<sup>682</sup> Es liegt aber nicht auf der Hand, dass sich in einer Organisation eine individuell-psychologische Neigung zu zeitinkonsistentem Handeln gegen professionelle Entscheidungskriterien sowie Strukturen verteilter Zuständigkeiten durchsetzt. Dagegen könnte prima facie sprechen, dass eine gute betriebswirtschaftliche Praxis im Wettbewerb bewährte Erfahrungen und wissenschaftliche Kenntnisse zusammenführt. Hinzu kommt, dass durch eine fehlerhafte Diskontierungstechnik des Managements bzw. durch die resultierende Wahl suboptimaler Projekte alle Aktionäre des Unternehmens unabhängig von ihrem Investitionshorizont schlechter gestellt werden. Daher wird kein Aktionär auf solche Fehler hinwirken. Vielmehr wird umgekehrt jeder Anteilseigner bestrebt sein, dass solche Fehler vermieden bzw. korrigiert werden.<sup>683</sup> Gleiches gilt für die Mitarbeiter des Unternehmens, einschließlich des Topmanagements: Es ist zwar denkbar, dass sie unter bestimmten Umständen rational kurzfristig handeln (etwa aufgrund von *career concerns*). Sie würden aber allenfalls Nachteile zu gewärtigen haben, wenn sie individuell-psychologischen Neigungen zu kurzfristigem Verhalten nachgeben und deshalb eine suboptimale Unternehmenspolitik verfolgen.

---

<sup>680</sup> Laverty, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 847 f.; in der Sache auch Irving, 19 Australian Acc. Rev. 278 (2009), die hyperbolisches Diskontieren im großen Kontext anspricht (a. a. O., S. 281) und später unter Bezugnahme unter anderem auf Laverty die Bedeutung des organisationalen Kontextes erörtert (a. a. O., S. 286 ff.).

<sup>681</sup> Siehe Dallas, 37 J. Corp. L. 265, 270 (2012): „Behavioral biases also play a role in encouraging short-termism. There is hyperbolic discounting which refers to the priority of the present or the tendency of individuals to heavily discount the future.“; in der Sache auch Moore/Walker-Arnott, J. L. & Soc. 41 (2014), 416, 420 f.: „However, more recent and conceptually sophisticated variants of the theory – building on insights from behavioural economics – accept the widespread existence of informational limitations and irrational investor biases. Such biases include (among other factors) the well-known short-termist disposition, that is, the intrinsic human tendency to attribute excessive value to choices that offer immediately satisfying outcomes, while discounting excessively the present value of initiatives that promise pay-offs only over a longer time period.“ Es sei eine „[...] widely acknowledged fact today that certain investor biases – including the well-known short-termist disposition – are systematic in nature. That is to say, such biases are both common across a significant proportion of market participants, and also tend to factor very heavily on individual investors’ preferences compared to other biases. In such instances, the relevant bias is not cancelled out, and thus has a disproportionate impact on share pricing with the effect that market valuations are driven substantially out of line with fundamental values.“; vorsichtiger DesJardine, The Causes and Consequences of Corporate Short-termism, June 2016, 18, 36 f.

<sup>682</sup> Siehe soeben 3. Teil, § 2 VII. 1. und 2., S. 460 ff., 469 ff.

<sup>683</sup> Whoriskey, in: Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP (Hrsg.), Mergers and Acquisitions and Corporate Governance Report, May 2013, S. 10, 11.

Auf die hiermit angesprochene Frage der externen Validität experimenteller Befunde ist bei der abschließenden Einschätzung verhaltensökonomischer Erklärungsversuche für *Short-termism* zurückzukommen.<sup>684</sup>

*bb) ... über das Sparverhalten*

Kurz zu notieren ist weiterhin eine interessante These, die einen Zusammenhang zwischen hyperbolischem Diskontieren, finanzieller Innovation auf dem Kredit- und Kapitalmarkt sowie der Sparquote herstellt. Das entsprechende Modell geht davon aus, dass Konsumenten zwar hyperbolisch diskontieren und damit zu kurzfristigem Handeln und Präferenzumkehr neigen, sich aber dessen bewusst sind und Selbstbindungsmechanismen nutzen, um sich vor negativen Folgen zu bewahren.<sup>685</sup> Jedoch habe finanzielle Innovation, insbesondere die Ausbreitung von Konsumentenkrediten in den USA ab den 1980er Jahren, es erleichtert, illiquide Anlagen für den Konsum zu monetarisieren und den Verbrauchern damit ein wichtiges Selbstbindungsinstrument entzogen. Hierin erkennt die These einen Grund dafür, dass die US-Sparquote ab dieser Zeit zurückging.<sup>686</sup> Die Wohlfahrt der Konsumenten leidet dadurch unter den meisten Modellkonfigurationen.<sup>687</sup>

Im breiteren theoretischen Kontext liefert dieses Modell einen möglichen Ansatz, um zu erklären, warum der Konsum eine exzessive Sensitivität gegenüber Schwankungen des laufenden Einkommens aufweist. Damit steht das Modell zugleich in enger Verbindung zu der Debatte um *Short-termism* von Investoren und Kapitalmarkt, soweit diese höhere Kapitalkosten als eine Folge kurzfristiger Orientierung beklagt.<sup>688</sup> Denn wenn weniger langfristiges Sparkapital verfügbar ist, kann das den Anlagehorizont der Investoren verkürzen und auf imperfekten Märkten langfristige Investitionen erschweren.<sup>689</sup>

4. Verfügbarkeitsheuristik: *Short-termism* als *Fata Morgana*?

a) Verhaltensökonomische Grundlagen

Die sog. Verfügbarkeitsheuristik ist eine vereinfachende Denkstrategie, mit der Menschen Wahrscheinlichkeitsurteile bilden: Menschen neigen dazu, ein Objekt für umso wahrscheinlicher oder häufiger zu halten, je kognitiv verfügbarer es ist, d. h. wenn sie objektspezifische Informationen leicht aus dem Gedächtnis abrufen können.<sup>690</sup> Das ist insbesondere der Fall, wenn die betreffenden Informationen aktuell, anschaulich oder auffällig (*salient*) sind, etwa weil sie kürzlich oder im eigenen Umfeld aufgetreten, eindrucksvoll persönlich erlebt oder medial besonders hervorgehoben worden sind.<sup>691</sup> Teil-

<sup>684</sup> Dazu 3. Teil, § 2 VIII.6.b), S. 522 ff.

<sup>685</sup> Laibson, QJE 112 (1997), 443, 446, 449 Fn. 6.

<sup>686</sup> Ders., QJE 112 (1997), 443, 445 f., 460–469.

<sup>687</sup> Ders., QJE 112 (1997), 443, 465.

<sup>688</sup> Davies/Haldane/Nielsen u. a., J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 17.

<sup>689</sup> Um eine Einwirkung auf das Unternehmensverhalten zu begründen, wären dabei noch weitere Annahmen nötig. Insofern ist dieser Ansatz komplementär zu den bisher im 3. Teil unter § 2 IV.–VII. behandelten Ansätzen.

<sup>690</sup> Ebering, Behavioral economics, 2005, S. 27; Korobkin/Ulen, 88 Cal. L. Rev. 1051, 1087 f. (2000); Tversky/Kahneman, Science 185 (1974), 1124, 1127.

<sup>691</sup> Ebering, Behavioral economics, 2005, S. 27; Tversky/Kahneman, Science 185 (1974), 1124, 1127 f.

weise wird terminologisch weiter nach diesen Ursachen guter kognitiver Verfügbarkeit unterschieden.<sup>692</sup>

Im Allgemeinen ist die Verfügbarkeitsheuristik eine gute Hilfe, um Wahrscheinlichkeiten hinreichend genau abzuschätzen. Allerdings kann sie, wie viele Heuristiken, unter bestimmten Umständen in die Irre leiten<sup>693</sup> und damit auch zu weiteren *biases* beitragen.<sup>694</sup> Diese Problematik besteht sowohl bezogen auf ein Individuum als auch im größeren sozialen Kontext. Dort sind regelrechte *Verfügbarkeitskaskaden* denkbar, wenn sich die Einschätzung weniger Personen auf andere überträgt und gruppenspezifische Prozesse bewirken, dass sich eine bestimmte, durch die Verfügbarkeitsheuristik überzeichnete Wahrscheinlichkeitswahrnehmung in einem sozialen Milieu oder in einer Gesellschaft durchsetzt.<sup>695</sup>

Eine viel beachtete Ausprägung dieser sozial vermittelten Irreführungsgefahr der Verfügbarkeitsheuristik ergibt sich aus ihrem Zusammenspiel mit der Medienberichterstattung. So haben Studien nachgewiesen, dass die Angaben von Versuchspersonen, welche die Häufigkeit bestimmter Todesursachen einschätzen sollten, eng mit der Medienberichterstattung über diese Ursachen zusammenhängen.<sup>696</sup> Soweit man hier die Verfügbarkeitsheuristik am Werk sieht, folgt daraus, dass Menschen unter Umständen bestimmte Ereignisse schlicht deswegen für übermäßig wahrscheinlich erachten, weil die Medien überproportional häufig über sie berichten.<sup>697</sup>

Neben einer solchen einseitigen Beeinflussung sind Wechselwirkungen denkbar, im Extremfall dergestalt, dass sich Medien und öffentliche Wahrnehmung gegenseitig befeuern: So läge es, wenn die Öffentlichkeit einen Umstand (z. B. eine Gefahr) – tatsächlich oder vermeintlich – wahrnimmt, die Medien diese Sichtweise aufgreifen, zunehmend über sie berichten und dadurch die öffentliche Wahrnehmung des Umstands (der Gefahr) verstärken, gegebenenfalls mit der Folge, dass das Medieninteresse weiter steigt usw. Auf diese Weise kann die Öffentlichkeit eine falsche Beurteilung von Risiken ent-

<sup>692</sup> So werden Verzerrungen von Wahrscheinlichkeitseinschätzungen, die aus einer besseren Erinnerbarkeit außergewöhnlicher und besonders anschaulich erlebter Ereignisse resultieren, auch als *saliency effect* (dt. svw. Auffälligkeitseffekt) und die übrigen als *availability heuristic* bezeichnet. Hier wird der Terminologie des grundlegenden Aufsatzes von *Tversky/Kahneman* gefolgt, die das Phänomen insgesamt als *availability* bezeichnen und darunter verschiedene Ursachengruppen fassen; ebenso etwa *Jolls/Sunstein/Thaler*, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1518 f. (1998); *Beck*, Behavioral Economics, 2014, S. 38 ff.

<sup>693</sup> *Beck*, Behavioral Economics, 2014, S. 40 f.

<sup>694</sup> *Camerer/Loewenstein*, in: *Camerer/Loewenstein/Rabin* (Hrsg.), *Advances in behavioral economics*, 2004, S. 3, 10 nennen hierzu den *hindsight-bias* (Rückschaufehler: ein Ereignis, das ex post eingetreten ist, wird vorschnell auch für ex ante wahrscheinlich und vorhersehbar gehalten) und den *curse of knowledge* (er besteht darin, dass jemand, der viel weiß, sich schwer in andere hineinversetzen kann, die wenig wissen).

<sup>695</sup> Grundlegend mit Blick auf die Regulierung von Risiken *Kuran/Sunstein*, 51 Stan. L. Rev. 683, 715 ff. (1999); ergänzend zum regulatorischen Vorsichtsprinzip und unterschiedlichen Einstellungen in verschiedenen Rechtsordnungen *Sunstein*, 57 Alabama L. Rev. 75, 94–98 (2005); speziell mit Blick auf Kapitalmarktregulierung *Hirshleifer*, Eur. Financial Management 14 (2008), 856, 866; *Hirshleifer/Teoh*, in: *Baker/Nofsinger* (Hrsg.), *Behavioral finance*, 2010, S. 151, 159 f.

<sup>696</sup> *Combs/Slovic*, *Journalism Quarterly* 56 (1979), 837 ff.; allg. resümierend zu diesem Zusammenhang *Slovic/Fischhoff/Lichtenstein*, in: *Schwing/Albers* (Hrsg.), *Societal Risk Assessment: How Safe is Safe Enough?*, 1980, S. 181, 185, 189, 211 sowie knapp *dies.*, *Risk Analysis* 2 (1982), 83, 85.

<sup>697</sup> Mit Blick auf die zitierte Studie *Beck*, Behavioral Economics, 2014, S. 43; allgemein mit Blick auf regulatorische Implikationen *Kuran/Sunstein*, 51 Stan. L. Rev. 683, 709, 711, 717–721, 735 f. (1999); *Hirshleifer*, Eur. Financial Management 14 (2008), 856, 866.

wickeln.<sup>698</sup> Solche Prozesse können mehr oder weniger spontan ablaufen; ebenso können allerdings Interessengruppen oder Politiker als *availability entrepreneurs* versuchen, sie gezielt anzuschieben, sei es aus selbstlosen oder eigennützigen Motiven.<sup>699</sup> In beiden Fällen kann starker politischer Druck aufkommen, ein überzeichnet oder irrig wahrgenommenes Problem mit Regulierung zu bekämpfen, die bei unverfälschter Wahrnehmung überzogen ist.<sup>700</sup>

Eng mit der Verfügbarkeitsheuristik verbunden ist schließlich das sog. Phänomen der illusorischen Korrelation: Wenn zwei Wahrnehmungen zusammen auftreten, liegt die Vermutung nahe, dass sie (statistisch) miteinander zusammenhängen. Doch dieser Schluss ist nicht zwingend und kann in die Irre führen: Nur weil man zwei Ereignisse zusammen beachtet und deshalb mental miteinander verbunden hat, müssen sie nicht notwendig miteinander korreliert sein.<sup>701</sup>

### b) Einfluss auf Short-termism?

Die vorgenannten Verzerrungen eröffnen eine überraschende und im Vergleich zu den bisher behandelten Ansätzen völlig anders gelagerte Erklärung für etwaigen *Short-termism* sowie die darum geführte Debatte: Eine übermäßig kurzfristige Orientierung könnte das Ergebnis eines sozialen Prozesses sein,<sup>702</sup> bei dem, gleich einer *Fata Morgana*, eine Wahrnehmungstäuschung realen Schaden verursacht, indem sie Marktakteure vom rechten Weg abbringt. Dagegen sind weder Investoren noch Unternehmensmanager gefeit.

#### aa) ... der Unternehmensmanager

Dass Unternehmensmanager ihr Umfeld verzerrt wahrnehmen und sich infolgedessen übermäßig kurzfristig verhalten könnten, hat man zuerst in der angloamerikanischen Debatte seit den 1990er Jahren erkannt, wobei man anfangs zumindest nicht ausdrücklich auf die Verhaltensökonomik rekurrierte.<sup>703</sup> Konkret könnte sowohl die Geschäfts-

<sup>698</sup> Sunstein, 57 Alabama L. Rev. 75, 93, 98 (2005); Beck, Behavioral Economics, 2014, S. 43 mit dem Hinweis, dass in der Realität hier Vorsicht bei der Interpretation geboten ist; ebenso bereits Combs/Slovic, Journalism Quarterly 56 (1979), 837, 848, die darauf hinweisen, dass sowohl die öffentliche Wahrnehmung die Medienberichterstattung beeinflussen kann als auch umgekehrt die Medienberichterstattung die öffentliche Wahrnehmung.

<sup>699</sup> Kuran/Sunstein, 51 Stan. L. Rev. 683, 733–735 (1999); Sunstein, 57 Alabama L. Rev. 75, 98 f. (2005). Natürlich können Interessengruppen und Politiker auch ebenso gutgläubig einer sozial bzw. über die Medien transportierten Verfügbarkeitsheuristik erliegen und unbewusst zu unangebrachten Maßnahmen greifen, Combs/Slovic, Journalism Quarterly 56 (1979), 837.

<sup>700</sup> Grundlegend Kuran/Sunstein, 51 Stan. L. Rev. 683 (1999); mit Blick auf Kapitalmarktregulierung Hirshleifer, Eur. Financial Management 14 (2008), 856, 866.

<sup>701</sup> Beck, Behavioral Economics, 2014, S. 46. Ganz ähnlich liegt es beim sog. *Hofeffekt* (engl.: *halo effect*), der die Tendenz bezeichnet, bestimmte Eigenschaften von Personen oder Sachen, die tatsächlich unabhängig voneinander oder nur mäßig korreliert sind, fälschlicherweise als zusammenhängend wahrzunehmen. Er ist beispielsweise dafür verantwortlich, dass schöne Menschen als kompetenter und glücklicher eingeschätzt werden als weniger attraktive Personen (näher Schweizer, Kognitive Täuschungen vor Gericht, 29. Juni 2005, 230 f.; Felser, Werbe- und Konsumentenpsychologie<sup>4</sup>, 2015, S. 143).

<sup>702</sup> Vgl. Jackson/Petraki, in: Vitols/Kluge (Hrsg.), The sustainable company, 2011, S. 199, 211 ff.: „Short-termism as a social process“, allerdings mit einem breiteren Verständnis.

<sup>703</sup> Besondere Beachtung fand dieser Aspekt in der britischen Debatte, dazu 2. Teil, § 1 II.3.b)bb)(5), S. 208, insbesondere die Nachweise in Fn. 889 auf S. 208; aus der US-Debatte Black, 39 UCLA L. Rev. 811, 865 (1992).

leitung als auch das nachgeordnete Management einer *Short-termism*-relevanten Wahrnehmungstäuschung erliegen – beide können also fehlerhaft einschätzen, in welchem Maße sie unter kurzfristigem Druck stehen. Der Referenzpunkt und damit die Einflussfaktoren sind allerdings jeweils unterschiedlich:

Manager mittlerer Hierarchieebenen haben stellenweise im Rahmen der Debatte um die Steuerung divisionaler Strukturen der 1980er und 1990er Jahre<sup>704</sup> gezielt Aufmerksamkeit erhalten. Solche Manager werden vorrangig darauf bedacht sein, den Anforderungen gerecht zu werden, welchen sie sich innerhalb des Unternehmens und damit vor allem seitens der Geschäftsleitung ausgesetzt sehen. Soweit – gewollt oder ungewollt – der Eindruck entsteht, dass Beförderungen, Projektmittel oder gar der Bestand einer Abteilung maßgeblich von guten kurzfristigen Ergebnissen abhängen, werden sich nachgeordnete Manager auf diese konzentrieren.<sup>705</sup> Nahe liegt das mit Blick auf die Verfügbarkeitsheuristik etwa, wenn Abteilungen häufig finanzielle Kennzahlen an die Zentrale übermitteln müssen, sodass dieses Beurteilungskriterium mental sehr präsent ist. In der Tat ermittelte eine Umfrage bei britischen Unternehmen im Rahmen der Debatte um die finanzielle Steuerung dezentralisierter divisionaler Strukturen,<sup>706</sup> dass Manager aus Konzernzentralen der aktuellen Profitabilität einer Sparte eine geringe Bedeutung zumäßen, während die Spartenmanager dies überwiegend als ein Schlüsselkriterium der Muttergesellschaft wahrnahmen. Die Autoren erblickten hierin intern erzeugten *Short-termism* auf Kosten profitabler langfristiger Investitionen.<sup>707</sup>

Überwiegend galt und gilt das Interesse aber Managern der Unternehmensleitung. Auf dieser Ebene ist die Managerwahrnehmung der Aktionäre bzw. Investoren maßgeblich. Das kann sich in zweierlei Weise auswirken:

Einerseits wird der Markt, selbst wenn er kurzfristig orientiert ist, die Unternehmensleitung (Vorstand bzw. Verwaltungsrat) nur entsprechend beeinflussen, soweit sie einen kurzfristigen Druck spürt. Verhindert das ein realer oder psychologischer Filter (z. B. ein stabiler Ankeraktionär oder übermäßiges Selbstbewusstsein der Spitzenmanager), bleibt eine gegebene Motivation zu langfristigem Verhalten intakt.

Andererseits ist es umgekehrt möglich, dass die Unternehmensleitung kurzfristigen Druck der Kapitalmärkte wahrnimmt, obgleich er gar nicht besteht, entsprechend handelt<sup>708</sup> und den vermeintlichen Kurzfristigkeitsdruck überdies an nachgeordnete Ebenen weitergibt.<sup>709</sup> In ähnlicher Weise könnte die Leitung einen kurzfristigen Druck der Investoren überzeichnen oder zu sehr verallgemeinern.<sup>710</sup> Verbreitet sich eine solche Fehl-wahrnehmung unter vernetzten Leitungspersonen im Sinne einer *Verfügbarkeitskaskade*, sind ähnliche Folgen wie im Signal-Jamming-Modell<sup>711</sup> denkbar, in dessen Gefangenen-

<sup>704</sup> Zu dieser 3. Teil, § 2 VII.2., S. 469 ff.

<sup>705</sup> *Barton/Brown/Cound u. a.*, Long Range Planning 25 (1992), 43, 43 f.

<sup>706</sup> Zu dieser 3. Teil, § 2 VII.2., S. 469 ff.

<sup>707</sup> So *Barton/Brown/Cound u. a.*, Long Range Planning 25 (1992), 43, 45, 47 f., 54 ff. als Ergebnis einer Umfrage bei britischen Managern aus der Zentrale produzierender Unternehmen sowie von deren Tochtergesellschaften.

<sup>708</sup> Aus US-amerikanischer Sicht *Black*, 39 UCLA L. Rev. 811, 865 (1992); *Walker*, 52 B.C.L. Rev. 435, 441 (2010); aus britischer Sicht *Demirag*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 195, 196 f.

<sup>709</sup> *Barton/Brown/Cound u. a.*, Long Range Planning 25 (1992), 43, 55.

<sup>710</sup> *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 668 f.

<sup>711</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV.1.b), S. 402 ff.

dilemma alle Manager in dem Glauben kurzfristig agieren, dass die anderen dies im Zweifel ebenfalls tun werden.<sup>712</sup>

Eine herausgehobene Medienberichterstattung über ein (mutmaßliches) Problem, dass sich Investoren zu stark auf kurzfristige Gewinne konzentrierten, kann diesen Effekt anregen oder verstärken.<sup>713</sup> In den Kategorien der Verhaltensökonomie tritt hier ein *availability error* der Manager auf, ausgelöst dadurch, dass die hohe Verfügbarkeit einschlägiger Berichte die Bedeutung der Kurzfristigkeitsproblematik aufbläht. Im Extremfall würde die Erörterung von *Short-termism* zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung, wenn Manager durch sie einer Illusion erliegen, dass (fast) alle Investoren vorrangig auf den kurzfristigen Gewinn achten, selbst wenn dies nur eine kleine, aber lautstarke Minderheit tut.<sup>714</sup>

#### bb) ... der Investoren

In ähnlicher Weise wie Unternehmensmanager kann die Verfügbarkeitsheuristik Akteure, die auf dem Aktienmarkt handeln, zu einer übermäßig kurzfristigen Orientierung verleiten. Insoweit sind verschiedene Wirkungsweisen denkbar:

Zum einen könnten Fondsmanager ganz ähnlich wie Unternehmensmanager Opfer einer *Short-termism*-Illusion werden. Beispielsweise berichten Fondsmanager in Großbritannien herkömmlich quartalsweise, eine Praxis, die der *Kay Report* als Kurzfristigkeitstreiber eingeordnet hat,<sup>715</sup> anknüpfend an entsprechende Äußerungen aus der Praxis.<sup>716</sup> Vor diesem Hintergrund könnten Fondsmanager ihre Auftraggeber angesichts des häufigen und damit mental gut verfügbaren Berichtsrythmus als entsprechend kurzfristig orientiert einschätzen. Indes ist in der britischen Debatte auch vorgebracht worden, dass Trustees ungeachtet der starken Beachtung kurzfristiger Renditen ihre Fondsmanager offenbar nicht nach besonders kurzen Zeitabschnitten entlassen, zumindest im Vergleich zu der durchschnittlichen Länge der Mandate.<sup>717</sup> Möglicherweise wird die Bedeutung der Quartalsberichte für die Auftraggeber also überschätzt.<sup>718</sup>

Zum anderen könnte die Verfügbarkeitsheuristik durchaus „echten“ *Short-termism* der Investoren erzeugen. Beispielsweise liegt es nicht fern, dass kurzfristige Unternehmensergebnisse für Investoren und Fondsmanager mental besonders gut verfügbar sind. Das könnte sie veranlassen, kurzfristige Resultate vorschnell mit der betreffenden Gesellschaft zu verbinden und im Sinne einer illusorischen Korrelation als Zeichen eines

<sup>712</sup> Vgl. *Demirag*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 195, 196, der Steins Signal-Jamming-Modell allerdings etwas missverständlich einordnet, weil der kurzfristige Druck in Steins Modell durchaus tatsächlich und nicht nur vermeintlich besteht. Er könnte lediglich durch eine Überwindung des Gefangenendilemmas aufgehoben werden, auf das sich die Gesamtheit der Manager aber nicht glaubhaft einigen kann.

<sup>713</sup> *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 682 f.

<sup>714</sup> *Dies.*, Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 668 f., 682 f.

<sup>715</sup> *Kay*, Kay Review Final Report, July 2012, S. 40.

<sup>716</sup> *Ders.*, Kay Review Interim Report, February 2012, S. 10.

<sup>717</sup> *TUC*, Investment Chains, 21.12.2005, S. 49.

<sup>718</sup> Umgekehrt könnte auch die kurzfristige Orientierung der Fondsmanager überschätzt werden. So haben viele Fonds zwar im Vergleich zur Größe des Portfolios eine relativ hohe Handelsaktivität, Fondsmanager betonen aber, dass sie den Großteil der Aktien, vor allem solche großer Unternehmen, langfristig halten und nur *at the margin* handeln, dazu *ders.*, Investment Chains, 21.12.2005, S. 49. Soweit dies zutrifft, könnte die hervorstechend hohe Umschlagsrate Unternehmensmanager und gegebenenfalls Anleger veranlassen, Fondsmanager als zu kurzfristig orientiert einzuschätzen.

nachhaltigen Trends zu werten.<sup>719</sup> Hieraus könnte ein entsprechender Druck auf die Unternehmensmanager resultieren, gute kurzfristige Ergebnisse zu liefern. Die Folgen würden wiederum jenen des Signal-Jamming-Modells<sup>720</sup> ähneln, in dessen Gefangenendilemma alle Manager kurzfristig agieren, um einer ungerechtfertigten Abwertung zu entgehen.

cc) ... in der öffentlichen Wahrnehmung

Ein *availability error* begünstigt schließlich zugleich eine „illusionäre Kausalität“ dergestalt, dass ein griffiges und insofern hervorstechendes Konzept wie die (mutmaßliche) *Short-termism*-Problematik fälschlich als kausal für unternehmensspezifische oder volkswirtschaftliche Missstände angesehen werden könnte.<sup>721</sup> Dies führt, zusammen mit der Möglichkeit von Verfügbarkeitskaskaden, zu der Hypothese, dass (*Anti*-)*Short-termism* in der Sache schlicht eine „finanzielle Ideologie“ darstellen könnte, die psychologische Bias ausnutzt, um ihre eigene Replikation zu fördern.<sup>722</sup>

Eine solche Ideologie soll sich entwickeln, indem sie „ansteckende“ und komplementäre Meme hinzufügt, während sie schwache oder inkompatible Meme aussondert. Indem, so diese Hypothese, ganz verschiedene, oberflächlich plausible, emotional starke und kompatible, wengleich in der Sache irreführende oder falsche Behauptungen unter *Short-termism* gefasst werden, steigt die Spannbreite der Situationen, in denen *Short-termism* ins Gedächtnis gerufen wird. Zudem mache die Verbindung der Meme jedes einzelne besser erinnerlich.<sup>723</sup> Allgemein seien eine breite Anwendbarkeit und Unempfindlichkeit gegen Widerlegung entscheidend für den Erfolg einer Ideologie. Die *Anti-Short-termism*-Ideologie erreiche das, indem sie eklektisch verschiedene emotional verbundene Themen aufnehme, mit der Folge, dass sich jedes schlechte Ergebnis leicht auf *Short-termism* schieben lasse. In der beiläufigen Art und Weise, in der die Themen üblicherweise diskutiert würden, seien solche Zuschreibungen schwer widerlegbar.<sup>724</sup> Zudem dominiere in der *Short-termism*-Debatte eine moralisierende Interpretation und damit ein befriedigendes Narrativ, weil die Kritik an fremden Fehlern das eigene Selbstwertgefühl steigere.<sup>725</sup> „In summary: the ideology of anti-short-termism is popular not because it makes sense, nor even because it benefits interested parties. It is just good at being popular.“<sup>726</sup>

<sup>719</sup> Dahingehend wohl Moore/Walker-Arnott, J. L. & Soc. 41 (2014), 416, 421 f.: „A further and related common bias of stock markets is their collective tendency to regard relatively recent or short-term developments (for example, market price fluctuations) as being indicative of a more general and sustained pattern of development, as opposed to the merely transient outcome of extraordinary or fortuitous circumstances.“

<sup>720</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV. 1. b), S. 402 ff.

<sup>721</sup> Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a., Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 682 f.

<sup>722</sup> Hirshleifer, Eur. Financial Management 14 (2008), 856, 867 f.; Hirshleifer/Teoh, in: Baker/Nofsinger (Hrsg.), Behavioral finance, 2010, S. 151, 161 f.

<sup>723</sup> Hirshleifer, Eur. Financial Management 14 (2008), 856, 868.

<sup>724</sup> Ders., Eur. Financial Management 14 (2008), 856, 869.

<sup>725</sup> Ders., Eur. Financial Management 14 (2008), 856, 868 f.; Hirshleifer/Teoh, in: Baker/Nofsinger (Hrsg.), Behavioral finance, 2010, S. 151, 162.

<sup>726</sup> Hirshleifer, Eur. Financial Management 14 (2008), 856, 869; etwas anderer Akzent bei Hirshleifer/Teoh, in: Baker/Nofsinger (Hrsg.), Behavioral finance, 2010, S. 151, 162: „In summary, this ideology provides an example of how financial ideas can become popular because their psychological properties are contrasted with their realism and validity.“

#### dd) Wirkung

Soweit ein *availability error* im obigen Sinne vorliegt, besteht das Problem nicht (allein) in tatsächlichem kurzfristigem Druck, sondern in fehlerhaften Wahrnehmungen von Unternehmen oder Investoren in Bezug auf das von ihnen Erwartete. Im Ergebnis kommt es dann nicht darauf an, inwieweit Kurzfristigkeitsdruck tatsächlich oder nur vermeintlich besteht, wenn sich beides in schädlichem Verhalten niederschlägt.<sup>727</sup> Dabei kann sich eine fehlerhafte *Short-termism*-Wahrnehmung mittels einer Verfügbarkeitskaskade von einigen Managern auf andere Manager übertragen und außerdem durch mental gut verfügbare Medienberichterstattung verstärken.

Im Ergebnis könnte auf diese Weise eine *Short-termism*-Fehlwahrnehmung zu einem systematischen Phänomen anwachsen, das real kurzfristiges Verhalten hervorruft, weil die Manager so handeln, wie es ihrer zu kurzfristigen Einschätzung der Aktionäre und Investoren entspricht. In diesem Zusammenhang liegt dann die Vermutung nicht fern, dass sich im Zweifel eher der Langfristige an den Kurzfristigen anpassen wird, da kurzfristige Vorteile einfacher einzuschätzen und zu vermitteln sind.<sup>728</sup>

Gemäß der Hypothese von (*Anti*-)*Short-termism* als „finanzieller Ideologie“ erfasst die Fehlwahrnehmung zwar nicht Manager und professionelle Investoren, dafür aber eine breitere Öffentlichkeit. Das wäre isoliert betrachtet wenig schädlich, solange es bei einem öffentlichen Diskurs bliebe. Indes droht dieser Hypothese zufolge letztlich schädliche Regulierung.<sup>729</sup> Als Gegenmaßnahmen empfiehlt sie dementsprechend in erster Linie Vorkehrungen im Gesetzgebungsverfahren, die zu einer gewissen „Trägheit“ der Rechtsordnung führen und es so temporären psychologischen Verzerrungen erschweren, sich in Gesetzgebung niederzuschlagen.<sup>730</sup>

#### c) Kritische Bewertung

##### aa) Vorzüge der Erklärungskraft

Die These von *Short-termism* als einer durch die Verfügbarkeitsheuristik erzeugten *Fata Morgana* mag auf den ersten Blick überraschen, ist aber in sich schlüssig vorgetragen und intuitiv einsichtig. Ihr besonderer Vorzug besteht darin, dass sie den zyklischen Charakter der *Short-termism*-Debatte besser erklären kann als viele andere Hypothesen der modernen ökonomischen *Short-termism*-Theorie:<sup>731</sup> Der zyklische Verlauf wäre dem-

<sup>727</sup> TUC, Investment Chains, 21.12.2005, S. 49.

<sup>728</sup> Vgl. Jackson/Petraki, in: Vitols/Kluge (Hrsg.), *The sustainable company*, 2011, S. 199, 215.

<sup>729</sup> Hirshleifer, Eur. Financial Management 14 (2008), 856, 869 f.

<sup>730</sup> Ders., Eur. Financial Management 14 (2008), 856, 870 f. nennt hierzu die Gewaltenteilung, unwiderrufliche Rechte, qualifizierte Mehrheitserfordernisse sowie eine Befristung von Gesetzen.

<sup>731</sup> Die meisten Hypothesen der modernen *Short-termism*-Theorie erklären den zyklischen Debattenverlauf zumindest nicht ohne Weiteres. Das gilt insbesondere für alle Hypothesen, die auf Ineffizienzen des Managerarbeitsmarktes aufbauen. Erklärungsversuche, die im Kontext der These um *fluid capital* stehen, die *costly trade theory* von Shleifer und Vishny sowie die *Breach-of-Trust*-Hypothese können den zyklischen Debattenverlauf in ihrer gegenwärtigen Form ebenfalls nicht erklären, ließen sich allerdings womöglich entsprechend fortentwickeln, wenn man annimmt, dass die betrachteten Informationsasymmetrien bzw. das Potenzial für einen Vertrauensbruch gegenüber Stakeholdern mit bestimmten exogenen wirtschaftlichen Veränderungen schwanken.

Demgegenüber legt die *Takeover-Threats*-Hypothese insofern einen zyklischen Charakter der Debatte nahe, als auch die Übernahmekraft in hohem Maße zyklisch schwankt. Allerdings müssten dann *Short-termism*-Debatte(n) und Übernahmekraft Parallelen erkennen lassen. In den USA scheint das tatsächlich in beachtlichem Maße der Fall zu sein, etwas abgeschwächt auch in Deutschland, aber eher

nach temporären Verfügbarkeitskaskaden und der verstärkenden Wirkung von Medienberichterstattung geschuldet.<sup>732</sup>

Ebenso kann die These erklären, warum die zyklischen *Short-termism*-Debatten herkömmlich in nationalen Bahnen verliefen, während nach der Finanzkrise eine Diskussionswelle nahezu alle Industrieländer erfasst hat:<sup>733</sup> Insoweit liegt nahe, dass Verfügbarkeitskaskaden und Medienberichterstattung herkömmlich kaum über Grenzen einer Volkswirtschaft hinausreichten, während nach der Finanzkrise mehrere Umstände ihren Wirkungskreis stark erweitert haben, insbesondere die Globalisierung, private Trendsetter und -verstärker<sup>734</sup> sowie inter- und supranationale Organisationen.<sup>735</sup>

Die eng verbundene Hypothese von (*Anti*-)*Short-termism* als einer „finanziellen Ideologie“, die sich über psychologische Bias selbst reproduziert, erklärt ebenso gut den zyklischen Charakter der Debatte und außerdem, warum die Diskussion um *Short-termism* dazu neigt, unscharf geführt zu werden und an den Rändern gleichsam auszufransen. Ferner passt sie zu dem Befund, dass im Verlauf der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte bis zur Finanzkrise in vielen Rechtsordnungen mannigfaltige und mitunter radikale Regulierungsvorschläge unterbreitet wurden, von denen sich nur die wenigsten durchsetzten.

#### *bb) Fehlende Überprüfbarkeit und Eigenständigkeit der Hypothese*

Den beachtlichen Vorzügen der Hypothese stehen allerdings nicht minder gewichtige Probleme gegenüber. Sie betreffen zunächst die Verfügbarkeitsheuristik selbst. Diese ist zwar ein weithin anerkanntes Konzept, in ihrer Reichweite und Definition allerdings umstritten. Insbesondere Psychologen um *Gigerenzer* kritisieren, dass manche Experimente, die eine Verfügbarkeitsheuristik zeigen sollen, auf gezielt unrepräsentativen Testfragen beruhen und kognitive Verfügbarkeit nicht eigenständig gemessen haben. In einem Experiment, das diese Angriffspunkte behob, verschwand der Zusammenhang zwischen bestimmten Maßen für Verfügbarkeit und den gebildeten Wahrscheinlichkeitsurteilen.<sup>736</sup> Hiermit eng verbunden ist die Kritik, dass die Verfügbarkeitsheuristik ein sehr vages Konzept sei, dass post hoc „alles und nichts“ erklären könne.<sup>737</sup>

Das eigentliche Problem der Hypothese, der zufolge die Verfügbarkeitsheuristik per Wahrnehmungstäuschung *Short-termism* erzeugt, liegt allerdings an anderer Stelle: Um von einer Irreleitung durch die Verfügbarkeitsheuristik sprechen zu können, muss man die tatsächliche Ausprägung des in Rede stehenden Merkmals kennen, hier also das Maß

---

nicht in Großbritannien. *Short-termism*-Erklärungen, die an Unzulänglichkeiten des Managements anknüpfen, können zyklische Diskussionswellen ebenfalls erklären, soweit Managementdefizite zunächst temporär Verbreitung fanden, bevor sie korrigiert wurden. Das kann man für die Debatte der 1980er Jahre bejahen und für die Debatte nach der Finanzkrise zumindest mit Blick darauf, dass diese beispielsweise auf Unionsebene bezogen auf den Bankenbereich begonnen und sodann auf die Realwirtschaft erweitert wurde.

<sup>732</sup> Zum vorübergehenden Charakter von Verfügbarkeitskaskaden knapp *Hirshleifer*, Eur. Financial Management 14 (2008), 856, 870.

<sup>733</sup> Dazu 2. Teil, § 3, S. 388 ff. (vor der Finanzkrise) und 4. Teil, § 8, S. 973 ff. (nach der Finanzkrise).

<sup>734</sup> Dazu 4. Teil, § 1, S. 730 ff.

<sup>735</sup> Dazu 4. Teil, § 2, S. 736 ff., 4. Teil, § 6, S. 858 ff.

<sup>736</sup> Zum Ganzen *Gigerenzer/Hertwig/Hoffrage u. a.*, in: Plott/Smith (Hrsg.), Handbook of Experimental Economics Results, 2008, Bd. 1, S. 1018, 1030–1032.

<sup>737</sup> *Dies.*, in: Plott/Smith (Hrsg.), Handbook of Experimental Economics Results, 2008, Bd. 1, S. 1018, 1030 f.

der kurz- oder langfristigen Orientierung der Aktionäre, Investoren oder der Unternehmensleitung. Andernfalls ist es nicht möglich, die von den Managern (oder der Öffentlichkeit) wahrgenommene Orientierung mit der tatsächlichen Ausprägung zu vergleichen, gegebenenfalls einen Wahrnehmungsfehler festzustellen und auf einen Zusammenhang mit etwaigen wirtschaftlichen Verlusten durch kurzfristiges Managerverhalten (überschießende Regulierung) zu schließen. Während man in experimentellen Versuchen tatsächliche und illusorische Zuschreibungen und Korrelationen unterscheiden kann, lässt sich beides in der Realität in aller Regel kaum trennen, weil die erforderlichen Daten fehlen.<sup>738</sup> Erschwerend kommt hinzu, dass schon die Definition von *Short-termism* erhebliche Probleme birgt<sup>739</sup> und überdies die Ansätze für seine theoretische Begründung ebenso mannigfaltig wie im Detail diffizil sind.<sup>740</sup> Die Verfügbarkeitsheuristik-Hypothese kann damit immer nur auf anderen *Short-termism*-Hypothesen und deren Widerlegung aufbauen. Isoliert betrachtet bleibt sie hingegen spekulativ.

Das gleiche Problem betrifft die Hypothese von (*Anti*-)*Short-termism* als „finanzieller Ideologie“. Auch sie setzt das zu Beweisende im Grunde voraus, weil sich (*Anti*-)*Short-termism* erst und nur dann als „finanzielle Ideologie“ entlarven lässt, wenn und soweit es gelingt, die in der Wissenschaft vorgeschlagenen Begründungen für eine übermäßig kurzfristige Orientierung zu falsifizieren. Hinzu kommt, dass die Hypothese von (*Anti*-)*Short-termism* als „finanzieller Ideologie“ ihrerseits recht unscharf formuliert ist und damit viele Merkmale jenes Denkmusters teilt, gegen das sie sich wendet.

## 5. Overconfidence

### a) Verhaltensökonomische Grundlagen

Der Begriff *overconfidence* (dt. Selbstüberschätzung, Überoptimismus<sup>741</sup> oder Überkonfidenz<sup>742</sup>) bezeichnet in der psychologischen Literatur allgemein die Neigung von Menschen, die eigenen Aussichten in bestimmter Hinsicht wohlwollender wahrzunehmen, als es der Wirklichkeit entspricht. Darunter fallen eine Reihe eng verwandter Phänomene, die nicht immer klar unterschieden oder einheitlich benannt werden.<sup>743</sup> Besonders wichtig sind der sog. *overoptimism* (Überoptimismus), *overprecision* bzw. *miscalibration* (wörtl. Übergenauigkeit bzw. Kalibrierungsfehler)<sup>744</sup> sowie der *better-than-average effect*.

*Überoptimistische Personen* überschätzen die Wahrscheinlichkeit, dass ihnen positive Ereignisse widerfahren, und unterschätzen die Wahrscheinlichkeit, dass ihnen ne-

<sup>738</sup> Vgl. zur verwandten Problematik beim sog. Hofeffekt *Murphy/Jako/Anhalt*, J. Appl. Psych. 78 (1993), 218, 220 f.; *Schweizer*, Kognitive Täuschungen vor Gericht, 29. Juni 2005, 233. Zur externen Überprüfung von Investitionsentscheidungen *Barton/Brown/Cound u. a.*, Long Range Planning 25 (1992), 43, 56.

<sup>739</sup> Dazu oben 1. Teil, § 2, S. 64 ff.

<sup>740</sup> Siehe soeben 3. Teil, § 2 IV.–VIII.

<sup>741</sup> Beide Begriffe verwenden *Schmolke*, Grenzen der Selbstbindung im Privatrecht, 2014, S. 185 und *Beck*, Behavioral Economics, 2014, S. 58, 60, 62 jeweils mit gewisser Differenzierung in der Begrifflichkeit, wobei *Schmolke* beide Begriffe offenbar als gleichrangig verwendet, während *Beck* Überoptimismus als Oberbegriff und Selbstüberschätzung als Unterfall einordnet.

<sup>742</sup> So *Ebering*, Behavioral economics, 2005, S. 69.

<sup>743</sup> *Glaser/Weber*, in: *Baker/Nofsinger* (Hrsg.), Behavioral finance, 2010, 241 „Different phenomena are often summarized as overconfidence, which gives rise to some confusion about what researchers actually mean in a specific context.“; beispielhaft auch soeben Fn. 742.

<sup>744</sup> *Grubb*, J. Econ. Persp. 29 (2015), 9; *Ben-David/Graham/Harvey*, QJE 128 (2013), 1547, 1549 (auch zur synonymen Verwendung von *overprecision* und *miscalibration*).

gative Ereignisse geschehen. Die terminologische Abgrenzung erfolgt dabei uneinheitlich: Manche verwenden *overoptimism* für eine Überschätzung sowohl der eigenen Ausichten als auch der eigenen Fähigkeiten, sei es absolut oder im Vergleich zu anderen.<sup>745</sup> Andere differenzieren begrifflich und fassen unter *overoptimism* nur den Fall, dass eine Person die Wahrscheinlichkeit positiver Entwicklungen überschätzt, auf welche sie keinen Einfluss hat, während *overconfidence* auf den spiegelbildlichen Fall beschränkt wird, dass eine Person einen positiven Ausgang für übermäßig wahrscheinlich erachtet, der – tatsächlich oder vermeintlich – zumindest teilweise der eigenen Kontrolle unterliegt.<sup>746</sup> Der *better-than-average effect* ist hiermit eng verbunden: Er bezeichnet die Neigung von Menschen, ihre Fähigkeiten und Tugenden relativ zu einer Vergleichsgruppe zu hoch anzusetzen.<sup>747</sup>

*Overprecision* bzw. *miscalibration* ist in gewisser Weise ein Unterfall von *overconfidence* im Sinne der vorstehenden differenzierenden Begrifflichkeit: Fehlerhaft kalibrierte Personen überschätzen die Genauigkeit, mit der sie eine bestimmte Vorhersage treffen können. Mathematisch gesprochen neigen sie dazu, zu enge Konfidenzintervalle relativ zu ihrem Grad an Gewissheit zu setzen.<sup>748</sup>

*Overconfidence* mit seinen einzelnen Ausprägungen gilt weithin als ein besonders robust belegter Befund.<sup>749</sup> Dessen ungeachtet hat die herkömmliche Sicht von Reichweite und Bedeutung des Phänomens grundsätzliche Kritik namhafter Psychologen auf sich gezogen.<sup>750</sup> Ihre Einwände sprechen valide Punkte an und lassen *overconfidence* weniger gravierend erscheinen, als es manch verhaltensökonomisches Laborexperiment suggeriert.<sup>751</sup> Den grundsätzlichen Befund haben sie nach der unter Verhaltensökonomie herrschenden Ansicht aber nicht entkräften können.<sup>752</sup>

Die Wirtschafts- und Finanzwissenschaft hat *overconfidence* in seinen verschiedenen Spielarten besonders schnell und vielfältig aufgegriffen.<sup>753</sup> *Overconfidence* lässt sich im Feld zwar nur indirekt mit Hilfsvariablen (sog. Proxys) messen. Vor allem die ent-

<sup>745</sup> So Grubb, J. Econ. Persp. 29 (2015), 9; Grubb, Rev. Ind. Organ. 47 (2015), 247, 249, der damit offenbar terminologisch nicht zwischen *overconfidence* und *overoptimism* unterscheidet.

<sup>746</sup> Dazu Malmendier/Taylor, J. Econ. Persp. 29 (2015), 3, 5.

<sup>747</sup> Merkle/Weber, Org. Beh. & Human Dec. Proc. 116 (2011), 262.

<sup>748</sup> Grubb, J. Econ. Persp. 29 (2015), 9; ders., Rev. Ind. Organ. 47 (2015), 247, 249.

<sup>749</sup> De Bondt/Thaler, in: Jarrow/Maksimovic/Ziemba (Hrsg.), Finance, 1995, Bd. 9, S. 385, 389: „Perhaps the most robust finding in the psychology of judgement is that people are overconfident.“; dem folgend Malmendier/Taylor, J. Econ. Persp. 29 (2015), 3, 4 mit weiteren Nachweisen aus der psychologischen Literatur.

<sup>750</sup> Die Kritiker erheben im Kern drei Einwände: Erstens machen sie geltend, dass *overconfidence* in den verwendeten Tests ein statistisches Artefakt ist, das durch eine Regression zum Mittelwert entsteht; zweitens wenden sie ein, dass die Befunde der „klassischen“ Experimente zu *overconfidence* damit stehen und fallen, dass die Probanden in bestimmter Weise nach dem Grad ihrer Gewissheit (*confidence question*) anstatt nach der Häufigkeit ihrer richtigen Antworten gefragt wurden; drittens werfen sie den klassischen Experimenten vor, gezielt irreführende anstatt zufällig ausgewählte Fragen gestellt zu haben („Fangfragen-Vorwurf“). Zum Ganzen einschließlich der Gegenkritik Gigerenzer/Hertwig/Hoffrage u. a., in: Plott/Smith (Hrsg.), Handbook of Experimental Economics Results, 2008, Bd. 1, S. 1018, 1025–1027; Schweizer, Kognitive Täuschungen vor Gericht, 29. Juni 2005, 263–265; Glaser/Weber, in: Baker/Nofsinger (Hrsg.), Behavioral finance, 2010, S. 241, 245 f., 249 f.

<sup>751</sup> Schweizer, Kognitive Täuschungen vor Gericht, 29. Juni 2005, 264 Rn. 793 a. E.

<sup>752</sup> Glaser/Weber, in: Baker/Nofsinger (Hrsg.), Behavioral finance, 2010, S. 241, 252 f.

<sup>753</sup> Merkle/Weber, Org. Beh. & Human Dec. Proc. 116 (2011), 262: „Indeed, overconfidence is perhaps the behavioral bias most readily embraced by academic researchers in economics and finance.“; zusammenfassender Überblick über besonders bekannte Anwendungen bei DellaVigna, 47 J. Econ. Lit. 315, 341–344 (2009) und Glaser/Weber, in: Baker/Nofsinger (Hrsg.), Behavioral finance, 2010, S. 241,

sprechenden Arbeiten zu Managern sind aber hochanerkannt. Sie kommen unter anderem zu dem Schluss, dass *overconfidence* von Topmanagern einen Beitrag dazu leistet, die starke Abhängigkeit der Unternehmensinvestitionen von Innenfinanzierung,<sup>754</sup> die häufigen Misserfolge von Unternehmenszusammenschlüssen,<sup>755</sup> das Ausschüttungsverhalten,<sup>756</sup> die Bereitschaft zu Aktienemissionen<sup>757</sup> sowie das Ausmaß von Prognosefehlern und Bilanzpolitik bis hin zu vorsätzlichen Falschangaben<sup>758</sup> zu erklären.<sup>759</sup> In ähnlicher Weise gibt es Anzeichen dafür, dass *overprecision* Topmanager veranlasst, mehr zu investieren und einen höheren Verschuldungsgrad zu tolerieren.<sup>760</sup>

Mit Blick auf die Investorenseite dient *overconfidence* Verhaltensökonomern in vielfältiger Weise dazu, „Anomalien“ auf den Finanzmärkten oder interessenwidriges Verhalten einzelner Anleger zu erklären. Weitgehend anerkannt ist namentlich die Hypothese, dass das im Vergleich zu einem Rationalmodell zu hohe Handelsvolumen auf dem Aktienmarkt, insbesondere die renditeschädlich häufige Handelsaktivität von Kleinanlegern, unter anderem in *overconfidence* begründet liegt.<sup>761</sup> Außerdem diskutiert man *overconfidence* im Zusammenspiel mit weiteren Bias als Ursache für die überraschend hohe Volatilität der Dividendenrendite (sog. *volatility puzzle*)<sup>762</sup> sowie für die Beobachtung, dass kurzfristige Renditen positiv autokorreliert sind (sog. *Momentum-Effekt*: Gewinner-Aktien der letzten drei bis zwölf Monate bleiben auch in der Folgeperiode Gewinner, Verlierer-Aktien bleiben Verlierer),<sup>763</sup> während langfristig das Gegenteil gilt (sog. *long-term reversals* über Zeiträume von drei bis fünf Jahren).<sup>764</sup>

---

250–252; kritisch zu dem breiten Einsatz *Gigerenzer/Hertwig/Hoffrage u. a.*, in: Plott/Smith (Hrsg.), *Handbook of Experimental Economics Results*, 2008, Bd. 1, S. 1018, 1025 f.

<sup>754</sup> *Malmendier/Tate*, *J. Fin.* 60 (2005), 2661 ff. Dies beruht auf dem Gedanken, dass Manager mit besonders ausgeprägter *overconfidence* den Wert des von ihnen geleiteten Unternehmens überschätzen, deshalb externe Finanzierungsquellen für überteuert erachten und folglich weniger geneigt sind zu investieren, wenn sich die nötige Finanzierung nicht mehr im Wege der Innenfinanzierung stemmen lässt.

<sup>755</sup> *Dies.*, *J. Fin. Ec.* 89 (2008), 20 ff.

<sup>756</sup> *Deshmukh/Goel/Howe*, *J. Fin. Intermed.* 22 (2013), 440 ff.

<sup>757</sup> *Malmendier/Tate/Yan*, *J. Fin.* 66 (2011), 1687, 1688 f., 1691, 1693–1695, 1697, 1699–1705, 1707–1720.

<sup>758</sup> *Schrand/Zechman*, *J. Accounting & Ec.* 53 (2012), 311 ff.; *Bouwman*, *J. Banking & Fin.* 41 (2014), 283 ff.

<sup>759</sup> Im Überblick zu diesen und weiteren Befunden *Malmendier/Tate*, *J. Econ. Persp.* 29 (2015), 37, 48 f.; mit Blick auf Unternehmensinvestitionen und die Bereitschaft zu Aktienemissionen auch schon *Stein*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 112, 125.

<sup>760</sup> *Ben-David/Graham/Harvey*, *QJE* 128 (2013), 1547.

<sup>761</sup> Instruktiver Überblick über die einschlägige Literatur zu Kleinanlegern bei *Barber/Odean*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, Bd. 2, S. 1533, 1547–1549; knapper *Barberis/Thaler*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 1053, 1103 f. und *Camerer/Loewenstein*, in: *Camerer/Loewenstein/Rabin* (Hrsg.), *Advances in behavioral economics*, 2004, S. 3, 35; mit Blick auf Fondsmanager *de Bondt/Thaler*, in: *Jarrow/Maksimovic/Ziembra* (Hrsg.), *Finance*, 1995, Bd. 9, S. 385, 393.

<sup>762</sup> *Barberis/Thaler*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 1053, 1083–1085.

<sup>763</sup> *Glaser/Weber*, in: *Baker/Nofsinger* (Hrsg.), *Behavioral finance*, 2010, S. 241, 251; *Barberis/Thaler*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 1053, 1088, 1093 f.; zu rationaltheoretischen Erklärungsansätzen für den Momentum-Effekt siehe *Schwert*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance*, 2003, S. 939, 951.

<sup>764</sup> Sowohl den Momentum-Effekt als auch *long-term reversals* umfasst das Modell von *Daniel/Hirshleifer/Subrahmanyam*, *J. Fin.* 53 (1998), 1839 ff., welches *overconfidence* und einen *self-attribution bias* verbindet; im Überblick *Barberis/Thaler*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook*

## b) Einfluss auf Short-termism?

Entsprechend dem verbreiteten Rückgriff auf *overconfidence* in der Behavioral Finance spielt dieses Bias auch in der Debatte um *Short-termism* eine erhebliche Rolle, und zwar in vielfältiger und teilweise konträrer Weise:

Einerseits kommt *overconfidence* als eine mögliche Ursache von Verhaltensweisen in Betracht, die gesamtwirtschaftlich übermäßig kurzfristig orientiert erscheinen. Hier lässt sich weiter danach differenzieren, ob in den einschlägigen Modellen bzw. *Short-termism*-Hypothesen irrationale Investoren rationalen Managern gegenüberstehen (*irrational investors approach*) oder ob umgekehrt irrationale Manager auf rationale Investoren und damit auf einen effizienten Markt treffen (*managerial biases approach*).<sup>765</sup> Während die Forschung beide Szenarien zumeist aus analytischen Gründen trennt, sind sie in der Realität durchaus in Kombination denkbar.

Andererseits haben in der US-Debatte vor allem aktionärsfreundliche Stimmen aus der Harvard Law School<sup>766</sup> *overconfidence* von Managern als Einwand gegen Regulierungsvorschläge vorgebracht, die *Short-termism* aus anderen Quellen eindämmen sollen.

## aa) Als Auslöser

*Short-termism*-Hypothesen haben sich in verschiedener Hinsicht auf *overconfidence* gestützt. Der folgende Überblick konzentriert sich auf einige besonders bekannte Ansätze, während Stellungnahmen mit eher pauschal behauptendem Charakter außen vor bleiben.

Zum einen kann *Short-termism* durch übermäßigen Optimismus von Aktionären entstehen (*irrational investors approach*). Eine mögliche Wirkungsrichtung zeigt ein viel beachtetes Modell von Bolton, Scheinkman und Xiong über „Executive Compensation and Short-termist behaviour in Speculative Markets“.<sup>767</sup> Das Modell fußt auf drei entscheidenden Annahmen: Erstens bewerten Investoren Aktien unterschiedlich, weil einige (nicht alle) Investoren *overconfidence* (*overprecision*) in Bezug auf Informationen anheimfallen, die sie über bestimmte Investitionsprojekte erhalten;<sup>768</sup> zweitens und damit

---

of the Economics of Finance, 2003, S. 1053, 1087 f., 1093 f.; empirische Untermauerung bei Cremers/Pareek, Rev. of Finance 19 (2015), 1649 ff.

<sup>765</sup> Vgl. allgemein zu diesen beiden Ansätzen in der Literatur Baker/Wurgler, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the economics of finance, 2013, S. 357, 359.

<sup>766</sup> Zu ihnen im Kontext der neueren US-*Short-termism*-Debatte 4. Teil, § 3 II. 2. c.), S. 770 ff.

<sup>767</sup> Bolton/Scheinkman/Xiong, Rev. Ec. Stud. 73 (2006), 577 ff.

<sup>768</sup> Im Einzelnen geschieht das im Modell wie folgt: Eine Aktiengesellschaft kann zwei Projekte verfolgen. Das erste Projekt verspricht den höheren Erwartungswert, ist also für sich betrachtet vorzugswürdig. Demgegenüber stellt das zweite Projekt ein „Luftschlossprojekt“ dar, welches im Vergleich den geringeren langfristigen Durchschnittsertrag einbringt, allerdings zwei Besonderheiten aufweist: Zum einen kann der CEO dieses Projekt mitsamt der Varianz seiner Rendite vergrößern; zum anderen erhalten die Investoren in der Zwischenperiode  $t = 1$  jeweils ein Signal über den Wert der beiden Projekte, wobei ein Teil der Investoren (nur) die Genauigkeit des Signals über den Wert des Luftschlossprojekts überschätzt. Ist dieses Wertsignal positiv (negativ), werden diese Investoren dementsprechend das Luftschlossprojekt und damit das Unternehmen überbewerten (unterbewerten) (im Einzelnen verbal und formal dies., Rev. Ec. Stud. 73 (2006), 577, 581 f., 587–589; die Autoren sprechen terminologisch von *overconfidence*, in der Sache handelt es sich aber jedenfalls in der Formulierung des Modells um den Unterfall *overprecision*).

Der im Modell genutzte Gedanke, dass (temporäre) Aktienkursüberreaktionen, also Fehlbewertungen, dadurch entstehen können, dass Investoren infolge von *overconfidence* private oder öffentlich bekannte Informationen übergewichten, findet in der Behavioral Finance öfter prominent Verwendung, siehe etwa zur Erklärung verschiedener Anomalien an den Finanzmärkten Daniel/Hirshleifer/Subrah-

verbunden kann der Kurs einer Aktie von deren Fundamentalwert abweichen, indem er eine kurzfristige spekulative Optionskomponente für (überteuerte) Verkäufe an überoptimistische Anleger enthält; drittens unterliegen Leerverkäufe Beschränkungen, die einen (vollständigen) Ausgleich dieses Effektes verhindern.<sup>769</sup> Unter diesen Annahmen haben die bestehenden Aktionäre einen Anreiz, den Vorstand (CEO) mittels seiner Vergütung zu motivieren, die Unternehmenspolitik (auch) auf die kurzfristig-spekulative Kurskomponente auszurichten, um die Aktie gegebenenfalls später an überoptimistische Investoren zu verkaufen. *Bolton, Scheinkman* und *Xiong* zeigen, dass unter diesen Umständen der optimale Vergütungskontrakt für Vorstände die kurzfristige Aktienkursentwicklung zum Schaden des langfristigen Fundamentalwertes betont, um Managern einen Anreiz für Handlungen zu geben, welche die spekulative Wertkomponente erhöhen.

In diesem Modell ist *Short-termism* also im Sinne der aktuellen Aktionäre<sup>770</sup> und würde folglich durch aktives Aktionärsengagement nicht verschwinden.<sup>771</sup> Dass der Manager Bilanzpolitik betreibt, um sein Gehalt zu steigern, ist lediglich Ausdruck eines Konflikts zwischen aktuellen rationalen und zukünftigen überoptimistischen Aktionären, der neben das „klassische“ Prinzipal-Agenten-Problem zwischen Aktionären und Management tritt. Voraussetzung für den erstgenannten Konflikt ist ein spekulativer bzw. irrationaler Markt. Auf einem vollkommen effizienten Markt kann der kurzfristige Wert hingegen nur Hand in Hand mit dem langfristigen Wert steigen,<sup>772</sup> zumindest sofern keine größeren Informationsasymmetrien mit Blick auf Signale über den langfristigen Unternehmenserfolg herrschen.<sup>773</sup>

In diesem Modell sind mit anderen Worten die aktuellen, rationalen Aktionäre für die kurzfristigen Verhaltensanreize der Unternehmensleitung verantwortlich, weil sie die Chance erkennen, überoptimistische Anleger zu übervorteilen, die kurzfristige positive Wertsignale überinterpretieren. Diese Motivlage der aktuellen Aktionäre hängt wiederum von ihrem Anlagehorizont ab: Zwar könnten in dem Modell im Prinzip auch langfristige Kontrollaktionäre den CEO zu kurzfristigem Verhalten ermuntern, um ihre Kapitalkosten zu senken. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein solches Verhalten für langfristige Aktionäre rechnet, ist aber umso kleiner, je langfristiger sie orientiert sind, weil

---

*manyam*, J. Fin. 53 (1998), 1839 ff. sowie *dies.*, J. Fin. 56 (2001), 921 ff. und empirisch *Cremers/Pareek*, Rev. of Finance 19 (2015), 1649 ff.

<sup>769</sup> Dazu *Bolton/Scheinkman/Xiong*, Rev. Ec. Stud. 73 (2006), 577, 589.

<sup>770</sup> Ein ähnlicher Zusammenhang kann dann, wenn alle Investoren rational sind, zu adverser Selektion (sog. Zitronenproblem) führen, vgl. dazu *Stein*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, S. 112, 117 zu den Kosten der Kapitalbeschaffung über den Aktienmarkt: In dem Maße, in dem Manager ihre gegenwärtigen Aktionäre zulasten potenzieller zukünftiger Investoren bevorzugen, werden sie neue Aktien zu Zeiten ausgeben wollen, in denen ihre privaten Informationen dafür sprechen, dass diese Aktien am meisten überbewertet sind – dies entspricht der kurzfristigen Managermotivation im Modell von *Bolton/Scheinkman/Xiong*. Ein rationaler Markt wird in der Konsequenz allerdings Aktienaushgaben als schlechte Nachricht bewerten. Dies kann Manager guter Firmen (solche mit günstigen Realisationen ihrer privaten Informationen) zu Zurückhaltung bei der Aktienaushgabe anhalten. Unter dem Strich könnten selbst Unternehmen, die Eigenkapitalfinanzierung dringend benötigen, etwa weil sie gute Investitionsmöglichkeiten, aber knappe interne Ressourcen haben, nicht fähig oder willens sein, diese Finanzierung zu erschließen.

<sup>771</sup> *Bolton/Scheinkman/Xiong*, Rev. Ec. Stud. 73 (2006), 577, 579.

<sup>772</sup> *Dies.*, Rev. Ec. Stud. 73 (2006), 577, 588, 590; *dies.*, 30 J. Corp. L. 721, 725 (2005).

<sup>773</sup> Bestehen solche Informationsasymmetrien zwischen Insidern und Outsidern, kann ein Gründer-Manager sein Unternehmen unter bestimmten Annahmen mit einem Börsengang (IPO) zu einem Preis über dem langfristigen Fundamentalwert an außenstehende Investoren veräußern, dazu näher 3. Teil, § 2 IV. 1. a) bb), S. 399 ff., Text bei Fn. 77–82 auf S. 401–402.

die *overconfidence* (*overprecision*) potenzieller Aktienerwerber dazu ebenfalls entsprechend steigen müsste.<sup>774</sup>

Zum anderen kann *Short-termism* bzw. zumindest *Short-termism*-gleiches Verhalten anstatt durch *irrational investors* durch übermäßigen Optimismus von Managern entstehen (*managerial biases approach*). Eine mögliche Wirkungsrichtung ergibt sich aus dem eingangs erwähnten Zusammenhang von *manager overconfidence* und dem Investitions- bzw. Finanzierungsverhalten.<sup>775</sup> *Overconfidence* kann Manager veranlassen, die Aussichten der Firma, welche sie leiten, zu positiv zu bewerten. In diesem Fall werden die Manager dazu neigen, eine Aufnahme externen Kapitals, insbesondere durch Aktien, aber auch durch höher verzinstes Fremdkapital, für zu teuer zu erachten. Ein wohlmeinender Manager wird dann Investitionen tendenziell auf das durch Innenfinanzierung leistbare Volumen beschränken, um seine Aktionäre vor einer vermeintlich drohenden Verwässerung ihres Anteilswertes zu bewahren. Diese Zurückhaltung kann, wenn lohnende, aber kostspielige langfristige Investitionen unterbleiben, nach außen wie kurzfristiges Verhalten anmuten.

Außerdem ist beachtenswert, dass ein solcher Manager, der die geleitete Firma aufgrund von *overconfidence* irrig zu hoch bewertet und deshalb den aktuellen Aktionären einen gut gemeinten Bären dienst erweist, von außen, also ohne Kenntnis der Unternehmensinterna, kaum von einem rationalen Manager zu unterscheiden ist, der im Sinne von *Steins* Takeover-Threats- oder Signal-Jamming-Modell aufgrund privater Information zu Recht davon ausgeht, dass die Firma am Markt unterbewertet ist, und sich deswegen zum tatsächlichen Schutz der aktuellen Aktionäre kurzfristig verhält.<sup>776</sup>

#### bb) Als Argument gegen und für *Short-termism*-Bekämpfung

*Overconfidence* spielt in der Debatte um *Short-termism* nicht nur als mögliche Ursache eine Rolle, sondern auch mit Blick auf Maßnahmen, die zur Eindämmung von kurzfristigem Druck diskutiert werden.

So hat der britische *Kay Report overoptimism* von Managern gerade als zusätzliches Argument für sein Stewardship-Konzept institutioneller Investoren angeführt, das *Short-termism* unterbinden soll: Das Stewardship-Konzept stelle ein effektives Instrument dar, um *overoptimism* von Managern bei Fusionen angesichts einer zu geringen Skepsis der Boards entgegenzuwirken; eine strengere Fusionskontrolle hielt der *Kay Report* dementsprechend für entbehrlich.<sup>777</sup>

<sup>774</sup> Dazu *Bolton/Scheinkman/Xiong*, Rev. Ec. Stud. 73 (2006), 577, 595–597. Modelltheoretisch gesprochen müssen sich die Bewertungen der Investoren in der Zwischenperiode  $t = 1$  (dazu soeben Fn. 768 auf S. 515) bei langfristigen Aktionären bzw. einem langfristigen Board stärker unterscheiden, damit es attraktiv wird, den CEO mit seiner Vergütung zu kurzfristigem Verhalten zu bewegen. Wie stark die Bewertungen der Investoren auseinanderfallen, hängt im Modell von zwei Umständen ab: (1) von dem Informationsgehalt des Wertsignals, das die Investoren in der Zwischenperiode  $t = 1$  erhalten, und (2) davon, wie unterschiedlich sie die Genauigkeit dieses Wertsignals einschätzen, d. h. wie stark die *overconfidence* (*overprecision*) der „irrationalen“ Anlegergruppe ausgeprägt ist (dazu *dies.*, Rev. Ec. Stud. 73 (2006), 577, 590, 594).

<sup>775</sup> Siehe die Nachweise in Fn. 754, 756, 757 auf S. 514.

<sup>776</sup> Siehe allg. *Baker/Wurgler*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the economics of finance, 2013, S. 357, 359: „We note that the predictions of the optimism and overconfidence models typically look very much like those of agency and asymmetric information models.“

<sup>777</sup> *Kay*, Kay Review Final Report, July 2012, S. 62 Rn. 8.27 mit Recommendation 4.

In der US-Debatte spielt dieser Aspekt ebenfalls eine Rolle, allerdings unter anderen Vorzeichen: Oben wurde gezeigt, dass viele Modelle, die *Short-termism* mit allokatonsineffizienten Aktien- bzw. Kapitalmärkten begründen, zu der Schlussfolgerung gelangen, dass es – unter sonst gleichen Umständen – helfen könnte, den Manager von dem Druck des (annahmegemäß) ineffizienten Kapitalmarktes abzuschirmen. Dazu könnte man es dem Management beispielsweise erleichtern, feindliche Übernahmen abzuwehren. In der US-*Short-termism*-Debatte werden entsprechende Vorschläge in wechselnder Einkleidung seit Jahrzehnten hitzig diskutiert. Die aktionärsfreundlichen Stimmen aus der Harvard Law School, namentlich der Referenzbeitrag von *Mark Roe*,<sup>778</sup> haben dabei *overconfidence* von Managern argumentativ in Stellung gebracht. In der Wirkungsrichtung kommt dies dem *Kay Report* insofern gleich, als beide die Aktionärsseite stärken wollen: *Roe* hält den Bestrebungen zur Abschirmung der Unternehmensleitung entgegen, dass andere potenzielle Quellen von *Short-termism* innerhalb von Unternehmen verortet seien und verschlimmert würden, wenn man das Management vom Kapitalmarkt isoliere.<sup>779</sup> *Roe* stützt dies erstens darauf, dass *Short-termism* durch den Managerarbeitsmarkt erzeugt werden könnte – die damit verbundene *Career-Concerns-Hypothese* wurde oben einschließlich der Reichweite und Grenzen ihrer Erklärungskraft untersucht.<sup>780</sup>

Zweitens verweist *Roe* auf eine Studie, die ermittelt, dass Manager mit ausgeprägter *overconfidence* tendenziell weniger konservativ bilanzieren: Dieser Studie zufolge neigen überoptimistische Manager dazu, zukünftige Erträge von Projekten ihrer Firmen zu überschätzen, weshalb sie mit höherer Wahrscheinlichkeit Verluste verzögert realisieren und Anlagenwerte anhand optimistischer Schätzungen festlegen.<sup>781</sup> Dies kommt jedenfalls im Ergebnis kurzfristigem Verhalten gleich. Unerwähnt lässt *Roe* freilich den weiteren Befund der Studie, dass starke externe Kontrollinstanzen diesem Zusammenhang nicht entgegenwirken. Die Studie erklärt dies damit, dass eine weniger konservative Rechnungslegung überoptimistischer Manager für ein Unternehmen jedenfalls in bestimmten Situationen vorteilhaft sein kann, etwa weil sich Informationen über Investitionschancen so besser kommunizieren lassen.<sup>782</sup> Gleiches wäre unter den Annahmen des eben dargestellten Modells von *Bolton*, *Scheinkman* und *Xiong* denkbar, in dem ein Teil der Investoren *overconfidence* unterliegt, sowie bei Informationsasymmetrien zwischen Unternehmens-Insidern und außenstehenden Investoren.

### c) Reichweite und Probleme der Erklärungskraft

Die neuere Forschung zeigt plausibel, dass *overconfidence* in verschiedener Hinsicht für etwaigen *Short-termism* von Managern und Investoren sowie für Maßnahmen zu seiner Eindämmung bedeutsam sein kann. Allerdings stellen sich in diesem Zusammenhang auch mehrere gewichtige Probleme: Erstens sind wichtige Fragen zum Auftreten von *overconfidence* nach wie vor offen (aa)), zweitens wird oft übersehen, dass *overconfidence* nicht nur zu *Short-termism* beitragen, sondern auch eine langfristige Orientierung fördern kann (bb)), und drittens lassen sich selbst dann, wenn man dies außer Acht lässt,

<sup>778</sup> Zu ihnen im Kontext der neueren US-*Short-termism*-Debatte 4. Teil, § 3 II.2.c.), S. 770 ff.

<sup>779</sup> *Roe*, 68 Bus. Law. 977, 996 f. (2013).

<sup>780</sup> Dazu 3. Teil, § 2 V.1., S. 430 ff.

<sup>781</sup> *Ahmed/Duellman*, J. Acc. Res. 51 (2013), 1, 2.

<sup>782</sup> *Dies.*, J. Acc. Res. 51 (2013), 1, 2, 4, 21 f.

aus den vorhandenen Hypothesen zur Wirkung von *overconfidence* kaum konsistente normative Schlüsse ziehen (cc)).

*aa) Internationale und soziale Verallgemeinerungsfähigkeit?*

Das erste Problem bei der Begründung von *Short-termism* mit *overconfidence* ergibt sich daraus, dass trotz einer Vielzahl empirischer Arbeiten nach wie vor grundsätzliche Fragen zum Auftreten von *overconfidence* offen sind. So verwenden die viel beachteten Studien zu Überoptimismus bei Managern in aller Regel US-Daten, betrachten also nur Manager, die bei Unternehmen mit Sitz und Börsennotierung in den USA arbeite(te)n. Das führt zu der Frage, inwieweit die Ergebnisse auf andere Rechtsordnungen und damit auf *Short-termism*-Debatten etwa in der Europäischen Union oder in einzelnen EU-Mitgliedstaaten übertragbar sind. Erste Experimente, die *overconfidence* vergleichend bei Studenten aus verschiedenen asiatischen Ländern, den USA und Großbritannien untersucht haben, ermittelten landestypische Unterschiede dergestalt, dass US-Studenten tendenziell weniger *overconfident* waren. Als Ursache hierfür wird die Ausrichtung der Schulsysteme vorgeschlagen.<sup>783</sup> Eine neuere Studie mit einem umfragebasierten psychometrischen Test bei Managern gelangt ebenfalls zu landestypischen Unterschieden, aber in umgekehrter Ausprägung: Hier zeigten sich in den USA tätige CEOs und CFOs optimistischer und risikobereiter als ihre Kollegen außerhalb der USA. Zudem waren US-CEOs erheblich optimistischer, als es dem psychologischen Normalwert entspricht.<sup>784</sup>

Diese vergleichenden Befunde legen nahe, dass *overconfidence* kulturell sowie durch soziale Auslese determiniert ist. Sie bieten aber noch keine gesicherten Erkenntnisse zu Art und Umfang entsprechender Unterschiede, ebenso wenig wie zu deren Ursachen. Alles in allem dürften Studien zu *overconfidence* und ihren Folgen bei US-Managern nach gegenwärtigem Forschungsstand aber nicht ohne Weiteres international verallgemeinerungsfähig sein. Überdies steht sogar der Erkenntniswert vieler Laborexperimente für die *Short-termism*-Debatte infrage. Denn soweit hochrangige Manager der vorgenannten Studie zufolge deutlich optimistischer sind als die Normalbevölkerung, unterscheiden sie sich womöglich ebenso von den typischen, meist studentischen Probanden experimenteller Studien, mit denen viele Erkenntnisse über *overconfidence* ermittelt worden sind.

*bb) Overconfidence als Kurzfristigkeits- oder Langfristigkeitstreiber?*

Zweitens wird in der Debatte um einen möglichen Beitrag von *overconfidence* zu *Short-termism* bisher kaum beachtet, dass *overconfidence* nicht nur in der geschilderten Weise eine kurzfristige Orientierung herbeiführen, sondern auch eine langfristige Ausrichtung fördern kann. Ein Paradebeispiel hierfür bieten neuere Arbeiten, die zeigen, dass es für Unternehmen in verschiedener Hinsicht vorteilhaft sein kann, einen Topmanager mit moderater *overconfidence* zu beschäftigen, sei es aus unternehmerischen Gründen, sei es, weil er erfolgsabhängige Vergütungsbestandteile zu hoch bewertet. Insbesondere ermitteln mehrere Studien, dass *overconfidence* des Topmanagements im Allgemeinen

<sup>783</sup> Siehe dazu im Überblick Beck, Behavioral Economics, 2014, S. 63 und Schweizer, Kognitive Täuschungen vor Gericht, 29. Juni 2005, 267, beide m. w. N.

<sup>784</sup> Graham/Harvey/Puri, J. Fin. Ec. 109 (1), 103 ff. unter 3.1. Zudem erwiesen sich US-CEOs im Vergleich zu ihren ausländischen Kollegen als weniger avers gegenüber sicheren Verlusten und als vergleichsweise geduldiger.

die Innovationsleistung einer Firma fördert, vor allem in wettbewerbsintensiven und innovativen Industrien,<sup>785</sup> und dass *overconfidence* nützlich ist, wenn eine Firma sowohl über hohe interne Geldmittel als auch viele Investitionsmöglichkeiten verfügt oder ihre Strategie ändern muss.<sup>786</sup>

In der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte gilt innovative Forschung & Entwicklung als zentrale erwünschte Form langfristigen unternehmerischen Handelns. Vor diesem Hintergrund könnte sich *overconfidence* von Managern beispielsweise nutzen lassen, um Tendenzen übermäßiger Kurzfristigkeit etwa aus dem Kapitalmarkt einzudämmen. Soweit außerdem der Befund zutrifft, dass Unternehmen mit hohem Innovationspotenzial gezielt überkonfidente Manager anziehen, wird zudem der Einwand *Roes* brüchig, dass Manager-Overconfidence gegen eine Abschirmung der Unternehmensleistung von Kapitalmarkteinflüssen spreche.

### cc) *Diametrale normative Implikationen*

Selbst wenn man außer Acht lässt, dass *overconfidence* international und soziokulturell unterschiedlich ausgeprägt sein und auch positiv wirken kann, stellt sich schließlich das Problem, dass die vertretenen Hypothesen über *overconfidence* und *Short-termism* zu gegensätzlichen normativen Schlussfolgerungen führen, weil sie die Qualität und Rolle von Managern bzw. Aktionären umgekehrt darstellen:

Soweit man im Sinne eines *irrational investors approach* überkonfidente Investoren als primäre Quelle von *Short-termism* ansieht, verlangen die Ziele langfristiger Wertmaximierung und ökonomischer Effizienz, Manager von kurzfristigem Aktienkursdruck abzuschirmen. Dazu bietet sich etwa an, Managern eine Abwehr feindlicher Übernahmen zu erleichtern und große firmeninterne Kapitalmärkte zu fördern, die man als Vorteil der divisionalen M-Form-Organisation erkannt hat. Soweit man hingegen mit dem *managerial biases approach* die Hauptquelle von *Short-termism* in psychologischen Verzerrungen der Manager verortet, gilt genau das Gegenteil: Effizienz verlangt nun ein möglichst geringes Ermessen der Manager sowie danach, ihr Verhalten möglichst engmaschig anhand von Marktpreissignalen zu überprüfen.<sup>787</sup>

Dass die ökonomische Literatur beide Sichtweisen meist analytisch trennt, hat in der neueren rechtsökonomischen US-*Short-termism*-Debatte eine Polarisierung begünstigt,

<sup>785</sup> Galasso/Simcoe, *Management Science* 57 (2011), 1469 ff. in Kombination mit einem Career-Concerns-Modell; Hirshleifer/Low/Teoh, *J. Fin.* 67 (2012), 1457 ff. Dies soll nicht verhehlen, dass eine Überschätzung der eigenen Fähigkeiten Manager auch allgemein veranlassen kann, gleichsam kurzfristig zu optimistisch zu planen und entsprechend suboptimal zu investieren. Allerdings scheint Erfahrung diesen Effekt einzudämmen, siehe frühzeitig Larwood/Whittaker, *J. Appl. Psych.* 62 (1977), 194, 196–198, die zwar terminologisch von *self-serving biases* sprechen, diese aber als Überschätzung der eigenen Fähigkeiten mit Blick auf Managementtalent, Prognosen sowie der eigenen Aussichten definieren, wofür sich heute die Begriffe *overconfidence* bzw. als Unterfall *overoptimism* und *overprecision* etabliert haben.

<sup>786</sup> Zum Ganzen im Überblick Malmendier/Tate, *J. Econ. Persp.* 29 (2015), 37, 49 („bright side“), zum Vergütungsaspekt auch Baker/Wurgler, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 357, 404 f., beide m. w. N. Mit Blick auf die Vergütung überschätzen Topmanager mit *overconfidence* die Wahrscheinlichkeit einer guten Entwicklung und bewerten daher erfolgsabhängige Lohnkomponenten zu hoch. Dies kann das Unternehmen zum eigenen Vorteil ausnutzen (pointiert Baker/Wurgler, a. a. O., S. 405: „paying with dreams“).

<sup>787</sup> Zum Ganzen Baker/Wurgler, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 357, 360 f.

die im angloamerikanischen Raum ohnehin seit jeher Tradition hat. Dabei greifen beide Lager oft nur die Befunde heraus, welche der eigenen Position genehm erscheinen.

Tatsächlich besteht indes kein Grund zu der Annahme, dass sich der *irrational investors approach* und der *managerial biases approach* per se ausschließen. Im Gegenteil erscheint eine solche Entweder-oder-Lösung unwahrscheinlich, wenn man die Kontextabhängigkeit verhaltenspsychologischer Effekte und das Spektrum möglicher Wirkungsrichtungen bedenkt. Ausgehend von der unter Verhaltensökonomern herrschenden Ansicht, dass *overconfidence* ein verbreiteter Zug menschlichen Verhaltens ist, bilden *overconfidence* (einiger) Manager und (einiger) Investoren zwei Seiten derselben Medaille. Derzeit ist indes weitgehend offen, welcher mit Blick auf etwaigen *Short-termism* wann die größere Erklärungskraft zukommt und welche Konstellationen dabei gegebenenfalls zu unterscheiden sind.

### 6. Einschätzung und offene Fragen

Die behavioristischen Erklärungen für *Short-termism* sind in jüngerer Zeit zunehmend populär und bereits in prominente Reformvorhaben eingegangen: So hat der britische *Kay Report* die Effizienzmarkthypothese (*efficient capital market hypothesis*) und die darauf aufbauende Regulierung mit der Begründung verworfen, dass sie menschliches Entscheidungsverhalten fördere, welches langfristigen finanziellen Interessen zuwiderläuft, namentlich Überoptimismus, Anker- und Saliency-Effekte sowie Verlustaversion.<sup>788</sup> Vor allem würden wegen Regulierung auf Basis der Effizienzmarkthypothese große Datenmengen veröffentlicht, welche zu schädlichen kurzfristigen Entscheidungen der Investoren führen könnten, die durch kognitive Bias verschlimmert würden.<sup>789</sup> Gleichsinig, obwohl etwas vorsichtiger in der Formulierung, hat kurz zuvor die von der Europäischen Kommission eingesetzte Reflection Group on the Future of European Company Law argumentiert.<sup>790</sup>

Soweit psychologische Heuristiken und Bias für *Short-termism* verantwortlich gemacht werden, greifen die Proponenten meist auf Erkenntnisse aus allgemeineren Forschungskontexten zurück. Die Überzeugungskraft hängt somit wesentlich davon ab, inwieweit ein solcher Transfer in den spezifischen Kontext der *Short-termism*-Debatte begründet erscheint und inwieweit sich Effekte mit der behaupteten Wirkungsrichtung hinreichend gesichert vorhersagen lassen.

#### a) Rückblick und Ausblick: Probleme von Verhaltensökonomie und *Short-termism*

Die Untersuchung der einzelnen behavioristischen *Short-termism*-Hypothesen hat bereits viele offene Fragen, Kritikpunkte und Probleme aufgezeigt. Sie lassen sich wie folgt rekapitulieren: Erstens ist die Reichweite mehrerer verhaltensökonomischer Konzepte in wichtigen Aspekten unklar, womit Hypothesen, die auf diesen Konzepten auf-

---

<sup>788</sup> Kay, Kay Review Final Report, July 2012, S. 35 Rn. 4.14. Die Verweis auf den Ankereffekt, eine übermäßige Gewichtung hervorstechender Informationen (saliency) und Verlustaversion bleiben dabei recht abstrakt. Zu Überoptimismus führt der Kay Review (a. a. O.) konkreter aus, Menschen seien gegebenenfalls übermäßig optimistisch mit Blick auf ihre Fähigkeiten, renditestarke Aktien auszuwählen, talentierte Vermögensverwalter zu erkennen oder nützliche Informationen über die Fähigkeiten von Agenten anhand vergleichender Bewerbungsrunden (*beauty parades*) zu gewinnen.

<sup>789</sup> Ders., Kay Review Final Report, July 2012, S. 10 Rn. xi, 35 f. Rn. 4.16–4.17.

<sup>790</sup> Reflection Group on the Future of EU Company Law, Report, 05.04.2011, S. 36.

bauen, auf entsprechend wackligen Beinen stehen. Zweitens legen Studien nahe, dass bestimmte Bias international und sozial sehr unterschiedlich ausgeprägt sind, weshalb sich Experimente mit studentischen Probanden womöglich nicht auf Manager und Untersuchungen mit US-Daten womöglich nicht auf andere Rechtsordnungen übertragen lassen. Drittens kann es schwierig sein, gleichgerichtete rationaltheoretische und verhaltensökonomische Erklärungen auseinanderzuhalten, obgleich dies für das passende Gegenmittel bedeutsam wäre. Viertens können einzelne *Short-termism*-verdächtige Bias durchaus auch langfristiges Verhalten fördern, womit eine per saldo negative Wirkung fraglich wird. Schließlich besteht fünftens das Problem, dass sich, je nachdem welcher Gruppe – Manager oder Investoren – man ein Bias als Kurzsichtigkeitstreiber zuschreibt, gegensätzliche normative Implikationen ergeben, die eher in einem „Sowohl-als-auch“-als in einem „Entweder-oder“-Verhältnis zueinander stehen.

Zu diesen spezifischen Schwierigkeiten einzelner denkbarer Kurzfristigkeitstreiber aus der Verhaltensökonomie treten zwei weitere, allgemeinere Problemkreise:

Zum Ersten stellt sich – neben der Frage der internationalen und sozialen Verallgemeinerungsfähigkeit verhaltensökonomischer Befunde – die weitere Frage, inwieweit Erkenntnisse aus Laborexperimenten auf die Unternehmenswelt übertragbar sind. Dies führt zu dem Problem, wie sich die Wirkung von Heuristiken und Bias in komplexen organisationalen Kontexten bestimmen lässt (sogleich unter b)).

Zum Zweiten ist es – neben der Möglichkeit, dass einzelne *Short-termism*-verdächtige Bias auch langfristiges Verhalten fördern – zusätzlich denkbar, dass sich verschiedene verhaltensökonomische Effekte, die isoliert betrachtet nachteilig wirken (namentlich kurzfristiges Verhalten erzeugen), gegenseitig neutralisieren, mit der Folge, dass die Kurzfristigkeitsproblematik zurückgeht oder gar verschwindet. Die Forschung zu derartigen Zusammenhängen, die sich angelehnt an eine ganz ähnliche Erkenntnis der Industrieökonomik als „Gegengiftthese“<sup>791</sup> bezeichnen lässt, steht noch weitgehend am Anfang. Hier soll beispielhaft ein einschlägiges Modell vorgestellt werden (c)).

#### b) Wirkung individueller Heuristiken und Bias im organisationalen Kontext

Die Frage, inwieweit verhaltensökonomische Befunde aus Laborexperimenten auf die Unternehmenswelt übertragbar sind, stellt sich insbesondere unter zwei Gesichtspunkten:

Zum einen kann es zweifelhaft erscheinen, ob kognitive Bias in der Unternehmenswelt auf Leitungsebene, wo Entscheidungsfehler im Zweifel einen Millionenschaden anrichten können, ähnlich durchschlagen wie in Laborexperimenten, in denen typischer-

<sup>791</sup> Die industrieökonomische Variante der Gegengiftthese geht zurück auf Clark, Am. Ec. Rev. 30 (1940), 241 ff. Hier steht der Begriff dafür, dass in bestimmten Marktstrukturen eine weitere Entfernung vom Idealbild des perfekten Wettbewerbs effizienzverbessernd, also wohlfahrtstheoretisch günstig sein kann (konzis *ders.*, Am. Ec. Rev. 30 (1940), 241, 242: „If there are, for example, five conditions, all of which are essential to perfect competition, and the first is lacking in a given case, then it no longer follows that we are necessarily better off for the presence of any one of the other four. In the absence of the first, it is a priori quite possible that the second and third may become positive detriments; and a workably satisfactory result may depend on achieving some degree of ‘imperfection’ in these other two factors.“). Ein bekannter Anwendungsfall ist das enge Oligopol – dort können unter bestimmten Annahmen Informationsasymmetrien die Wohlfahrt erhöhen, obgleich im Ideal des perfekten Wettbewerbs mit vielen kleinen Anbietern und vielen kleinen Nachfragern keine Informationsasymmetrien bestehen. Zum Ganzen aus der Lehrbuchliteratur etwa Blum/Müller/Weiske, Angewandte Industrieökonomik, 2006, S. 15, 170.

weise studentische Probanden um Kleinstbeträge spielen. Leitungsorgane in Unternehmen haben erheblich größere Anreize, solche Verzerrungen zu überwinden. Das zweite, schwierigere Problem ergibt sich daraus, dass individuelle Heuristiken und Bias nur dann *Short-termism* verursachen können, wenn sie nicht durch organisationale oder ökonomische Einflüsse abgemildert werden.<sup>792</sup>

Tatsächlich bestehen derzeit allgemein relativ enge Grenzen für eine Anwendung verhaltensökonomischer Erkenntnisse auf komplexe rechtliche Kontexte. Die verhaltensökonomische Forschung liefert konkrete empirische Einsichten, aber (bislang) kaum abstrakte gleichbleibende Theorien. Eine sachgemäße Anwendung der Ergebnisse muss daher die spezifischen Bedingungen für ihr Auftreten berücksichtigen.<sup>793</sup> Erkenntnisse aus Studien oder Experimenten können insbesondere nur dann theoretisch angewandt werden, wenn hinreichende Gründe für ihre externe Validität vorliegen,<sup>794</sup> die Resultate also auf andere Personen(-gruppen) und Situationen aus der „realen Welt“ übertragbar sind, auch wenn die äußeren Bedingungen<sup>795</sup> und das sog. Treatment<sup>796</sup> variieren.<sup>797</sup> Dagegen bestehen allgemein gewichtige Bedenken.<sup>798</sup>

Eingewandt wird etwa, dass die in Experimenten getroffenen Entscheidungen für die Probanden keine nennenswerten Konsequenzen haben, dass Probanden oft aus anderen Personengruppen (meist Studenten) rekrutiert werden als denjenigen, die im untersuchten System real agieren, dass im Experiment Stimuli nur in abgeschichteter bzw. „zerlegter“ Form dargeboten werden, sehr enge Zeitfenster ohne Verhältnis zu den tatsächlichen Abläufen vorgegeben sind, die dargebotenen Angaben Art und Menge der real zu bewältigenden Informationen übermäßig vereinfachen und dass der institutionelle Kontext nur ausschnitthaft und sehr grob im Sinne einer „Augenschein-Validität“ abgebildet wird, ohne dass zuvor fundiert untersucht wurde, ob die erfassten Variablen die Lebenswirklichkeit und die pragmatischen Entscheidungsabläufe widerspiegeln. Dies gilt besonders, weil sich externe und interne Validität<sup>799</sup> eines Experiments regelmäßig ge-

<sup>792</sup> Laverty, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 848.

<sup>793</sup> Tor, Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 276.

<sup>794</sup> Schweizer, Kognitive Täuschungen vor Gericht, 29. Juni 2005, 70; Tor, Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 277; daneben müssen eine Studie bzw. ein Experiment und das angewandte Testverfahren schon für sich zahlreiche Anforderungen in Bezug auf weitere Formen der Validität erfüllen, insbesondere die sog. interne Validität, siehe für einen Überblick speziell zu verhaltensökonomischen Experimenten Arlen/Talley, in: dies. (Hrsg.), *Experimental law and economics*, 2008, S. xv, xxxii–xxxix und allgemein Leonhart, *Psychologische Methodenlehre – Statistik*, 2008, S. 34, 177.

<sup>795</sup> Gemeint ist hiermit das sog. Setting (wörtl. „Lokalität, Schauplatz“; sinngemäß swv. Kontext), in dem eine Untersuchung durchgeführt wird. Dies kann im Labor sein oder unter natürlichen Bedingungen (sog. Feldstudie) (siehe Leonhart, *Psychologische Methodenlehre – Statistik*, 2008, S. 24 f., 177).

<sup>796</sup> Treatment oder Intervention meint die Art und Weise, in der die behauptete mögliche Ursache für eine Veränderung der abhängigen Variablen im Experiment operationalisiert wird. Das Treatment wird statistisch also als unabhängige Variable erfasst. Es kann mehrere Stufen haben (siehe ders., *Psychologische Methodenlehre – Statistik*, 2008, S. 177).

<sup>797</sup> Ders., *Psychologische Methodenlehre – Statistik*, 2008, S. 34; Arlen/Talley, in: dies. (Hrsg.), *Experimental law and economics*, 2008, S. xv, xv, xxxvii; Schweizer, *Kognitive Täuschungen vor Gericht*, 29. Juni 2005, 70.

<sup>798</sup> Siehe Konečni/Ebbesen, *Gruppendynamik* 22 (1991), 175, 176, 178–184.

<sup>799</sup> Interne Validität bedeutet, dass die experimentellen Ergebnisse gültige Schlussfolgerungen bezüglich des beobachteten Zusammenhangs zwischen unabhängiger und abhängiger Variabel erlauben (Leonhart, *Psychologische Methodenlehre – Statistik*, 2008, S. 128). Das Treatment muss also tatsächlich für die Veränderung der abhängigen Variablen verantwortlich sein. Diese darf nicht von anderen Störfaktoren (mit-)beeinflusst werden, die experimentell nicht gemessen und kontrolliert werden (Schweizer, *Kognitive Täuschungen vor Gericht*, 29. Juni 2005, 69).

genläufig verhalten: Je besser die Experimentalsituation kontrolliert wird, desto eingeschränkter sind die Ergebnisse übertragbar.<sup>800</sup>

Letztlich kann die externe Validität der Ergebnisse bezogen auf einen bestimmten Kontext nur empirisch mit realen Daten bzw. Feldstudien definitiv überprüft werden. Beides ist indes oft nicht praktikabel,<sup>801</sup> insbesondere, wenn wesentliche Informationen vertraulich sowie die Sachverhalte so umfangreich und komplex sind, dass eine Datenerfassung prohibitiv aufwendig und/oder eine analytische Kontrolle aller potenziellen Einflussfaktoren nicht durchführbar wäre bzw. keine eindeutige Interpretation der Ergebnisse erlauben würde.<sup>802</sup>

Immerhin spricht die empirische Forschung aber deutlich dafür, dass verhaltensökonomische Effekte grundsätzlich auch in der realen Welt großer börsennotierter Unternehmen auftreten.<sup>803</sup> Neben der umfangreichen empirischen Forschung zu *overconfidence* von Managern und Investoren<sup>804</sup> gibt es beispielsweise Studien, die Belege für die Prospect-Theorie und die Verfügbarkeitsheuristik finden.<sup>805</sup> Wie gut bestimmte Akteure ihre Einschätzungen anpassen, ist dessen ungeachtet aber eine empirische Frage, bei der noch Forschungsbedarf gesehen wird.<sup>806</sup>

Größere Schwierigkeiten bereitet der Umstand, dass viele Heuristiken und Bias in hohem Maße kontext- und aufgabenabhängig sind, ebenso wie menschliches Verhalten überhaupt.<sup>807</sup> In komplexeren Governance-Strukturen ist daher schon theoretisch nicht unbedingt offensichtlich, wie verhaltensökonomische Effekte wirken.<sup>808</sup> Das betrifft auch und gerade potenzielle Treiber kurzfristigen Verhaltens.<sup>809</sup> Ihr robustes Auftreten in einem

<sup>800</sup> Leonhart, Psychologische Methodenlehre – Statistik, 2008, S. 135.

<sup>801</sup> Tor, Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 280.

<sup>802</sup> Vgl. Schweizer, Kognitive Täuschung, S. 73 f.; ders., Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 280 283 m. w. N.

<sup>803</sup> Hermalin/Weisbach, Understanding Corporate Governance Through Learning Models of Managerial Competence, 2014 <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2417278&rec=1&srcabs=2390745&alg=1&pos=7](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417278&rec=1&srcabs=2390745&alg=1&pos=7)>, S. 21 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>804</sup> Dazu oben 3. Teil, § 2 VIII. 5.a), S. 512, Text bei Fn. 753–764 auf S. 513–514.

<sup>805</sup> Siehe beispielhaft Schneider/Spalt, J. Fin. 71 (2016), 635 ff., die in ihrer Studie zu zeigen versuchen, dass Manager konglomerater Unternehmen zu viel in Segmente mit einer relativ breiten Renditeverteilung und dementsprechend hohem *upside potential* (Chance auf ein besonders rentables Ergebnis) investieren. Als potenzielle Ursachen dieses *CEO longshot bias* nennen sie die Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion der Prospect-Theorie, derzufolge kleine (hier: Gewinn-)Wahrscheinlichkeiten überproportional gewichtet werden, *anticipation utility* (CEOs wählen riskant gestreute Projekte, weil es besonders wohltuend ist, sehr große Renditen zu erzielen) sowie die Verfügbarkeitsheuristik (in Branchen mit starker Renditestreuung gibt es hervorstechende Erfolge, die mental leicht verfügbar sind).

<sup>806</sup> Hermalin/Weisbach, Understanding Corporate Governance Through Learning Models of Managerial Competence, 2014 <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2417278&rec=1&srcabs=2390745&alg=1&pos=7](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417278&rec=1&srcabs=2390745&alg=1&pos=7)>, S. 21 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>807</sup> Langenvoort, 51 Vand. L. Rev. 1449, 1520 (1998); Arlen/Talley, in: dies. (Hrsg.), Experimental law and economics, 2008, S. xv, xv, xxix; Tor, Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 293 m. w. N.

<sup>808</sup> Siehe am Beispiel des sog. Basisratenfehlers Hermalin/Weisbach, Understanding Corporate Governance Through Learning Models of Managerial Competence, 2014 <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2417278&rec=1&srcabs=2390745&alg=1&pos=7](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417278&rec=1&srcabs=2390745&alg=1&pos=7)>, S. 21 (geprüft am 11.06.2020): Der Basisratenfehler halte Beobachter dazu an, die gegenwärtige Leistung überzugewichten; dies könnte die Arbeitsanreize eines jungen CEOs im Vergleich zu perfekt rationalen Beobachtern steigern. Andererseits wirkten sich gegenwärtige Anstrengungen langfristig geringer auf die zukünftige Vergütung aus, wenn die Vergantheit praktisch „vergessen“ wird. Hierdurch könnten die Anreize eines jungen CEO sinken.

<sup>809</sup> Siehe dies., Understanding Corporate Governance Through Learning Models of Managerial Competence, 2014 <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2417278&rec=1&srcabs=2390745&alg=1&pos=7](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417278&rec=1&srcabs=2390745&alg=1&pos=7)>

Kontext schließt daher nicht aus, dass sie in einem anderen verschwinden.<sup>810</sup> Zudem kann der Kontext die Entscheidungsstrategie und die Präferenzen selbst bei strukturell ähnlichen Aufgaben erheblich beeinflussen, wobei auch scheinbar unbedeutende Rahmenbedingungen wichtig sein können.<sup>811</sup> Ähnliche Erwägungen gelten dafür, inwieweit Gruppen und Organisationen Verhalten beeinflussen.<sup>812</sup> Aus den vorgenannten Gründen kann man von einer plausiblen Wirkung eines *Short-termism*-verdächtigen verhaltensökonomischen Effektes nicht ohne Weiteres darauf schließen, dass er in dieser Form systematisch auftritt.

c) *Zusammenspiel mehrere Bias, insbesondere: Gegengifthese*

Ein nicht minder schwieriges und in der ökonomischen *Short-termism*-Theorie noch kaum untersuchtes Problem ergibt sich daraus, dass unter Umständen verschiedene Einflüsse und Anlässe für verhaltenspsychologische Effekte zusammentreffen.<sup>813</sup> Zum einen können Erkenntnisse der Verhaltensökonomie schon für sich betrachtet zu widersprechenden Prognosen führen.<sup>814</sup> Zum anderen ist noch vergleichsweise wenig erforscht, ob und wie einzelne Heuristiken und Bias in Wechselwirkung treten.<sup>815</sup> Im vorliegenden

---

alg=1&pos=7>, S. 18 f. (geprüft am 11.06.2020) zu den Auswirkungen des sog. Prävalenz- oder Basisratenfehlers (*base rate fallacy*) bei der Bewertung von Leistung und Fähigkeit eines Managers.

<sup>810</sup> Allg. *Langenvoort*, 51 Vand. L. Rev. 1449, 1520 (1998). Verhaltensverzerrungen können etwa verschwinden, wenn Entscheidungen mit reiflicher Überlegungszeit und regelgeleitet anstatt unter Zeitdruck getroffen werden (*Tor*, Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 295) oder wenn Individuen aus Erfahrung lernen können, was insbesondere bei umgehender und eindeutiger Rückmeldung über die Richtigkeit der Entscheidung (*Langenvoort*, 51 Vand. L. Rev. 1449, 1521 m.w.N. (1998)) oder bei routinemäßigen Handlungen (vgl. *Tor*, Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 296) möglich ist.

<sup>811</sup> *Tor*, Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 305 ff. Z. B. ergab eine experimentelle Studie (*Lieberman/Samuels/Ross*, Pers. Soc. Psychol. Bull. 30 (2004), 1175 ff.), dass die Kooperationsbereitschaft in einem Gefangenendilemmaspiel davon beeinflusst wurde, ob das Spiel einen betont geschäftlichen („Wall Street Game“) oder gemeinschaftlichen Namen („Community Game“) hatte. In die gleiche Richtung geht eine experimentelle Studie (*Rettinger/Hastie*, Org. Beh. & Human Dec. Proc. 85 (2001), 336 ff.), in der verschiedene Gruppen von Probanden kurze fiktive Fallschilderungen erhielten, entweder zu einem rechtlichen Thema (unberechtigtes Bußgeld für Schwarzfahrt), einer Aktieninvestition, einer Prüfungsbewertung oder einem Glücksspiel, mit Entscheidungsoptionen, die jeweils denselben Erwartungswert hatten. Die Probanden erwiesen sich in Abhängigkeit von dem präsentierten Kontext unterschiedlich risikogeneigt und wendeten unterschiedliche Entscheidungsstrategien an (z. B. basierend auf Fairnesserwägungen oder auf mathematischer Berechnung).

<sup>812</sup> *Tor*, Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 309 f.; speziell zu den Auswirkungen von Gruppen auf verschiedene Biases, Entscheidungsqualität, Risikoneigung und Kooperationsbereitschaft siehe *Engel*, The Behaviour of Corporate Actors, 2008 <<http://ssrn.com/abstract=1135184>>, S. 9–14 (geprüft am 10.06.2020).

<sup>813</sup> *Tor*, Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 301.

<sup>814</sup> *Rachlinski*, 85 Cornell L. Rev. 739, 746 (2000) am Beispiel des Umstands, dass Gefahren aus Risiken, welche sich nur mit geringer Wahrscheinlichkeit realisieren, je nach Kontext überschätzt oder unterschätzt werden. Mit Blick auf Anreize zu kurzfristigem Verhalten lassen sich beispielsweise aus dem sog. Basisratenfehler widersprechende Prognosen ableiten, dazu oben Fn. 808 auf S. 524, Fn. 809 auf S. 524 f. Ähnliches gilt im Kontext der *Short-termism*-Debatte beispielsweise für die Verfügbarkeitsheuristik: Sie wird verbreitet als mögliche Ursache von *Short-termism* diskutiert (oben 3. Teil, § 2 VIII. 4., S. 504 ff.). Indes erscheint es prinzipiell ebenso denkbar, dass die Verfügbarkeitsheuristik zu übermäßiger Risikofreude und damit in gewisser Weise zu übermäßiger Langfristigkeit führen kann, etwa wenn eine neue Technologie oder ein junges Unternehmen viel positive Aufmerksamkeit als Investitionsoption auf sich zieht.

<sup>815</sup> Allgemein *Tor*, Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 301. Bislang werden einzelne Effekte im Experiment meist isoliert und als allgemeine Merkmale menschlichen Verhaltens untersucht, das in rechtlichen Zusammenhängen aber in einem konkreten institutionellen Kontext interessiert, siehe *Tor*, a. a. O., S. 305.

Zusammenhang könnten sie im Extremfall entweder ihre Wirkungskraft aufseiten der Manager und Investoren bündeln oder sich ganz oder teilweise neutralisieren.

Die letztgenannte Möglichkeit, dass sich zwei isoliert betrachtet schädliche Verzerrungen gegenseitig unwirksam machen („Gegengiftthese“), untersucht ein interessantes jüngeres Modell, das überoptimistische Manager<sup>816</sup> und Gegenwartspräferenz der Investoren<sup>817</sup> mit Konzepten rationaltheoretischer *Short-termism*-Modelle zu einem Zusammenspiel von „Short-Termism and Long-Termism“ verbindet.<sup>818</sup>

Das Modell knüpft erstens an die zahlreichen Belege für *overconfidence* von Managern an, unter anderem hinsichtlich der Kapitalbudgetierung. Darauf baut die Hypothese auf, dass Manager am stärksten bei langfristigen Projekten zu überoptimistischem Verhalten neigen: Eine Verbindung von *overconfidence* und *Long-termism* liege nahe, da langfristige Projekte weniger liquide, schwerer zu vergleichen und weniger transparent zu bewerten sind. Ferner sei das Feedback durch den Aktienmarkt ungenau.<sup>819</sup> Zudem greift das Modell auf die empirisch untermauerte These zurück, dass *overconfidence* Manager veranlasst, ihre Projekte und damit ihre Gesellschaft für unterbewertet zu halten und deshalb zu wenig externe Finanzierung zu nutzen. Daraus folgt, dass die Investitionstätigkeit übermäßig stark von den Mittelzuflüssen abhängt, welche intern erwirtschaftet werden.

Zweitens knüpfen die Autoren daran an, dass Menschen zu Gegenwartspräferenz neigen. Dies erachten sie auch für finanzielle Anlagen als gut belegt.<sup>820</sup> Ein vergleichbares Verhalten kann durch rationale Anreize erzeugt werden, etwa wenn gute kurzfristige Ergebnisse als Qualitätssignal dienen.<sup>821</sup>

Den dritten und letzten Grundbaustein des Modells bildet der Umstand, dass Informationsasymmetrien in Bezug auf die Fähigkeiten der Arbitrageure, die am Markt tätig sind, das Ausmaß möglicher Arbitrage begrenzen. Dies liegt daran, dass die Geldgeber bei schlechten Zwischenergebnissen womöglich ihre Mittel vorzeitig abziehen. Langfristige Fehlbewertungen lassen sich dann nur begrenzt ausnutzen.<sup>822</sup>

Mit dieser Motivation kombiniert das Modell Überoptimismus der Manager (nur) hinsichtlich langfristiger Projekte mit Gegenwartspräferenz der Investoren:

Manager können annahmegemäß zwischen kurz- und langfristigen Projekten wählen, wobei sich (nur) letztere in gute und schlechte unterteilen. Ein gutes langfristiges Projekt hat einen höheren Barwert als ein kurzfristiges Projekt, während ein schlechtes Projekt stets keinen Gewinn bringt.<sup>823</sup> Manager erhalten zu Beginn ein privates Signal (private Information) über die Qualität des langfristigen Projekts,<sup>824</sup> das mit gewisser Wahrscheinlichkeit durch ihre *overconfidence* verzerrt wird. Die Manager überschätzen

<sup>816</sup> Zu Überoptimismus als Spielart von *overconfidence* und *Short-termism* oben 3. Teil, § 2 VIII. 5, S. 512 ff.

<sup>817</sup> Zu Gegenwartspräferenz als Folge von zeitinkonsistentem Verhalten oben 3. Teil, § 2 VIII. 3. a), S. 500 f.

<sup>818</sup> Barzuza/Talley, Short-Termism and Long-Termism, 2016, <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2731814](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2731814)> (geprüft am 11.06.2020); für eine verbale Darlegung wesentlicher Elemente der Gedankenführung Barzuza/Talley, 2020 Col. Bus. L. Rev. 104, 135–154, 173–175 (2020).

<sup>819</sup> Zum Ganzen *dies.*, a. a. O., S. 15 f., wobei indes nicht alle der als Beleg angeführten Studien überzeugen.

<sup>820</sup> *Dies.*, a. a. O., S. 18.

<sup>821</sup> Siehe dazu die Career-Concerns-Hypothese, 3. Teil, § 2 V. 1., S. 430 ff.

<sup>822</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV. 2., S. 412 ff.

<sup>823</sup> Barzuza/Talley, a. a. O., 22 f.

<sup>824</sup> *Dies.*, a. a. O., 22 f., 24.

deshalb mit gewisser Wahrscheinlichkeit, dass ein langfristiges Projekt gut anstatt schlecht ist.<sup>825</sup>

Die Investoren weisen im Modell unterschiedliche (positive) Grade von Gegenwartspräferenz auf, modelliert durch quasi-hyperbolisches Diskontieren,<sup>826</sup> ohne sich dessen bewusst zu sein. Jeder Investor verfügt über ein begrenztes Anlagevolumen, das mit seiner Gegenwartspräferenz sinkt.<sup>827</sup> Im Ergebnis haben dadurch psychologisch verzerrte Investoren weniger Gewicht im Markt.

Das Modell geht davon aus, dass die Spieler die Verzerrungen der jeweiligen Gegenpartei erkennen und deren Folgen rational berücksichtigen, ihre Selbsteinschätzung aber nicht in gleicher Weise anpassen.<sup>828</sup> Nachdem der Manager ein Projekt gewählt und Aktien per Auktion an die Investoren verkauft hat, erfahren diese den Grad von *overconfidence* ihres Managers, nicht aber dessen privates Signal über die Qualität des langfristigen Projekts.<sup>829</sup> Hat der Manager das langfristige Projekt gewählt, können die Aktionäre dagegen revoltieren und, wenn sie einen bestimmten Stimmenanteil überschreiten, das kurzfristige Projekt durchsetzen. Das verursacht Kosten, die aber so gering sind, dass das kurzfristige Projekt weiterhin lohnt<sup>830</sup> und ein Wechsel zum kurzfristigen Projekt selbst rationalen Investoren besser erscheint, sofern Informationen über die Qualität des langfristigen Projekts fehlen.<sup>831</sup>

In diesem Szenario ergibt sich unter anderem, dass über einem Mindestwert für verfügbares Kapital auf Anlegerseite,<sup>832</sup> unter dem immer kurzsichtige Aktionäre den Ausschlag geben, Aktionärsrevolten vorkommen und systematisch jene Manager angreifen, die am stärksten von *overconfidence* betroffen sind. Diese sind nämlich im Modell bei langfristigen Projekten stark überrepräsentiert, da Manager – wie die Aktionäre erkennen – mit zunehmender *overconfidence* stärker von langfristigen Projekten angezogen werden.<sup>833</sup> Allerdings greifen die Aktionärsrevolten aufgrund der Gegenwartspräferenz der Investoren auch gute langfristige Projekte an, sofern keine Einstimmigkeitsregel gilt.<sup>834</sup> Die Firma erlebt dessen ungeachtet selbst bei einer solchen ineffizienten Revolte einen Kurssprung, weil der marginale Aktienkäufer, der den Preis bestimmt, konstruk-

<sup>825</sup> Dies., a. a. O., 23.

<sup>826</sup> Dies., a. a. O., 20 f., 24.

<sup>827</sup> Mathematisch wird das Anlagevolumen mit einem Gegenwartspräferenz-Diskontfaktor multipliziert, der umso kleiner ist, je stärker die Gegenwartspräferenz ausgeprägt ist.

<sup>828</sup> Barzua/Talley, a. a. O., 26 f.

<sup>829</sup> Diese Annahme mag man als wenig realistisch kritisieren: Einerseits erfahren die Aktionäre mit absoluter Gewissheit in Periode 1 den Überoptimismus des Managers, nachdem sie in Periode 0 Aktien gekauft haben. Andererseits erfahren sie im Modell nicht das Signal über die Projektqualität. Tatsächlich lässt sich dieses wohl eher leichter kommunizieren oder selbst ermitteln, sei es durch Offenlegung finanzieller Planung oder Zwischenergebnisse, sei es durch eigene Research.

<sup>830</sup> Sein positiver Barwert wird also nicht aufgezehrt.

<sup>831</sup> Beachte: Damit wird der Fall ausgeschlossen, dass eine Revolte letztlich dem Unternehmen schadet.

<sup>832</sup> Im Modell der Parameter  $k$ , der für individuelle Kapitalbeschränkungen der Anleger steht, also ausdrückt, wie knapp Kapital für den einzelnen Anleger ist (zur Definition Barzua/Talley, a. a. O., 24).

<sup>833</sup> Dies., a. a. O., 43.

<sup>834</sup> Dies., a. a. O., 42–43. Mathematisch gilt das im Modell, solange  $k < \infty$  ist und keine Einstimmigkeitsregel gilt. Dass sich Aktionärsrevolten dann im Modell auch gegen gute langfristige Projekte richten, hat seine Ursache darin, dass der marginale Aktienkäufer in der Auktion ebenso wie der ausschlaggebende Aktionär in einer Revolte Gegenwartspräferenz aufweisen.

Manager werden allerdings auch bei einer Einstimmigkeitsregel, wenn also ineffiziente Revolten ex post ausgeschlossen sind, im Gleichgewicht ineffizient von langfristigen Projekten angezogen, da sie ihren *optimism bias* annahmegemäß nicht erkennen.

tionsbedingt kurzsichtiger ist als der ausschlaggebende Aktionär im Abstimmungskampf.<sup>835</sup>

Insgesamt zeigt das Modell, dass sich Manager-Overconfidence (*Long-Termism*) und Aktionärs-Gegenwartspräferenz (*Short-termism*) teilweise neutralisieren können: Eine Abstimmungsregel, die ineffizient-kurzfristige Revolten zulässt, kann immerhin zugleich einige überoptimistische Manager von ineffizienten (schlechten) langfristigen Projekten abschrecken. Dies liegt daran, dass aus Managersicht eine Revolte bei langfristigen Projekten ex ante wahrscheinlicher ist, weil der Manager um die Gegenwartspräferenz einiger Aktionäre weiß. Das wird einige Manager, die irrtümlich meinen, ein gutes langfristiges Projekt vor sich zu haben, von dessen Auswahl abhalten. Demzufolge ist es möglich, gleichsam Feuer mit Feuer zu bekämpfen, wenn an sich schädlicher *Short-termism* der Aktionäre auf Manager trifft, die ihre langfristigen Aussichten tendenziell zu rosig wahrnehmen. Die Autoren warnen allerdings davor, deshalb Gegenwartspräferenz zu fördern. Denn abgesehen von der Schwierigkeit, das richtige Maß zu finden, würde dies einen Wertabschlag auf alle Firmen bewirken und deshalb Unternehmensgründungen unattraktiver machen. Dadurch könnten dann weitere volkswirtschaftliche Einbußen drohen.

#### d) Fazit

Die – gewichtigen – Schwierigkeiten bei der Anwendung verhaltensökonomischer Effekte bedeuten nicht, dass hinreichend gesicherte und in möglichst vielen unterschiedlichen Kontexten bestätigte Phänomene nicht auf theoretischer Basis in weiteren Bereichen und insbesondere mit Bezug auf rechtliche Themen angewandt werden könnten.<sup>836</sup> Bedingungen, welche geeignet sind, die interessierenden Effekte zu verändern oder aufzuheben, müssen aber stets beachtet werden.<sup>837</sup> Selbst Faktoren von potenziell hoher Relevanz erlauben daher wie gezeigt nicht stets klare Rückschlüsse.

Gerade hinsichtlich der *Short-termism*-Problematik besteht insoweit noch erheblicher Forschungsbedarf. Dies gilt sowohl dafür, wie einzelne mögliche *Short-termism*-Treiber im organisationalen Kontext wirken, als auch mit Blick auf das Zusammenspiel unterschiedlicher verhaltenspsychologischer Phänomene bei einzelnen oder mehreren beteiligten Akteuren bzw. Akteursgruppen.

Nach alledem spricht gegenwärtig viel dafür, das Augenmerk bei der Untersuchung möglicher *Short-termism*-Ursachen vorrangig auf Strukturen und Anreize zu richten, die systematisch beeinflussen, wie sich die Beteiligten verhalten und wie ihre Interessen aussehen.<sup>838</sup> Auch wenn sich hiermit womöglich nicht alle Facetten von möglichem *Short-termism* restlos erklären lassen, versprechen die Ergebnisse, vergleichsweise stabil und damit gerade für juristische Zwecke besser verwertbar zu sein als stark kontextabhängige psychologische Zusammenhänge.

<sup>835</sup> Dies., a. a. O., 43 f.

<sup>836</sup> Tor, Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 277; Jolls/Sunstein/Thaler, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1481 (1998).

<sup>837</sup> Tor, Haifa L. Rev. 4 (2008), 237, 277.

<sup>838</sup> In diesem Sinne auch Jackson/Petraki, in: Vitols/Kluge (Hrsg.), *The sustainable company*, 2011, S. 199, 203 nach Diskussion der Ansichten, die *Short-termism* auf kognitive Beschränkungen der Manager zurückführen: „While managers may be myopic and make faulty project evaluations, our framework seeks to specify organizational mechanisms that shape the identities and interests of managers toward a short-term orientation in a systematic way.“

### IX. Interaktionen und Ambivalenzen

Generell, nicht nur bei den soeben erörterten verhaltensökonomischen Faktoren, können mehrere mögliche *Short-termism*-Auslöser zusammen auftreten. Das ist seit Längerem anerkannt und durchaus wahrscheinlich, ökonomisch aber trotzdem wenig erforscht. Außerdem können einzelne *Short-termism*-Treiber neben unerwünschten Folgen auch erwünschte Effekte hervorbringen. Im Einzelnen sind folgende Wechselwirkungen denkbar:

#### 1. Verstärkung mehrerer *Short-termism*-Treiber

Zunächst könnten sich mehrere Ursachen von *Short-termism* gegenseitig verstärken oder verfestigen. So ist es denkbar, dass suboptimal kurzfristige Präferenzen der Manager mit einer entsprechenden Orientierung der Investoren bzw. des Aktienmarktes zusammentreffen.<sup>839</sup> Dann werden isolierte Gegenmaßnahmen tendenziell wenig Erfolg versprechend und womöglich mehrere Aspekte des Kapitalmarkt- und Corporate-Governance-Systems zugleich zu ändern sein. Beispielsweise könnte es nötig werden, zugleich und abgestimmt bei Finanzanalysten, institutionellen Investoren und der Vergütung der Unternehmensmanager anzusetzen.<sup>840</sup>

#### 2. Ambivalente Wirkungen einzelner *Short-termism*-Treiber

Des Weiteren sind viele Faktoren, die potenziell eine kurzfristige Orientierung herbeiführen und dadurch etwa lohnenden Investitionen entgegenstehen können, zugleich mit positiven wirtschaftlichen Effekten verbunden.<sup>841</sup> Beispielsweise könnte eine abnehmende Aktienhaltedauer der Investoren Manager zu einer kurzfristigen Investitionspolitik bewegen, aber dessen ungeachtet auch Ausdruck einer größeren Markteffizienz bei der Preisbildung (Informationseffizienz) und in Bereichen wie Risikomanagement (Hedging) sein. Feindliche Übernahmen können die Anlagehorizonte von Aktionären verkürzen und Investitionen der Unternehmen auf ein suboptimales Niveau sinken lassen, zugleich aber nützlich sein, um die Ressourcenallokation effizienter zu gestalten und das Unternehmensmanagement zu disziplinieren.

Bei solchen ambivalenten Wirkungen kann man ökonomisch in zwei Konstellationen trotzdem davon sprechen, dass der in Rede stehende Umstand eine schädliche kurzfristige Orientierung bewirkt:

Erstens trifft dies allgemein dann zu, wenn die positiven und negativen Wirkungen ausschließlich bei derselben Person eintreten und der Saldo negativ ausfällt.

Zweitens kann man einen Umstand trotz positiver und negativer Wirkungen als per saldo ineffizienten *Short-termism*-Treiber kennzeichnen, wenn sich die positiven Folgen mit anderen Mitteln bei geringeren Nebenwirkungen erreichen lassen. In der Ideengeschichte der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte findet sich dieser Gedanke etwa hinsichtlich feindlicher Übernahmen: Geht man davon aus, dass sie Manager zu kurzfristigem Verhalten drängen und dass ihr positiver Effekt, Manager zu disziplinieren, ebenso gut durch starke Kontrollaktionäre oder institutionelle Investoren (Steward-

<sup>839</sup> *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 835 f.

<sup>840</sup> *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 58; *Tonello*, Revisiting stock market short-termism, 2006, S. 5.

<sup>841</sup> Zum Folgenden *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 58.

ship) erreichbar ist, so stellen sich feindliche Übernahmen trotz ihrer positiven Seiten als schädlicher *Short-termism*-Treiber dar. Hinter dieser Bewertung steht wohlfahrtstheoretisch letztlich das sog. Pareto-Kriterium, das als besonders weit zustimmungsfähig angesehen wird. Es verlangt, dass keine Person schlechter, aber mindestens eine besser gestellt wird – auf diese Weise vermeidet es einen interpersonellen Nutzenvergleich.<sup>842</sup>

Schwieriger wird es, wenn positive und negative Folgen eines *Short-termism*-Treibers (teilweise) unterschiedliche Personen treffen. Dann treten zu Effizienzverlusten Verteilungswirkungen hinzu. Wohlfahrtstheoretisch lässt sich ein solches Szenario nur eindeutig bewerten, wenn man einen interpersonellen Nutzenvergleich zulässt, also eine Zusammenfassung (Aggregation) von Wohlfahrtseffekten über verschiedene Akteure (verschiedene Investoren, Manager usw.). Um festzustellen, ob dabei eine Wohlfahrtssteigerung oder ein Wohlfahrtsverlust vorliegt, greift die rechtsökonomische Literatur verbreitet auf das sog. *Kaldor-Hicks*-Kriterium zurück. Ihm zufolge liegt ein Wohlfahrtsgewinn auch dann vor, wenn die positiven Auswirkungen bei einer Person (Gruppe) die Einbußen bei einer anderen dergestalt überwiegen, dass die Gewinner die Verlierer (theoretisch) entschädigen und selbst noch einen Restgewinn behalten könnten.<sup>843</sup> Eingriffe gegen *Short-termism* wären danach geboten, wenn ihr Nutzen die Kosten übersteigt, wenn sie also die Wohlfahrt (Effizienz) in einer Gesamtbetrachtung (in ökonomischer Terminologie: im Aggregat) erhöhen.<sup>844</sup>

Ist der Eintritt bestimmter positiver und negativer Auswirkungen unsicher, muss in die Bewertung einfließen, für wie wahrscheinlich man einzelne Effizienzzuwächse und -einbußen erachtet. Zudem kann es bedeutsam sein, inwieweit und wo sich Profiteure und Verlierer auf bestimmte Gruppen konzentrieren.<sup>845</sup>

### 3. Feedback-Schleifen

Schließlich sind in vielfältiger Weise Feedback-Schleifen denkbar,<sup>846</sup> bei denen mehrere individuelle und kollektive Entscheidungen zusammenwirken. Auch dies ist im Grundsatz seit Längerem anerkannt,<sup>847</sup> ökonomisch aber kaum untersucht. Der Grund dürfte darin liegen, dass derart komplexe, übergreifende Betrachtungen im mathematisch gestützten Modell schwierig umzusetzen sind und notwendigerweise in ein großes Hypothesenbündel münden, welches sich empirisch kaum mehr als solches testen lässt. Dem-

<sup>842</sup> Eingehend zu diesem Kriterium *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts<sup>5</sup>, 2012, S. 13–19; zur weiten Zustimmungsfähigkeit dieses Kriterium siehe statt vieler *Schmolke*, Grenzen der Selbstbindung im Privatrecht, 2014, S. 92.

<sup>843</sup> Siehe etwa *Schmolke*, Grenzen der Selbstbindung im Privatrecht, 2014, S. 150 f., 171; allg. zu Inhalt, Begründung und Kritik dieses Kriteriums *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts<sup>5</sup>, 2012, S. 19–25, ferner S. 26 zur Abgrenzung zum Utilitarismus; *Mathis*, Effizienz statt Gerechtigkeit?<sup>3</sup>, 2009, S. 56–68. Im neueren deutschen Schrifttum wird zudem eine Art Kaldor-Hicks-Kriterium mit normativ bestimmten Gewichtungskoeffizienten vorgeschlagen, die sich an rechtlichen Wertungen ausrichten, letztlich aber einzelfallgebunden im demokratischen Prozess auf gesellschaftlicher Ebene bestimmt werden sollen (*Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 917–925).

<sup>844</sup> Siehe allgemein mit Blick auf paternalistische Eingriffe *Schmolke*, Grenzen der Selbstbindung im Privatrecht, 2014, S. 138 ff., insb. S. 150 f., 171; zu Widerrufsrechten *Eidenmüller*, AcP 210 (2010), 67, 71.

<sup>845</sup> *Craswell*, 43 Stan. L. Rev. 361, 376 f. (1991).

<sup>846</sup> Siehe aus systemtheoretischer Sicht *Fusso*, Management Res. Rev. 36 (2012), 805 ff., der verschiedene, stark vereinfachende *causal loop diagrams* unter den Leitmotiven „pressure from Wall Street“, Managervergütung, Managementfähigkeiten, Verwaltungsrat (*board*), Regulierung und Kultur konstruiert.

<sup>847</sup> *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 840 f.

gegenüber haben Beiträge aus der Soziologie<sup>848</sup> und der Systemtheorie<sup>849</sup> weniger Berührungspunkte. Inhaltlich unternehmen sie es, die besprochenen ökonomischen Modelle und verhaltensökonomischen Effekte zu einem denkbaren Gesamtbild der Entstehung von *Short-termism* zusammenzufügen. Ein jüngerer Aufsatz aus der *Socio-Economic Review* stellt dabei die menschliche Informationsverarbeitung in den Mittelpunkt:

Der Aufsatz greift zunächst auf das Modell einer Koordination bei der Informationssuche im Sinne von *investigative herding* zurück:<sup>850</sup> Je mehr spekulative Investoren wahrnehmen, dass sich der Aktienkurs mit einer kurzfristigen Variablen bewegt, umso eher werden sie daraus schließen, dass andere Anleger auf Grundlage dieser Variablen investieren und umso mehr werden sie diese Variable zur Grundlage ihrer eigenen Nachforschungen und Anlageentscheidungen machen.<sup>851</sup> Damit kommt es zu einem selbsterfüllenden sozialen Sunspot-Effekt, der bereits in der berühmten *Keynes*-Metapher vom Schönheitswettbewerb begegnet ist:<sup>852</sup> Wenn genug Menschen denken, dass eine Variable die Preise beeinflusst, dann wird sie es tatsächlich tun.<sup>853</sup> Der Beitrag argumentiert gestützt auf empirische Studien zu Auswirkungen von Quartalsergebnissen auf Aktienkurse, dass kurzfristige Gewinne eine solche Schlüsselvariable sind.<sup>854</sup>

Diese selbstverstärkende Konvergenz spekulativer Investoren auf kurzfristige Gewinne beeinflusst die Manager erstens dadurch, dass ihre Vergütung zu einem wesentlichen Teil vom gegenwärtigen Aktienkurs abhängt, und zweitens dadurch, dass sie aus Angst vor Entlassung (also *career concerns*<sup>855</sup>) und feindlichen Übernahmen (also *take-over threats*<sup>856</sup>) geringe Aktienbewertungen zu vermeiden suchten. Manager ließen sich dabei nicht von den tatsächlichen Kriterien der Investoren leiten, sondern davon, wie sie diese wahrnehmen. Infolge dieser – zutreffenden oder verzerrten – Wahrnehmung würden Manager ihre Unternehmensstrategien (exzessiv) auf die Steigerung kurzfristiger Gewinne ausrichten.<sup>857</sup>

Dieser Fokus auf kurzfristige Gewinne, vermuten die Autoren weiter, könne durch mehrere Prozesse verstärkt werden: Erstens fungierten die Medien im Sinne einer selbsterfüllenden Prophezeiung als Koordinationsinstrument: Ein Investor, der breite Berichterstattung über kurzfristige Gewinne wahrnimmt, werde daraus auf die Orientierung anderer Investoren schließen (*Verfügbarkeitsheuristik*<sup>858</sup>). Außerdem könnten die Medien, wie zunehmend seit den 1980er Jahren (Ideengeschichte<sup>859</sup>), eine kurzfristige Orien-

<sup>848</sup> *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, *Socio-Ec. Rev.* 12 (2014), 667 ff.

<sup>849</sup> *Fusso*, *Management Res.* Rev. 36 (2012), 805 ff.

<sup>850</sup> Dazu oben 3. Teil, § 2 III., S. 394, Text bei und in Fn. 48 auf S. 396–397.

<sup>851</sup> *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, *Socio-Ec. Rev.* 12 (2014), 667, 674.

<sup>852</sup> Dazu 1. Teil, § 1 III. 1. d), S. 52 ff.

<sup>853</sup> *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, *Socio-Ec. Rev.* 12 (2014), 667, 673 f.

<sup>854</sup> *Dies.*, *Socio-Ec. Rev.* 12 (2014), 667, 675. Faktoren, die normalerweise eine Selbstkoordination spekulativer Investoren abmildern würden – Arbitrage sowie die öffentliche Wahrnehmung, vor der niemand als unqualifiziert dastehen möchte –, griffen nicht, weil kurzfristige Gewinne in einem gewissen Zusammenhang mit dem langfristigen Fundamentalwert stünden, sodass selbst langfristige Investoren sie nicht außer Acht lassen, und in der öffentlichen Wahrnehmung nicht vollständig illegitim seien, *dies.*, *Socio-Ec. Rev.* 12 (2014), 667, 676 f.

<sup>855</sup> Dazu 3. Teil, § 2 V. 1., S. 430 ff.

<sup>856</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV. 1. a), S. 398 ff.

<sup>857</sup> *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, *Socio-Ec. Rev.* 12 (2014), 667, 677–679.

<sup>858</sup> Dazu 3. Teil, § 2 VIII. 4., S. 504 ff.

<sup>859</sup> Vgl. 2. Teil, § 1 I. 3., S. 89 ff. (USA), 2. Teil, § 1 II. 3., S. 180 ff. (Vereinigtes Königreich), 2. Teil, § 2 II.–III., S. 317 ff. (Deutschland).

tierung der Investoren explizit behaupten. Wenn ein Investor dem glaube, stelle er sich besser, wenn er sich ebenso verhalte.<sup>860</sup> Zweitens erhöhe ein zunehmender Fokus auf kurzfristige Gewinne die Unsicherheit langfristiger Investoren und gebe ihnen einen Anreiz, zu einer kurzfristigen Strategie zu wechseln<sup>861</sup> (vgl. die *costly trade theory*<sup>862</sup>). Drittens verleite eine Medienberichterstattung, dass sich Investoren zunehmend auf kurzfristige Gewinne stützen, Manager wahrscheinlich dazu, die Präferenz der Investoren für diese Variable zu überschätzen (*availability error*).<sup>863</sup>

Dies wiederum führe zu zwei Feedback-Schleifen: Wenn Unternehmensmanager zunehmend überzeugt sind, dass Investoren sich nach kurzfristigen Gewinnen richten, werden sie mehr Informationen über diese veröffentlichen.<sup>864</sup> Außerdem könnte der Ertrag einer langfristigen Anlagestrategie unsicherer werden, wenn Manager die Unternehmensstrategie verstärkt an kurzfristiger Gewinnmaximierung ausrichten, sodass wiederum ehemals langfristige Investoren vermehrt kurzfristig anlegen.<sup>865</sup>

All dies erscheint nicht unplausibel, führt aber nur sehr bedingt weiter. Zwar müssen mögliche übergreifende Feedback-Effekte bedacht werden. Ob sie überzeugend zu begründen sind, lässt sich aber nur beurteilen, indem man die einzelnen zugrunde liegenden Elemente sorgfältig untersucht, wie ich es im Vorstehenden getan habe. Ein plausibles Narrativ, das die einzelnen Elemente verbindet, darf Reichweite und Grenzen von deren Erklärungskraft nicht mit suggestiver Plausibilität überdecken. Mehr als diese haben übergreifende Feedback-Hypothesen derzeit allerdings kaum zu bieten.

---

<sup>860</sup> *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 679–681. Dies gelte selbst dann, wenn die Medienberichterstattung ernste Bedenken mit Blick auf schädliche Folgen äußere oder die tatsächliche Häufigkeit des Phänomens überzeichne. Eine Überzeichnung erwarten die Autoren oft, da Extremfälle Journalisten mehr Aufmerksamkeit bescherten und weil es die Arbeit von Journalisten sei, auf unbefriedigende Umstände hinzuweisen, die sich am besten mit Extremfällen illustrieren und dramatisieren lassen.

<sup>861</sup> *Dies.*, Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 681 f.

<sup>862</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV.2., S. 412 ff.

<sup>863</sup> *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 682 f.

<sup>864</sup> Ebenso argumentiert schon *Demirag*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 195, 197.

<sup>865</sup> *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, Socio-Ec. Rev. 12 (2014), 667, 683.

### § 3 Schlussfolgerungen

#### I. Das Short-termism-Theorie-Multiversum

Die Untersuchung der modernen ökonomischen *Short-termism*-Theorie hat in ein faszinierendes Theorie-Multiversum geführt, das verschiedene Modellwelten, Problemkreise der Managementforschung und Erkenntnisse der Verhaltensökonomie umfasst. Jeder Ansatz bietet eine eigene Erklärung für *Short-termism* mitsamt weiterführender Forschung, die wichtige Erkenntnisse über die Reichweite, Einschränkungen und Kritik liefert. Die unterschiedlichen Erklärungen können weitgehend nebeneinander bestehen, dergestalt, dass in verschiedenen typischen Situationen oder für unterschiedliche Abschnitte der jüngeren Wirtschaftsgeschichte in einzelnen Rechtsordnungen mal die eine und mal die andere sachgerechter erscheint. Das gilt sowohl innerhalb einer Gruppe verwandter Ansätze, die etwa allokatonsineffiziente Aktienmärkte oder Ineffizienzen des Managerarbeitsmarktes aus nuancierten Blickwinkeln untersuchen, als auch weitgehend zwischen diesen Gruppen. Beispielsweise ist kurzfristiger Druck durch *takeover threats* auf eine Unternehmensleitung, die gegenüber den Aktionären wohlwollend eingestellt ist, neben kurzfristigem Handeln durch einen *breach of trust* zulasten anderer Stakeholder denkbar, und beides schließt seinerseits nicht per se gewisse Anreize zu kurzfristigem Handeln durch *career concerns* eines (noch nicht etablierten) Mitglieds der Unternehmensleitung aus, ebenso wenig wie kurzfristige Ergebnisse durch verfehlte Managementpraktiken oder verhaltensökonomische Effekte.

Die Grundgedanken<sup>1</sup> der jeweiligen Modelle bzw. Hypothesen sind meist intuitiv einsichtig. Vor allem bei den gut untersuchten Ansätzen mit potenziell breiter Relevanz zeigt die weiterführende Forschung aber oft komplexe Zusammenhänge auf, durch die viele im Ausgangsmodell bzw. in der Ausgangshypothese klar und unumstößlich erscheinende Schlussfolgerungen – mitunter erheblich – differenziert und relativiert werden. Daneben sind einige Modelle sowie die Erklärungen, welche an Managementtechniken anknüpfen, zeit- und ideengeschichtlich eng mit der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte der 1980er Jahre verknüpft. Bedenkt man überdies, dass die verschiedenen Ansätze teils diametrale normative Implikationen haben, mag man sich unwillkürlich an das geflügelte Wort „ich weiß, dass ich nichts weiß“ erinnern fühlen.

Dessen ungeachtet ist Resignation oder gar übermäßige Skepsis gegenüber der ökonomischen *Short-termism*-Theorie nicht angebracht. Vielmehr eröffnet sie in mehrfacher Hinsicht wertvolle weiterführende Einsichten:

Erstens sind ausgefeilte theoretische Erklärungsansätze essenziell, um Gegenmaßnahmen *de lege lata* und *de lege ferenda* hinsichtlich Effektivität, Kohärenz und Nebenwirkungen einschätzen und bewerten zu können. Zweitens bildet eine solide Theorie die unverzichtbare Basis für empirische Tests, und dafür, die Validität empirischer oder anekdotischer Argumente beurteilen zu können. Drittens ermöglicht es die ökonomische *Short-termism*-Theorie, anfällige und weniger anfällige Bereiche abzugrenzen. Dies ist im folgenden Abschnitt zu vertiefen.

---

<sup>1</sup> Im Englischen sprechen Ökonomen oft von der „intuition“.

## II. Theoretisch anfällige Bereiche für *Short-termism*

Es konnte gezeigt werden, dass viele Ansätze der ökonomischen *Short-termism*-Theorie einen einheitlichen Grundmechanismus variieren und insofern hinsichtlich der verantwortlichen Wirkkräfte eng verwandt sind, wenn auch nicht notwendig hinsichtlich der betrachteten Akteure oder mit Blick auf das Ergebnis. Deshalb ermöglichen es die Erkenntnisse der modernen ökonomischen *Short-termism*-Theorie, grob wirtschaftliche Bereiche abzugrenzen, die besonders anfällig für *Short-termism* bzw. umgekehrt besonders resistent gegen schädliche kurzfristige Orientierung sind. Vor allem soweit sich die so identifizierten Bereiche mit jenen decken, die in der juristischen und wirtschaftlichen Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte im Vordergrund stehen, ein Abgleich beider Forschungsansätze also eine Bestätigung ergibt, spricht viel dafür, etwaige Gegenmaßnahmen auf hiermit als besonders anfällig erkannte Gebiete zu konzentrieren, während im Übrigen größere Vorsicht angezeigt erscheint. In dieser Hinsicht sind zunächst drei allgemeingültige Aspekte hervorzuheben:

### 1. Sichtbare vs. unsichtbare Investitionen

Vor allem *Short-termism*-Modelle, die an allokatonsineffiziente Aktienmärkte, Ineffizienzen des Managerarbeitsmarktes und *fluid capital* anknüpfen, sowie einige Hypothesen, die Managementfehler verantwortlich machen, im Grunde aber auch mehrere verhaltensökonomische Ansätze, lassen sich als Spielart der eingangs vorgestellten *information gap hypothesis*<sup>2</sup> einordnen: Ihr zufolge entsteht *Short-termism* durch Informationsasymmetrien, wenn und weil Anleger (oder Manager der Zentrale) nicht in der Lage sind, wertsteigernde Ausgaben, die langfristige Gewinne erschließen („gute“ Investitionsprojekte), zuverlässig von gewinnmindernden Ausgaben („schlechten“ Investitionsprojekten oder ineffizienten Strukturen) und einer unwirtschaftlichen Vorverlagerung von Einnahmen zu unterscheiden. Die Manager eines Unternehmens oder Fonds können dann den aktuellen Gewinn aufbauschen, indem sie solche langfristig nutzbringenden Ausgaben kürzen, die für externe Beobachter nicht (eindeutig) als solche erkennbar sind, sodass sie die Kürzungen zumindest teilweise fälschlich als sinnvolle oder neutrale Einsparungen einordnen. Es sind verschiedene Motive für solche aus Unternehmensperspektive kurzfristigen Manöver denkbar – die Leitung mag zum eigenen Karrierevorteil handeln oder weil sie auf dem relevanten Markt unter Druck steht oder weil ihre Prinzipale kurzfristige Gewinne fordern. Stets sind Anreize zu kurzfristigem Handeln umso größer, je schlechter der Markt die langfristigen Konsequenzen bewerten kann.<sup>3</sup>

In ähnlicher Weise kommen die erörterten verhaltensökonomischen Effekte mit Ausnahme von Verlustaversion eher zum Tragen, wenn das Umfeld kein zeitnahes klares Feedback darüber liefert, inwieweit eine bestimmte Verhaltensweise dem Optimalen nahekommt.

Hiervon abzugrenzen sind langfristig wertsteigernde Ausgaben, die relativ gut sichtbar und bewertbar sind, beispielsweise große Sachinvestitionen wie eine neue Fabrik, die in der Bilanz oder im Unternehmensumfeld klar erscheinen.<sup>4</sup> In einem solchen Bereich lohnen kurzfristige Einsparungen kaum, weil Investoren sie eher als solche erken-

<sup>2</sup> Dazu 3. Teil, § 2 III., S. 394 ff.

<sup>3</sup> Mizik, J. Marketing Res. 47 (2010), 594, 597.

<sup>4</sup> Stein/Froot/Perold, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 54.

nen und negativ einpreisen werden. Gleiches gilt für eine unwirtschaftliche Vorverlagerung von Einnahmen.

Die vorstehenden Zusammenhänge erklären die in der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte ebenso wie in neuerer Zeit auf Unionsebene verbreitete Sorge, dass kurzfristige Orientierung Investitionen in Forschung & Entwicklung und damit die Innovationsleistung einer Volkswirtschaft beeinträchtigt. Diese Befürchtung ist insofern berechtigt, als technologische Innovation in besonderem Maße spezifische Investitionen voraussetzt, deren Ergebnis und Rendite relativ unsicher und die daher gerade für Außenstehende schwer zu bewerten sind. Dementsprechend spielen Informationsasymmetrien und Hold-up-Probleme eine große Rolle.<sup>5</sup> Die *Short-termism*-Theorie zeigt, dass solche Konstellationen besonders anfällig für kurzsichtiges Verhalten sind. Umgekehrt können die gleichen Umstände, die *Short-termism* eindämmen, Innovation unterstützen: Dies gilt etwa für langfristig stabile Austauschbeziehungen mit bestimmten Stakeholdern (etwa hoch qualifizierten Arbeitnehmern, spezialisierten Zulieferern) sowie für eine konzentrierte Anteilseignerschaft. Letztere verringert Informationsasymmetrien mitsamt Prinzipal-Agenten-Problemen und sollte dadurch unter sonst gleichen Umständen Innovation fördern,<sup>6</sup> weil die Anteilseigner bessere Marktkenntnisse haben<sup>7</sup> und das Management sachgerecht(er) beurteilen, wodurch dessen *career concerns* sinken.<sup>8</sup> Umgekehrt können Übernahmen durch *takeover threats* und durch einen drohenden *breach of trust* in nutzbringenden Austauschbeziehungen etwa mit Zulieferern oder Arbeitnehmern allgemein kurzsichtiges Verhalten auslösen wie auch speziell Innovation erschweren.<sup>9</sup>

Die Anfälligkeit für *Short-termism* hängt allerdings auch im Bereich Forschung & Entwicklung davon ab, wie gut der Investitions- und Innovationsprozess (bzw. die Generierung von Einnahmen) in der betreffenden Einheit sichtbar ist. Das unterscheidet sich je nach Branche stark:<sup>10</sup> Auf der einen Seite des Spektrums werden beispielhaft Unternehmen der pharmazeutischen Industrie angesiedelt: Innovation erfolgt dort herkömmlich relativ stark zentralisiert und wird von gut sichtbaren Ausgaben dominiert. Hauptakteur ist eine Forschungsabteilung mit eigener Kostenstelle, die weitgehend eigenständig arbeitet. Jedes Medikament in Entwicklung wird eng von der Unternehmensleitung (Forschungsvorstand, R&D-Director) beobachtet, sobald substantielle Summen in Rede stehen. Auch externe Beobachter können Ausgaben für Produktinnovation leicht von solchen für Routine-Produktion und Vertrieb unterscheiden. All dies erleichtert eine Unterstützung durch Management und Aktionäre, soweit sie vom Geschäftsmodell überzeugt sind und ihnen am langfristigen Erfolg der Gesellschaft liegt.<sup>11</sup> Hinzu kommt, dass

<sup>5</sup> Belloc, J. Ec. Surveys 26 (2012), 835, 841 f.

<sup>6</sup> Ders., J. Ec. Surveys 26 (2012), 835, 844 f.

<sup>7</sup> Ders., J. Ec. Surveys 26 (2012), 835, 847.

<sup>8</sup> Ders., J. Ec. Surveys 26 (2012), 835, 848.

<sup>9</sup> Ders., J. Ec. Surveys 26 (2012), 835, 849 f. mit weiteren Nachweisen zum empirischen Befund, der dies für Übernahmen bestätigt, nicht aber für Buyouts.

<sup>10</sup> Zum Folgenden Demirag/Tylecote, European Management Journal 14 (1996), 201, 201 f. sowie in der Sache übereinstimmend aus allgemeinerer Warte mit Blick auf Innovationsstrategie (offensiv/defensiv) und organisationale Prozesse der Innovation (zentral/dezentral) Link, Manage. Decis. Econ. 6 (1985), 125, 126 f.

<sup>11</sup> Inwieweit diese herkömmliche Beschreibung noch auf die gesamte Branche zutrifft, ist derzeit eine offene Frage. In jüngerer Zeit hat das Zusammenspiel der Genomforschung mit automatisierten und miniaturisierten Testverfahren (sog. High-Throughput Screening) sowie mit der kombinatorischen Chemie einerseits und mit der gezielten Entwicklung von *biologicals*, Zell- und Gentherapien andererseits

bei einem visiblen Investitions- und Innovationsprozess als Bewertungskriterium weniger die aktuellen Gewinne im Vordergrund stehen (hierzu näher unter 2.).

Als Gegenbeispiel hat man in der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte auf die Bereiche Konstruktionswesen und Maschinenbau verwiesen: Innovation erfolge dort dezentralisiert durch Divisionen, die eine oder mehrere Stufen unterhalb der Konzernleitung angesiedelt und hauptverantwortlich für ihren selbstständig erarbeiteten Gewinn sind (sog. Profitcenter<sup>12</sup>). Erfolgreiche Innovation setze zudem interfunktionelle Beziehungen (zwischen Abteilungen, mit Kunden) voraus sowie Ausgaben in Bereichen, in denen sie nicht leicht von laufenden Ausgaben zu unterscheiden seien. In einem solchen Umfeld kann es eher passieren, dass Druck, kurzfristig die Effizienz zu verbessern, langfristige Innovation behindert.

Folglich prognostizieren *Short-termism*-Modelle auf Basis der *information gap hypothesis* suboptimale Kürzungen vorrangig bei solchen „guten“ Investitionen, die für externe Beobachter insgesamt oder in ihrer Qualität „unsichtbar“ bzw. relativ unsicher sind.<sup>13</sup> Sichtbaren Investitionen, etwa im Rohstoffsektor oder in bestimmten forschungsgetriebenen Industrien, droht hingegen relativ wenig suboptimaler Kurzfristigkeitsdruck, vor allem, aber nicht nur, wenn sie gut kalkuliert werden können oder wenn Gewinne (noch) nicht als Bewertungskriterien in Betracht kommen.

## 2. Reife vs. junge Unternehmen

Ein zweiter wichtiger Punkt, der eng mit der *information gap hypothesis* zusammenhängt, ergibt sich daraus, dass die Modelle einen kurzfristigen Fokus auf gegenwärtige Gewinne (und entsprechendes *signal jamming*) nur voraussagen, wenn und soweit diesen aus Investorensicht ein hinreichender Prognosewert für zukünftige Gewinne und damit den zukünftigen Aktienkurs (oder die Fähigkeit eines Managers) zukommt – nur dann lohnt es, kurzfristige Profite zwecks Kurssteigerung (Karriereschubs) aufzupolieren.<sup>14</sup> Das trifft vor allem auf reife Industrien zu.<sup>15</sup> Den Gegenpol bilden Wachstumsunternehmen, die in technologisch dynamischen Branchen agieren und neue Märkte erschließen.<sup>16</sup> Bei ihnen sagt der aktuelle Gewinn oft wenig oder gar nichts über zukünftige Ertragspotenziale aus. Ganz besonders gilt dies, wenn Wachstumsunternehmen – wie oft – relativ jung sind, sodass Erfahrungswerte zu ihrer Leistungsfähigkeit fehlen.<sup>17</sup>

---

sowohl die wissenschaftlichen als auch die ökonomischen Aspekte der Wirkstoffentdeckung grundlegend verändert und zu einem tiefgreifenden Wandel in der Pharma- und Biotechnologie-Industrie geführt. Insbesondere erhöhen sich die Erfolgswahrscheinlichkeiten in den klinischen Phasen, durch die neuen Technologien sind die Eintrittsbarrieren für kleine Firmen gesunken und die steigende Vielfalt und Komplexität der Forschungsansätze und Technologien führt zu einer immer stärkeren Spezialisierung. An den relativ hohen Forschungs- und Entwicklungskosten bei hohem technischem Risiko und langen Entwicklungszeiten hat all dies aber offenbar im Grundsatz wenig geändert (zum Ganzen näher *Pacl/Peske/Bek*, CF 2016, 425, 425 f.; zu den nach wie vor langen Produktentwicklungszyklen von 12 bis 15 Jahren bezogen auf die US-Gesellschaft Merck auch *Ignatius/Frazier*, Harv. Bus. Rev. 96 (2018), 82, 84).

<sup>12</sup> *Thommen/Achleitner/Gilbert u. a.*, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>8</sup>, 2017, S. 466; *Ewert/Wagenhofer*, Interne Unternehmensrechnung<sup>8</sup>, 2014, S. 393, ferner S. 395, 469 f.

<sup>13</sup> *Marston/Craven*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 233, 235; *Hirshleifer*, Financial Management 22 (1993), 145, 150–152.

<sup>14</sup> *Asker/Farre-Mensa/Ljungqvist*, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 374.

<sup>15</sup> *Bohlin*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 237.

<sup>16</sup> *Hirshleifer*, Financial Management 22 (1993), 145, 151.

<sup>17</sup> Siehe allg. zur geringen Aussagekraft von Profitabilitätskennzahlen zur Bewertung von Start-ups *Rzepka/Hille/Schieszl*, CF 2016, 311, 311, 315 f., 319.

Allgemein basieren viele *Short-termism*-Modelle darauf, dass sich Akteure (z. B. Investoren, Manager der Zentrale), die eine Anlageentscheidung treffen und dazu mehrere Einheiten (z. B. Unternehmen, Division) oder Personen (z. B. Divisions- oder Fondsmanager) vergleichend bewerten müssen, vereinfachend oder aufgrund von Informationsasymmetrien auf bestimmte gut messbare, aber imperfekte Attribute als Wertindikatoren fokussieren, um Rückschlüsse auf den „wahren“ Wert des Anlageobjekts oder die Fähigkeit eines Managers zu ziehen. *Short-termism* kann in erster Linie entstehen, wenn der aktuelle Gewinn herausgegriffen wird. Das liegt oft nahe, weil er bei berichtspflichtigen Einheiten leicht verfügbar und relativ gut vergleichbar ist sowie durch Rechnungslegung und Bilanz einen prominenten Platz in der Kapitalmarktkommunikation einnimmt. Vor allem in reifen Industrien und in der Vermögensverwaltung wird daher oft der aktuelle Gewinn im Vordergrund stehen. Insbesondere dort kann es sich dementsprechend auch für junge Manager anbieten, in myopischer Weise über hohe aktuelle Gewinne eine hohe eigene Kompetenz zu signalisieren.<sup>18</sup>

In anderen Bereichen oder in Sondersituationen kann der aktuelle Gewinn hingegen wenig aussagekräftig und daher offensichtlich ungeeignet zur Bewertung sein, sodass andere Indikatoren im Vordergrund stehen. So wäre der aktuelle Gewinn wenig zweckmäßig, um junge Unternehmen mit innovativer Technologie oder Unternehmen im Fall wirtschaftlicher Umbrüche zu beurteilen. Gleiches gilt für das bereits im vorstehenden Abschnitt erwähnte Beispiel der Forschungsabteilung eines Pharmakonzerns. Hier kommt eine Fokussierung auf Attribute wie Patente (wissenschaftlicher Erfolg), regulatorische (Zulassungs-)Entscheidungen oder Wachstumsaussichten (etwa das Nutzer- oder Umsatzwachstum) in Betracht.<sup>19</sup> Kurzsichtiges Handeln ist dann zwar im Prinzip hinsichtlich dieser Wertindikatoren anstatt mit Blick auf den Gewinn denkbar. Es liegt aber schon theoretisch weniger nahe, weil die Einschätzung solcher alternativer Wertindikatoren erheblich stärker einzelfallabhängig ist als jene des standardisiert ermittelten Bilanzgewinns. Entsprechend geringer ist der Signalisierungswert und damit ein etwaiger Anreiz oder Druck zu kurzsichtigem Retuschieren. Soweit er doch entsteht,<sup>20</sup> werden die Auswirkungen zudem ebenfalls stärker vom Einzelfall abhängen und enger auf jene Unternehmen begrenzt sein, für die der in Rede stehende alternative Wertindikator bedeutsam und vergleichbar ist. Deshalb ist eine systematisch ausgeprägte, nachteilige kurzfristige Orientierung im Sinne von *Short-termism* in erster Linie dort zu erwarten, wo der aktuelle Gewinn eine prominente Stellung als Wertindikator einnimmt.

Diese Zusammenhänge könnten zugleich mit erklären, warum Unternehmen, die sich auf ein Geschäftsfeld konzentrieren, an der Börse oft höher bewertet werden als Konglomerate: Soweit bei einzelnen Geschäftseinheiten unterschiedliche Bewertungsattribute naheliegen (z. B. aktueller Gewinn vs. Forschungsleistung), kann eine Trennung bei der forschungsgetriebenen Einheit einen sachgerechten langfristigen Bewertungsfokus der Investoren fördern und zugleich Signal-Jamming-Potenziale verringern.<sup>21</sup> Eine Zusammenfassung in einem Konglomerat könnte hingegen eine allzu pauschale Bewertung der Gesamteinheit anhand aktueller Gewinne begünstigen.

<sup>18</sup> Bohlin, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 237.

<sup>19</sup> Zum Ganzen siehe Porter, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 4, 8.

<sup>20</sup> Dafür, dass dies mitunter der Fall sein kann, spricht die Intra-Unternehmens-Umfragestudie von Marginson/McAulay/Roush u. a., Acc. & Bus. Res. 40 (2009), 353 ff., zu ihr näher 3. Teil, § 4 III. 1. b), S. 639, Text bei Fn. 450–451 auf S. 640.

<sup>21</sup> Stein, QJE 104 (1989), 655, 665 f.

### 3. Große börsennotierte vs. geschlossene Gesellschaften, insbesondere Familiengesellschaften

Aus der *information gap hypothesis* folgt noch ein dritter wichtiger Zusammenhang. Die theoretischen Arbeiten zu kurzfristigen Investitionsverzerrungen gehen regelmäßig von einem Prinzipal-Agent-Szenario mit asymmetrischer Information aus, das ein Anreizproblem verursacht.<sup>22</sup> Dabei können je nach Modell mehrere Effekte Investitionen verzerren:<sup>23</sup> Oft entsteht eine kurzfristige Orientierung dadurch, dass Akteure wesentliche Informationen und/oder Handlungen nicht überprüfen oder messen können (*hidden information/action*).<sup>24</sup> Beispielsweise kommt es in einem Lernmodell zu *signal jamming*, wenn der Prinzipal die Fähigkeit des Agenten anhand von Projektrückflüssen bewertet und der Agent Input-Faktoren manipuliert, die der Prinzipal nicht beobachten kann, um dessen Meinungsbildung zu beeinflussen. Bedeutsam sind dabei die Gefangenendilemmasituation des Agenten sowie der Umstand, ob die Investitionsverzerrung vorübergehend ist.<sup>25</sup> In anderen Modellen spielen Kettenreaktionen infolge exogener Friktionen auf Kapitalmärkten und/oder Kettenreaktionen infolge einer Unvollständigkeit des Marktes eine Rolle, die in begrenztem externem Kapital, Kreditbeschränkungen<sup>26</sup> oder einer hohen Diskontrate<sup>27</sup> zum Ausdruck kommt. Schließlich entstehen Verzerrungen dadurch, dass der Agent (Manager) risikoscheu ist und die Risiken seines Humankapitaleinsatzes nur begrenzt streuen kann.<sup>28</sup>

Bei diesen Grundbausteinen von *Short-termism*-Modellen handelt es sich um Faktoren, die besonders börsennotierte Unternehmen ohne starke Ankeraktionäre betreffen. Demgegenüber geht man bei langfristigen Anteilseignern mit Kontrollbeteiligung typischerweise davon aus, dass sie relativ gut über Unternehmensinterna informiert sind. Ganz besonders gilt das dort, wo sie sich aktiv in die Unternehmensleitung einbringen. Bei Familienunternehmen kommt hinzu, dass sie am Kapitalmarkt meist keine (weiteren) Aktien zur Finanzierung ausgeben und den Inhabern mangels Verkaufsinteresse wenig am aktuellen Kurs der Anteile gelegen ist, sodass Friktionen des Aktienmarktes sie nicht unmittelbar betreffen.<sup>29</sup>

Aus alledem folgt, dass *Short-termism* grundsätzlich vorrangig mit Blick auf börsennotierte Streubesitzgesellschaften und weniger mit Blick auf geschlossene Gesellschaften zu erwarten ist. Insbesondere Familienunternehmen sind nach verbreiteter Ansicht – auch im Fall einer Börsennotierung – aufgrund der Einheit von Eigentum und Kontrolle sowie der Zielsetzung, den Familienbesitz langfristig zu erhalten, relativ wenig anfällig für eine übermäßig kurzfristige Orientierung.<sup>30</sup> Generell fehlt ein Anreiz, bei

<sup>22</sup> Siehe *Bohlin*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 198 ff.

<sup>23</sup> Vgl. dazu *ders.*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 233.

<sup>24</sup> Dies kann dann zu adverser Selektion führen (sog. Zitronenproblem).

<sup>25</sup> Im Einzelnen oben 3. Teil, § 2 IV. 1. b), S. 402 ff.; im größeren Kontext zusammenfassend *Bohlin*, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), 197, 204.

<sup>26</sup> Siehe dazu die Fluid-Capital-Modelle, 3. Teil, § 2 VI., S. 452 ff.

<sup>27</sup> Siehe dazu die Modelle zu begrenzter Arbitrage infolge von Informationsasymmetrien auch hinsichtlich der Arbitrageure, 3. Teil, § 2 IV. 2., S. 412 ff.

<sup>28</sup> Siehe dazu die Career-Concerns-Modelle, 3. Teil, § 2 V. 1., S. 430 ff.

<sup>29</sup> *Block*, Long-term Orientation of Family Firms, 2009, S. 50, 98 f.

<sup>30</sup> Ebenso *Zellweger*, Family Business Review 20 (2016), 1, 3 f., der argumentiert, dass Familienunternehmen einen längeren Zeithorizont haben, weil sie eine längere CEO-Amtszeit aufweisen, nach langfristiger Unabhängigkeit und Nachfolge innerhalb der Familie streben und weil sie in westeuropäischen Aktienmärkten in zyklischen Industrien überrepräsentiert seien, in denen Geschäftszyklen kurzfristigen

langfristigen oder unsicheren Investitionen, etwa in Forschung & Entwicklung, aus kurz-sichtigen Erwägungen zu sparen, wenn der Manager selbst am Unternehmen beteiligt ist und sich als Eigentümer langfristig engagiert, ganz besonders, wenn zudem die Reputation der Familie mit dem Unternehmenswohl verknüpft ist.<sup>31</sup> All dies verhindert auch Anreize zu einem kurz-sichtigen *breach of trust*.

Etwas anderes kann gelten, wenn besondere Umstände ausnahmsweise auch in geschlossenen Gesellschaften höhere Informationsasymmetrien oder verkürzte Anlagehorizonte erzeugen. Das kann etwa durch ausländische Eigentümerschaft geschehen, ins-

---

Erfolg verhinderten. Darauf aufbauend leitet er niedrigere Kapitalkosten her (*ders.*, Family Business Review 20 (2016), 1, 4–7); *Miller/Le Breton-Miller*, Strategic Organization 1 (2016), 127, 129 f., die argumentieren, dass sich der hohe Anteil erfolgreicher Familienunternehmen durch starke Führungspersönlichkeiten mit dem Willen zu langfristiger Förderung des Unternehmenswohls sowie durch eine relativ hohe Bereitschaft zu riskanten („steep“) langfristigen Investitionen, zu einem Verzicht auf Dividenden und zur Ignorierung der Quartalszahlen auszeichnen, wobei die Familie als sorgfältiger Steward agiere; dies gebe ihnen Wettbewerbsvorteile im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen und dem – kleineren (vgl. a. a. O., S. 127 f.) – Anteil nicht erfolgreicher Familienunternehmen; *Brauer*, J. Bis. Ec. & Manage. 14 (2013), 386, 390–392, der argumentiert, dass eine größere Langfristorientierung oft als Wettbewerbsvorteil von Familienunternehmen angesehen wird und daran anknüpfend die primären Charakteristika von Familienunternehmen im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen nutzt, um Hilfsindikatoren („secondary proxies“) für eine langfristige bzw. kurzfristige Orientierung herzuleiten; *Sergakis*, 47 RJTUM 109, 146 (2013): „[...] ownership structures play a major role in shaping corporate culture. It is believed that in companies with dispersed shareholding, management will be much more focused on short-term objectives, especially in comparison with family-owned businesses where the management board is much more closely associated with the company’s identity and tends to pay more attention to longer-term plans as they strive to secure the company’s continuous existence and prosperous development.“; *Helms/Fox/Kenagy*, I.C.C.L.R. 23 (2012), 45, 49: „Generally, it is thought that private firms have a longer-term focus. One explanation as to why privately owned firms are able to avoid short-termism is that owners are more hands-on and know the business intimately. [...] In particular, family owned businesses are thought to have a longer-term orientation than, say, public companies: [...]“; *Ampenberger*, Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen, 2010, S. 55 f.: Im Gegensatz zu börsennotierten Unternehmen mit diversifizierter Aktionärsstruktur stünden Familienunternehmen weniger stark unter Druck des Kapitalmarktes, was ihnen erlaube, langfristiger zu handeln; sowohl die Prinzipal-Agent-Theorie als auch die Stewardship-Theorie des Managements führten zu dem Schluss, dass Eigentümer-Manager-Konflikte in Familienunternehmen weniger stark ausgeprägt sind; *Achleitner/Rapp/Schaller u. a.*, ZCG 2010, 113: „Demgegenüber stehen Familienunternehmen, welche in Deutschland [...] als Paradebeispiele für langfristiges, risikobewusstes und nachhaltiges Handeln angesehen werden.“; *Irving*, 19 Australian Acc. Rev. 278, 289 (2009) mit tabellarischer Gegenüberstellung der Governance- und Führungsstruktur von Familienunternehmen und managergeführten Unternehmen; weitgehend auch *Block*, Long-term Orientation of Family Firms, 2009, S. 46–54, der zunächst (a. a. O., S. 46–51) alle allgemeinen Short-termism-Modelle für Familienunternehmen zurückweist, eine kurzfristige Orientierung allerdings durch Familienkonflikte, Ausschüttungsbegehren oder tunneling für möglich erachtet (a. a. O., S. 52 f.); *Edmonds/Hillyard/Twigger u. a.*, Investment, 20.11.1995, S. 37: „It should be noted that short-termism, however, is usually seen as a problem for larger companies.“

Aus der Wirtschaftspresse *Rickens/Sommer*, Handelsblatt vom 10./11./12.11.2017, 48, 50, unter Berufung auf den Lüneburger Ethikprofessor mit Schwerpunkt Nachhaltigkeit und nachhaltiges Wirtschaften *Nils Ole Oermann*: „Am einen Ende stehen für Oermann Unternehmen mit dem längsten denkbaren Zeithorizont, Familienkonzerne wie Trumpf, die nicht in Quartalen, sondern in Generationen denken.““

<sup>31</sup> *Ampenberger*, Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen, 2010, S. 121 f.; *Block*, Long-term Orientation of Family Firms, 2009, S. 47 f., 51, 98 f.; empirische Bestätigung für diese Sicht bei *Carlin/Mayer*, J. Fin. Ec. 69 (2003), 191, 217 f., die in einer Studie zu 14 OECD-Ländern unter anderem ermitteln, dass konzentrierte Eigentümerschaft in eigenkapitalabhängigen Industrien mit höheren Anstrengungen im Bereich Forschung & Entwicklung einhergeht sowie mit schnellerem Wachstum in Industrien, die in besonderem Maße qualifizierte Arbeitnehmer benötigen; dazu im Überblick *Hughes*, Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in UK, March 2014, S. 90; ähnliche Argumentation, dass Blockanteilseigner Innovation bzw. langfristige Forschung & Entwicklung fördern, bei *Roe*, 68 Bus. Law. 977, 987, 991 f., 998 (2013).

besondere wenn die Inhaber weit weg von ihrer Beteiligung residieren.<sup>32</sup> Des Weiteren haben Finanzinvestoren als Inhaber geschlossener Gesellschaften typischerweise einen relativ klar begrenzten Anlagehorizont von ca. fünf Jahren, wodurch absehbar ist, dass eine erhebliche Beteiligung an (einen) Außenstehende(n) übertragen werden wird und eine kurzfristige Orientierung auf diesen Zeitpunkt gefördert werden kann.<sup>33</sup> Soweit Familienunternehmen durch familienfremde Manager geführt werden, die bessere Positionen in anderen Unternehmen anstreben, könnte *Short-termism* zudem auch in Familienunternehmen durch *career concerns* entstehen. Zumindest im Einzelfall ist schließlich in Familienunternehmen eine kurzfristige Ausrichtung denkbar, wenn es zu Familienkonflikten, hohen Ausschüttungsbegehren oder der Aneignung privater Kontrollvorteile (*tunneling*) kommt.<sup>34</sup>

Dessen ungeachtet legt die ökonomische Theorie eine Relevanz von *Short-termism* im Allgemeinen vorrangig für internationale börsennotierte (Groß-)Unternehmen mit hohem Streubesitzanteil oder mit einem hohen Anteil ausländischer Investoren nahe. In Deutschland trifft dies vor allem auf die DAX 30 zu.<sup>35</sup> Für andere nationale und internationale Pendanten gilt Entsprechendes.

Im Übrigen besteht für Deutschland offenbar Anlass zu Optimismus, gilt doch der Anteil von Familienunternehmen und ihre wirtschaftliche Bedeutung hierzulande traditionell als hoch.<sup>36</sup> Soweit Deutschland aus dieser Warte zumindest im Vergleich zu manch anderer Volkswirtschaft als Hort langfristigen Wirtschaftens erscheint, entspricht das dem herkömmlichen Narrativ der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte. Ihre Gegenüberstellung unterschiedlicher Corporate-Governance-Systeme hat sich allerdings als zu schematisch herausgestellt und die damit verbundenen Prognosen haben sich nicht bewahrheitet.

Neuere empirische Studien vor allem aus den USA, die *Short-termism* bei börsennotierten und nicht börsennotierten Gesellschaften allgemein vergleichen, untermauern die obigen Schlussfolgerungen.<sup>37</sup> Ein Blick in die Forschung zu Familienunternehmen bestätigt die obige Schlussfolgerung immerhin in Teilen: Ob Familienunternehmen fi-

<sup>32</sup> Siehe dazu die Umfragestudie von *Dill/Jirjahn/Smith*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, die deutsche Unternehmen mit inländischen und ausländischen Inhabern vergleicht und eine stärkere Ausrichtung auf kurzfristigen Gewinn bei Letzteren ermittelt, wobei der Effekt mit der Entfernung der ausländischen Inhaber von ihrer deutschen Gesellschaft zunahm.

<sup>33</sup> Siehe *The Purposeful Company Task Force & Steering Group*, Interim Report, May 2016, S. 109 f., 117: Der Druck, kurzfristige Resultate zu liefern, sei in geschlossenen Gesellschaften keinesfalls nicht vorhanden (far from absent), wozu der Bericht auf Private-Equity-Investoren und Wagniskapitalinvestoren verweist, die allerdings in Deutschland geringere Bedeutung haben als im Vereinigten Königreich.

<sup>34</sup> *Block*, Long-term Orientation of Family Firms, 2009, S. 52 f.

<sup>35</sup> Instruktive Zahlen dazu, dass der Streubesitz und der Anteil ausländischer Investoren seit der Jahrtausendwende in Deutschland vor allem bei den DAX-30-Unternehmen stark zugenommen haben, bei *Ringe*, 63 Am. J. Comp. L. 493, 508–517, 524–526 (2015).

<sup>36</sup> Siehe beispielhaft die Untersuchung von *Ampenberger*, Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen, 2010, S. 341, der ermittelt, dass in Deutschland von den 660 untersuchten Nicht-Finanzunternehmen im CDAX zumindest 390 in einem der Jahre als Familienunternehmen einzuordnen waren. In der Teilstichprobe, die den Prime Standard widerspiegelt, ermittelt Ampenberger für 60 % in mindestens einem Jahr den Status als Familienunternehmen, wobei die Gründerfamilie im Schnitt rund ein Drittel der Anteile hielt; *Andres*, J. Corp. Fin. 14 (2008), 431, 431–436 ermittelt in seiner Stichprobe von 275 Gesellschaften, die im Jahr 1998 an der Frankfurter Börse im Amtlichen Handel notiert waren, einen Anteil von Familiengesellschaften von 37,5 %, den er angesichts seiner Definition als höher einschätzt als den Anteil in den USA.

<sup>37</sup> Dazu näher 3. Teil, § 4 III. 3. f), S. 659 ff.

nanziell erfolgreicher wirtschaften als Nicht-Familienunternehmen, ist in der Forschung unklar<sup>38</sup> – die Befunde sind uneinheitlich,<sup>39</sup> mit gewissen Defiziten behaftet und vor allem nur schwer vergleichbar,<sup>40</sup> unter anderem weil eine einheitliche Definition des Familienunternehmens fehlt und die Art der Abgrenzung ergebnisrelevant ist.<sup>41</sup> Das Gesamtbild wird zwar mitunter eher als Indiz für eine höhere Leistungsfähigkeit interpretiert,<sup>42</sup> es spricht aber viel dafür, dass dieser Befund vor allem von bestimmten Subtypen von Familienunternehmen getragen wird, insbesondere gründergeführten Gesellschaften.<sup>43</sup>

Abseits dieser Problematik bestehen gegenläufige Effekte hinsichtlich der Frage, ob die – theoretisch im Grunde fundierte – Gleichsetzung von Familienunternehmen und langfristiger Strategie vollständig den Kern trifft:

Einerseits interpretiert die wohl bekannteste Studie zur Leistungsfähigkeit von Familienunternehmen ihre Ergebnisse als Bestätigung einer besonders erfolgreichen und langfristigen Ausrichtung,<sup>44</sup> und weitere Arbeiten unterstützen dies, soweit es um Bezie-

---

<sup>38</sup> Hülsbeck/Lehmann/Weiß u. a., ZBW 82 (2012), 71, 87 Endnote 1: „Fasst man die Vielzahl empirischer Studien über Performance-Vergleiche von Familien- und Nicht-Familienunternehmen zusammen, kann konstatiert werden, dass kein robuster Unterschied vorliegt.“

<sup>39</sup> Überblick bei Felden/Hack, Management von Familienunternehmen, 2014, S. 106–111; Block, Long-term Orientation of Family Firms, 2009, S. 76.

<sup>40</sup> Dazu Felden/Hack, Management von Familienunternehmen, 2014, S. 111 f.: Verwendung unterschiedlicher methodischer Ansätze, ungleiche Untersuchungsobjekte, Abbildung kleiner Wirklichkeitsausschnitte entsprechend dem Datenzugang, zu eng gefasste Leistungsmaße (nur Markteinschätzung statt buchhalterischer Angaben, nicht finanzielle Elemente der Leistung bleiben außen vor), länderspezifische Rahmenbedingungen.

<sup>41</sup> Instruktiver Überblick über die verschiedenen Definitionen und ihre Parameter bei Block, Long-term Orientation of Family Firms, 2009, S. 9–15, dabei auch dazu, dass die Art der Definition das Studienergebnis beeinflussen kann, sowie dazu, dass eine grobe Einstufung als Familienunternehmen systematische Unterschiede verschiedener Subtypen verdeckt (insbesondere: Familienmanagement versus familienfremdes Management, Gründerunternehmen versus Unternehmen in späterer Generation, großes versus kleines Unternehmen). Zu den Ergebnissen von Blocks eigener Untersuchung mit US-Daten zusammenfassend ders., Long-term Orientation of Family Firms, 2009, S. 92 f., der ermittelt, dass Familienunternehmen nur dann eine bessere Leistung zeigen, wenn man sie eng definiert (Familie aktiv als Anteilseigner und Manager), und dass vor allem junge Unternehmen (Alter unter 50 Jahre) zu diesem Befund beitragen; ähnlich für Deutschland Andres, J. Corp. Fin. 14 (2008), 431 ff., der mit einem Panel Datensatz von 275 an der Frankfurter Börse notierten Familienunternehmen bezogen auf den Zeitraum von 1998 bis 2004 ermittelt, dass Familienunternehmen nur dann besser abschnitten, wenn die Gründerfamilie entweder im Vorstand oder im Aufsichtsrat präsent war, wobei der positive Effekt am stärksten war, wenn der Gründer als CEO fungierte.

<sup>42</sup> Felden/Hack, Management von Familienunternehmen, 2014, S. 106 f., 111; für deutsche Familienunternehmen weitgehend auch Hülsbeck/Lehmann/Weiß u. a., ZBW 82 (2012), 71, 74 f.

<sup>43</sup> Zu entsprechenden Studien für Deutschland und die USA soeben Fn. 41 auf S. 541 sowie auch im Einzelnen Felden/Hack, Management von Familienunternehmen, 2014, S. 107–111.

<sup>44</sup> Anderson/Reeb, J. Fin. 58 (2003), 1301, 1302, 1305 f., die in ihrer einflussreichen Studie zu großen US-Familienunternehmen unter anderem an die Short-termism-Modelle von Stein anknüpfen, denen zufolge eine Präsenz von Aktionären mit relativ langem Investitionshorizont Anreize der Manager zu kurzfristigen Investitionsentscheidungen abmildert. Dies kann Familienunternehmen zugutekommen. Tatsächlich ermitteln Anderson/Reeb eine bessere Entwicklung von Familienunternehmen im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen. Dabei ist aber zu beachten, dass sie Familienunternehmen sehr weit definieren, dergestalt, dass eine fortdauernde (auch kleine, ab 5 %) Beteiligung der Gründerfamilie oder ein Sitz eines Familienangehörigen im Board genügt (siehe dies., J. Fin. 58 (2003), 1301, 1310 mit Fn. 14, S. 1312, 1315) (zum hohen Einfluss dieser besonders groß angelegten Studie etwa Hülsbeck/Lehmann/Weiß u. a., ZBW 82 (2012), 71, 72 [„einflussreichsten Studie zu familiärer Kontrolle von Unternehmen“] mit berechtigter Kritik an der Einstufung als Familienunternehmen schon ab einem 5-%-Anteil (a. a. O., S. 72, 87 Endnote 4); Felden/Hack, Management von Familienunternehmen, 2014, S. 106 [„wohl bekanntesten Untersuchung“]).

hungen mit Stakeholdern geht.<sup>45</sup> Außerdem hebt man bei Familienunternehmen das geduldige Kapital (*patient capital*) der Eigentümer hervor, welches gerade für kreative und innovative Geschäftsstrategien vorteilhaft sein sollte, die erst langfristig zu wirtschaftlichem Erfolg führen.<sup>46</sup> Soweit man Familienunternehmen einen größeren Unternehmergeist bescheinigt und bei Entrepreneuren mit der Gründungsforschung in besonderem Maße *overconfidence* und Risikofreude erwartet, sollte dies ebenfalls dem Innovationsverhalten förderlich sein.<sup>47</sup> Schließlich kommen geringere Prinzipal-Agenten-Probleme zwischen Unternehmensleitung und Management sowie ein Stewardship-Verständnis von Familienmanagern einer langfristigen und innovativen Ausrichtung zugute: Weil Familieneigentümer einen langen Horizont und als große Anteilseigner einen guten Einblick in das Unternehmen haben, sollten sie in höherem Maße bereit sein, in langfristige, für Außenstehende schwer einschätzbare Projekte zu investieren (*horizon hypothesis*).<sup>48</sup>

Andererseits sind Familiengeschafter geradezu *per definitionem* große, relativ wenig diversifizierte Anteilseigner mit konzentriertem Besitz an einer einzelnen Unternehmung. Dies spricht dafür, dass sie in geringerem Maße als breit diversifizierte, außenstehende Aktionäre riskante Investitionen billigen und deshalb vergleichsweise riskante Ausgaben wie solche für Forschung & Entwicklung eher gering halten wollen (*risk preference perspective, risk aversion hypothesis*).<sup>49</sup> Hinzu kommt, dass Familienunternehmen typischerweise besonders bestrebt sind, die Existenz des Unternehmens zu sichern.<sup>50</sup>

Tatsächlich bestätigt die jüngere empirische Forschung überwiegend diese letztgenannte Sicht: Familienunternehmen (anders: Gründerunternehmen) scheinen im Vergleich typischerweise weniger in riskante, tendenziell langfristige Projekte wie Forschung

---

<sup>45</sup> *Sraer/Thesmar*, J. Europ. Econ. Ass. 5 (2007), 709, 711, 729–733, 741, deren Befunde zu französischen Familienunternehmen mit der These übereinstimmen, dass Familiengesellschaften aufgrund ihrer längerfristigen Zeithorizonte einen komparativen Vorteil bei der Durchsetzung impliziter Verträge haben, welche die Belegschaft absichern und deswegen Familienunternehmen einen Wettbewerbsvorteil durch niedrigere Löhne verschaffen (zu einer Arbeitspapierfassung auch *Tirole*, *The theory of corporate finance*, 2006, S. 94); in diesem Punkt ebenfalls *Block*, *Long-term Orientation of Family Firms*, 2009, S. 130; allg. *Felden/Hack*, *Management von Familienunternehmen*, 2014, S. 99, 102 f.

<sup>46</sup> *Felden/Hack*, *Management von Familienunternehmen*, 2014, S. 99, 125; *Sirmon/Hitt*, *Ent. Theory & Pract.* 27 (2003), 339, 343, 346, 348; in der Sache auch *Porter*, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), 65, 73 f.; als Hypothese referierend *Anderson/Duru/Reeb*, *J. Banking & Fin.* 36 (2012), 1744, 1747 und *Munari/Oriani/Sobrero*, *Res. Pol.* 39 (2010), 1093, 1095.

<sup>47</sup> *Hülsbeck/Lehmann/Weiß u. a.*, *ZBW* 82 (2012), 71, 76 f.

<sup>48</sup> *Anderson/Duru/Reeb*, *J. Banking & Fin.* 36 (2012), 1744, 1745–1747.

<sup>49</sup> *Dies.*, *J. Banking & Fin.* 36 (2012), 1744, 1744–1746; *Hülsbeck/Lehmann/Weiß u. a.*, *ZBW* 82 (2012), 71, 77; *Munari/Oriani/Sobrero*, *Res. Pol.* 39 (2010), 1093, 1096.

<sup>50</sup> *Hülsbeck/Lehmann/Weiß u. a.*, *ZBW* 82 (2012), 71, 77.

& Entwicklung zu investieren, wie Studien für die USA,<sup>51</sup> Kanada,<sup>52</sup> zu westeuropäischen Unternehmen<sup>53</sup> und zu Deutschland zeigen.<sup>54</sup> Dieser Befund spricht dafür, dass

---

<sup>51</sup> So ergab die Studie von *Anderson/Duru/Reeb*, *J. Banking & Fin.* 36 (2012), 1744 ff. mit einer Stichprobe aus den 2.000 größten amerikanischen Nicht-Finanzunternehmen (mit Ausnahme regulierter Industrien) bezogen auf den Zeitraum 2003 bis 2007, dass Familienunternehmen im weiten Sinne (Anteil der Familie von mindestens 5 %) insgesamt weniger Ressourcen in langfristige Investitionsprojekte investieren als Nicht-Familienunternehmen. Zudem erfolgte im Vergleich mit Nicht-Familienunternehmen ein deutlich kleinerer Anteil ihrer Investitionen in Forschung & Entwicklung (*research & development expenditures*) (31 % weniger), und ein größerer Teil in Investitionen in Sachanlagen (*capital expenditures*). Dabei unterschied sich die Effizienz der Ausgaben für Forschung & Entwicklung gemessen an der Zahl der Patente und Patentzertifizierungen pro ausgegebenem US-Dollar für Forschung & Entwicklung nicht – die geringeren Aufwendungen der Familienunternehmen erklärten sich demnach nicht aus einer größeren Effizienz – und der Markt bewertete die geringeren F&E-Aufwendungen mit einem Abschlag – demnach war nicht davon auszugehen, dass die Nicht-Familienunternehmen übermäßig in Forschung & Entwicklung investierten.

Die Untersuchung von *Block*, *J. Bus. Venturing* 27 (2012), 248 ff. differenziert stärker und ermittelt in einer Stichprobe von 154 Familienunternehmen aus dem S&P 500 (unter Ausschluss forschungsintensiver Branchen), dass Familienanteileseignerschaft mit relativ geringen Ausgaben für Forschung & Entwicklung im Verhältnis zur Unternehmensgröße einherging, während Unternehmen, die von ihrem Gründer geleitet wurden, relativ mehr in Forschung & Entwicklung investierten und damit einen positiven Effekt auf ihren Umsatz erzielten.

Ebenfalls einen gemischten Befund ergab zuvor die Studie von *ders.*, *Long-term Orientation of Family Firms*, 2009, S. 126–128 mit einer Stichprobe von 197 der größten amerikanischen S&P 500-Unternehmen. Er ermittelt zwar, dass Familienunternehmen im engen Sinne mehr in Forschung & Entwicklung investierten als vergleichbare Nicht-Familienunternehmen. Dabei wirkte sich aber Familienmanagement negativ aus. Zudem hatte erst eine Familienbeteiligung von über 30 % einen positiven Effekt, während Unternehmen mit einer Familienbeteiligung zwischen 5 % und 20 % weniger in Forschung & Entwicklung investierten als die Vergleichsgruppe.

<sup>52</sup> *Morck/Stangeland/Yeung*, in: *Morck* (Hrsg.), *Concentrated Corporate Ownership*, 2000, S. 319 ff. untersuchen unter anderem das Innovationsverhalten kanadischer Unternehmen und ermitteln, dass erbengeführte (Familien-)Unternehmen weniger in Forschung & Entwicklung investieren als gründergeführte Unternehmen und solche mit breit gestreuten Anteilseignern; siehe auch zum breiteren wissenschaftlichen Erkenntnisinteresse dieser Studie im größeren Zusammenhang *Morck/Wolfenzon/Yeung*, *43 J. Econ. Lit.* 655 (2005).

<sup>53</sup> *Munari/Oriani/Sobrero*, *Res. Pol.* 39 (2010), 1093, 1101 ermitteln in einer Stichprobe von 1.000 börsengehandelten Gesellschaften aus Frankreich, Deutschland, Italien, Norwegen, Schweden und dem Vereinigten Königreich bezogen auf das Jahr 1996, dass ein höherer Anteilsbesitz von Familien negativ mit Investitionen in Forschung & Entwicklung korreliert ist.

<sup>54</sup> So ermitteln *Hülsbeck/Lehmann/Weiß u. a.*, *ZBW* 82 (2012), 71 ff. mit einer Stichprobe von 384 deutschen Industrieunternehmen (ohne Banken- und Finanzsektor), dass sowohl familiäres Anteilseigentum als auch eine Beteiligung der Eignerfamilie im Topmanagement in einem signifikant negativen Zusammenhang mit Innovationsaktivitäten gemessen anhand der Patente pro Mitarbeiter stand. Demgegenüber wirkte sich der Grad familiärer Kontrolle im Aufsichtsrat signifikant positiv auf das so gemessene Innovationsverhalten aus. Die Autoren interpretieren diese Ergebnisse dahingehend, dass inhabergeführte Unternehmen aufgrund von Risikoaversion wenig innovativ sind, während ein Rückzug der Investorenfamilie in die Rolle eines Ideengebers und Kontrolleurs mehr Innovationen bewirkt.

Teilweise abweichende Ergebnisse ergab die umfragebasierte Studie von *Schmid/Achleitner/Ampenberger u. a.*, *Res. Pol.* 43 (2014), 233 ff. Sie ermittelte basierend auf Umfrageangaben, dass die F&E-Intensität (gemessen als das Verhältnis von Personal für Forschung & Entwicklung zur Gesamtbeschäftigung) in Unternehmen, die aktiv von Familienmitgliedern geleitet wurden, höher ausfiel, wobei dieser Effekt hauptsächlich von gründergeführten Unternehmen ausging (nicht von Nachkommen oder Verwandten des Gründers geführten Unternehmen). Dieser Befund verschwand, wenn statt der Umfrageangaben Bilanzdaten herangezogen wurden. Die Autoren führen dies auf „Undurchsichtigkeit“ (*corporate opacity*) zurück, dergestalt, dass undurchsichtige familiengeführte Unternehmen Ausgaben für Forschung & Entwicklung zu konservativ berichten, vor allem, wenn sie sich Kapitalbeschränkungen gegenübersehen. Dies bewirkt den Autoren zufolge, dass die F&E-Intensität unterschätzt wird, wenn man sie anhand von Bilanzdaten ermittelt. Im Übrigen erwies sich auch in der Umfragestudie überein-

Familienunternehmen, soweit sie nicht von der Gründerin oder vom Gründer selbst geleitet werden, im Vergleich zu börsennotierten Nicht-Familienunternehmen eine risikoärmere Investitionsstrategie verfolgen.<sup>55</sup>

Nach alledem ist es plausibel, dass (Familien-)Paketaktionäre einer langfristigen Ausrichtung und an sich auch langfristigen Investitionen förderlich sind. Allerdings hängt dies von den Eigenschaften des konkreten Paket Eigentümers ab und darf zudem nicht vorschnell mit besonders vorstoßendem und innovativem Wettbewerbsverhalten oder überdurchschnittlichen Ausgaben für Forschung & Entwicklung gleichgesetzt werden. Wenn das Unternehmen den wesentlichen Vermögensbestandteil eines kontrollierenden Anteilseigners bildet oder dieser eine hohe persönliche Bindung an die Gesellschaft hat, selbst aber keine Unternehmerpersönlichkeit ist, wird er vielmehr eine stärker konservative Unternehmensstrategie bevorzugen. Eine solche stimmt mit dem Ziel überein, das Unternehmen als Familiengesellschaft und dominierenden Vermögensbestandteil langfristig zu bewahren und weiterzugeben, lässt sich also als Indiz für Beständigkeit werten.<sup>56</sup> Diese Ausrichtung wirkt bestimmten *Short-termism*-Treibern entgegen, insbesondere einem *breach of trust* zulasten der Stakeholder oder *takeover threats*. Für Stakeholder und Management sind Familienunternehmen daher verlässliche langfristige Partner. Im Übrigen entspricht eine solche Ausrichtung aber nicht in jeder Hinsicht dem Idealbild langfristigen Unternehmertums, wie es namentlich in der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte oft als Gegenbild zu kurzfristigem Verhalten gezeichnet wird.

Schließlich sollte eine – durchaus positiv zu bewertende – langfristige und beständige Ausrichtung von Familiengesellschaften nicht den Blick darauf verstellen, dass auch öffentliche Märkte spezifische Vorteile bieten.<sup>57</sup> Vor diesem Hintergrund könnte eine Kombination von langfristigen Paket Eigentümern und öffentlichen Märkten einer geschlossenen Anteilseignerschaft überlegen sein.<sup>58</sup>

### III. Angloamerikanischer vs. kontinentaleuropäischer Rechtskreis?

Die vorstehenden Überlegungen zur Betroffenheit großer börsennotierter im Vergleich zu geschlossenen Gesellschaften deuten bereits auf einen weiteren Punkt, nämlich ob aus theoretischer Warte die angloamerikanische Unternehmenswelt (Vereinigte Staaten von Amerika, Großbritannien) und jene in Kontinentaleuropa unterschiedlich anfällig für *Short-termism* erscheinen. Anders gewendet: Folgt aus der ökonomischen Theorie, dass das angloamerikanische Corporate-Governance-System eher *Short-termism* erzeugt

---

stimmend mit der bisherigen Forschung eine schlichte familiäre Kontrolle über die Stimmrechte als negativ, dieser Effekt war aber meist nicht signifikant.

<sup>55</sup> *Ampenberger*, Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen, 2010, S. 131 f.; *Anderson/Duru/Reeb*, J. Banking & Fin. 36 (2012), 1744 ff.

<sup>56</sup> *Hülsbeck/Lehmann/Weiß u. a.*, ZBW 82 (2012), 71, 84 f.

<sup>57</sup> Dazu gehören insbesondere ein besserer Zugang zu Finanzmitteln, ein erweiterter Zugang zu Wissen und Innovation durch einen erleichterten Erwerb anderer Gesellschaften sowie die Zusammenführung von Informationen in der Marktbewertung des Unternehmens, welche auch als Signal für Möglichkeiten und Risiken dienen kann, derer sich einzelne Manager nicht bewusst sind. Ferner ermöglichen öffentliche Märkte breiteren Kreisen der Bevölkerung, an der Wertschöpfung großer Unternehmen teilzuhaben; zum Ganzen *The Purposeful Company Task Force & Steering Group*, Interim Report, May 2016, S. 109.

<sup>58</sup> Eine andere Frage ist freilich, inwieweit eine Börsennotierung dauerhaft mit einem Status als Familienunternehmen vereinbar ist, sehr skeptisch dazu *Kormann/von Schippe*, FUS 2017, 200, 203 f.

als das kontinentaleuropäische? Eng damit verknüpft ist die weitere Frage, ob und inwieweit ökonomische Forschung zu *Short-termism*, die an Beobachtungen etwa aus den USA anknüpft, auf kontinentaleuropäische Volkswirtschaften und insbesondere Deutschland übertragbar ist. Eine Antwort auf diese Fragen ist komplex und der Meinungsstand seit Längerem geteilt.

### 1. *Short-termism als Nachteil angloamerikanischer Corporate Governance?*

#### a) *Die herkömmliche Sicht*

Im zeitgenössischen Schrifttum finden sich nach wie vor Stimmen, denen zufolge die Ursachen von *Short-termism* in erster Linie Phänomene betreffen, welche in den Finanzmärkten der USA und des Vereinigten Königreichs auftreten. Eine Übertragbarkeit auf andere Länder und Marktssysteme lehnt diese Auffassung ab<sup>59</sup> oder lässt sie offen.<sup>60</sup> Ähnlich hat das schwedische Corporate Governance Board argumentiert: Das „nordische Modell“ unterscheidet sich durch seine starken Eigentümer mit langfristiger Perspektive fundamental von dem angelsächsischen Modell mit breit gestreutem Aktionariat, in dem das Fehlen eben solcher Eigentümer das aktuell brennendste Problem darstelle.<sup>61</sup>

Die Untersuchung der Ideengeschichte hat gezeigt, dass diese Sicht eine lange Tradition hat. In der deutschen, französischen und europäischen *Short-termism*-Debatte begegnet sie insbesondere in der einflussreichen Konzeption *Michel Alberts* und mittelbar in der Heuschreckendebatte. Besonders ausgeprägt zeigt sie sich in der angloamerikanischen Diskussion der 1980er und 1990er Jahre. Dort hat man *Short-termism* mitunter sogar schon *per definitionem* auf den angloamerikanischen Raum begrenzt.<sup>62</sup> Demgegenüber stufte man, gestützt auf eine selbstbewusste Aussage des deutschen Ökonomen *Herman Kallfass*, das deutsche System der Überwachung durch Banken vermittelt über das Depotstimmrecht als effektives Instrument ein, welches Agency-Kosten begrenze, ohne *Short-termism* zu erzeugen.<sup>63</sup> *Parkinson* schloss daraus, dass ein aktiver Markt für

<sup>59</sup> So *Lambert*, *Financial Times* vom 22.05.2011: „The fact is that companies in other parts of Europe do not face such intense short-term pressures, in part because the stock market plays a bigger role in the UK economy than it does in France, Germany or Italy. So this is a peculiarly British problem, and one that may well have contributed to the relative decline of its manufacturing base.“

<sup>60</sup> *Aspara/Pajunen/Tikkanen u. a.*, *Socio-Ec. Rev.* 12 (2014), 667, 687 mit Blick auf ihre Herleitung, die menschliche Informationsverarbeitung in den Mittelpunkt stellt: Obgleich das angelsächsische Modell und seine Ideologien zunehmend andernorts übernommen worden seien, sei die Anwendbarkeit ihrer Argumente auf andere Länder und Marktssysteme nicht selbstverständlich und würde weitere Analyse und Forschung erfordern.

<sup>61</sup> *Swedish Corporate Governance Board*, *Annual Report 2015*, S. 13: „Overall, the Nordic model can be said to be based on the idea of giving strong principal owners, who usually have a significant proportion of their assets invested in individual companies, a long-term perspective on their investment, as well as incentives, resources and expertise to engage actively in the management of companies and the ability, to a large extent, to control the company in the manner they deem most effective [...]. In this respect, the Nordic model is fundamentally different from the Anglo-American ownership model, which features very broad ownership in most listed companies, and where the lack of long-term ownership commitment in companies is perhaps the most burning corporate governance issue right now.“

<sup>62</sup> *Williams*, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), 31: „[...] definition of *Short-termism*, which I would see as ‘a propensity, allegedly most prevalent within the Anglo-Saxon world, for short-term gains taken at the expense of longer term benefits’. [...] Perhaps a better definition might be ‘an inability, prevalent in the Anglo-Saxon world, successfully to resolve the tensions implicit in satisfying both long and short term aims simultaneously.’“

<sup>63</sup> *Parkinson*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 151 im Anschluss an *Coffee*, 91 *Colum. L. Rev.* 1277, 1304 (1991), dieser im Anschluss an *Kallfass*, 1988 *Colum. Bus. L. Rev.* 775–791, 790

Unternehmenskontrolle wie im Vereinigten Königreich und den USA wahrscheinlich keine Vorteile mit sich bringe.<sup>64</sup> *Charkham* brandmarkte die Drohung feindlicher Übernahmen sogar als zentrale Ursache von kurzfristigem Druck auf das Management in Großbritannien und damit als Wettbewerbsnachteil für britische Industrien mit langem Zeithorizont.<sup>65</sup> Insgesamt sah er eine angemessene Verantwortlichkeit der Unternehmensleitung in Deutschland und Japan durch Netzwerke und ohne feindliche Übernahmen besser gewährleistet als in den USA und im Vereinigten Königreich, aber auch als in Frankreich.<sup>66</sup>

#### b) Die herkömmliche Charakterisierung der Corporate-Governance-Systeme

Hinter der eben skizzierten Auffassung steht eine allgemeine, im Grundsatz heute noch wirkmächtige Gegenüberstellung zweier stilisierter Systeme der Finanzierung und Corporate Governance: Das erste kennzeichnen ein großer Aktienmarkt, unabhängige Direktoren sowie Aktionäre mit relativ kleiner Beteiligung ohne Einbindung in die Gesellschaft, sodass Fusionen und Übernahmen leicht möglich sind – mit alledem verbindet man insbesondere das Vereinigte Königreich und die USA. Das zweite System charakterisieren herkömmlich große, langfristig beteiligte Paketaktionäre und Stakeholder, die das Management kontrollieren sowie Verwaltungsräte auswählen – die Prototypen hierfür sind Japan und Deutschland. Ein wesentliches Problem des ersten, angloamerikanischen Systems erblickte man darin, dass es Manager dazu anhalte, kurzfristige Ziele zulasten langfristiger zu bevorzugen, also in *Short-termism*.<sup>67</sup> *Myopia* entstehe, weil Managern stärker am aktuellen Aktienkurs gelegen sei und größere Informationsasymmetrien bestünden als im deutsch-japanischen System.<sup>68</sup> Allerdings räumte man ein, dass Belege für Ausmaß und Kosten dieses *Short-termism* fehlten. Außerdem wurde betont,

---

(1988) („‘Short-termism’ cannot occur when such long-term relationships [wie in Westdeutschland] have been established between banks and widely-held corporations.“); inhaltlich übereinstimmend die eingehende Gegenüberstellung der Corporate-Governance- und Überwachungssysteme von *Benfield*, 17 *Loy. L.A. Int’l & Comp. L. Rev.* 615 (1995), der aber zugleich eine Übernahme des deutschen Systems in den USA aufgrund kultureller und politischer Unterschiede ablehnt; in der Sache auch die Auftragsstudie für die Europäische Kommission von *Coopers & Lybrand*, *Barriers to takeovers in the European Community*, 1989, 14 Rn. 3.29: „[...] the banks’ representatives are not viewed suspiciously by the companies concerned but are gladly welcomed. The companies benefit from their considerable personal skills and experience, the information network available to them and their not insignificant contacts. The banks benefit by monitoring their investments closely, cementing their relationship with the company and adding to the banks’ sources of information.“

<sup>64</sup> *Parkinson*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 151.

<sup>65</sup> *Charkham*, *Keeping good company*, 1995, S. 327–331, 357–359.

<sup>66</sup> *Ders.*, *Keeping good company*, 1995, S. 361.

<sup>67</sup> Referierend *Nickell*, *The performance of companies*, 1995, S. 20–22, mit näherer Untersuchung im Folgenden sowie weitgehend zustimmender Stellungnahme a. a. O., S. 32 f.

<sup>68</sup> *Ders.*, *The performance of companies*, 1995, S. 29 unter Verweis auf *Cable*, *Ec. J.* 95 (1985), 118 ff. zu Deutschland (der a. a. O., S. 130 eine Übertragbarkeit auf das Vereinigte Königreich für zweifelhaft erachtet) und *Hoshi/Kashyap/Scharfstein*, *QJE* 106 (1991), 33 zu Japan.

Zwar erkannte *Nickell*, *The performance of companies*, 1995, S. 32 f. eine gemischte Studienlage, jedoch kaum Belege, die der Existenz eines gewissen Grades von *managerial myopia* widersprechen, insbesondere in Situationen, in denen Manager Druck der Kapitalmärkte ausgesetzt sind, der sie anhält, dem aktuellen Aktienkurs und den aktuellen Gewinnen besonders hohe Bedeutung beizumessen. Zudem machte er diesen Druck besonders bei Vorhandensein großer institutioneller Aktionäre aus, deren Fondsmanager anhand kurzfristiger Ergebnisse bewertet werden und die ihre Anteile eher verkaufen als Unzufriedenheit im Abstimmungswege auszudrücken. Darin erkannte *Nickel* Belege dafür, dass das UK/US-System mehr *Short-termism* erzeuge als das deutsch-japanische System.

dass das deutsch-japanische System eigene Nachteile bergen könnte, unter anderem in Form von exzessivem *Long-termism*.<sup>69</sup>

In der Tat hat eine Vielzahl empirischer Studien gezeigt, dass die Aktionärskonzentration in Großbritannien und den USA im internationalen Vergleich gering ist, während börsennotierte Unternehmen in Europa in der Regel keine stark gestreute Aktionärsstruktur haben und insbesondere das deutsche Aktionariat traditionell besonders konzentriert ist.<sup>70</sup> Zudem deuten ökonometrische Berechnungen für die 1980er Jahre darauf hin, dass die Entwicklung des Aktienmarktes – und damit dessen etwaige Kurzsichtigkeit – Investitionen im Vereinigten Königreich und in den USA stärker beeinflusste als in Deutschland und Japan.<sup>71</sup> Weiterhin fand man in den 1990er Jahren empirische Indizien dafür, dass deutsche Industrieunternehmen ihre Manager in geringerem Umfang anhand kurzfristiger Kriterien vergüteten als vergleichbare angloamerikanische Unternehmen.<sup>72</sup> Eine positive Wirkung enger langfristiger Verflechtungen stützten empirische Studien zu Japan, denen zufolge es im dortigen Corporate-Governance-System herkömmlich langfristigen Investitionen über die Finanzierungsseite zugutekam, wenn Gesellschaften dauerhafte Beziehungen zu einer Bank unterhielten oder einem sog. Keiretsu angehörten.<sup>73</sup>

<sup>69</sup> Nickell, *The performance of companies*, 1995, S. 32: Tatsächlich lasse sich argumentieren, dass das deutsch-japanische System exzessiven *Long-termism* erzeuge, der Unternehmen erlaube, mit verlustträchtigen Geschäftsmodellen viel zu lange zu bestehen. Somit bleibt die Bedeutung von *Short-termism* eine offene Frage.

Im Übrigen betont man bei insiderdominierten Corporate-Governance-Systemen üblicherweise das Problem, die Minderheit gegen eine drohende Übervorteilung durch den kontrollierenden Aktionär zu schützen, der sich Sondervorteile verschaffen könnte, siehe nur *Bessler/Drobtz/Holler*, *Eur. Financial Management* 21 (2015), 106, 109 m. w. N.

<sup>70</sup> Überblick über wichtige Studien, die Eigentümerstrukturen von Aktiengesellschaften im internationalen Vergleich und bezogen auf Deutschland untersuchen, bei *Ampenberger*, *Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen*, 2010, S. 211–214 mit verbaler und tabellarischer Darstellung.

<sup>71</sup> *Mullins/Wadhvani*, *Euro. Econ. Rev.* 33 (1989), 939 ff., mit Bezug zur Debatte um myopische Aktienmärkte a. a. O., S. 944, 951.

<sup>72</sup> *Coates/Davis/Stacey*, *Manage. Acc. Res.* 6 (1995), 125, die in einer Studie von 15 multinationalen Gesellschaften aus dem verarbeitenden Gewerbe (*manufacturing sector*, insbesondere Technik/Konstruktion, Chemie, Automobilbau, Flugzeugbau) aus dem Vereinigten Königreich, den USA und Deutschland gewisse Indizien dafür finden, dass die deutschen Gesellschaften weniger kurzfristige Vergütungsmaße der Manager einsetzten. Allerdings bleibt dabei unklar, ob und welche Gesellschaften börsennotiert waren und wie die Eigentümerstruktur dieser Gesellschaften beschaffen war.

<sup>73</sup> So ergab eine Studienreihe, dass Investitionen auf Firmenebene in Japan nur dann von der Liquidität (Cashflow) beeinflusst wurden, wenn die betreffende Firma keine langfristige Beziehung zu einer Bank unterhielt oder nicht zu einer Unternehmensgruppe (Keiretsu) gehörte, nicht hingegen, sofern dies der Fall war. Die Autoren interpretieren diesen Befund dahingehend, dass Banken mit großer Aktienbeteiligung an Gesellschaften diese enger überwachen können als außenstehende Investoren und dass die Position der Banken das Problem asymmetrischer Information abmildert, welches bei der Aufnahme externer Gelder auftritt (im Einzelnen *Hoshi/Kashyap/Scharfstein*, *QJE* 106 (1991), 33 [Vergleich des Investitionsverhaltens unterschiedlicher Firmen innerhalb einer Periode]; *dies.*, in: Hubbard (Hrsg.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, 1990, S. 105 ff. [Investitionsverhalten derselben Firmen über verschiedene Perioden vor und nach einer Deregulierung], *dies.*, *J. Fin. Ec.* 27 (1990), 67 ff. [Investitionsverhalten von Firmen mit angespannter Finanzlage mit und ohne enge Beziehungen zu einer Bank bzw. Einbindung in eine Unternehmensgruppe]; aus der Literatur zur Corporate-Governance-Systemvergleichung dazu *Hall*, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), 110, 137 f.; ähnliche Argumentation bei *Stulz*, *Eur. Financial Management* 2 (1996), 11, 18, der argumentiert, dass die Kombination aus einer hohen Verschuldung von Aktiengesellschaften gegenüber Banken in Japan und einer substantiellen Aktienbeteiligung der Banken besonders gut geeignet sei, Agency-Probleme einzudämmen, und deshalb niedrige Kapitalkosten gewährleiste).

Ferner haben Studien allgemein länderspezifische Unterschiede bei dem Zusammenhang zwischen einer Beteiligung bestimmter institutioneller Investoren und Investitionen in Forschung & Entwicklung sowie deren Produktivität ermittelt, allerdings ohne Anzeichen für eine kurzfristige Orientierung bei angloamerikanischen Ländern.<sup>74</sup> In ähnlicher Weise liegen länderspezifische Unterschiede bei dem Zusammenhang zwischen (langfristigen) Investitionen in Forschung & Entwicklung und der Managervergütung nahe, wenn man bedenkt, dass die typische Eigentümerstruktur in angloamerikanischen Ländern anders ausfällt als in Europa.<sup>75</sup>

Daneben legt das Konzept von *Hofstede* eine besondere angloamerikanische Affinität zu *Short-termism* nahe, indem es langfristige Orientierung als ein Element der kulturellen Unterschiede zwischen Nationen aufführt und angloamerikanische Länder auf der kurzfristigen Seite einordnet. Auch dies ist allerdings nicht ohne Kritik geblieben<sup>76</sup> und musste zudem von *Hofstede* später eingeschränkt werden, als sich die zugrunde liegenden Prämissen als brüchig erwiesen.<sup>77</sup>

In neuerer Zeit verweisen Stimmen aus dem Vereinigten Königreich auf eine überdurchschnittliche Innovationsleistung Deutschlands gemäß aktuellen Indikatoren der Europäischen Kommission.<sup>78</sup> Damit aktualisieren sie eine entsprechende Argumentation aus der angloamerikanischen Debatte der 1980er und 1990er Jahre. Bei genauerem Hinsehen untermauern die gegenwärtigen Indikatoren die These von *Short-termism* als angloamerikanischem Phänomen allerdings nur teilweise: Zwar führen innerhalb der EU in der Tat beständig die nordischen Länder das Innovationsranking an. Großbritannien hat sich allerdings jüngst stark verbessert und vor Deutschland geschoben.<sup>79</sup> Zudem schneiden angloamerikanische Staaten international bei übergreifender Betrachtung keineswegs schlecht ab, eher im Gegenteil.<sup>80</sup>

<sup>74</sup> In diesem Sinne etwa für die USA und Japan *Lee/O'Neill*, *Academy of Management Journal* 46 (2003), 212 ff., die in Anbetracht kultureller und institutioneller Unterschiede sowie von Pfadabhängigkeiten für die USA als Erklärungsmodell die Agency-Theorie, und für Japan die Stewardship-Theorie vorschlagen und dies mit einer Studie untermauern, dabei aber keine Belege dafür finden, dass von einer Anlagenkonzentration bei US-Fondsmanagern kurzfristiger Druck auf Unternehmensmanager ausgeht; kurze Besprechung bei *Daily/Dalton/Rajagopalan*, *Academy of Management Journal* 46 (2003), 151, 154; weiterhin *Lee*, *Manage. Decis. Econ.* 26 (2005), 39 ff.

<sup>75</sup> Vgl. dazu *Gomez-Mejia/Larrazza-Kintana/Makri*, *Academy of Management Journal* 46 (2003), 226, 229, 232–234, die bezogen auf die USA ermitteln, dass eine steigende F&E-Intensität bei CEOs, die Mitglieder der Eigentümerfamilie sind, mit einem geringeren Anstieg der Vergütung einhergeht als bei professionellen Managern.

<sup>76</sup> Siehe die Nachweise in Fn. 422 auf S. 138 sowie zu diesem Konzept im Kontext der *Short-termism*-Debatte den dazugehörigen Abschnitt 2. Teil, § 1 I.3.d), S. 130 ff.

<sup>77</sup> Vgl. 2. Teil, § 1 I.3.d), S. 130 ff. und die dort genannten Nachweise.

<sup>78</sup> Siehe *Hughes*, *Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK*, December 2013, S. 29–31.

<sup>79</sup> Deutschland schneidet hier typischerweise sehr gut ab, das Vereinigte Königreich lag zunächst im oberen Mittelfeld, hat sich aber jüngst stark verbessert, siehe *Hollanders/Es-Sadki*, *Innovation Union Scoreboard*, 2014, S. 5, 11 (Deutschland Rang drei, Vereinigtes Königreich Rang acht; Rang eins, zwei und vier Schweden, Dänemark und Finnland), *dies.*, *European Innovation Scoreboard*, 2017, S. 6, 14 (Deutschland Rang sechs, Vereinigtes Königreich Rang fünf; Rang eins bis drei Schweden, Dänemark und Finnland).

<sup>80</sup> Siehe *Hollanders/Es-Sadki*, *Innovation Union Scoreboard*, 2014, S. 29 (Spitzenrang Südkorea, sodann in absteigender Reihenfolge die USA, Japan, die EU, Kanada und Australien); *dies.*, *European Innovation Scoreboard*, 2017, S. 27 (Spitzenrang Südkorea, sodann in absteigender Reihenfolge Kanada, Australien, Japan, die USA und die EU). Zur Messung von Innovationsleistung siehe auch *Europäische Kommission*, *Mitteilung Messung der Innovationsleistung in Europa: ein neuer Indikator*, 13.09.2013,

## c) Die herkömmliche Bewertung des deutschen Systems

Die herkömmlich positive Bewertung des deutschen Corporate-Governance-Systems unter dem Gesichtspunkt kurzfristiger versus langfristiger Orientierung ist von der weiteren Frage zu trennen, ob dieser Vorteil mit anderen, gegebenenfalls überwiegenden Nachteilen erkaufte wird. Hinter der positiven Sicht auf das deutsche Modell in der Ideengeschichte der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte steht letztlich der Gedanke, dass konzentrierte Eigentümerschaft Informationsasymmetrien und Trittbrettfahrerprobleme überwindet, wie sie bei einem gestreuten Aktionariat auftreten, und daher insoweit zu besserer Corporate Governance und Kontrolle führt. Allerdings verbindet man mit *insider systems* herkömmlich Defizite bei dem Schutz von Minderheitsaktionären, also dem Bemühen, Kontrollaktionäre daran zu hindern, sich private Vorteile zulasten der Unternehmenseffizienz zu verschaffen.<sup>81</sup> In die gleiche Richtung geht eine Stellungnahme von *Theodor Baums* Anfang der 1990er Jahre, die rechtsordnungsspezifische Merkmale des Aktienmarktes mit Besonderheiten des Aktienrechts verband: *Baums* bescheinigte dem deutschen System im Ausgangspunkt, eine langfristige Perspektive der Unternehmensleitung zu fördern, weil der Vorstand auf fünf Jahre gewählt und nicht grundlos abberufen werden kann und weil die Aktienbeteiligungen sowie Depotstimmrechte der Banken sicherstellten, dass Ansprechpartner für das Management selbst dann unverändert bleiben, wenn die zugrunde liegenden Aktien gehandelt werden. Dies ermöglichte es, langfristige Projekte zu diskutieren und zu erklären.<sup>82</sup> Andererseits könnten die Banken als Gläubiger vergleichsweise weniger profitable Projekte bevorzugen<sup>83</sup> – den gleichen Einwand hat die zeitgenössische Literatur gegen das japanische System gerichtet.<sup>84</sup> Darüber hinaus kann Bankenfinanzierung aus verschiedenen Gründen teurer sein als eine Finanzierung am Kapitalmarkt.<sup>85</sup> Vor diesem Hintergrund sah *Baums* keine eindeutige Antwort darauf, welches der betrachteten Governance-Systeme langfristige Investitionen mit höheren Barwerten fördere anstatt sie zu behindern.<sup>86</sup> Das stimmt mit der allgemeinen Erkenntnis überein, dass sich bestimmte erwünschte Ziele mit verschiedenen Governance-Mechanismen erreichen lassen, die in einer Substitutionsbeziehung stehen.<sup>87</sup>

Im theoretischen Ausgangspunkt ist *Baums'* Argumentation grundsätzlich weiter gültig. Eine andere Frage ist, inwieweit sich der rechtstatsächliche Rahmen, welcher der

---

wo Deutschland auf Rang drei liegt und das Vereinigte Königreich auf Rang neun, die Spitzenplätze gehen an Japan und Schweden (a. a. O., S. 6).

<sup>81</sup> Allgemein *Pott/Tebben/Watrin*, *J. Manag. Gov.* 18 (2014), 505, 513; *Achleitner/Betzer/Gider*, *Eur. Financial Management* 16 (2010), 805, 807. Siehe auch *Muller-Kahle*, *J. Manag. Gov.* 19 (2015), 71 ff., die für die USA und das Vereinigte Königreich ermittelt, dass nicht alle dominanten Eigentümer ähnliche Kontrolleffekte bewirken und dass dominierende Anteilseigner mit Interessenkonflikten durch anderweitige Geschäftsbeziehungen mit einem Abschlag auf den Unternehmenswert einhergehen.

<sup>82</sup> *Baums*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 151, 180–182.

<sup>83</sup> *Ders.*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 151, 182.

<sup>84</sup> *Hoshi/Kashyap/Scharfstein*, in: Hubbard (Hrsg.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, 1990, S. 105, 122.

<sup>85</sup> *Dies.*, in: Hubbard (Hrsg.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, 1990, S. 105, 122 weisen hierzu auf regulatorische Vorgaben sowie darauf, dass Banken-Darlehen typischerweise weniger liquide sind als öffentlich gehandelte Anleihen.

<sup>86</sup> *Baums*, in: Prentice (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance*, 1993, S. 151, 182.

<sup>87</sup> Siehe etwa zur Substitutionsbeziehung zwischen der Qualität der zwingenden Unternehmensberichterstattung und Insider-Aktieneigentum (*inside ownership*, gemessen als Direktoren- und Blockholder-Beteiligung [ $> 5\%$ ]) für eine Senkung der Kapitalkosten *Core/Hail/Verdi*, *Eur. Acc. Rev.* 24 (2014), 1 ff.).

herkömmlichen Sichtweise zugrunde liegt, mittlerweile stark gewandelt hat und daher eine Neubewertung erforderlich macht.

## 2. *Short-termism als allgemeines Corporate-Governance-Problem*

### a) *Struktur des Aktionariats*

Schon Anfang der 1990er Jahre bemerkten die Protagonisten der angloamerikanischen Debatte, dass eine wesentliche argumentative Grundlage für die positive Sicht auf das deutsche Modell zu erodieren begonnen hatte: Der zunehmende Wettbewerb der (Fremd-) Kapitalgeber im Zuge der Globalisierung lockerte die herkömmlich enge Verbindung zwischen großen Unternehmen und Universalbanken. Zugleich verlor deren Überwachungs-macht mit dem Depotstimmrecht schrittweise an Bedeutung.<sup>88</sup> Dieser Trend verstärkte sich später und mündete in die Auflösung der traditionellen „Deutschland AG“.<sup>89</sup> Die Einführung des Euro ließ den deutschen Kapitalmarkt erheblich wachsen und führte ihn stärker mit dem europäischen und globalen Finanzmarkt zusammen. Die deutschen Banken passten daher ihr Geschäftsmodell an, indem sie das Investmentbanking stärkten. Zudem gewährte die Bundesregierung Banken und anderen Unternehmen zum Jahresbeginn 2002 erhebliche Steueranreize zum Abbau ihrer Aktienbeteiligungen, die verbreitet genutzt wurden. Hierdurch strömte ausländisches Kapital ein und die eng verflochtene Aktionärsstruktur löste sich. Für aktivistische Investoren wurde es dadurch aussichtsreicher, ihre Forderungen an börsennotierte Unternehmen heranzutragen. Hinzu kamen diverse Legislativmaßnahmen, die Restrukturierungen erleichterten und Hindernisse für einen Markt für Unternehmenskontrolle abbauten (unter anderem das Umwandlungsgesetz, das Wertpapierübernahmegesetz<sup>90</sup> sowie das KonTraG<sup>91</sup>), sowie intensive Bemühungen auf europäischer Ebene, einen unionsweiten Kapitalmarkt voranzubringen (unter anderem die Übernahmerichtlinie<sup>92</sup> und die Aktionärsrechterichtlinie).<sup>93</sup>

Im Zuge dieser Entwicklung ist in den DAX 30 die durchschnittliche Größe eines Aktienpakets deutlich gesunken, von 28,89 % im Jahr 2001 auf 17,91 % im Jahr 2014. Zugleich ist der Abstand zwischen dem größten und dem zweitgrößten Block in einer Gesellschaft von durchschnittlich 44,31 % auf 25,27 % zusammengeschmolzen. Umgekehrt ist der Streubesitz von 2001 bis 2009 von 64,5 % auf 82,6 % gestiegen.<sup>94</sup>

Parallel dazu haben ausländische Investoren ihren Gesamtanteil an den im DAX 30 enthaltenen Aktien von 36 % im Jahr 2001 auf 54 % im Jahr 2014 ausgebaut.<sup>95</sup> Der mit

<sup>88</sup> *Coffee*, 91 Colum. L. Rev. 1277, 1304–1306, 1312 (1991); ihm folgend *Parkinson*, *Corporate power and responsibility*, 1994, S. 151.

<sup>89</sup> Dazu bereits 2. Teil, § 2 V.2.a), S. 358 f., Text bei und Nachweise in Fn. 655 auf S. 359, 656 auf S. 359.

<sup>90</sup> Zu dem damit verknüpften Strang der *Short-termism*-Debatte vgl. 2. Teil, § 2 III.1., S. 327 ff.

<sup>91</sup> Zu dem damit verknüpften Strang der *Short-termism*-Debatte vgl. 2. Teil, § 2 IV., S. 347 ff.

<sup>92</sup> Zu dem damit verknüpften Strang der *Short-termism*-Debatte vgl. 2. Teil, § 2 III.2., S. 337 ff.

<sup>93</sup> Zum Ganzen *Ringe*, 63 Am. J. Comp. L. 493, 517–524 (2015); *Bessler/Drobetz/Holler*, *Eur. Financial Management* 21 (2015), 106, 107–110; *Ampenberger*, *Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen*, 2010, S. 90–98; speziell zur Veränderung der Rolle der Banken auch *von Hein*, *Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland*, 2008, S. 383–395, der als weiteres Motiv noch die Vermeidung von Reputationsverlusten durch Skandale bei den Unternehmen auführt, an denen Banken nennenswerte Beteiligungen hielten.

<sup>94</sup> *Ringe*, 63 Am. J. Comp. L. 493, 509 (2015).

<sup>95</sup> *Sommer*, *Handelsblatt* vom 26.–28.09.2014, 60. Der Anteil bei einzelnen DAX-Konzernen fällt dabei sehr unterschiedlich aus. Während die Deutsche Börse zu 84 % und Adidas zu 74 % in der Hand

Abstand größte DAX-Investor war 2015 mit 6 % des Streubesitzes die US-amerikanische BlackRock-Gruppe,<sup>96</sup> gefolgt vom norwegischen Staatsfonds mit einem etwa halb so großen Anteil sowie der französischen Fondsgesellschaft Lyxor.<sup>97</sup> In Einzelfällen nehmen diese Aktionäre auch erkennbar Einfluss.<sup>98</sup> Vor allem aber treten in den letzten Jahren bei großen börsennotierten Gesellschaften zunehmend ausländische aktivistische Aktionäre und Investoren auf den Plan.<sup>99</sup> Ihre Durchschlagskraft hat sich stark erhöht, auch weil es den Aktivisten häufiger gelungen ist, institutionelle Anleger, Family Offices oder Private-Equity-Investoren für ihre Anliegen zu gewinnen.<sup>100</sup> Eine maßgebliche Rolle spielen dabei die – angloamerikanischen – Stimmrechtsberater ISS und Glass Lewis, deren Germany Policy Guidelines insbesondere ausländische institutionelle Investoren oft folgen.<sup>101</sup>

In den unteren Marktsegmenten ist diese Entwicklung ebenfalls zu verzeichnen, wenngleich sie dort etwas weniger ausgeprägt und empirisch schwieriger zu fassen ist:

Zum einen ist die Aktienkonzentration deutlich zurückgegangen. Eine Längsschnittuntersuchung aller Unternehmen mit mindestens einjähriger Zugehörigkeit zum CDAX (Composite DAX) ergab, dass der durchschnittliche Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs von 55,1 % im Jahr 1995 auf 40,5 % im Jahr 2006 sank, während der Streubesitzanteil von 32 % auf 44 % anstieg.<sup>102</sup> Durch diesen Effekt hat sich zugleich – wovon man sich nicht irreleiten lassen darf – die durchschnittliche Anzahl der Paketaktionäre pro Gesellschaft erhöht: Weil die Größe der Blöcke abgenommen hat, hat ihre Anzahl zugenommen, und es bestehen nun öfter mehrere nebeneinander. Dementsprechend fiel der Anteil der Gesellschaften mit nur einem Paketaktionär von 51 % auf 28 %, <sup>103</sup> und das Gewicht einzelner Paketaktionäre ging zurück: Während 1995 noch 27 % der Unternehmen einen Paketaktionär mit qualifizierter Mehrheit, 65 % einen mit einfacher Mehrheit und 88 % zumindest einen Paketaktionär mit Sperrminorität hatten, waren diese Werte 2006 auf 18 %, 38 % und 67 % gesunken.<sup>104</sup>

Zum anderen ist auch der Aufstieg ausländischer Investoren über die DAX 30 hinaus evident: So ermittelte eine Studie mit einer Stichprobe von 242 deutschen börsennotier-

---

ausländischer Investoren ist, halten ausländische Investoren an Merck lediglich 24 % und an BMW 35 % (*ders.*, Handelsblatt vom 26.–28.09.2014, 60, 62 f.). 2013 lag der Anteil ausländischer Investoren mit 55 % noch etwas höher, siehe *Fassbach*, Der Aufsichtsrat 2014, 144.

<sup>96</sup> O. A., Handelsblatt vom 05.–07.07.2015, 40, 41.

<sup>97</sup> O. A., Handelsblatt vom 05.–07.07.2015, 40 f.

<sup>98</sup> *Fassbach*, Der Aufsichtsrat 2014, 144.

<sup>99</sup> *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 49–51, 53 mit zahlreichen Beispielen; *Schockenhoff*, ZIP 2017, 1785, 1785 f. mit einzelnen Beispielen; *Kocher*, DB 2016, 2887; *Wettich*, AG 2017, 60, 64.

<sup>100</sup> *Schockenhoff*, ZIP 2017, 1785.

<sup>101</sup> *Wettich*, AG 2017, 60, 64.

<sup>102</sup> *Ampenberger*, Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen, 2010, S. 215 f., 222; qualitativ ähnliche Ergebnisse ermittelt *Ampenberger* (a. a. O.) für weitere Konzentrationsmaße (Stimmrechtsanteil der drei größten Aktionäre, Herfindahl-Index) sowie in einer Teilstichprobe, die Unternehmen des Neuen Marktes ausklammert.

<sup>103</sup> *Ders.*, Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen, 2010, S. 217 f.; im Ergebnis übereinstimmend die Studie *Engelen*, J. Manag. Gov. 19 (2015), 927, 943, 945, 955, der in seiner Stichprobe basierend auf den 149 deutschen Aktiengesellschaften, die im Zeitraum von 2006 bis 2010 an der Frankfurter Börse gehandelt wurden, ebenfalls eine leichte Zunahme des Anteils von Paketaktionären mit einem Anteil von mindestens 25 % ermittelt (51 % im Jahr 2006, 55 % im Jahr 2010; dabei blieb der Anteil nicht traditioneller Paketaktionäre [keine Familie, kein strategischer Investor, keine Bank] nahezu konstant).

<sup>104</sup> *Ampenberger*, Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen, 2010, S. 219 f.

ten Aktiengesellschaften, dass ausländische Investoren ihren Anteil an relativ großen Stimmrechtspaketen (> 5 %) von knapp über 10 % im Jahr 1999 auf 30 % im Jahr 2007 fast verdreifachten.<sup>105</sup> Der Anteil der Gesellschaften mit mindestens einem großen ausländischen Anteilseigner stieg von knapp unter 20 % auf knapp über 40 %, <sup>106</sup> und jener der Gesellschaften mit einem ausländischen Kontrollaktionär von unter 5 % auf über 25 %.<sup>107</sup> Deutschland erwies sich damit in der Studie als das einzige der betrachteten sechs europäischen Länder, in dem ausländische Aktionäre im Schnitt eine größere Stimmrechtsmacht erlangt hatten als inländische.<sup>108</sup>

Richtet man den Blick darauf, welche ausländischen Investoren sich besonders stark in Deutschland engagieren, zeigen sich Unterschiede je nach Beteiligungsform:

Bei der Übernahme wesentlicher Beteiligungen und von Kontrollbeteiligungen haben strategische Investoren die mit Abstand größte Bedeutung. Erst mit einigem Abstand folgen, in etwa gleichauf liegend, Investmentfonds, Banken, Hedgefonds und Private-Equity-Fonds. Zuvor hatten die beiden Letztgenannten den zweiten Platz innegehabt und damit die Heuschreckendebatte um kurzfristige Orientierung<sup>109</sup> ausgelöst.<sup>110</sup>

Stellt man hingegen auf den erworbenen Anteil am deutschen Aktienmarkt ab, liegen Investmentfonds und Pensionsfonds auch in den unteren Segmenten vorne.<sup>111</sup> Im MDAX gehörten 2015 83 % der von institutionellen Investoren gehaltenen Aktien ausländischen Aktionären, im SDAX 75 % und im TecDAX 72 %, wobei der norwegische Staatsfonds bedeutendster Einzelinvestor war.<sup>112</sup>

All dies muss nicht zu einem vorschnellen Abgesang auf die traditionell stabilen Verflechtungen zwischen Unternehmen und Banken in Deutschland<sup>113</sup> oder auf die Spezifika

<sup>105</sup> *van der Elst*, FS Hopt, 2010, S. 629, 633 f. Hingegen kann *Ampenberger*, Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen, 2010, S. 222 in seiner Studie keine wesentliche Zunahme des Anteils ausländischer Investoren für Unternehmen des CDAX im Zeitraum von 1995 bis 2006 feststellen, betont aber, dass dieses Ergebnis mit Vorsicht zu interpretieren sei.

<sup>106</sup> *van der Elst*, FS Hopt, 2010, S. 629, 635 f.

<sup>107</sup> *Ders.*, FS Hopt, 2010, S. 629, 639 f.

<sup>108</sup> *Ders.*, FS Hopt, 2010, S. 629, 637. Auch in anderer Hinsicht wich die Entwicklung in Deutschland von derjenigen in anderen Staaten ab, im Einzelnen *ders.*, FS Hopt, 2010, S. 629, 633 ff., zusammenfassend S. 642. Als Grund hierfür liegt die überdurchschnittlich gute Entwicklung des deutschen Aktienmarktes in den betrachteten Zeiträumen nahe, *Ringe*, 63 Am. J. Comp. L. 493, 525 f. (2015).

<sup>109</sup> Zu dieser 2. Teil, § 2 V., S. 354 ff.

<sup>110</sup> *van der Elst*, FS Hopt, 2010, S. 629, 635, 638, mit Zahlen für die Jahre 1999 und 2007. Eine starke Zunahme der Bedeutung von Private-Equity-Gesellschaften, zudem von Venture-Capital-Gesellschaften sowie von institutionellen Investoren bestätigt auch die Studie von *Ampenberger*, Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen, 2010, S. 222 bezogen auf den CDAX im Zeitraum von 1995 bis 2006 bei insgesamt eher moderaten durchschnittlichen Stimmrechtsanteilen von 2,2 % bzw. 1,3 % im Jahr 1995 und 5,2 % bzw. 5,1 % im Jahr 2006.

<sup>111</sup> *Fassbach*, Der Aufsichtsrat 2014, 144; *Ringe*, 63 Am. J. Comp. L. 493, 526 (2015), allerdings insoweit ohne Beleg.

<sup>112</sup> *Mohr*, FAZ vom 27.01.2016, 25.

<sup>113</sup> Siehe *Fiedler*, Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 46 (2005), 93, 99–106 mit beeindruckenden empirischen Angaben zur traditionell sehr stabilen Verflechtung zwischen Großunternehmen und Banken, die allerdings „nur“ den Zeitraum 1938 bis 1998 erfassen, also die jüngere Entwicklung nicht mehr abdecken; aktueller und im Ergebnis gleichsinnig aber *Engelen*, J. Manag. Gov. 19 (2015), 927, 945, der zu seiner Stichprobe basierend auf den 149 deutschen Aktiengesellschaften, die im Zeitraum von 2006 bis 2010 an der Frankfurter Börse gehandelt wurden, resümierend feststellt: „However, interpreted cautiously, there is no evidence that the traditionally influential groups have lost their grip on German companies, nor do the results imply that other forms of ownership, e. g. institutional investors, should be looked for as an alternative governance mechanism aligning the interests of management and shareholders.“

des deutschen Corporate-Governance-Systems verleiten. Wichtige Unterschiede bestehen fort: Die Anteilseignerschaft ist in Deutschland trotz des negativen Trends der letzten Jahre nach wie vor relativ konzentriert,<sup>114</sup> ähnlich wie in den meisten Staaten Kontinentaleuropas im Vergleich zu den USA und dem Vereinigten Königreich.<sup>115</sup> Banken besetzen weiterhin einen erheblichen Anteil der Aufsichtsratssitze in deutschen Unternehmen, Familieninvestoren kontrollieren nach wie vor viele kleine und mittlere Gesellschaften und in Großunternehmen sichert die Mitbestimmung den Gewerkschaften einen Einfluss auf wichtige Entscheidungen.<sup>116</sup> Vor diesem Hintergrund ist es gerechtfertigt, weiterhin davon auszugehen, dass das deutsche Corporate-Governance-System spezifisch und eigenständig charakterisiert ist.<sup>117</sup> Es kommt dem angloamerikanischen Modell heute aber jedenfalls deutlich näher als früher.<sup>118</sup>

Eine ähnliche, vielleicht noch stärker revolutionäre Entwicklung ist in Japan zu konstatieren, dem zweiten, herkömmlich als besonders langfristig gelobten Land. Dort haben ausländische Investoren ihren Aktienanteil am Nikkei 225 gar von 0 % im Jahr 1950 über 5 % im Jahr 1990 auf 26,7 % im Jahr 2010 und 32 % im Jahr 2014 hochgeschraubt. Demgegenüber ist der von Einzelpersonen gehaltene Aktienanteil dramatisch von 61,3 % im Jahr 1950 auf 20,3 % im Jahr 2010 und 17 % im Jahr 2013 zurückgegangen.<sup>119</sup> In jüngerer Zeit haben ambitionierte Reformen diese Entwicklung weiter vorangetrieben. Zu ihnen gehört der japanische Stewardship Code, der ein Produkt der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte nach Japan getragen hat.<sup>120</sup>

#### b) Übliche Amtszeit der Unternehmensleitung

Im Zusammenhang mit *Short-termism*-Erklärungen, die an Ineffizienzen des Managerarbeitsmarktes anknüpfen, habe ich herausgearbeitet, dass die Amtszeiten der Leiter der 2.500 größten börsennotierten Unternehmen vor allem in den USA und Westeuropa in den letzten Jahrzehnten einschneidend gesunken sind, sodass die Spitzenposition viel mehr als früher eine solche auf wenige Jahre ist.<sup>121</sup> Dabei werden CEOs, die im Branchenvergleich eine besonders niedrige Rendite erwirtschaften, häufiger zur Aufgabe gezwungen. Insgesamt überwiegen gleichwohl nach wie vor längere interne Karrierewege bis zur Spitze, die allerdings durch zunehmende externe Besetzungen an Bedeutung verlieren.

Interessanterweise scheint der Anteil der übernahmebedingten CEO-Wechsel in Großunternehmen in Nordamerika und Westeuropa praktisch identisch (2,4 % vs. 2,2 % der CEOs). Der Anteil erzwungener Wechsel war in Westeuropa sogar deutlich höher als in Nordamerika (4,1 % zu 1,6 % der CEOs).<sup>122</sup> Letzteres könnte zumindest in Teilen Aus-

<sup>114</sup> Ringe, 63 Am. J. Comp. L. 493, 509, 516 f. (2015); Tuschke/Luber, in: Rasheed/Yoshikawa (Hrsg.), *The Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*, 2012, S. 75, 81; Ampenberger, *Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen*, 2010, S. 216.

<sup>115</sup> Strine, Jr., 89 Southern Cal. L. Rev. 1239, 1254 f. (2016).

<sup>116</sup> Bessler/Drobetz/Holler, Eur. Financial Management 21 (2015), 106, 110; zur geringen Betroffenheit kleiner und mittlerer Unternehmen von den Änderungen auch Beck/Scherrer, in: Wullweber/Graf/Behrens (Hrsg.), *Theorien der Internationalen Politischen Ökonomie*, 2014, S. 151, 157 f.

<sup>117</sup> Engelen, J. Manag. Gov. 19 (2015), 927, 929.

<sup>118</sup> Bessler/Drobetz/Holler, Eur. Financial Management 21 (2015), 106, 110.

<sup>119</sup> Näher Seki/Clarke, 37 Seattle U. L. Rev. 717, 723–728 (2014); Lee, EBOR 18 (2017), 761, 763 f.

<sup>120</sup> Dazu 4. Teil, § 8 II.3. c)aa), S. 987 ff.

<sup>121</sup> Dazu 3. Teil, § 2 V.1. d), S. 442 ff.

<sup>122</sup> Favaro/Karlsson/Neilson, *The 2013 Chief Executive Study*, 2014, S. 9.

druck unterschiedlicher Regelungen zu Bestelldauer und Abberufung von Vorständen bzw. Verwaltungsratsmitgliedern sein.<sup>123</sup> Bedenkt man die nahezu identischen Fluktuationsraten, dürfte hierin aber eher nicht der alleinige Grund liegen. Schon eine Studie mit Daten aus den 1980er Jahren ergab, dass deutsche Vorstände und Aufsichtsräte in ähnlicher Weise wie Mitglieder des *management* bzw. *supervisory board* in den USA in Abhängigkeit von schlechten Aktienrenditen bzw. Verlusten ersetzt wurden.<sup>124</sup>

Ergänzend ist zu bedenken, dass das Phänomen der Unternehmensübernahmen in Deutschland vorrangig die eigentümerorientierten und weniger die börsennotierten Unternehmen betrifft. Dadurch kommt die Funktion des – in Deutschland nach wie vor weniger ausgeprägten – Marktes für Unternehmenskontrolle insoweit in geringerem Maße zum Tragen, weil ein Mehrheitsaktionär ohnehin stets die Leitung austauschen kann.<sup>125</sup>

<sup>123</sup> In Deutschland kann ein Vorstand für bis zu fünf Jahre bestellt werden (§ 84 I 1 AktG), dafür ist aber im Grunde jederzeit eine Abberufung bei Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung möglich, den § 84 III 2 Var. 3 AktG grundsätzlich als wichtigen Grund anerkennt. Diese leichte Abberufbarkeit ist typisch für Europa. In Westeuropa ist als Grundregel – wenn auch teilweise erheblich aufgeweicht – eine freie Abberufung von Vorständen/Verwaltungsratsmitgliedern zulässig, siehe eingehend *Cools*, ECFR 8 (2011), 199, 206 ff. (Kontinentaleuropa), 229 f. (England seit 1948).

Demgegenüber werden Verwaltungsratsmitglieder in den USA im Grundsatz nur auf ein Jahr bestellt (siehe § 211(b) DGCL; *Cohen/Wang*, J. Fin. Ec. 110 (2013), 627, 629; *Cheffins*, 40 Del. J. Corp. L. 1, 66 (2015)). Dafür können jedenfalls in dem gesellschaftsrechtlich führenden Staat Delaware Direktoren standardmäßig aber nur aus einem besonderen Grund abberufen werden (*Strine, Jr.*, 89 Southern Cal. L. Rev. 1239, 1274 (2016)). Allerdings kann die Satzung (*bylaw* oder *charter*) die Direktoren in Klassen einteilen, die gestaffelt ernannt und gewählt werden (*staggered boards*, § 141(d) DGCL). Werden, wie typischerweise, drei Klassen gebildet, kann das Board somit grundsätzlich erst nach drei Jahren vollständig ausgetauscht werden (*Cheffins*, 40 Del. J. Corp. L. 1, 66–68 (2015)), auch zu der Notwendigkeit, dies durch weitere Regelungen gegen Umgehung abzusichern). *Staggered boards* waren herkömmlich häufig (*Cools*, ECFR 8 (2011), 199, 206, 232). In jüngster Zeit lehnen institutionelle Investoren diese Gestaltung aber meist entschieden ab, mit der Folge, dass sie stark im Rückzug begriffen ist (*Cohen/Wang*, J. Fin. Ec. 110 (2013), 627, 628) und nur noch bei einer Minderheit der S&P 1500-Unternehmen praktiziert wird (dazu *Strine, Jr.*, 4 Harv. Bus. L. Rev. 235, 240 Fn. 17 m.w.N. (2014)). Während 1998 58 % der S&P 1500 ein *staggered board* hatten, waren es 2014 nur noch weniger als 10 %, bei weiter abnehmender Tendenz (*ders.*, 89 Southern Cal. L. Rev. 1239, 1268 (2016)). Bei kleineren börsennotierten Gesellschaften ist der Trend aber deutlich schwächer. Zudem sind *classified boards* bei Unternehmen, die einen IPO durchführen, nach wie vor verbreitet. So ermittelt *Schwartz*, 5 Harv. Bus. L. Rev. 237, 245, 248 (2015), dass 89 % der Unternehmen, die zwischen Oktober 2013 und März 2014 an die Börse gingen und dem Recht Delawares unterstanden (81 Gesellschaften insgesamt), ein *classified board* hatten, 83 % in Kombination mit anderen Beschränkungen als sog. *effective staggered board* sowie 84 % einen *poison pill/shareholder rights plan*.

Eine weitere Erschwerung der Abberufung in den USA im Vergleich zu Kontinentaleuropa wird auf die jeweiligen Initiativrechte der Aktionäre in Verbindung mit den Wahl- bzw. Abstimmungsverfahren gestützt, siehe *Cools*, 30 Del. J. Corp. L. 697, 745–750 (2005); kritisch dazu aber *Strine, Jr.*, 89 Southern Cal. L. Rev. 1239, 1261 ff. (2016) mit Blick auf die praktische Bedeutung; ferner *ders.*, 4 Harv. Bus. L. Rev. 235, 240 m.w.N. in Fn. 18 (2014), der ausführt, dass die typische Reaktion eines Boards, das sich *withhold campaigns*, *proxy contests* oder anderen aktivistischen Kampagnen gegenübersteht, darin bestehe, einem Kompromiss zuzustimmen, oftmals vorab im Rahmen eines Vergleichs.

<sup>124</sup> *Kaplan*, J. L. Econ. & Org. 10 (1994), 142 ff. (für einen Abriss der Studie siehe bereits Fn. 420 auf S. 138). Ob es dabei stets gelingt, marktweite Entwicklungen von der Verantwortlichkeit eines bestimmten Verwaltungsrates zu trennen, ist eine andere Frage. Die Untersuchung von *Jenter/Kanaan*, J. Fin. 70 (2015), 2155 ff. von 3.365 CEO-Wechsels bei börsennotierten US-Aktiengesellschaften aus dem Zeitraum 1993 bis 2009 ergab, dass dies zu einem gewichtigen Teil nicht der Fall ist. Aus dem Ergebnis der Studie, dass CEOs in einer Rezession mit höherer Wahrscheinlichkeit entlassen werden, folgt, dass sich die Zeithorizonte von CEOs in einer Rezession verkürzen, wodurch CEOs angehalten werden, zu Strategien zu wechseln, die eine kurzfristige Gewinnsteigerung versprechen (a. a. O., S. 2158).

<sup>125</sup> *Rudolph*, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, 2006, S. 573.

## c) Vergütungspraktiken

Bei der Vergütung der Geschäftsleitung sprechen im Ausgangspunkt zwei Umstände für erhebliche fortbestehende Unterschiede zwischen den Rechtskreisen:

Erstens zeigen Studien der Beratungsgesellschaft Strategy&, dass selbst bei den 2.500 größten börsennotierten Unternehmen nur eine Minderheit der Spitzenmanager international wechselt, sodass nur eingeschränkt von einem globalen Arbeitsmarkt für Manager die Rede sein kann.<sup>126</sup> Die Bereitschaft zu internationaler Anstellung ist den Studien zufolge zwar bei den betrachteten großen westeuropäischen Unternehmen vergleichsweise hoch, kommt aber vorrangig Kandidaten aus anderen europäischen Ländern zugute.<sup>127</sup> Bei kleineren Aktiengesellschaften dürfte der Managerarbeitsmarkt erst recht national geprägt sein.<sup>128</sup>

Zweitens bedingt das deutsche dualistische System mit Vorstand und Aufsichtsrat, wobei letzterer ursprünglich als Ehren- oder Nebenamt mit reiner Aufwandsentschädigung verstanden wurde,<sup>129</sup> dass die Vergütungspraxis im angloamerikanischen monistischen System nicht ohne Weiteres übertragbar ist, ebenso wenig wie darauf bezogene Studien.<sup>130</sup> Die viel diskutierte funktionale Konvergenz des monistischen und dualistischen Systems<sup>131</sup> sowie die zunehmende Professionalisierung des Aufsichtsrates<sup>132</sup> haben die Unterschiede allerdings verringert.

Demgegenüber legen – neben den erwähnten Faktoren Konvergenz und Professionalisierung – die Internationalisierung des deutschen Kapitalmarktes und der Einzug ausländischer, insbesondere angloamerikanischer Investoren nahe, dass sich auch die Managervergütung bei international kapitalmarktorientierten deutschen Unternehmen der angloamerikanischen Praxis angleicht. Tatsächlich entspricht es einer verbreiteten

<sup>126</sup> Pointiert Favaro/Karlsson/Neilson, *strategy+business* 75 (2014), 1, 7; *dies.*, The 2013 Chief Executive Study, 2014, S. 10: „the ‘global CEO’ is more mythical than real.“

<sup>127</sup> Aguirre/Karlsson/Neilson, *strategy+business* 83 (2016), 1, 4: „Despite the increasingly global nature of business, companies continued to favor hiring CEOs from the country and region in which the company was headquartered. Only 17 percent of incoming CEOs in 2015 hailed from a different country. This close-to-home trend was particularly visible in Japan (where only 3 percent of new CEOs came from another country) and China (6 percent). Western European countries were most likely to hire a foreign CEO, with 19 percent coming from a different country within Europe and an additional 11 percent coming from a different region. Globally, 72 percent of incoming CEOs had never worked in another region.“

<sup>128</sup> Hierfür spricht, dass sich die Vorstandsvergütung in Deutschland zwischen 1976 und 2005 bei den 100 größten Aktiengesellschaften hinsichtlich Steigerungsrate und Höhe weitgehend von derjenigen kleinerer Aktiengesellschaften abgekoppelt hat, siehe Stenzel, *Rechtliche und empirische Aspekte der Vorstandsvergütung*, 2012, S. 177 f. (jährliche Steigerungsrate von 7,45 % bei den 100 größten Unternehmen, im Übrigen jährlicher Zuwachs von 4,15 %, etwa parallel zur allgemeinen Lohnentwicklung; „Riesengehälter“ werden allenfalls in den größten Unternehmen gezahlt).

<sup>129</sup> Velte, *ZCG* 2016, 115; zum Standpunkt des AktG 1965 Vetter, in: Fleischer/Koch/Kropff u. a. (Hrsg.), *50 Jahre Aktiengesetz*, 2016, S. 103, 144.

<sup>130</sup> Velte, *ZCG* 2016, 115, 117.

<sup>131</sup> Dazu speziell hinsichtlich der Annäherung des Board- und Aufsichtsratssystems von Hein, *Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland*, 2008, S. 42–43 mit differenzierender Beurteilung, zudem a. a. O., S. 259–261 zu Unterschieden durch die Mitbestimmung; in größerem Zusammenhang eingehend zu dieser Debatte Sudarsanam/Broadhurst, *J. Manag. Gov.* 16 (2012), 235, 236–249.

<sup>132</sup> Eingehend mit Bezug auf die Änderungen des DCGK im Jahr 2015, die vor allem eine weitere Professionalisierung des Aufsichtsrates betrafen, Rubner/Fischer, *NZG* 2015, 782 ff.; übergreifend mit Blick auf Qualifikation, haupt- oder nebenberuflicher Amtsausübung und Vergütung Vetter, in: Fleischer/Koch/Kropff u. a. (Hrsg.), *50 Jahre Aktiengesetz*, 2016, S. 103, 139–151.

Wahrnehmung, dass dies seit Längerem der Fall ist. So hat die deutsche Wirtschaft namhaften Stimmen zufolge bereits in den 1980er Jahren Anleihen bei der „angelsächsische[n] Bonuskultur“ genommen, die eine möglichst hohe variable Vergütung propagierte.<sup>133</sup> Zudem ist die Vorstandsvergütung bei den größten deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften nominal sowie im Verhältnis zur Lohnentwicklung deutlich gestiegen, auch wenn das Verhältnis zum EBIT in den letzten Jahren konstant blieb.<sup>134</sup> Hierin mag man ein (weiteres) Heranrücken an angloamerikanische Verhältnisse sehen,<sup>135</sup> die für besonders hohe Vergütungen bekannt sind.<sup>136</sup> Dabei gibt es gewisse empirische Indizien, dass der Anstieg zumindest teilweise auf Prinzipal-Agenten-Problemen zwischen Vorständen und Aktionären beruht.<sup>137</sup>

In der Tat entsprach eine gewisse Annäherung an angloamerikanisch geprägte Verhältnisse der Intention des KonTraG 1998, mit dem der deutsche Gesetzgeber das Aktienrecht stärker für internationale, angloamerikanisch geprägte Gestaltungen öffnete, unter anderem für eine aktienbasierte Vergütung des Vorstands. Er erkannte zwar, dass sie nur bei sachgerechter langfristiger Ausgestaltung positiv wirken werde, vertraute insoweit aber auf die Marktteilnehmer.<sup>138</sup> Hierdurch stärkte er nach verbreiteter Ansicht einen Treiber kurzfristigen Denkens.<sup>139</sup> Den Kontrapunkt bildeten nach der Finanzkrise die Bemühungen, vor allem mit dem VorstAG eine langfristige Ausrichtung der Vorstandsvergütung sicherzustellen und damit die Institution der Aktiengesellschaft als Kapitalsammelstelle für langfristige Investitionen zu schützen.<sup>140</sup>

Heute betonen Praktiker wie Wissenschaftler dementsprechend einhellig die Notwendigkeit, Vergütungskomponenten mit unterschiedlich leistungsorientierter und zeitlicher Ausrichtung in einem angemessenen Verhältnis<sup>141</sup> und mit dem Ergebnis eines langfristigen Verhaltensanreizes auszugestalten.<sup>142</sup> Dabei unterscheidet man typischerweise die drei Elemente Festvergütung (Fixum), Bonuszahlung (variable Bartantieme) und – gegebenenfalls aktienbasierte – langfristige Vergütungsbestandteile.<sup>143</sup> Nebenleistungen,<sup>144</sup>

<sup>133</sup> *Faber/Werder*, AG 2014, 608, 614.

<sup>134</sup> *Engelen*, J. Manag. Gov. 19 (2015), 927, 928; empirisch etwa für die Jahre von 2005 bis 2007 *Rapp/Wolff*, ZBW 80 (2010), 1075, 1086; für die Jahre von 2008 bis 2015 *Götz/Stahl*, CF 2016, 265, 265, 268–271, die betonen, dass das Verhältnis der Vergütung zum EBIT im DAX und MDAX über diesen Zeitraum weitgehend konstant geblieben ist bzw. im letzten Beobachtungsjahr eher unter dem langjährigen Durchschnitt lag; die Folgestudie für 2016 ergab dann im DAX einen EBIT-Anteil über dem Mittelwert der Jahre 2006 bis 2016 (0,80 % im Vergleich zu 0,72 %), im MDAX lag der EBIT-Anteil aber deutlich unter dem langjährigen Mittel (*dies.*, CF 2017, 287, 289 f.). Auf die Vorstandsvergütung bei kleinen Aktiengesellschaften sind diese Befunde nicht übertragbar (Fn. 128 auf S. 555).

<sup>135</sup> Vgl. *Engelen*, J. Manag. Gov. 19 (2015), 927, 928.

<sup>136</sup> Siehe *Stenzel*, Rechtliche und empirische Aspekte der Vorstandsvergütung, 2012, S. 203 f., 206, auch zu dem weiterhin deutlich höheren Vergütungsniveau in den USA im Vergleich zu Deutschland.

<sup>137</sup> *Engelen*, J. Manag. Gov. 19 (2015), 927, 945, 953; *Rapp/Wolff*, ZBW 80 (2010), 1075, 1077, 1096, 1098, 1101 f.

<sup>138</sup> Näher 2. Teil, § 2 IV.1., S. 348 ff.

<sup>139</sup> Dazu 2. Teil, § 2 IV.3., S. 353.

<sup>140</sup> Eingehend dazu 4. Teil, § 7 III.1. und 2., S. 948 ff., 952 ff.

<sup>141</sup> *Faber/Werder*, AG 2014, 608, 614.

<sup>142</sup> Siehe aus praktischer Perspektive die Kienbaum-Berater *Pacher/Gunnesch/Bresges u. a.*, DB 2017, 2754, 2757 im Kontext einer Befragungsstudie bei Vorständen und Aufsichtsräten.

<sup>143</sup> *Rapp/Wolff*, ZBW 80 (2010), 1075, 1078 mit Definitionen dieser Bestandteile.

<sup>144</sup> Zu den Nebenleistungen gehören etwa die Nutzung eines Dienstwagens oder die Übernahme von Versicherungsprämien.

Einmalzahlungen<sup>145</sup> und Pensionszahlungen<sup>146</sup> bleiben herkömmlich oft außer Betracht, vor allem bei Ersteren und Letzteren zeichnet sich aber Besserung ab.<sup>147</sup>

Der geltende deutsche Rechtsrahmen für die Vorstandsvergütung und die von Praxis wie Wissenschaft geteilte Zielbeschreibung implizieren allerdings nicht notwendig eine andere zeitliche Ausrichtung als in den USA. So führen *Faber/v. Werder* zwar aus, dass der Standard der Haltefristen für aktienbasierte Vergütungsbestandteile in den USA kürzer sei als in Deutschland.<sup>148</sup> Das von ihnen präsentierte Vergütungssystem der Deutschen Börse<sup>149</sup> weist aber eine ähnliche zeitliche Ausrichtung wie die US-Praxis auf, wenn man die Kennzahl der *pay duration* heranzieht, wie sie *Gopalan, Milbourn* und *Thakor* in einer viel beachteten Studie entwickelt und für die USA errechnet haben:<sup>150</sup> Die *pay duration* des Vergütungspakets der Deutschen Börse im Jahr 2014 beträgt bei 100 % Zielerreichung und eher wohlwollender Berechnung 1,35 Jahre.<sup>151</sup> Sie liegt damit

<sup>145</sup> Einmalzahlungen fallen gegebenenfalls als Antrittsprämien oder Abfindungszahlungen an.

<sup>146</sup> Pensionszusagen sind bei Vorständen nahezu durchgängig verbreitet. Dass sie bei der Beurteilung der zeitlichen Anreizwirkung meist verkürzend und aufgrund ihrer schwierigen Vergleichbarkeit außen vor bleiben, ist nicht unproblematisch (siehe *Böcking/Bach/Hanke*, Konzern 2017, 138, 138 f. sowie 4. Teil, § 7 III.2.b), S. 956 ff., vgl. Text bei Fn. 311 auf S. 961, Fn. 312 auf S. 961 und die dort genannten Nachweise). Insbesondere können hohe Pensionsansprüche eine langfristige Anreizwirkung bieten, sofern das betreffende Vorstandsmitglied Gläubiger der Gesellschaft bleibt, seine Ansprüche also nicht ausgelagert werden, etwa in insolvenzgesicherte sog. *contractual trust arrangements*, *dies.*, Konzern 2017, 138, 147 f.

<sup>147</sup> Siehe nach der Einführung von Mustertabellen im DCGK *Götz/Stahl*, CF 2016, 265, 265 f. und *dies.*, CF 2017, 287, 288 („Dem Corporate Governance Kodex folgend weisen die Geschäftsberichte im Geschäftsjahr 2016 die Pensionsaufwendungen gesondert und nachvollziehbar aus.“); eingehend und in vielen Punkten kritisch zum gegenwärtigen, durchaus komplexen Rechtsstand der Offenlegung von Pensionszusagen auf Vorstandsebene nach HGB, IAS/IFRS, DRS 17 sowie dem DCGK, mit Verbesserungsvorschlägen *Böcking/Bach/Hanke*, Konzern 2017, 138 ff.

<sup>148</sup> *Faber/Werder*, AG 2014, 608, 613.

<sup>149</sup> *Dies.*, AG 2014, 608, 616 ff.

<sup>150</sup> *Gopalan/Milbourn/Song u. a.*, J. Fin. 69 (2014), 2777 ff. Die Autoren berechnen als Basismaß für die *pay duration* den gewichteten Durchschnitt der Erdienungszeiträume von vier Vergütungsbestandteilen (Festgehalt, Bonus, gesperrten Aktien und Aktienoptionen). Dabei entspricht die Gewichtung jeder Komponente ihrem Anteil an dem gesamten Vergütungspaket des Managers. Die Dauer eines Vergütungsbestandteils berechnen die Autoren relativ zum Jahresende, sodass Festgehalt und Jahresbonus einen Erdienungszeitraum von null erhalten. Eine alternative Spezifikation bezieht Vergütungsbestandteile ein, die in vorherigen Jahren gewährt wurden (*dies.*, J. Fin. 69 (2014), 2777, 2778, 2785 f.). Die so berechnete *pay duration* ist der Studie zufolge in einer Weise mit Unternehmensmerkmalen korreliert, die darauf schließen lässt, dass sie ein hilfreiches Maß für kurzfristige Orientierung bietet: So ist die *pay duration* tendenziell in Unternehmen länger, die größere Wachstumsaussichten, mehr langfristige Anlagen und eine relativ hohe Bedeutung von Forschung & Entwicklung (F & E-Intensität), ein geringeres Risiko sowie eine bessere jüngere Aktienkursentwicklung aufweisen. Eine längere CEO *pay duration* ist zudem negativ mit dem Ausmaß gewinnsteigernder Bilanzpolitik (*earnings increasing accruals*) korreliert.

Dessen ungeachtet unterliegt das Maß zwei erheblichen Einschränkungen (dazu *dies.*, J. Fin. 69 (2014), 2777, 2787 f.): Erstens und vor allem bleiben Abfindungszahlungen und Pensionszusagen außer Betracht. Zweitens ignoriert die Berechnung die Optionalität, die entsteht, wenn Größe und Erdienungszeitraum von Vergütungsbestandteilen an die zukünftige Unternehmensentwicklung gekoppelt sind. Ferner abstrahieren die Autoren von sonstigen Umständen, die einen Manager davon abhalten könnten, gewährte Aktien bzw. Optionen zum frühestmöglichen Zeitpunkt auszuüben und zu verkaufen.

<sup>151</sup> *Faber/Werder*, AG 2014, 608, 616–618 schildern das Vergütungssystem der Deutschen Börse AG wie folgt: 30 % der Gesamtzielvergütung besteht aus einer fixen, monatlich ausgezahlten Grundvergütung; weitere 45 % bestehen aus einer jährlichen erfolgsabhängigen Bartantieme, die sich zu zwei Dritteln nach dem Durchschnitt der Zielerreichungsgrade der letzten drei Geschäftsjahre und zu einem Drittel nach der individuellen Zielerreichung des laufenden Jahres bemisst; die letzten 25 % bestehen aus einer Aktientantieme mit dreijähriger Haltedauer.

tendenziell unter den Werten, die *Gopalan u. a.* für den Sektor Finance Trading ermitteln (CEOs: 1,66 Jahre; *all executives*: 1,342 Jahre)<sup>152</sup> und kommt dem US-Branchendurchschnitt von 1,44 Jahren für CEOs nahe (1,22 Jahre für *all executives*).<sup>153</sup>

Abseits solcher anekdotischer Befunde gibt es in der ökonomischen Forschung bislang soweit ersichtlich kaum vergleichende empirische Untersuchungen zur Managervergütung in Deutschland und anderen, insbesondere angloamerikanischen Ländern.<sup>154</sup>

Eine Ausnahme bildet eine Studie der Vergütungshöhe und -struktur europäischer Aktiengesellschaften aus 16 Ländern, die Ende 2015 im MSCI Europe notierten, bezogen auf die Jahre 2005 bis 2008. Sie ergab, dass deutsche Vorstände überdurchschnittlich hoch bezahlt wurden, insbesondere weil ihre Vergütung stärker als in den anderen Ländern mit der Größe (Marktkapitalisierung) des geführten Unternehmens stieg.<sup>155</sup> Zudem erwies sich der Anteil variabler Barvergütungen als besonders hoch, während aktienbasierte Langfristanreize nur eine untergeordnete Rolle spielten. In den anderen betrachteten Ländern fielen Fixgehalt und aktienbasierte Langfristanreize deutlich stärker ins Gewicht.<sup>156</sup> Dies deckt sich mit Befunden anderer Untersuchungen.<sup>157</sup> Die hohe Bedeutung variabler Boni in Deutschland war zugleich Hauptgrund für das überdurchschnitt-

---

Danach beträgt die *pay duration* nach *Gopalan/Milbourn/Thakor* (Fn. 150 auf S. 557) bei 100 % Zielerreichung:  $0,3 \times 0 + ([0,45 \times 2/9 \times 1] + [0,45 \times 2/9 \times 2] + [0,45 \times 2/9 \times 3] + [0,45 \times 1/3 \times 0]) + 0,25 \times 3 = 1,35$  Jahre.

Diese Berechnung ist insofern wohlwollend, als sich die zwei Drittel der Bartantieme zwar aus dem Durchschnitt der Zielerreichungsgrade der letzten drei Geschäftsjahre ergeben, der Aufsichtsrat den Grad der Zielerreichung aber jährlich ermittelt und dabei außerdem jeweils prüft, ob und in welchem Umfang außergewöhnliche Einmaleffekte das *net income* beeinflusst haben. Beides – die jährliche Festlegung und die potenziell abmildernde Ermessenskomponente – werden hier vernachlässigt.

<sup>152</sup> *Gopalan/Milbourn/Song u. a.*, J. Fin. 69 (2014), 2777, 2790. Die Vergütung im Sektor Finance Trading war damit der Studie zufolge in den USA im Untersuchungszeitraum langfristiger ausgestaltet als die Vergütung im Durchschnitt über alle Branchen.

<sup>153</sup> *Dies.*, J. Fin. 69 (2014), 2777, 2779, 2793. Hinter diesem Durchschnittswert stehen erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen.

<sup>154</sup> *Hüttenbrink/Rapp/Wolff*, ZCG 2011, 165. Siehe aber auch die vergleichenden Angaben bei *Stenzel*, Rechtliche und empirische Aspekte der Vorstandsvergütung, 2012, S. 203–209, der sich neben einzelnen Studien aus der Wissenschaft insbesondere auf Vergütungsstudien der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz stützt.

<sup>155</sup> *Hüttenbrink/Rapp/Wolff*, ZCG 2011, 165, 165 f., 168 f., 170. Die überdurchschnittlich hohe Vergütung in deutschen Unternehmen wurde also vor allem von den größten betrachteten Unternehmen getrieben. Die Studie veranschaulicht dies mit einer Regressionsrechnung, derzufolge ein Vorstandsmitglied in einem deutschen Unternehmen im Betrachtungszeitraum für die Leitung des Unternehmens mit einer 1 Mrd. € höheren Marktkapitalisierung der gleichen Branche durchschnittlich 48.000 € mehr Gehalt pro Jahr erhielt. Im restlichen Europa lag dieser Größeneffekt bei nur knapp 7.000 € mehr Gehalt (hohe Vergütungsprämie in deutschen Großunternehmen).

<sup>156</sup> *Dies.*, ZCG 2011, 165, 165 f., 169 f.

<sup>157</sup> So ermitteln *Schmidt/Schwalbach*, in: Schwalbach/Fandel (Hrsg.), Der ehrbare Kaufmann, 2007, S. 111 ff., dass der Anteil aktienbasierter Vergütungsbestandteile in deutschen Unternehmen des STOXX 50 im Mittel bei 22,6 % lag und damit unter dem europäischen Durchschnitt von 28,6 %; hierzu *Rapp/Schaller/Wolff*, DBW 71 (2011), 311, 312. *Dies.*, DBW 71 (2011), 311, 319 berechnen für eine Stichprobe aus den 2006 im Prime Standard gelisteten Unternehmen einen mittleren Anteil aktienbasierter Langfristanreize am Gesamtgehalt von 9 %, während sie den Vergleichswert für die USA mit 54 % angeben. Einen Spitzenplatz der Gehälter deutscher Vorstände im innereuropäischen Vergleich konstatiert auch *Stenzel*, Rechtliche und empirische Aspekte der Vorstandsvergütung, 2012, S. 205, und zwar bereits seit Mitte der 1990er Jahre. Den Umfang der aktienkursorientierten Vergütung gibt *Stenzel* (a. a. O., S. 206 f.) bezogen auf das Jahr 2009 für die DAX 30 mit 22,4 % und für den Dow Jones mit 54,6 % an, im innereuropäischen Vergleich konstatiert er einen auffallend geringen Umfang (a. a. O., S. 208; zur relativ geringen Bedeutung aktienkursorientierter Komponenten der Vorstandsvergütung in Deutschland zudem a. a. O., S. 183–189).

liche Vergütungsniveau.<sup>158</sup> Ähnlich hoch wie in Deutschland war die Vergütung in Großbritannien und in Italien, besonders niedrig hingegen in Norwegen, Finnland und Schweden,<sup>159</sup> also Ländern, die in der *Short-termism*-Debatte typischerweise als langfristig gelten.

Inwieweit die Verhältnisse der Jahre 2005 bis 2008 nach wie vor ein akkurates Bild vermitteln, ist allerdings fraglich. Erstens haben langfristige Vergütungselemente bei DAX- und MDAX-Unternehmen im Zuge des VorstAG deutlich mehr Gewicht erhalten<sup>160</sup> (nahezu Verdopplung in 2015 gegenüber 2006,<sup>161</sup> leicht niedriger 2016<sup>162</sup>). „Langfristig“ steht dabei freilich in DAX-Unternehmen im Schnitt nur für Bemessungszeiträume von gut dreieinhalb Jahren.<sup>163</sup> Zumindest der öffentlichen Meinung ist das nach wie vor zu kurzfristig. Die Wirtschaftspresse brandmarkt weiterhin exzessive „Managergehälter, die den kurzfristigen (Börsen-)Erfolg prämiieren und nicht unternehmerische Führungskraft“.<sup>164</sup> Kritik ziehen dabei sowohl die Manager als der „Gewinnssucht“<sup>165</sup> verfallene, nimmersatte „Unbelehrbare[n]“<sup>166</sup> auf sich, als auch die Erwartungshaltungen und Interessen kurzfristiger Aktionäre.<sup>167</sup>

Zweitens ist in DAX und MDAX mittlerweile eine aktienbasierte Bemessung langfristiger Vergütungsbestandteile verbreitet. Sie erfolgt anders als im Ausland üblich<sup>168</sup> aber in der Regel „virtuell“, also zur Festlegung einer Barauszahlung (Long-Term-Cash-Pläne),<sup>169</sup> wohl um nicht die Hauptversammlung einbinden zu müssen (§§ 71 I Nr. 8,

---

Generell ist Deutschland im internationalen Vergleich ein Nachzügler bei der Vergütung des Managements durch Aktien oder Aktienoptionen. Während sie sich bei US-amerikanischen Gesellschaften bereits in den 1950er Jahren als Bestandteil der Managementanreizsysteme finden, ist dies in Deutschland erst seit Einführung der Wandeloptionsanleihen bei der Daimler Benz AG und der Deutschen Bank AG im Jahr 1996 der Fall, *Rapp/Schaller/Wolff*, DBW 71 (2011), 311, 312.

<sup>158</sup> *Hüttenbrink/Rapp/Wolff*, ZCG 2011, 165, 170.

<sup>159</sup> *Dies.*, ZCG 2011, 165, 167 f.

<sup>160</sup> Langfristige Vergütungskomponenten bildeten 2015 in DAX-Unternehmen den größten Vergütungsbestandteil und in MDAX-Unternehmen zumindest einen der beiden größten Vergütungsbestandteile, siehe die Zahlen bei *Böcking/Althoff/Bundle u. a.*, Konzern 2016, 549, 551–553; *Götz/Stahl*, CF 2016, 265, 266. Gleiches galt für 2016, *dies.*, CF 2017, 287, 287 f.

<sup>161</sup> Im Durchschnitt machten langfristig variable Vergütungsbestandteile im Jahr 2015 bei Zusammenfassung von DAX und MDAX 39,2 % des Gehalts aus. 2006 hatte dieser Wert noch bei 21 % gelegen (bei 53 % kurzfristig variablen Vergütungsbestandteilen), *Götz/Stahl*, CF 2016, 265, 266.

<sup>162</sup> *Dies.*, CF 2017, 287, 287 f.: im DAX 37,7 % im Vergleich zu 22,4 % im ersten Jahr der Studie.

<sup>163</sup> *Dies.*, CF 2016, 265, 268 ermitteln für das Jahr 2015, dass unter den DAX 30 (MDAX) der Bemessungshorizont langfristiger Vergütungsbestandteile im Durchschnitt 3,5 Jahre (3,5 Jahre) betrug, Aktienoptionsprogramme konnten im Schnitt nach einer Sperrfrist von 3,8 Jahren (3,5 Jahren) ausgeübt werden. Diese Werte liegen grob im Bereich vorheriger Untersuchungen. Insbesondere vor dem VorstAG waren die ermittelten Bemessungszeiträume zwar wohl tendenziell etwas niedriger, allerdings wurden als Reaktion auf das VorstAG eher Jahresboni durch Festgehälter ersetzt als die Vergütungen insgesamt stärker langfristig ausgestaltet, siehe *Stenzel*, Rechtliche und empirische Aspekte der Vorstandsvergütung, 2012, S. 191 f., 194 f., 196–198.

<sup>164</sup> *Welp*, WiWo vom 17.02.2017, 20, 23.

<sup>165</sup> *Rickens/Sommer*, Handelsblatt vom 10./11./12.11.2017, 48, 48, 50.

<sup>166</sup> So die Überschrift der Titelgeschichte *Welp*, WiWo vom 17.02.2017, 20 ff., wobei der Aufmacher auf der Titelseite nicht den Titel des eigentlichen Artikels enthält, sondern noch pointierter fragt: „Nimmersatt, Wie schützen sich Unternehmen und Aktionäre vor der Gier der Manager?“

<sup>167</sup> So im Interview die damalige Wirtschaftsministerin Brigitte Zypries, *Zypries/Haerder/Schmitz*, WiWo vom 17.02.2017, 28, 29, die zugleich beanstandete, dass „in Teilen unserer Führungselite Maß und Mitte verloren gegangen zu sein scheinen.“

<sup>168</sup> *Böcking/Althoff/Bundle u. a.*, Konzern 2016, 549, 557.

<sup>169</sup> Siehe *Götz/Stahl*, CF 2016, 265, 268, deren Erhebung zufolge 2015 im DAX 30 insgesamt 26 Gesellschaften ein Aktienoptionsprogramm eingeführt hatten, 21 in virtueller und acht in klassischer

192 II Nr. 3, 221 I 1, 2, III, IV AktG).<sup>170</sup> Eine Studie namhafter Autoren aus Wissenschaft und Praxis hat hier Potenzial ausgemacht, mit einer aktienbasierten Langfristvergütung, die in eine Zuteilung gesperrter Aktien mündet, gekoppelt mit einer verpflichtenden zusätzlichen Aktienbeteiligung (Share Ownership Guidelines) eine nachhaltigere und langfristigere Interessenangleichung zu erreichen.<sup>171</sup>

Es ist aber offen, inwieweit eine reale statt virtuelle Aktienorientierung unter deutschen Verhältnissen eine langfristige Ausrichtung besser erreicht. In der Literatur werden Unterschiede in der Anreizwirkung mitunter verneint.<sup>172</sup> Empirische Untersuchungen fassen dementsprechend beides oft zusammen. In diesem Sinne hat eine Studie anhand einer Stichprobe von 138 deutschen Unternehmen im Prime Standard der Deutschen Börse (darin enthalten DAX, MDAX, SDAX und TecDAX), die nach IFRS bilanzieren, ermittelt, dass aktienkursbasierte Vergütungsinstrumente im Kontext der Finanzkrise<sup>173</sup> in einem positiven Zusammenhang mit dem Investitionsverhalten standen, ohne dass die Studie dabei unterscheidet, ob die aktienkursbasierten Instrumente mit realen oder virtuellen Aktien konstruiert waren.<sup>174</sup> Denkbar wäre aber auch, dass eine Zusammenfassung beider Konstruktionsweisen Unterschiede in ihrer Wirkung überdeckt.

---

Form, bei drei Doppelerfassungen, in denen beides möglich war oder eine Mischform vorlag. Von den 50 Gesellschaften im MDAX hatten 29 ein Aktienoptionsprogramm eingeführt, 24 virtuell und sechs klassisch (wiederum Doppelerfassung möglich). Im Ergebnis übereinstimmend ist die auf das gleiche Jahr bezogene Erhebung im Prime Standard von *Richter/Kinne*, WPg 2017, 1484, 1487, der zufolge im DAX nur zwei Unternehmen keine aktienbasierte Vergütung einsetzten; im MDAX und SDAX war der Anteil mit neun und zwölf Unternehmen höher.

Siehe aber auch *Nathmann/Lachmann/Sommer u. a.*, ZCG 2014, 255, 260 f., die in einer Stichprobe basierend auf den im DAX und MDAX notierten Unternehmen für die Jahre von 2008 bis 2010 ermitteln, dass bei Veränderungen der fixen Komponenten der Vorstandsvergütung im Rahmen von Neuverhandlungen rechnungslegungsorientierte Performance-Beurteilungen deutlich relevanter waren als kapitalmarktorientierte.

<sup>170</sup> So *Stenzel*, Rechtliche und empirische Aspekte der Vorstandsvergütung, 2012, S. 240. Ein weiterer Grund könnte darin liegen, dass eine Wartezeit für die erstmalige Ausübung von unter vier Jahren angestrebt wird, wie sie § 193 II Nr. 4 AktG für Aktienbezugsrechte für Mitglieder der Geschäftsführungen vorschreibt. Inwieweit diese Vierjahresfrist auch im Rahmen virtueller Aktienoptionsprogramme zu berücksichtigen ist, ist ungeklärt. Die Literatur bejaht dies jedenfalls im Grundsatz, lehnt insoweit aber zum Teil eine starre Mindestfrist dezidiert ab, so *Rieckers*, in: Spindler/Stilz, AktG<sup>3</sup>, § 193 AktG Rn. 32a; wohl etwas strenger, aber unklar *Fuchs*, in: MüKo AktG Bd. 4<sup>4</sup>, § 193 Rn. 32a.

<sup>171</sup> *Böcking/Althoff/Bundle u. a.*, Konzern 2016, 549, 557. Prof. Hans-Joachim Böcking lehrt an der Goethe Universität Frankfurt, die Co-Autoren Remo Schmid und Henning Hönsch sind Partner bei PricewaterhouseCoopers (PwC) in Frankfurt, zwei weitere Co-Autoren arbeiten dort als Senior Manager.

<sup>172</sup> So etwa *Elosge*, Vorstandsvergütung und Internationalisierung von Unternehmen, 2016, 119 für eine Beteiligung des Begünstigten an der aktienkursbasierten Wertsteigerung des Unternehmens per Barauszahlung (sog. *stock appreciation rights*/Wertsteigerungsrechte): „Die Anreizwirkung lässt sich mit jener der Überlassung realer Aktien vergleichen.“

<sup>173</sup> Die Finanzkrise wird dabei als unerwarteter exogener Schock für die ökonomische Untersuchung genutzt, um sog. Endogenitätsprobleme zu überwinden.

<sup>174</sup> *Rapp/Wolff/Schaller*, ZBW 82 (2012), 1057 ff. In ihrer Stichprobe stehen die Verwendung aktienkursbasierter Vergütungsinstrumente, verstanden als Komponenten, bei denen sich die Höhe der Auszahlung an der zukünftigen Entwicklung des Aktienkurses orientiert, sowie ein hohes Gewicht solcher Instrumente relativ zur Gesamtvergütung in einem signifikant positiven Zusammenhang mit den Gesamtinvestitionen und dem Anteil der F&E-Investitionen. Der Effekt erwies sich auch als wirtschaftlich beachtlich (dazu *dies.*, ZBW 82 (2012), 1057, 1071). Ebenfalls keine Unterscheidung zwischen realer und virtueller Ausgestaltung erfolgt bei *Rapp/Wolff/Schaller*, DBW 71 (2011), 311, 315, 327.

Wenn man – wie die Studie mit einer verbreiteten Literaturansicht – Investitionen in Sachanlagen sowie Forschung & Entwicklung als Indikator für die Langfristorientierung der Unternehmensführung interpretiert (zur Problematik 3. Teil, § 4 I.1.c), S. 570 ff.) und dies auch im Kontext des allgemeinen Investitionsrückgangs nach der Finanzkrise zugrunde legt, könnte der Befund der Studie darauf hindeu-

Interessant ist, dass aktienbasierte Vergütungsinstrumente in der Studien-Stichprobe stärker bei großen Unternehmen und weniger bei Unternehmen mit einem starken Paketaktionär verbreitet waren.<sup>175</sup> Dies deckt sich mit anderen Untersuchungen<sup>176</sup> und den Befunden zu Familiengesellschaften.<sup>177</sup> Bedenkt man, dass die geförderten Investitionen in Forschung & Entwicklung eher riskante Ausgaben darstellen, stimmt dies mit der oben herausgearbeiteten Erkenntnis überein, dass stark eigentümerorientierte Unternehmen, insbesondere Familienunternehmen, nicht nur besonders beständig, sondern auch tendenziell risikoaverser agieren und damit nicht vollständig dem Ideal langfristig-vorstehenden Unternehmertums entsprechen, wie es in der *Short-termism*-Debatte mitunter als Idealbild erscheint.<sup>178</sup>

### 3. Stellungnahme

Ausgehend von der traditionellen Porträtierung des angloamerikanischen Corporate-Governance-Systems im Vergleich zum deutschen und kontinentaleuropäischen lässt sich argumentieren, dass zumindest einige *Short-termism*-Treiber das angloamerikanische System stärker betreffen. Die Unterschiede, welche diese Argumente getragen haben, sind aber in jüngerer Zeit vor allem bei großen börsennotierten Unternehmen wesentlich zurückgegangen.

Wohl noch am deutlichsten besteht die Abweichung fort, dass feindliche Übernahmen im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten relevanter sind als in Deutschland. Das spricht dafür, dass hierzulande *takeover threats* und ein *breach of trust* gegenüber Stakeholdern als *Short-termism*-Quellen weniger bedeutsam sind.

---

ten, dass alle aktienkursbasierten Elemente langfristige Investitionen positiv beeinflussen. Mangels differenzierter Tests lässt sich aber nicht ausschließen, dass die Zusammenfassung unterschiedliche Wirkungen überdeckt.

<sup>175</sup> 44,9 % der Unternehmen der Stichprobe hatten aktienbasierte Vergütungsinstrumente begeben, sie machten im Mittel allerdings nur 9,7 % der Gesamtvergütung aus. Unternehmen mit aktienbasierten Vergütungsinstrumenten waren im Durchschnitt größer, der Anteil des größten Paketaktionärs war hingegen im Durchschnitt bei ihnen kleiner, *Rapp/Wolff/Schaller*, ZBW 82 (2012), 1057, 1066 f.

<sup>176</sup> Ein qualitativ gleiches Resultat ermittelte etwa *Giesecke*, Vorstandsvergütung in deutschen Großkonzernen, 2014, 184 f. mit einer Untersuchungsstichprobe, die sich über die im DAX und MDAX gelisteten Unternehmen erstreckt und die Jahre 2005 bis 2010 erfasst; ebenso *Rapp/Schaller/Wolff*, DBW 71 (2011), 311, 318 ff. mit einer Stichprobe, die sich nach der Zusammensetzung des Prime Standard vom 31.12.2006 richtete (reiner Querschnittsdatensatz, keine Abbildung dynamischer Effekte, a. a. O., S. 327). Dabei gewährten 83 % der DAX-Unternehmen aktienbasierte Langfristanreize, aber nur 24 % der SDAX-Unternehmen. In der empirischen Analyse erwies sich der Einfluss des Merkmals Streubesitz als positiv und hochsignifikant, während der Stimmrechtsanteil des größten Paketaktionärs, der aktiv am Management beteiligt war und zumindest 10 % der Stimmrechte auf sich vereinte, stark negativ mit dem Anteil aktienbasierter Langfristanreize korrelierte. Gleichsinnig auch die von *Stenzel*, Rechtliche und empirische Aspekte der Vorstandsvergütung, 2012, S. 213–215 besprochenen Studienergebnisse.

<sup>177</sup> *Achleitner/Rapp/Schaller u. a.*, ZCG 2010, 113, 117 f. ermitteln mit einer Stichprobe, die auf allen im Zeitraum von 2006 bis 2008 im Prime Standard notierten Gesellschaften (mit Ausnahme des Finanzdienstleistungssektors) basiert, dass Familienunternehmen vergleichsweise wenig aktienbasierte Vergütungsbestandteile einsetzten und stattdessen ein höheres Fixgehalt sowie Bonuszahlungen präferierten, welche in der Regel an kurzfristige rechnungslegungs-basierte Performance-Größen geknüpft waren. Die Autoren erklären dies vorrangig mit der geringeren Informationsdivergenz zwischen Management und Eigentümern in Familienunternehmen mit einer daraus resultierenden besseren Kontrollmöglichkeit Letzterer (a. a. O., S. 118). Ergänzend verweisen sie auf das Ziel, den Unternehmensfortbestand zu sichern, bzw. auf die daraus folgende Risikoaversion sowie auf das Ziel, keine Kontrolle aus der Hand geben zu wollen und ferner auf die Stewardship-Theorie des Managements (a. a. O., S. 118 Fn. 17).

<sup>178</sup> Dazu 3. Teil, § 3 II.3., S. 538 ff.

Zu differenzieren ist insoweit, als man die USA und Großbritannien herkömmlich mit einem gestreuten Aktionariat verbindet, während man Kontinentaleuropa einschließlich Deutschland traditionell durch eine stark konzentrierte und verflochtene Anteileignerschaft gekennzeichnet sieht<sup>179</sup>: Zwar wirkt die letztgenannte Struktur in der Tat den *Short-termism*-Treibern entgegen, die auf Informationsasymmetrien zwischen Aktionären bzw. Investoren und Managern im Kontext eines liquiden Kapitalmarktes fußen. Jedoch trifft die traditionelle Charakterisierung heutzutage in viel geringerem Maße auf große deutsche börsennotierte Unternehmen zu als früher. Im Detail ist die Einordnung der gegenwärtigen Verhältnisse umstritten. Sie führt letztlich zu der allgemeinen Frage, inwieweit eine Angleichung verschiedener Kapitalismus- bzw. Corporate-Governance-Systeme zu verzeichnen ist.<sup>180</sup> *Michel Albert* hatte dies ursprünglich im Sinne einer Anpassung an das angloamerikanische Modell bejaht<sup>181</sup> und später nuanciert im Sinne einer Konvergenz vertreten.<sup>182</sup> Neuere Auffassungen gehen eher von einer Hybridisierung und Segmentierung aus: Ersteres bezieht sich darauf, dass das herkömmliche deutsche Insider-System Corporate-Governance-Elemente des angloamerikanischen Outsider-Systems aufnimmt. Segmentierung beschreibt, dass sich deutsche Unternehmen zunehmend aufteilen in eine stark kapitalmarktorientierte Gruppe, die ihre Grundsätze der Unternehmensführung international ausrichtet, sowie eine andere, die am tradierten deutschen System festhält.<sup>183</sup>

Jedenfalls international kapitalmarktorientierte und börsennotierte deutsche Unternehmen sind in den vergangenen Jahrzehnten theoretisch anfälliger für *Short-termism* in der Corporate Governance geworden, vor allem solche, die überwiegend in Streubesitz stehen oder in denen ausländische, insbesondere angloamerikanische Investoren wesentliche Anteilseigner sind. Vor diesem Hintergrund wird verständlich, warum viele Reformen, welche zur Auflösung der Deutschland AG beigetragen und Übernahmen erleichtert haben, in Deutschland und auf Unionsebene heftige Debatten um *Short-termism* auslösten.<sup>184</sup>

Für Unternehmen, die in unteren Segmenten angesiedelt oder nicht börsennotiert sind, gilt die herkömmliche Beschreibung deutscher Corporate Governance hingegen in höherem Maße fort. Angesichts von Hybridisierung und Segmentierung geht es insoweit

<sup>179</sup> Siehe dazu statt vieler *Cheffins*, 49 Am. J. Comp. L. 497, 498–500 (2001).

<sup>180</sup> Nachdem in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung zunächst lange Zeit die Beschreibung und Analyse sowohl marktorientierter als auch bankorientierter Finanzsysteme im Vordergrund gestanden hatte, ist später zunehmend die Frage in den Vordergrund getreten, ob eines dieser Systeme effizienter und, damit verbunden, ob eine Konvergenz zu beobachten ist, *Ampenberger*, Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen, 2010, S. 98. Eine ganz ähnliche, inhaltlich verwandte Debatte beschäftigt die Rechtswissenschaft mit Blick auf unterschiedliche Corporate-Governance-Systeme (siehe etwa *Cheffins*, 49 Am. J. Comp. L. 497, 501–505 (2001) sowie speziell zur Vorstandsvergütung S. 509–521), kulminierte in der Kontroverse um die These eines „End of History of Corporate Law“ von *Hansmann/Kraakman*, 89 Georgetown L. J. 439 (2000); rückblickend dazu *dies.*, in: Rasheed/Yoshikawa (Hrsg.), *The Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*, 2012, S. 32 ff.

<sup>181</sup> Dazu 2. Teil, § 2 II. 1. c), S. 321 f.

<sup>182</sup> Dazu 2. Teil, § 2 II. 2., S. 322 ff.

<sup>183</sup> *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 368–370, der sich (a. a. O., S. 374 f., 380, 382 f., 395) mit guten Gründen der Hybridisierungs- und Segmentierungstheese anschließt; im Ergebnis übereinstimmend, dabei vor allem die Hybridisierung betonend *Tuschke/Luber*, in: Rasheed/Yoshikawa (Hrsg.), *The Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*, 2012, S. 75, 83, 87 f.; für Konvergenz *Zugehör*, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, 2003, S. 53.

<sup>184</sup> Soeben Fn. 90, 91, 92 auf S. 550.

allerdings nun weniger als früher um generelle Merkmale des deutschen Systems als vielmehr um Charakteristika, welche allgemein geschlossene Gesellschaften weniger anfällig für *Short-termism* machen als öffentlich gehandelte Streubesitzunternehmen.<sup>185</sup> Hierfür sprechen auch Befunde, die keine grundlegenden Unterschiede zwischen Investoren aus angelsächsischen Ländern und anderen Ländern feststellen, sondern übergreifende Effekte gesellschaftsrechtlicher Globalisierung aufzeigen, die entstehen, wenn Mutterunternehmen Töchter im Ausland unterhalten und ein schlechter Informationsfluss besteht, der gravierender wird, wenn die räumliche Distanz zwischen Mutter und Tochter zunimmt sowie wenn die Mutter keinen eigenen Manager zur Tochter entsendet.<sup>186</sup>

Allerdings ist denkbar, dass Deutschland unter dem Gesichtspunkt kurzfristiger Orientierung weniger vom Einzug angloamerikanischer Investoren betroffen ist als andere EU-Mitgliedstaaten. So wird argumentiert, dass das deutsche Corporate-Governance-System aufgrund der Mitbestimmung weniger anfällig für kurzfristige Investoren sei als das französische, welches mehr Macht bei der Unternehmensleitung konzentrierte. Hierin wird eine Erklärung dafür gesehen, warum ungeduldige, kurzfristig orientierte angloamerikanische Investoren wie Hedgefonds und aktivistische Investmentfonds erheblich stärker in die größten französischen Aktiengesellschaften investierten als in deren deutsche Pendanten.<sup>187</sup> Daneben argumentieren Stimmen aus der Literatur, dass die Mitbestimmung für relativ konservative Anreizsysteme bei der Vorstandsvergütung Sorge, weil die Vertreter der typischerweise gering diversifizierten Arbeitnehmer im Aufsichtsrat risikoaverser eingestellt seien als die Vertreter der Anteilseigner.<sup>188</sup>

Demgegenüber bestehen jedenfalls keine grundsätzlichen Unterschiede, soweit die ökonomische Theorie *Short-termism* aus Ineffizienzen des Managerarbeitsmarktes, Un-

---

<sup>185</sup> Siehe 3. Teil, § 3 II.3., S. 538 ff.

<sup>186</sup> In diesem Sinne die Umfragestudie zu Deutschland von *Dill/Jirjahn/Smith*, *Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany*, May 2014, S. 3, 12, 18–20, 21 f.

<sup>187</sup> *Goyer*, *Contingent capital*, 2011, zusammenfassend zur Argumentation S. 1 f., 9 f., 35–41, 135, 160–162, zum Ergebnis seiner empirischen Messung S. 74, 78–83. Goyer betrachtet jeweils für Frankreich und Deutschland die 60 Unternehmen mit der im Jahr 2003 größten Aktienmarktkapitalisierung. Er untersucht, wie häufig sich im Zeitraum von 1997 bis 2009 britische und US-amerikanische Hedgefonds und aktiv gemanagte Investmentfonds mit Aktienpaketen von über 5 % an diesen Gesellschaften beteiligten. Aktiv gemanagte Investmentfonds unterteilt Goyer dabei weiter in solche mit über- und unterdurchschnittlicher Aktienumschlagsrate. Auf diese Weise möchte Goyer einen Indikator für die Präsenz kurzfristigen, ungeduldigen Kapitals erheben (a. a. O., S. 71). Goyer ermittelt, dass ungeduldige Aktionäre (Hedgefonds und aktiv gemanagte Fonds mit überdurchschnittlicher Umschlagsrate) Frankreich und Deutschland im Untersuchungszeitraum im Verhältnis 2:1 adressierten: Unter den 60 größten börsennotierten französischen Unternehmen gab es im Untersuchungszeitraum bei 24 Unternehmen insgesamt 39 Fälle von Hedgefonds-Beteiligungen über 5 % im Vergleich zu 15 Unternehmen in Deutschland, die 19 solcher Beteiligungen berichteten. Frankreich war auch bei Beteiligungen von relativ langfristigen Fonds (solche mit unterdurchschnittlichem Aktienumschlag) populärer, die Zahlen lagen insofern aber dichter beieinander: 34 der betrachteten französischen Unternehmen berichteten 59 solcher Beteiligungen in Höhe von mindestens 5 %, in Deutschland waren es 26 Unternehmen mit insgesamt 42 Beteiligungen. Goyer führt seinen Befund auf die relativ beschränkten Entscheidungsmöglichkeiten des Vorstandsvorsitzenden und des leitenden Managements im stakeholderbasierten deutschen System zurück, verglichen mit einer höheren Handlungsfreiheit des Vorstandsvorsitzenden im Zuge der jüngsten Entwicklung des französischen Corporate-Governance-Systems. *Hughes*, *Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK*, December 2013, S. 83 f. wertet dies wohl als fundiert. Inhaltlich ähnlich zudem *Mullins/Wadhvani*, *Euro. Econ. Rev.* 33 (1989), 939, 942, die argumentieren, dass die deutsche Mitbestimmung es der Unternehmensleitung erleichtere, weniger stark auf die Wünsche von Aktionären einzugehen und sich damit gegebenenfalls auch von einem myopischen Aktienmarkt abzukoppeln (dazu a. a. O., S. 944, 951).

<sup>188</sup> *Kirchner/Ehmke*, *ZVerglRWiss* 114 (2015), 269, 278.

zulänglichkeiten des Managements oder verhaltensökonomischen Faktoren herleitet. In großen börsennotierten Unternehmen, die in der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte im Vordergrund stehen, sind die Amtszeiten der Unternehmensleiter in den letzten Jahrzehnten sowohl in den USA als auch in Westeuropa einschneidend gesunken und im internationalen Vergleich besonders kurz. Beide Rechtsordnungen greifen zunehmend und in ähnlichem Umfang auf externe Kandidaten zurück, auch wenn langjährige interne Karrierewege bis zur Spitze weiter überwiegen.<sup>189</sup> Diese Umstände sprechen dafür, dass *Short-termism* durch *career concerns* oder Managerfluktuation in großen börsennotierten Unternehmen Westeuropas und den USA in den letzten Jahrzehnten bedeutsamer geworden ist. Den Gegenpol bildet Japan, wo interne Karrierewege nach wie vor mehr Gewicht haben.<sup>190</sup> Dieser Einschätzung steht auch nicht die Praxis der Managervergütung in Deutschland entgegen. *Career concerns* und Managerfluktuation können *Short-termism* vor allem dann auslösen, wenn ein Manager nach einem Wechsel nicht mehr davon profitiert, langfristig überlegene Projekte ins Werk gesetzt zu haben. Die Vorstandsvergütung ist in Deutschland indes nach gegenwärtigem Forschungsstand im innereuropäischen Vergleich eher kurzfristig angelegt, bildet herkömmlich also kein Gegengewicht.

Nach alledem sind große börsennotierte deutsche und europäische Unternehmen mit relativ breit gestreutem Aktionariat, wie sie in den DAX 30 zu finden sind, auf theoretischer Grundlage ähnlich anfällig für *Short-termism* wie angloamerikanische Gesellschaften. Im Übrigen spricht einiges dafür, dass die deutsche und kontinentaleuropäische Wirtschaft jedenfalls einem Teil der theoretisch hergeleiteten *Short-termism*-Treiber in geringerem Maße ausgesetzt ist als ihr angloamerikanisches Pendant. Frei ist sie davon indes nicht.

Diese Einschätzung wird *cum grano salis* durch die Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte bestätigt. Deren zahlreiche Diskussionswellen sind herkömmlich weitgehend national geprägt verlaufen, auch wenn wechselseitige Wahrnehmungen und Rezeptionen bedeutsam sind. Die Finanzkrise hat dann, wie im 4. Teil gezeigt wird, eine Diskussionswelle ausgelöst, die erstmals zeitgleich viele große westliche Industriestaaten erfasst hat, wobei sich rechtsordnungsspezifische und globale Einflüsse verbunden haben. Im Zuge dessen haben Maßnahmen zur *Short-termism*-Bekämpfung in Form des Stewardship-Konzepts auf breiterer Front auch Asien erreicht.<sup>191</sup> Zusammengefasst zeigt der ideengeschichtliche Befund, dass eine übermäßig kurzfristige Orientierung in der einen oder anderen Form und zu bestimmten Zeiten in allen westlich geprägten Industriestaaten als Problem angesehen wird. Die Debatte ist folglich Ausdruck von Themen, die alle diese Staaten spürbar betreffen.

#### IV. Potenzielle Nachteile von *Short-termism*

Die ökonomische *Short-termism*-Theorie erlaubt schließlich Rückschlüsse darauf, worin die Nachteile einer übermäßig kurzfristigen Orientierung bestehen bzw. wann von einem *Short-termism*-Problem gesprochen werden kann. Wohlfahrtsschädliche Folgen entstehen durch Verhaltensweisen, die den langfristigen Aussichten der betreffenden

<sup>189</sup> Siehe zu diesem Aspekt bereits 3. Teil, § 2 V.1. d), S. 442 ff., und 3. Teil, § 2 V.3. a), S. 449 ff.

<sup>190</sup> Zum Ganzen 3. Teil, § 2 V.1. d), S. 442 ff.

<sup>191</sup> Dazu 4. Teil, § 8 II.3. c), S. 987 ff.

Unternehmung und damit letztlich der volkswirtschaftlichen Wohlfahrt abträglich sind.<sup>192</sup> Die ökonomische *Short-termism*-Theorie beleuchtet hier insbesondere folgende Wirkungsketten:

- Gemäß der Takeover-Threats-Hypothese geben Manager ein kostspieliges Signal unter Aufgabe langfristiger, schlecht kommunizierbarer Ertragspotenziale (reale Bilanzpolitik), um angesichts einer drohenden Übernahme eine Information über den Wert der Gesellschaft zu übermitteln. Im Signal-Jamming-Gleichgewicht tun sie Gleiches, um nicht – zu Recht oder zu Unrecht – abgewertet zu werden.
- Der Costly-Trade-Theorie zufolge hindern hohe Kapitalkosten Arbitrageure daran, langfristige Fehlbewertungen zu beseitigen, mit der Folge, dass Unternehmen von aktivistischen Investoren oder durch den Übernahmemarkt zu kurzfristigen Strategien gedrängt werden.
- Der Breach-of-Trust-Hypothese zufolge ermöglichen es Kontrollwechsel, insbesondere durch feindliche Übernahmen, spezifische Investitionen von Stakeholdern auszubeuten, mit der Folge, dass wertvolles Reputationskapital verloren geht und langfristig wertsteigernde spezifische Investitionen für die Zukunft stark erschwert werden.
- Gemäß der Career-Concerns-Hypothese bevorzugt ein Manager Investments mit schneller Rückzahlung gegenüber profitableren langfristigen Investments, um seinen Wert am Arbeitsmarkt zu steigern. Eine bindende Lohnuntergrenze verhindert, dass seine Vergütung hinreichend hinausgezögert werden kann, um dieses Verhalten unattraktiv zu machen.
- Umgekehrt können Geschäftsleiter gegenüber nachgeordneten Managern oder Aufsichtsräte/Aktionäre gegenüber Vorständen suboptimal kurzfristige Investitionen bevorzugen, wenn sie dadurch die Fähigkeit des Managers früher anhand von Ergebnissen einschätzen können, und der erwartete Nutzen hieraus die erwarteten Nachteile der suboptimalen Investments – tatsächlich oder vermeintlich – überwiegt.
- Zudem wird ein risikoneutraler Manager ab einer gewissen Kündigungswahrscheinlichkeit bevorzugt in Projekte mit kurzfristigen Rückflüssen investieren statt in überlegene langfristige Vorhaben, wenn er bei Letzteren riskiert, den Lohn für die gesäte Ernte nicht mehr (hinreichend) einfahren zu können (*horizon problem*).
- Umgekehrt ist denkbar, dass ein Manager mit der Zeit durch spezifisches Humankapital immer wertvoller für das Unternehmen wird. Mit diesem Pfund kann er in Vertragsnachverhandlungen umso besser wuchern, je langfristiger er investiert hat – die Aktionäre werden deshalb eher auf eine kurzfristige Investitionspolitik drängen (Hold-up-Losses-Hypothese).
- Eine Beurteilung anhand kurzfristiger Gewinne kann auch für Finanziers (*fluid capital*) in Betracht kommen, die frisches (Fremd-)Kapital für ein Investitionsprojekt bereitstellen.
- Zudem können sich Finanziers unter bestimmten Annahmen zu einem Mischzins gehalten sehen, der mit der Projektlaufzeit zunimmt und so langfristige Investitionen unattraktiv(er) macht.
- Fehlerhafte Managementtechniken können in unterschiedlicher Weise einen übermäßigen Druck zu schnellen Renditen erzeugen, etwa wenn die Unternehmenszentrale

---

<sup>192</sup> Barker, Getting to grips with short-termism, Summer 2012, S. 3 f.

- Ressourcen auf einzelne Sparten anhand (kurzfristiger) ROI-Kennzahlen verteilt oder wenn die Unternehmenskultur kurzfristig egoistisches Verhalten begünstigt.
- Schließlich können verhaltensökonomische Effekte auf unterschiedliche Weise *Short-termism* erzeugen: So kann Verlustaversion oder hyperbolisches Diskontieren zu einer Geringschätzung langfristiger Vorteile verleiten; Überoptimismus mancher Anleger kann sogar rationale Aktionäre veranlassen, kurzfristig-spekulative Kurskomponenten hochzutreiben, um profitabel zu verkaufen; zudem kann die Verfügbarkeitsheuristik eine *Short-termism*-Illusion erzeugen, wenn entsprechende Befürchtungen mental besonders präsent sind. Ähnlich wie bei einer Fata Morgana kann eine solche Wahrnehmungstäuschung das reale Verhalten beeinflussen.

Jeweils geht es um ein Problem intertemporaler Wahlentscheidungen. Werden sie in bestimmten Konstellationen systematisch zu kurzfristig getroffen, bleiben überlegene langfristige Investitionsmöglichkeiten ungenutzt. Bei ihnen wirkt sich eine übermäßige Diskontierung zukünftiger Auszahlungen oder das Bestreben, schnell Rückschlüsse aus kurzfristigen Ergebnissen ableiten zu können, besonders aus.

Daneben sind verschiedene nachteilige Folgewirkungen denkbar: Soweit beispielsweise die Costly-Trade-Theorie ein suboptimal hohes Gewicht kurzfristiger Anlageentscheidungen vorhersagt, verursacht die dadurch erhöhte Handelsaktivität neben geringeren Renditen unnötige Transaktionskosten. Wenn – etwa aufgrund von Verfügbarkeitskaskaden – zyklische Verzerrungen auftreten, gegen die sich andere Akteure absichern müssen, entstehen ebenfalls zusätzliche Kosten. Denkbar erscheint auch, dass *Short-termism*-Treiber mittelbar Prinzipal-Agenten-Probleme vergrößern, etwa wenn eine Konzentration auf kurzfristige Arbitrage dazu führt, dass das Management von Portfoliounternehmen laxer überwacht wird, oder wenn sich die Manager der Zentrale zur Beurteilung von Sparten auf kurzfristige Renditekennzahlen verlassen, welche die Spartenmanager manipulieren können.

Allgemein gesprochen begründet *Short-termism* einen Fall von Marktversagen, wenn suboptimal kurzfristiges Entscheidungsverhalten in einem ökonomischen System verbreitet ist. Das bedeutet nicht notwendig, dass die Akteure unverständig (irrational) handeln. Im Gegenteil verhalten sie sich bei den meisten Spielarten der ökonomischen *Short-termism*-Theorie individuell rational, erreichen auf diese Weise allerdings nur einen sog. zweitbesten Zustand, der im Vergleich zum Optimum mit Wohlfahrtseinbußen einhergeht. Gegenmaßnahmen richten sich nach der konkreten Ursache, für welche die ökonomische *Short-termism*-Theorie allerdings oft ganz unterschiedliche mögliche Quellen aufzeigt, selbst wenn das Endergebnis das gleiche ist.<sup>193</sup> Insbesondere können je nach den Umständen nicht nur eigennützige, sondern auch den Prinzipalen wohlgesonnene Agenten zu kurzfristigem Handeln greifen oder die Prinzipale selbst auf kurzfristige Strategien drängen.

---

<sup>193</sup> Beispielsweise kann die Ursache für suboptimal kurzfristige Investitionen durch das Management zum einen in einem verfehlten Anreizsystem liegen (z. B. durch Managerfluktuation oder *career concerns*) – dann ist die Lösung in einer besseren Verhaltenssteuerung des Agenten zu suchen. Zum anderen kann die Ursache von der Bewertung durch den Kapitalmarkt ausgehen, dergestalt, dass zukünftige Erträge in exzessiver (von Modellen effizienter Bewertung abweichender) Weise diskontiert werden. Dann hängt die geeignete Gegenmaßnahme von der Ursache dieser Fehlbewertung ab. Sie könnte verhaltensökonomisch erklärt werden (hyperbolisches Diskontieren) oder rationaltheoretisch durch asymmetrische Information zwischen Managern und Investoren.

## § 4 Empirische Evidenz

Die ökonomische *Short-termism*-Theorie zeigt Wirkungsketten auf, durch die es unter bestimmten Bedingungen systematisch zu suboptimal kurzfristigem Verhalten kommen kann. Auf dieser Grundlage lässt sich einschätzen, inwieweit einzelne Ausprägungen von *Short-termism*-Kritik sowie vorgeschlagene Gegenmaßnahmen fundiert sind. Deswegen ungeachtet trifft die Theorie naturgemäß keine direkte Aussage darüber, in welchem Umfang die beschriebenen Mechanismen auftreten.<sup>1</sup> Daher lohnt im Anschluss ein Blick auf die empirische Forschung zu *Short-termism*. Diese ist freilich noch unübersichtlicher und reichhaltiger als das *Short-termism*-Theorie-Multiversum. Vor allem ist sie in ständiger Wandlung begriffen, weil sich die Datenlage kontinuierlich verbessert hat und weiter verbessert, weil die ökonometrische Methodik der Studien laufend verfeinert wird und weil neue rechtliche und wirtschaftliche Entwicklungen in unerschöpflicher Weise Anlässe zu immer weiteren Untersuchungen bieten. Bedenkt man zudem, wie kontrovers die Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte seit jeher verläuft, verwundert es nicht, dass die Befunde der empirischen Forschung widersprüchlich sind, dergestalt, dass sich praktisch für jede denkbare befürwortende oder ablehnende Einschätzung einer theoretisch mehr oder weniger fundierten Wirkungskette eine empirische Studie zur Unterstützung findet. Hinzu treten Meinungsverschiedenheiten darüber, oft weil die *Short-termism*-Theorie zu wenig Beachtung findet, ob bestimmte empirische Beobachtungen geeignet sind, *Short-termism*-Thesen zu belegen bzw. umgekehrt zu widerlegen.

Vor diesem Hintergrund widmet sich der folgende Abschnitt drei Themenfeldern der empirischen Forschung zur *Short-termism*-Debatte: Zunächst zeigt er wichtige Probleme und methodische Schwierigkeiten dieses Forschungszweigs auf. Nur mit diesem Rüstzeug lassen sich Befunde beider Seiten der Diskussion einschätzen. Zugleich werden hieran Pars pro Toto wichtige generelle Schwierigkeiten deutlich, denen sich die empirische Corporate-Governance-Forschung gegenübersteht (I.). Sodann werden anekdotische Beobachtungen beleuchtet, die insbesondere in rechtspolitischen Dokumenten von öffentlichen und privaten Institutionen häufig als Belege für *Short-termism* genannt werden. Bei genauerer Betrachtung stellen sie indes keine geeigneten Prüfsteine dar (II.). Anschließend werden wichtige Identifizierungsstrategien für *Short-termism* aus der ökonomischen Forschung vorgestellt und anhand ausgewählter Studien skizziert, wobei der Schwerpunkt auf besonders bekannten Arbeiten liegt. Dies bietet einen systematisierenden Überblick über den Forschungsstand und ein Raster, um weitere Arbeiten einzuordnen. Die einschlägigen Untersuchungen fallen grob in zwei Gruppen, die sich untechnisch als Mikro- und Makrostudien bezeichnen lassen: Mikrostudien gehen dem möglichen Bestehen von *Short-termism* in bestimmten typischen Konstellationen nach. Sie bilden die große Mehrheit der einschlägigen Arbeiten und verstehen sich zumeist als empirische Tests einzelner Modelle der *Short-termism*-Theorie oder sind zumindest von diesen inspiriert (III.). Makrostudien nehmen hingegen eine stärker übergreifende Perspektive ein. Sie versuchen, das Ausmaß von etwaigem *Short-termism* auf dem Aktienmarkt einer Volkswirtschaft gesamthaft zu quantifizieren und gegebenenfalls mit anderen Volkswirtschaften zu vergleichen, treffen dabei aber keine Aussage zu den Ursachen (IV.).

---

<sup>1</sup> *Wahal/McConnell*, J. Corp. Fin. 6 (2000), 307, 308.

## I. Probleme der empirischen Messung

### 1. Datenzugang

Empirische Tests der verschiedenen ökonomischen *Short-termism*-Theorien stehen vor besonderen Herausforderungen bei der Beschaffung der erforderlichen Daten. Dies soll hier beispielhaft an zwei Aspekten verdeutlicht werden.

#### a) Langfristiges Investieren und langfristige Investoren

Studien, die Vorteile langfristigen Investierens für Corporate Governance und Unternehmen messen wollen, sehen sich zahlreichen Schwierigkeiten gegenüber:<sup>2</sup> Erstens halten Investoren ihr genaues Anlageverhalten oft geheim, etwa um Wettbewerbern keinen Einblick zu bieten und nicht anfällig für andere Spekulanten zu werden. Dies begrenzt Umfang und Aktualität der Daten, welche der empirischen Forschung zur Verfügung stehen. Typischerweise können Studien nur aggregierte periodische Angaben zum Portfolio einer gesamten Fondsfamilie verwenden<sup>3</sup> sowie Ein- und Ausstiegszeitpunkte nur unvollkommen anhand von Meldungen zur Über- und Unterschreitung bestimmter Beteiligungsmeldeswellen annähern.<sup>4</sup>

Zweitens lässt sich die Rentabilität von Investments in geschlossene Gesellschaften, die als Prototyp langfristiger Anlagen gelten,<sup>5</sup> nur schwer messen. Damit sind auch Vergleiche mit Streubesitzunternehmen nicht ohne Weiteres möglich.

Drittens sind lang- und kurzfristige Investoren jeweils heterogene und sich ständig verändernde Gruppen. Ökonometrische Studien begnügen sich insoweit herkömmlich mit recht groben Einteilungen, die Unterschiede einzelner Untergruppen verdecken können.<sup>6</sup> Erschwerend kommt hinzu, dass die wenigsten Investoren ausschließlich lang- oder kurzfristig anlegen. Empirische Studien verfügen regelmäßig nicht über die nötigen Daten, um beides auseinanderzuidividieren. Soweit etwa Daten nur zu einer Fondsfamilie vorliegen, kann diese nur insgesamt als lang- oder kurzfristiger Investor eingeordnet werden, obgleich einzelne Fonds möglicherweise unterschiedlich ausgerichtet sind.<sup>7</sup>

#### b) *Short-termism* als „unsichtbare“ Unterinvestition

Insbesondere *Short-termism*-Modelle, die an allokatonsineffiziente Aktien- und Kapitalmärkte oder Ineffizienzen des Arbeitsmarktes für Manager anknüpfen, variieren den Grundmechanismus der *information gap hypothesis*:<sup>8</sup> Sie sagen kurzsichtiges Verhalten nur bei solchen langfristig profitablen Ausgaben voraus, die für Außenstehende schwer als solche erkennbar, also gleichsam „unsichtbar“ sind. In diesem Bereich neigen Externe eher dazu, das Ergebnis kurzsichtiger Einsparungen oder Verschiebungen fälschlich

<sup>2</sup> Zum Folgenden *World Economic Forum*, Future of Long-term Investing, 2011, S. 36.

<sup>3</sup> Dazu noch 3. Teil, § 4 III. 6. b), S. 686 ff.

<sup>4</sup> Siehe beispielhaft das Vorgehen von *Brav/Partnoy/Thomas*, J. Fin. 63 (2008), 1729, 1748 f. in ihrer Studie zum Aktivismus von Hedgefonds.

<sup>5</sup> Zur – auf theoretischer Basis – geringeren Anfälligkeit geschlossener Gesellschaften für *Short-termism* 3. Teil, § 3 II. 3., S. 538 ff.

<sup>6</sup> Dieses Problem besteht allgemein bei der Forschung zu Paketaktionären (Blockholdern), siehe zum entsprechenden Forschungsbedarf *Edmans/Holderness*, in: Hermalin/Weisbach (Hrsg.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Bd. 1, 2017, S. 541, 543, 553, 590, 610.

<sup>7</sup> Näher 3. Teil, § 4 III. 6., S. 684 ff.

<sup>8</sup> Zu diesem 3. Teil, § 3 III., S. 544 ff.

als Ausdruck höherer Profitabilität zu interpretieren.<sup>9</sup> Aus diesen Modellen folgt also, dass solche langfristig wertsteigernden Investitionen am meisten kürzungsgefährdet sind, die sich nicht unmittelbar in der Unternehmensberichterstattung, namentlich in öffentlichen Bilanzdaten, zeigen. Beispielhaft nennt die Literatur Ausgaben für Wartung, für Werbung, für die Ausbildung von Arbeitnehmern, die Durchdringung eines Marktes, die Stärkung der Kundenbindung oder für bestimmte Preissetzungsstrategien.<sup>10</sup>

*Short-termism*-Modelle, deren zentrale Prognose dahin geht, dass Unterinvestitionen (nur) bei langfristig wertsteigernden Aktivitäten eintreten, die der Markt nicht direkt beobachten kann, lassen sich schwer direkt testen, wenn und weil Forscherinnen und Forscher in der Regel nicht über bessere Informationen verfügen als andere Investoren. Ohne diese lassen sich unzureichende Langfristinvestments der in Rede stehenden Art nicht eindeutig erkennen.<sup>11</sup> Die Herausforderung für empirische Tests, die öffentlich zugängliche Daten nutzen, ergibt sich mit anderen Worten daraus, dass zum einen die Informationslücke zwischen Managern und Aktionären den unveröffentlichten internen Informationen entspricht, und dass zum anderen die Geschäftsleitung Investitionsmaße, welche für Studien leicht verfügbar sind, ebenso wenig vor Investoren verbergen kann, weshalb nicht zu erwarten ist, dass diese Maße kurzsichtiges Verhalten ohne Weiteres aufdecken.<sup>12</sup> Hinzu kommt, dass ein ineffizient kurzfristiger Kapitaleinsatz „nur“ Opportunitätskosten verursacht, also Einbußen, die ihrerseits typischerweise leise und unsichtbar daherkommen, weil sie sich nur im Vergleich mit einem hypothetischen Szenario besseren Wirtschaftens zeigen und nicht notwendig in eine krisenhafte Entwicklung münden.<sup>13</sup>

Trotz dieser theoretischen Zusammenhänge nutzen viele empirische Studien notgedrungen allgemein verfügbare Bilanzdaten, um *Short-termism*-Hypothesen zu testen. Das ist keineswegs per se aussichtslos. Manche empirische Beobachtungen, die in der Ideengeschichte der Debatte vehement als Belege gegen kurzfristige Orientierung angeführt wurden und werden, tragen diesen Schluss gemäß der *information gap hypothesis* allerdings nicht: So folgt aus einer positiven Marktreaktion auf gut sichtbare Investitionen naturgemäß nicht, dass kein *Short-termism*-Problem im „unsichtbaren“ Bereich existiert.<sup>14</sup> Noch weniger lässt sich eine langfristige Ausrichtung des Aktienmarktes mit dem vielfach dokumentierten Umstand belegen, dass die Ankündigung einer (langfristigen) Investition typischerweise mit einer positiven Aktienkursreaktion einhergeht, anders als mehrere Studien namentlich in der US-amerikanischen Debatte der 1980er und 1990er Jahre argumentierten:<sup>15</sup> Erstens schließt der empirische Befund bei genauerem

<sup>9</sup> Resümierend 3. Teil, § 3 II. 1., S. 534 ff.

<sup>10</sup> *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 54; *Stein*, QJE 104 (1989), 655, 657 f.

<sup>11</sup> *Stein*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, S. 112, 131; *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 54; *Stein*, QJE 104 (1989), 655, 657 f., 663 f.

<sup>12</sup> *Hall*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 110, 133–134.

<sup>13</sup> *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, J. Fin. Stability 12 (2014), 16: „Unlike crises these opportunity costs are neither violent nor visible. Rather, they are silent and invisible. Perhaps for that reason, there have been very few attempts to capture the potential costs of short-termism in quantitative terms.“

<sup>14</sup> *Hall*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 110, 134.

<sup>15</sup> *Woolridge*, J. Appl. Corporate Finance 1 (1988), 26 ff. sowie, ausgehend von derselben Stichprobe, *Woolridge/Snow*, Strat. Mgmt. J. 11 (1990), 353 ff. (Aktienmarkt reagiert positiv auf 767 Ankündigung strategischer Investitionen von 248 Gesellschaften im Wall Street Journal aus dem Zeitraum Juni 1972 bis Dezember 1987; stärker differenzierend *Chan/Martin/Kensinger*, J. Fin. Ec. 26 (1990), 255 ff. (Aktienmarkt reagiert auf 95 Ankündigungen von höheren F & E-Ausgaben positiv nur bei Hochtechno-

Hinsehen gewisse (vorübergehende) Verzerrungen keineswegs aus.<sup>16</sup> Zweitens kündigen Unternehmen überhaupt nur einen kleinen Bruchteil ihrer Investitionen öffentlich an und es liegt nahe, dass dies nur bei besonders gewinnträchtigen, schwer kopierbaren Vorhaben geschieht (verzerrender Auswahlereffekt, sog. *selection bias*).<sup>17</sup> Eine angekündigte Investition ist zudem jedenfalls durch die Bekanntgabe gut sichtbar und auch deshalb kein naheliegender Kandidat für kurzfristige Einsparungen. Drittens und vor allem ist eine positive Kursreaktion auch dann zu erwarten, wenn die Geschäftsleitung generell kurzfristig handelt, also – aus eigenem Antrieb oder auf äußeren Druck – zukünftige Erträge übermäßig gering bewertet. Denn eine langfristige Investition, die so vielversprechend ist, dass sie sogar diese exzessive Renditehürde überwindet, ist aus Sicht des Marktes viel eher zu begrüßen als eine Investition, die „nur“ die normale Hürde einer unverzerrten Bewertung nehmen musste.<sup>18</sup>

### c) Stellvertretervariablen (Proxys) für langfristige Investitionen

Um *Short-termism* in Gestalt einer übermäßigen Kürzung langfristig wertsteigernder Ausgaben empirisch nachzuspüren, muss man solche Ausgaben messen. Das ist indes ein schwieriges Unterfangen: Zwar spielt bei der Bilanzierung betrieblicher Güter die beabsichtigte Nutzungs- oder Haltedauer eine wichtige Rolle (siehe §§ 247 II,<sup>19</sup> 253 III 1-4

---

logieunternehmen); ohne eigene ausdrückliche Bezugnahme auf die *Short-termism*-Debatte *McConnell/Muscarella*, J. Fin. Ec. 14 (1985), 399 ff.

<sup>16</sup> Siehe etwa *Erickson/Jacobson*, Management Science 38 (1992), 1264, 1265 f., 1269 f., 1279, die dafür kontrollieren, dass höhere Gewinne auch höhere Forschungsinvestitionen ermöglichen, und danach ermitteln, dass Ausgaben für F&E (engl. R&D) nur zu einer positiven Reaktion führen, wenn sie den *aktuellen* ROI steigern; nach *Chan/Kensinger/Martin*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 59 ff. reagiert der Aktienmarkt auf die Ankündigung höherer F&E-Ausgaben nur dann positiv, wenn sie von einem Unternehmen kommen, von dem zu erwarten ist, dass es große Forschungsaufwendungen tätigt; *Eberhart/Maxwell/Siddique*, J. Fin. 59 (2004), 623 ff. untersuchen über einen Zeitraum von 50 Jahren, wie Investoren auf unerwartete F&E-Steigerungen reagieren, und ermitteln, dass sie die positiven Wirkungen erst mit erheblicher Verzögerung einpreisen. Der mittlerweile gut belegte Punkt, dass der Markt F&E-Investitionen positiv, also faktisch wie eine immaterielle Anlage, bewertet (siehe den Abriss der einschlägigen Forschung bei *Ballester/Garcia-Ayuso/Livnat*, Eur. Acc. Rev. 12 (2003), 605, 608–609), ist also von der Frage zu trennen, ob dies hinreichend vollständig und zeitnah geschieht; ferner *Abarbanell/Bernard*, J. Acc. Res. 38 (2000), 221 ff., die zwar keine Bestätigung für *market myopia* ausgehend von einem auf Bilanzzahlen basierenden Bewertungsmodell sehen, mit ihrer Teststrategie aber durchaus errechnen, dass der Markt scheinbar kurzfristige unerwartete Gewinne überbewertet und langfristige unterbewertet; die Autoren führen dies allerdings mit Blick auf die Ergebnisse weiterer Tests auf Messfehler zurück.

<sup>17</sup> Siehe die Kritik von Scherer in o. A., Corporate Takeovers (part 1), Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-Ninth Congress, First Session, February 27, March 12, April 23, and May 22, 1985, 1986, S. 403, 405 (Letter to Timothy Wirth) an der Studie des *Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission*, Institutional ownership, tender offers, and long-term investments, April 19, 1985, die den gleichen Ansatz verwendete, wenn auch mit einer kleineren Stichprobe: Erfasste Ankündigungen decken nur einen kleinen Bruchteil der Investitionsvorhaben von US-Großunternehmen aus dem betrachteten Zeitraum ab, sodass naheliegt, dass die Stichprobe verzerrt ist (sog. *selection bias*; Versuch ökonomischer Kontrolle bei *Chan/Martin/Kensinger*, J. Fin. Ec. 26 (1990), 255, 273–274); zu diesem und weiteren Kritikpunkten Scherers und zum ideengeschichtlichen Kontext bereits 2. Teil, § 1 I.3.b)bb(1), S. 109 ff., Fn. 270 auf S. 116.

<sup>18</sup> *Stein*, QJE 104 (1989), 655, 663; *Nickell*, The performance of companies, 1995, S. 28.

<sup>19</sup> Vgl. dazu *Anzinger*, in: Merkt/Probst/Fink (Hrsg.), Rechnungslegung nach HGB und IFRS, 2017, Kap. 5 Rn. 368: Liquiditätsgliederungsprinzip auf der Aktivseite, Gliederung nach Fristigkeit auf der Passivseite.

HGB, IAS 1.60-76,<sup>20</sup> IAS 16.43 ff., IAS 38.88 ff.). Gleichwohl bieten viele Bilanzwerte keine ohne Weiteres verlässliche Basis für *Short-termism*-Tests. Denn bei vielen Ausgaben, etwa solchen für Werbung oder Wartung, ist die Aufteilung kurz- und langfristiger Vorteile oft schwer erkennbar,<sup>21</sup> und gerade bei Ausgaben, deren langfristig wertsteigernden Charakter Außenstehende schwer erkennen oder bewerten können, liegt kurzfristiges Handeln besonders nahe.<sup>22</sup>

Vor diesem Hintergrund bleibt empirischen Studien häufig nur, Variablen zu verwenden, die für *Short-termism* anfällige Investitionen zwar nicht direkt bzw. exakt messen, von denen man aber annimmt, dass sie zumindest hinreichend stark mit der eigentlich interessierenden, unbeobachteten Größe zusammenhängen (Korrelation), um hilfsweise als sog. Proxys (wörtl.: Stellvertreter, Platzhalter) für diese stehen zu können. Hierfür greift die empirische Forschung traditionell vor allem auf Ausgaben für Forschung & Entwicklung zurück (dt. kurz: F&E, engl. *research and development*, kurz R&D), die aus der Bilanz bzw. Gewinn- und Verlustrechnung abgeleitet werden. In jüngerer Zeit nutzen Studien zudem vermehrt Patente als Indikator für langfristig innovatives Wirtschaften. Beides lässt sich begründen, birgt aber auch Probleme.

## aa) Ausgaben für Forschung & Entwicklung

### (1) Begründung

F&E-Ausgaben sind generell einer der meistgenutzten Proxys in der empirischen Corporate-Finance-Forschung. Sie dienen etwa als Indikator für Informationsasymmetrien zwischen Insidern und Outsider-Investoren,<sup>23</sup> für Managermessen, Produktdifferenzierung oder für Wachstumsoptionen.<sup>24</sup> In Studien zur *Short-termism*-Problematik ebenso wie schon in der ökonomischen *Short-termism*-Theorie stehen F&E-Ausgaben üblicherweise als Proxy für wertsteigernde langfristige Investitionen.<sup>25</sup> Dies stützt sich auf mehrere Gründe:<sup>26</sup>

<sup>20</sup> Vgl. dazu *ders.*, in: Merkt/Probst/Fink (Hrsg.), Rechnungslegung nach HGB und IFRS, 2017, Kap. 5 Rn. 389 f.: Grundsatz der Bilanzgliederung nach Fristigkeit und ausnahmsweise nach Liquidität, mit Vorgaben für die Untergliederung in kurz- und langfristige Positionen.

<sup>21</sup> *Grinyer/Russell/Collison*, Br. J. Management 9 (1998), 13, 14; anders liegt es bei Sachanlagen, bei denen im Rahmen der Bilanzierung die voraussichtliche Nutzungsdauer festgelegt werden muss, woran *Souder/Bromiley*, Strat. Mgmt. J. 33 (2012), 550, 552 für ihre Studie anknüpfen.

<sup>22</sup> Ferner erscheint es denkbar, dass bilanzpolitische Spielräume sog. Endogenitätsprobleme hervorrufen können, wenn und soweit sich zeitliche Orientierung und der genaue Bilanzansatz gegenseitig beeinflussen (zu solchen Problemen sogleich 3. Teil, § 4 I.2. b), S. 581 ff.).

<sup>23</sup> Siehe zur Berechtigung dieser Annahme allgemein empirisch *Aboody/Lev*, J. Fin. 55 (2000), 2747 ff.

<sup>24</sup> Laut *Hirschey/Skiba/Wintoki*, J. Corp. Fin. 18 (2012), 496 verwendeten 24 % aller Aufsätze, die im Jahr 2007 im Journal of Finance, dem Journal of Financial Economics oder dem Journal of Corporate Finance erschienen, F&E-Ausgaben als empirische Ersatzvariable. 10 % der Aufsätze nutzten Werbung, eine potenziell alternative Hilfsvariable für Managerermessen, Informationsasymmetrie und Produktdifferenzierung, sowie 13 % Ausgaben für Sachanlagen (*capital expenditures*), eine andere wesentliche Form interner Investitionen, die oft in der Corporate Finance untersucht wird.

<sup>25</sup> *Hall*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 110, 113 Fn. 2; deutlich auch *Black*, 39 UCLA L. Rev. 811, 862 (1992): „Research and development is a quintessential long-term investment.“; *Bushee*, 73 Acc. Rev. 305, 306 (1998). Aus der theoretischen Literatur *Stein/Froot/Perold*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 55; ferner *Stein*, QJE 104 (1989), 655, 657 mit Fn. 3.

<sup>26</sup> *Lundstrum*, J. Corp. Fin. 8 (2002), 353, 359.

Erstens besteht bei F&E-Ausgaben in besonderem Maße Grund zu der Annahme, dass sie zunächst den operativen Gewinn senken und sich erst später positiv auswirken. Während langlebige Investitionsgüter (*capital expenditure*) meist in der Bilanz aktiviert und über mehrere Jahre abgeschrieben werden, sind Ausgaben für Forschung & Entwicklung in der Handelsbilanz grundsätzlich sofort als Aufwand zu verbuchen. Zwar unterscheidet sich die Handhabung im Detail je nach Rechnungslegungsregeln und Einzelfall,<sup>27</sup> im Allgemeinen schmälern F&E-Ausgaben aber dies- wie jenseits des Atlantiks den aktuellen Gewinn.<sup>28</sup> Ihr Nutzen tritt hingegen erst später ein. F&E-Ausgaben gelten deshalb als relativ eindeutige Investitionen zur Steigerung künftiger Cashflows, sodass das Problem der genauen Aufteilung lang- und kurzfristiger Vorteile nach verbreiteter Ansicht wenig ins Gewicht fällt.<sup>29</sup>

Zweitens sind F&E-Investitionen vergleichsweise riskant: Während Investitionen in das Sachanlagevermögen oft bereits existierenden Produkten gewidmet sind, zielen jene in F&E *per definitionem* auf neue Produkte oder Technologien, deren wirtschaftlicher Erfolg relativ schwer abschätzbar ist. Aus diesem Grund, der dadurch bedingten Informationsasymmetrien<sup>30</sup> und weil sich Forschung & Entwicklung anders als z. B. eine Ma-

<sup>27</sup> Die Rechnungslegungsvorschriften nach US-GAAP sehen grundsätzlich vor, F&E-Ausgaben insgesamt aufwandswirksam zu verbuchen, enthalten allerdings auch etliche Spezialregelungen zur Aktivierung immaterieller Vermögensgegenstände (*Schmittmann*, in: Holznagel/Altenhain/Hoeren u. a. (Hrsg.), Handbuch Multimedia-Recht<sup>2017</sup>, 2014, Teil 26.2 Rn. 77 f.; beachte aber, dass steuerrechtlich in den USA seit 1954 ein Wahlrecht besteht, F&E zu aktivieren und schrittweise abzuschreiben, siehe 26 U. S. Code § 174 – Research and experimental expenditures; näher zu den Unterschieden zwischen GAAP und Steuerrecht *Oliver*, CPA Journal 73 (2003), 46 ff.; zum Einführungsdatum der steuerrechtlichen Regelung *Johnson*, J. Acc. Res. 1967, 164, 164 f. mit empirischer Untersuchung der Folgen der unterschiedlichen Möglichkeiten).

Demgegenüber unterscheidet die Rechnungslegung nach IFRS eine Forschungs- und eine Entwicklungsphase (IAS 38.52): Für die Ausgaben im Forschungsbereich besteht, ebenso wie nach US-GAAP, ein Aktivierungsverbot (IAS 38.54). Hingegen sind Entwicklungskosten, die bestimmte Ansatzkriterien erfüllen, nach IFRS aktivierungspflichtig (IAS 38.57). Damit entsprechen unter den IFRS die F&E-Ausgaben nicht zwangsläufig den F&E-Aufwendungen (GuV-Größe) eines Jahres, weil Letztere auch die Abschreibungen der aktivierten Entwicklungskosten der Vorjahre enthalten, hingegen nicht die aktivierten Kosten des laufenden Jahres. Verzerrungen durch Abschreibungen lassen sich aber vermeiden, wenn man zur Abbildung des Investitionsverhaltens der Unternehmen die F&E-Ausgaben anstatt die F&E-Aufwendungen betrachtet (so der Ansatz von *Rapp/Wolff/Schaller*, ZBW 82 (2012), 1057, 1079 Fn. 16).

Nach HGB gilt Ähnliches wie nach IFRS: Forschungskosten dürfen nicht aktiviert werden (§ 255 II 4 Alt. 1, IIa 3, 4 HGB), wohl aber verlässlich abgrenzbare Entwicklungskosten für selbst geschaffene immaterielle Vermögenswerte des Anlagevermögens (§ 255 IIa 1, 2, 4 HGB, beachte dazu das Ansatzwahlrecht in § 248 II 1 HGB) (dazu im Einzelnen *Schülke*, in: Markt/Probst/Fink (Hrsg.), Rechnungslegung nach HGB und IFRS, 2017, Kap. 6 Rn. 692, 695–701).

<sup>28</sup> *Rapp/Wolff/Schaller*, ZBW 82 (2012), 1057, 1060.

<sup>29</sup> *Grinyer/Russell/Collison*, Br. J. Management 9 (1998), 13, 14: „Such a problem is, however, unlikely to exist in the case of expenditure on research and development (R&D) – which usually is unambiguously an investment made in order to generate future cash and profit flows.“; *Chen/Lin/Yang*, J. Bus. Res. 68 (2015), 845 linke Spalte: „Firstly, R&D activities appear to be long-term investments where R&D corporate earnings are uncertain and slow.“

<sup>30</sup> *Rapp/Wolff/Schaller*, ZBW 82 (2012), 1057, 1060; *Brossard/Lavigne/Erdem Sakinc*, Industrial and Corporate Change 22 (2013), 1031, 1034; näher *Ampenberger*, Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen, 2010, S. 119: F&E-Investitionen gehen als langfristige, unsichere und arbeitsintensive Projekte mit hohem idiosynkratischen Risiko einher, weil ihr Ausgang unsicher ist und die Produktivität aufgrund hoher Spezifität und mangels Vergleichbarkeit nicht aus ähnlichen Projekten in der Branche abgeschätzt werden kann; zudem gibt es mangels organisierter Sekundärmärkte für Forschungs- und Entwicklungsprojekte keine marktorientierten Preisinformationen. Daher sind Informationsasymmetrien größer; *Shen/Zhang*, J. Banking & Fin. 37 (2013), 1176, 1176–1177 m. w. N. führen aus, dass F&E-Investitionen insofern einzigartig sind, als die Kosten greifbar sind, der Nutzen aber

schine zunächst nicht als Kreditsicherheit eignet, lassen sich ihre Kosten auch in geringerem Maße als „normale“ Investitionen per Außenfinanzierung aufbringen. Das gilt jedenfalls dann, wenn das Unternehmen keine Geschäftsgeheimnisse offenlegen will. F & E-Ausgaben beeinflussen daher die Finanzlage des Unternehmens besonders stark.

Diese Merkmale machen Ausgaben für F & E besonders anfällig für myopische Unternehmensführung:<sup>31</sup> Kurzsichtige Aktionen, die den aktuellen Gewinn steigern, indem sie (wertschaffende) langfristige Investitionen in Forschung & Entwicklung verringern, bieten sich etwa an, wenn der ausgeschüttete Betrag oder der aktuelle Gewinn zu Signalisierungszwecken steigen oder besser kurzfristig einschätzbar werden soll. Gleiches gilt, wenn ein Manager als Agent ein entsprechendes Eigeninteresse mit Blick auf gewinnabhängige Boni und Tantiemen oder seine geringe Diversifikation<sup>32</sup> hat.<sup>33</sup>

Hinzu kommt aus Sicht empirischer Forscher, dass F & E-Ausgaben mittlerweile ein langjährig etablierter Ansatzpunkt sind, um die zeitliche Orientierung von Unternehmen zu messen. Eine Anknüpfung daran bietet Studien methodische Orientierung, erleichtert es, die Teststrategie inkrementell fortzuentwickeln, Ergebnisse zu vergleichen und in den Forschungsstand einzuordnen – Aspekte, die es wahrscheinlicher machen, dass angesehene ökonomische Zeitschriften einen Artikel annehmen.

Im Übrigen betrachtet die empirische Forschung zu *Short-termism* häufig – oft ergänzend – auch Sachinvestitionen. Sie erscheinen zwar im Vergleich weniger anfällig für *Short-termism* als F & E-Ausgaben. Dessen ungeachtet wird argumentiert, dass sie ebenfalls den Gewinn und das Potenzial für (kurzfristige) Ausschüttungen verringern.<sup>34</sup> Zudem kann man insoweit auf Bilanzangaben zur geschätzten Lebensdauer eines Gutes zurückgreifen, um die zeitliche Orientierung der Gesellschaft einzuschätzen.<sup>35</sup>

## (2) Problematik

Der Einsatz von F & E-Ausgaben als Proxy für wertsteigernde langfristige Investitionen und damit als möglicher Indikator für kurzfristiges Verhalten birgt allerdings eine Reihe von Problemen, die in der empirischen Forschung allzu oft übergangen werden:

Zunächst ist darauf hinzuweisen, dass Forscher, die sekundäre Daten wie F & E-Ausgaben einsetzen, damit naturgemäß nicht nachvollziehen können, aus welchen Erwägungen das betrachtete Unternehmen entschieden hat. Es bleibt offen, ob es dem Ent-

---

nicht greifbar ist. Investoren haben deshalb Schwierigkeiten, die Qualität solcher Investitionen zu beurteilen. Eine Erhöhung der F & E-Investitionen bewirkt tendenziell, dass das Meinungsspektrum unter den Investoren uneinheitlicher wird, sodass die Volatilität des Aktienkurses zunimmt. Zudem verwirre die nicht greifbare Natur von F & E-Investitionen Investoren in der kurzen Frist, weil sie länger zur Informationsverarbeitung benötigten.

<sup>31</sup> Hughes, Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in UK, March 2014, S. xii, 77.

<sup>32</sup> Dazu Kang/Kumar/Lee, J. of Bus. 79 (2006), 1127, 1130: Unterschiedliche Risikoeinstellungen können sowohl Über- als auch Unterinvestment fördern, üblicherweise wird aber angenommen, dass Manager zu wenig investieren, weil sie das Risiko, welches mit firmenspezifischem Humankapital verbunden ist, nicht vollständig diversifizieren können.

<sup>33</sup> Rapp/Wolff/Schaller, ZBW 82 (2012), 1057, 1060 f.

<sup>34</sup> Siehe Ladika/Sautner, Rev. Finance 24 (2020), 305, 311: „We also report results for R&D and capital expenditures separately. R&D directly affects earnings as it is expensed in firms' income statements, and capital expenditures impact earnings through depreciation or interest payments (if financed by debt).“

<sup>35</sup> So das Studiendesign von Souder/Bromiley, Strat. Mgmt. J. 33 (2012), 550 ff. bezogen auf börsennotierte US-Unternehmen im Zeitraum von 1992 bis 2007.

scheidungskriterium des diskontierten bzw. erwarteten Nutzens gefolgt ist,<sup>36</sup> das *Short-termism* (nur) theoretisch klar definiert.<sup>37</sup> Auch die organisationalen Prozesse hinter intertemporalen Entscheidungen lassen sich mit F&E-Daten nicht beobachten, ebenso wenig wie die maßgeblichen Vorgänge der internen Corporate Governance. Im Ergebnis bedeutet dies, das – explizit oder implizit – Motive, die normativ nicht als kurzfristig einzuordnen wären, plausibel ausgeschlossen oder außer Acht gelassen werden müssen.

Das eigentliche Problem liegt aber darin, dass F&E-Ausgaben aus mehreren Gründen kein besonders verlässlicher Gradmesser für wünschenswerte langfristige Investitionen sind:

Erstens enthalten F&E-Ausgaben neben langfristigen auch viele kurzfristige Projekte.<sup>38</sup> Dabei liegt der Durchschnitt schon in älteren empirischen Erhebungen eher auf der relativ kurzfristigen Seite, bei erheblichen Unterschieden zwischen einzelnen Branchen und Unternehmen.<sup>39</sup> Heutzutage dürften die Zeitspannen eher kürzer als länger

<sup>36</sup> *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 839 Fn. 5, 851.

<sup>37</sup> Dazu I. Teil, § 2, insb. § 2 II. und III., S. 64 ff., 72 ff.

<sup>38</sup> *Laverty*, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 839; *Brauer*, J. Bis. Ec. & Manage. 14 (2013), 386, 389; *Souder/Bromiley*, Strat. Mgmt. J. 33 (2012), 550, 552 rechte Spalte oben; andeutend auch *Jackson/Petraki*, in: Vitols/Kluge (Hrsg.), The sustainable company, 2011, S. 199, 202: Studien, die den Anteil der Investitionen in F&E untersuchen, basieren auf der Annahme, dass diese Ausgaben langfristig sind.

<sup>39</sup> Die Umfragestudie von *Poterba/Summers*, Sloan Manage. Rev. 37 (1995), 43, 45 bei den Fortune-1000-Gesellschaften (Rücklauf 228, davon 160 nicht anonym, mit deutlichem Übergewicht von 97 im Bereich *manufacturing*) ergab, dass der Anteil von F&E, der langfristigen Projekten gewidmet war, im Schnitt mit (nur) 21,1 % angegeben wurde, in der produzierenden Industrie mit 22,6 %. Dabei war die Heterogenität sehr hoch: Weniger als die Hälfte der Antwortenden gaben einen Anteil langfristiger F&E zwischen 10 % und 30 % an, also in dem Intervall, in dem der Durchschnitt der Stichprobe lag. Die ergänzend befragten 50 größten Unternehmen in Japan, Deutschland und Großbritannien widmeten zwar einen deutlich höheren Anteil ihrer F&E-Ausgaben langfristigen Projekten, nämlich 46,8 % (Japan) und 60,5 % (Europa). Angesichts der sehr geringen Rücklaufquoten (Deutschland 4 %, UK 16 %, lediglich Japan mit 22 % vergleichbar zu den USA) waren diese Ergebnisse aber als „only suggestive“ anzusehen (*dies.*, Sloan Manage. Rev. 37 (1995), 43, 49 sowie S. 50 Table 4).

Zu älteren Studien eingehend und instruktiv der Überblick im Brief von *Frederic M. Scherer* (als damaliger Visiting Fellow im Economic Studies Program der Brookings Institution) auf die Anfrage von *Timothy Wirth*, Chairman des Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, abgedruckt in o. A., Corporate Takeovers (part 1), Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-Ninth Congress, First Session, February 27, March 12, April 23, and May 22, 1985, 1986, S. 403: Scherer bezeichnet es als eine deutlich übermäßige Vereinfachung, F&E-Ausgaben mit „langfristigen Projekten“ gleichzusetzen. Hierzu verweist er auf eine Erhebung des Strategic Planning Institute von Cambridge, derzufolge die Median-Entwicklungszeit für neue Projekte in 948 berichtenden Wirtschaftseinheiten etwa zwei Jahre betragen habe.

*Link*, Manage. Decis. Econ. 6 (1985), 125 ermittelte in einer Umfrage bei 146 US-Unternehmen aus dem Bereich *manufacturing* für die Jahre 1970 und 1981, einschließlich hochgerechneter Änderungen für 1985 und 1990, dass rund 22 % bis 24 % der F&E-Ausgaben „langfristigen“ Projekten gewidmet waren, d. h. solchen mit einer Dauer von fünf Jahren oder mehr; *Ravenscraft/Scherer*, Applied Economics 14 (1982), 603, 607, 609 ermittelten mit US-Daten aus dem Zeitraum von 1970 bis 1979, dass der durchschnittliche Zeitabstand zwischen einer F&E-Ausgabe und der Spitze der daraus resultierenden Profitabilität rund vier Jahre betrug.

Zu beachten ist außerdem, dass der Wertverzehr bei gewöhnlichem Kapital mit 10–15 % üblicherweise geringer angesetzt wird als jener von F&E-Kapital mit ca. 25 %. Dies erklärt sich allerdings aus der intertemporalen Natur der Produktionsfunktion von Wissenskapital: Obgleich die Renditen von F&E-Ausgaben scheinbar relativ schnell fallen, sind tatsächlich jüngere Ausgaben eng mit solchen aus früheren Jahren verbunden, sodass die wahre Rückzahlungsperiode wesentlich länger ausfällt. Das liegt darin begründet, dass die Produktion von Wissenskapital anders als bei gewöhnlichen Investitionen nicht additiv trennbar ist (zum Ganzen *Hall*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 110, 113; ergänzend der Überblick bei

sein.<sup>40</sup> Der F&E-Indikator trennt indes nicht zwischen (1) der Marktbewertung des Wertes, den ein Projekt generiert, und (2) der Marktbewertung des Zeithorizonts des Projekts. Er ist daher ungeeignet, Marktreaktionen auf kurzfristige Investments mit solchen auf langfristige Investments zu vergleichen.<sup>41</sup>

Zweitens sind F&E-Ausgaben nicht notwendig sinnvoll, d. h., sie führen keineswegs immer zu ausreichenden positiven Erträgen.<sup>42</sup> Im Rahmen der Debatte um *Short-termism* wurde und wird oft implizit zugrunde gelegt, dass Ausgaben für F&E stets wünschenswert seien. Diese Annahme abstrahiert davon, dass eine Kürzung von F&E unter bestimmten Umständen, etwa bei hohen Finanzierungskosten, auch langfristig gesehen rational sein kann, selbst wenn sie auf den ersten Blick wie *Short-termism* aussehen mag.<sup>43</sup>

Generell geht man in der Literatur über die wirtschaftlichen Ursachen und Wirkungen von Innovation ebenso wie in der Literatur zu *Short-termism* oft von einer direkten Kausalbeziehung zwischen F&E und Innovation sowie zwischen Innovation und Wirtschaftswachstum aus. So allgemein formuliert ist das allerdings fragwürdig. Denn soweit Unternehmen die nötigen Qualifikationen oder Ressourcen fehlen, um Innovation zu erreichen und zu verwerten, ist F&E ein reiner Kostenfaktor. Insofern sind die komplementären unternehmensspezifischen Faktoren entscheidend, unter denen F&E das Wachstum steigern kann. Sie unterscheiden sich wiederum von Sektor zu Sektor.<sup>44</sup> Damit sind F&E-Ausgaben auch deshalb kein völlig zuverlässiger Detektor für kurzfristiges Verhalten, weil sie komplementäre Ausgaben und Aktivitäten auf Unternehmensebene außer Acht lassen, die oft nicht aktiviert oder wie F&E-Ausgaben nachvollzogen werden können. Sofern solche Aktivitäten unterfinanziert sind, um die kurzfristige Profitabilität zu verbessern, wird sich zwar für ein gegebenes F&E-Niveau die Rate erfolgreicher Innovation verringern, mit der Folge, dass letztlich die erwartete Rendite von F&E sowie die Ausgaben für F&E sinken werden.<sup>45</sup> Langfristig sollten sich F&E-Aus-

---

Mueller/Reardon, *Southern Ec. J.* 60 (1993), 430, 432 f.; zum kumulativen Charakter von Innovation auch Mazzucato, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 214–215).

<sup>40</sup> Siehe zu der Verkürzung von Innovations- und Produktentwicklungszyklen Fröndhoff/Hofer/Schröder, *Handelsblatt* vom 04.04.2013, 1, mit näheren Ausführungen zu den Bereichen Mode, Konsumgüter, Elektronik und der Autoindustrie; differenzierend und eher ablehnend zu der These einer Beschleunigung des Wirtschaftslebens hingegen o. A., *The Economist* vom 05.–11.12.2015, 22 ff.

<sup>41</sup> Laverty, *Acad. Manage. Rev.* 21 (1996), 825, 839 Fn. 5.

<sup>42</sup> Ders., *Acad. Manage. Rev.* 21 (1996), 825, 839.

<sup>43</sup> Grinyer/Russell/Collison, *Br. J. Management* 9 (1998), 13, 14; ähnlich Nathan, *Observations on Short-Termism and Long-Termism*, October 12, 2015 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/10/12/observations-on-short-termism-and-long-termism/>> (geprüft am 11.06.2020): Eine kurzfristige finanzielle Strategie (*financial engineering*) müsse nicht schlechter sein als eine langfristige oder auf Kosten einer langfristig überlegenen Strategie gehen. Entscheidend sei, ob der Barwert gesteigert wird. Zu anderem Verhalten hätten Investoren keinen Anlass.

<sup>44</sup> Zum Ganzen näher Mazzucato, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 63 f.; siehe aber auch die leicht widersprüchliche Argumentation a. a. O., S. 75, wo Mazzucato argumentiert, bei Innovationen rührten die Probleme Europas in Relation zu den USA daher, dass die Wissensbasis in der EU nicht so breit sei, was wiederum mit großen Unterschieden bei den öffentlichen und privaten Ausgaben für F&E zusammenhänge. Mazzucato verweist darauf, dass dieses Verhältnis in den USA viel höher sei als im Vereinigten Königreich sowie vor allem in den europäischen Krisenländern Griechenland, Italien und Portugal.

Zu nötigen komplementären Aktivitäten und Ausgabenposten, damit F&E bei der Produktinnovation gelingt, siehe Demirag, *Eur. J. Fin.* 1 (1995), 41, 47, der beispielhaft Marktuntersuchungen, Training, Kauf von Sachausrüstung, Bewältigung von Schwierigkeiten in frühen Herstellungsphasen, Aufbau von Vertriebskanälen und aggressive Preissetzung zum Aufbau von Marktanteilen nennt.

<sup>45</sup> Demirag, *Eur. J. Fin.* 1 (1995), 41, 47.

gaben und komplementäre Faktoren daher anpassen. Zeitweilige Abweichungen sind aber durchaus möglich.

Drittens sind F & E-Ausgaben kein universell einsetzbarer Proxy, weil manche Branchen, insbesondere Dienstleistungsunternehmen, oft keinen entsprechenden Posten ausweisen.<sup>46</sup> Soweit er existiert, ist zu beachten, dass F & E-Ausgaben je nach Industrie sehr unterschiedlich ausfallen, woraus sich in hohem Maße bestehende Unterschiede erklären.<sup>47</sup>

Viertens unterschätzen F & E-Statistiken auf volkswirtschaftlicher Ebene den Umfang technologischer Aktivitäten. Insbesondere solche kleiner Unternehmen bleiben außen vor, wenn und weil sie funktional und bilanziell oft nicht eigenständig erfasst werden.<sup>48</sup> Hinzu kommt, dass F & E-Ausgaben der Unternehmen auf volkswirtschaftlicher Ebene nur eine unter vielen Komponenten sind, welche die Innovationskraft einer Volkswirtschaft bestimmen.<sup>49</sup>

Wenn eine Studie anhand von F & E-Ausgaben keine Belege für *Short-termism* findet, besagt das also nicht notwendig, dass keine kurzfristige Orientierung vorliegt. Dies gilt zuletzt auch schlicht deswegen, weil F & E-Ausgaben nur eine Dimension unternehmerischen Verhaltens erfassen. Andere organisationale Aspekte, bei denen sich kurz- und

<sup>46</sup> Brauer, J. *Bis. Ec. & Manage.* 14 (2013), 386, 389.

<sup>47</sup> Siehe dazu Hirschey/Skiba/Wintoki, *J. Corp. Fin.* 18 (2012), 496 ff.: Die Autoren untersuchen Verteilung und Entwicklung der F & E-Ausgaben börsennotierter Unternehmen in den USA im Zeitraum von 1976 bis 2010. Sie ermitteln unter anderem, dass sich F & E-Ausgaben in den USA ganz überwiegend auf wenige Hochtechnologie-Sektoren beschränken. Die Sektoren mit sehr viel und sehr wenig F & E sind dabei im Zeitablauf weitgehend gleich geblieben. In Ersteren hat die Zahl der Unternehmen mit F & E signifikant zugenommen. Dessen ungeachtet bleibt die Gesamtsumme jährlicher F & E-Ausgaben auf relativ wenige Unternehmen konzentriert (*dies.*, *J. Corp. Fin.* 18 (2012), 496, 502 ff., 509). Zudem zeigen die Autoren, dass zeitunabhängige, konstante unternehmens- und industriespezifische Effekte isoliert betrachtet fast 70 % der Variation in einer Querschnittsbetrachtung erklären (S. 497, 509). In einem kombinierten Modell erklären konstante unternehmensspezifische Effekte sogar rund 96 % der Variation der F & E-Ausgaben, während beobachtbare, typischerweise verwendete Unternehmenscharakteristika, die zeitlich variieren (Größe, Markwert-Buchwert-Relation, Profitabilität, Verschuldungsgrad), weniger als 3 % der Unterschiedlichkeit von F & E-Ausgaben erklären (S. 497). Dies bedeutet, dass insbesondere Studien, die Querschnitts- oder Paneldaten verwenden, darauf achten müssen, wie unbeobachtete, zeitunabhängige Heterogenität auf die zu erklärende Variable wirkt, vor allem wenn diese Heterogenität mit der erklärenden Variablen oder den Kontrollvariablen korreliert sein könnte. Dieser Aspekt ist der Studie zufolge wichtig, wenn F & E-Ausgaben als Kontrollvariable dienen, weil F & E selbst weitgehend von unbeobachtbaren, zeitunabhängigen Faktoren beeinflusst wird.

Konzis bereits Pavitt/Patel, *Oxf. Rev. Econ. Policy* 4 (1988), 35, 36: Technologie ist weitgehend firmenspezifisch, interne Kompetenz ist unerlässlich für die Nutzung wissenschaftlicher und technologischer Möglichkeiten. Da firmenspezifische Technologie zudem in ihrer Entwicklung kumulativ ist, unterscheiden sich Unternehmen und Länder stark in ihrer akkumulierten Kompetenz und der Spannbreite machbarer Technologieoptionen, zeigen individuell aber zeitliche Stabilität in den sektoralen Mustern ihrer technologischen Stärken und Schwächen.

<sup>48</sup> Pavitt/Patel, *Oxf. Rev. Econ. Policy* 4 (1988), 35, 36–39, insb. 38 mit empirischem Beispiel Großbritannien: Unternehmen mit weniger als 1.000 Mitarbeitern stehen im Betrachtungszeitraum nur für ca. 3 % der erfassten Unternehmens-F & E, aber für mehr als 30 % der wesentlichen, in Großbritannien vermarkteten Innovationen.

<sup>49</sup> Dazu Hughes, *Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK*, December 2013, S. 29, der ausführt, dass die multidimensionale Natur von Innovation bedeutet, dass Vergleiche der Innovationskraft zwischen Volkswirtschaften die Einbeziehung zahlreicher Indikatoren erfordern können, und beispielhaft auf verschiedene internationale Erhebungen verweist, die zahlreiche Input- sowie Output-Kategorien, Unterkategorien oder Indikatoren unterscheiden. Allerdings gibt es auf europäischer Ebene Bemühungen zu einem vereinfachten Indikator mit vier Komponenten, siehe dazu *Europäische Kommission*, Mitteilung Messung der Innovationsleistung in Europa: ein neuer Indikator, 13.09.2013.

langfristige Orientierung unterschiedlich auswirken können, etwa das Belegschaftsprofil oder das Produkt- bzw. Geschäftsportfolio, bleiben bei einem Fokus auf F & E unberücksichtigt.<sup>50</sup>

*bb) Patente als Indikator für langfristig ausgerichtete Innovation*

Angesichts der Unzulänglichkeiten von F & E-Aufwendungen als Indikator für langfristige und innovative Investitionen nutzt die Literatur in jüngerer Zeit häufig die Patentaktivität als weiteren Proxy. Während F & E-Ausgaben nur ein beobachtbarer Teil der Inputs sind und demgemäß nichts über Erfolg und Qualität von Innovation aussagen, können Patentierungen als Innovationsoutput zeigen, wie effektiv das Unternehmen seine Mittel (Innovationsinputs) eingesetzt hat.<sup>51</sup>

Ungeachtet dieses Vorteils unterliegen aber auch Patente als Proxy wichtigen Einschränkungen: Erstens ist die Patentierungsaktivität und -dauer stark industrieabhängig, ähnlich wie schon die F & E-Aufwendungen. Adäquate Kontrollvariablen für Industrien und Firmen können dieses Problem aber zumindest abmildern.<sup>52</sup>

Zweitens, und dies ist gravierender, ignoriert ein Abstellen auf Patente Innovationsformen, die nicht patentierbar sind, etwa Prozessinnovation. Wird ein Zeitfenster für die Patentmessung vorgegeben, bleiben zudem langfristige Innovationen außen vor, die länger als der gewählte Zeitrahmen bis zur Patentreife benötigen.<sup>53</sup>

Die Bedeutung beider Aspekte veranschaulicht eine Innovationsmessung im Auftrag der Europäischen Kommission aus dem Jahr 2014:<sup>54</sup> Bei den betrachteten Gesellschaften zeigte sich an den Patentportfolios ein stark sektorspezifisches Verhältnis von Patenten zu F & E.<sup>55</sup> Außerdem gab es eine starke Variation innerhalb der Sektoren, in Abhängigkeit von den individuellen Technologieprofilen der Gesellschaften und ihrem Spezialisierungsgrad.<sup>56</sup>

<sup>50</sup> Brauer, J. *Bis. Ec. & Manage.* 14 (2013), 386, 389.

<sup>51</sup> Fang/Tian/Tice, J. *Fin.* 69 (2014), 2085, 2090.

<sup>52</sup> Dies., J. *Fin.* 69 (2014), 2085, 2091; Mcgregor, *Are Patents the Measure of Innovation?*, May 4, 2007 <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2007-05-04/are-patents-the-measure-of-innovation-businessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>> (geprüft am 11.06.2020). Ganz verschwinden dürfte das Problem durch Kontrollvariablen für Industrien und Firmen aber nicht. Je seltener Patente in einer Industrie sind, desto weniger Datenpunkte gibt es in diesen Sektoren für die ökonomische Schätzung, wodurch deren Verlässlichkeit leidet. Zudem können hinter einer Patentierung ganz unterschiedliche Motive stehen. In manchen Hochtechnologieunternehmen dient eine Patentierung beispielsweise eher als Verteidigungsmaßnahme (dazu Mcgregor, ebd.).

<sup>53</sup> Fang/Tian/Tice, J. *Fin.* 69 (2014), 2085, 2123, die in ihrer Studie ein Zeitfenster von ein bis drei Jahren setzen.

<sup>54</sup> Hernández/Tübke/Hervás u. a., *EU R&D Scoreboard, 2014*, S. 5, 39 ff.

<sup>55</sup> Dazu dies., *EU R&D Scoreboard, 2014*, S. 39 ff., insb. S. 40: Das Verhältnis von Patenten zu F & E-Aufwendungen in Mio. € (Patentierungsneigung) ist extrem branchenabhängig und reicht von 0,01 in der Bankenbranche bis zu 0,57 im Bereich elektrischer und elektronischer Erzeugnisse. Der Pharmazie- und Biotechnologie-Sektor haben hingegen das zweitniedrigste Patent/F & E-Verhältnis. Die Studie führt dies mindestens zum Teil auf die erheblichen Investitionen zurück, damit ein Präparat wirksam, sicher und bei den Behörden genehmigungsfähig ist.

<sup>56</sup> Als Beispiel kann der pharmazeutische Sektor dienen, der technologisch besonders stark spezialisiert ist (dazu dies., *EU R&D Scoreboard, 2014*, S. 41). Er umfasst Gesellschaften, die allein auf pharmazeutische Produkte ausgerichtet sind, sowie solche, die auf medizinische Technologien (Johnson & Johnson) oder Chemie (Bayer) spezialisiert sind, und andere mit erheblicher Patentierungsaktivität in der Biotechnologie (Roche).

Drittens haben länderbezogene Patentstatistiken als Indikator technologischer Aktivität gleichfalls Schwächen. Insbesondere unterscheidet sich die Neigung, Ergebnisse technologischer Aktivitäten zu patentieren, je nach Land, (1) weil Patente in verschiedenen Rechtsordnungen unterschiedliche Kosten und Vorteile mit sich bringen, je nachdem, inwieweit sie einen homogenen und starken Schutz in einem großen Markt bieten, (2) weil eine Patentierung im Vergleich zu anderen Schutzinstrumenten (z. B. Geheimhaltung, Know-how, Lernkurven) in unterschiedlichen Technologiefeldern unterschiedlich wichtig ist, um Nachahmung zu verhindern, und (3) weil sich Unternehmen ex ante in unterschiedlichem Ausmaß Unsicherheit bei Patenten mit relativ geringem Wert gegenübersehen.<sup>57</sup>

Viertens ist zu beachten, dass eine Patentierung nur eingeschränkt etwas über die Innovationshöhe aussagt – diese kann zwischen inkrementeller Verbesserung oder einem technologischen Durchbruch liegen. Aus diesem Grund zieht man – meist ergänzend oder zur Gewichtung – Patentzitationen oder die Zahl der Bezugnahmen auf die Patente eines Unternehmens durch andere Patente als ein mutmaßlich besseres Maß heran. Eine hohe Zahl von Zitierungen gilt als Indiz dafür, dass die Innovation wertvoller ist und dass ein Lizenzierungsmarkt für sie besteht. Indes können Patentzitationen hier in die Irre führen. So zeigen Daten des US-amerikanischen Patent & Trademark Office, dass ca. ein Drittel der Patente mit 20 oder mehr Zitierungen von ihrem Inhaber nicht verlängert wird, woraus sich schließen lässt, dass eine Verlängerung nach Auffassung der Inhaber die erneuten Gebühren nicht lohnt. Das passt zu Studienergebnissen, denen zufolge besonders viele Zitierungen nicht notwendig bei technologischen Weiterentwicklungen, sondern vielmehr bei Designpatenten zu finden sind, die nur Aussehen oder Form eines Gegenstands betreffen.<sup>58</sup>

Eng mit diesen Problemen verbunden ist ein allgemeinerer Streit darüber, wie aussagekräftig Patente als Indikator für substanzielle Innovation sind. Für eine beachtliche Aussagekraft lassen sich empirische Befunde anführen, die ermitteln, dass F & E-Inputs, Patenzahl, Patentzitationen und neue Produktankündigungen in vier ausgewählten Hochtechnologieindustrien im Wesentlichen übereinstimmende Resultate ergeben.<sup>59</sup> Zudem wird geltend gemacht, dass Statistiken über die internationale Verteilung von US-Patenten hohe Ähnlichkeiten mit Statistiken über Unternehmensausgaben für F & E aufweisen, sowohl im Aggregat als auch bezogen auf bestimmte Sektoren sowie zwischen Unternehmen.<sup>60</sup> Andere Autoren argumentieren zwar, dass die Beziehung zwischen F & E-Ausgaben von Unternehmen und ihren Marktwerten bei Weitem robuster sei als die Beziehung zwischen Patenten (nach Anzahl oder Zitierungen) und Marktwerten. Wenn sowohl Patentdaten als auch F & E-Ausgaben als erklärende Variablen aufgenommen werden, würden erstere zudem oft insignifikant. Allerdings wird der Grund hierfür in der hohen Korrelation zwischen beiden gesehen.<sup>61</sup> Patente wären damit womöglich trotzdem ein hinreichender Platzhalter.

<sup>57</sup> Pavitt/Patel, Oxf. Rev. Econ. Policy 4 (1988), 35, 40.

<sup>58</sup> Zum Ganzen McGregor, Are Patents the Measure of Innovation?, May 4, 2007 <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2007-05-04/are-patents-the-measure-of-innovation-businessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>> (geprüft am 11.06.2020), Letzteres bezogen auf die fünf meistzitierten Patente von Samsung Electronics und Nike.

<sup>59</sup> Hagedoorn/Cloodt, Res. Pol. 32 (2003), 1365 ff.

<sup>60</sup> Pavitt/Patel, Oxf. Rev. Econ. Policy 4 (1988), 35, 40.

<sup>61</sup> Callen/Morel, IRFA 14 (2005), 304, 305 Fn. 2.

Auf der Gegenseite hat *Marianne Mazzucato* in einem viel beachteten Sachbuch kraftvoll argumentiert, dass die Bedeutung von Patenten für Innovation und Wirtschaftswachstum verbreitet falsch eingeschätzt werde.<sup>62</sup> Ein Anstieg von Patentanmeldungen spiegele nicht notwendig einen Zuwachs an Innovation wider, sondern könne ebenso einer Änderung der Patentgesetzgebung oder einer Vermehrung der Gründe geschuldet sein, aus denen Patente angemeldet werden. Mit Blick auf Ersteres kann sie auf den Bayh-Dole Act 1980 verweisen, der in den USA eine Patentierung von Erkenntnissen staatlich geförderter Forschung erlaubt und so die Spannbreite patentierbarer Erfindungen erhöht hat.<sup>63</sup> Hinsichtlich zunehmender Patentierungsmotive verweist *Mazzucato* auf die Informations- und Kommunikationstechnik, in der sich bei Patentanmeldungen eine Verschiebung weg von einem Schutz unternehmensintern entwickelter Technologie ergeben habe, hin zu Kreuzlizenzen in offenen Systemen mit dem Ziel, andernorts entwickelte Technologien einzukaufen. Dadurch, so *Mazzucato*, schrumpften die F&E-Budgets großer Firmen, während gleichzeitig ihre Patentanzahl steige. Zudem kann *Mazzucato* darauf verweisen, dass sich Wagniskapitalgeber bei ihren Investitionsentscheidungen oft an Patenten orientieren, weshalb deren strategischer Wert für Unternehmen, die Geldgeber einwerben wollen, gestiegen sei. Dies trifft sich mit einer zentralen Erklärung für *Short-termism*, derzufolge Investoren mit diversifiziertem liquidem Kapital (*fluid capital*) dazu neigen, sich auf messbare Unternehmensattribute als Proxys für den Unternehmenswert zu fokussieren, etwa aktuelle Gewinne oder Patentierungen.<sup>64</sup> Demnach könnte es sogar sein, dass Patente und – gegebenenfalls abgeschwächt – Patentzertifizierungen aufgrund ihrer leichten Messbarkeit gerade anziehend auf kurzfristige Investoren wirken und Unternehmen ihre Patentierungspolitik entsprechend ausrichten.<sup>65</sup> Allgemein kann ein Unternehmen mit seinen Patentierungsaktivitäten eher das Ziel verfolgen, die bestehende Wissensbasis abzurunden und auszuwerten (*exploitative patent*) oder um neues Wissen zu erweitern (*exploratory patent*). Eine neue Studie unternimmt es erstmals, dies anhand des Umfangs der Zitierung eigener oder fremder Patente zu quantifizieren, und ermittelt dabei in der Tat, dass börsennotierte Gesellschaften im Vergleich zu geschlossenen stärker auf *exploitative patents* setzen.<sup>66</sup>

Schließlich ist zu beachten, dass eine Patentierung von Bausteinen wie „Forschungsinstrumenten“ sogar dazu führen kann, dass Innovation zurückgeht, weil sie offene Forschung behindert.<sup>67</sup> Eine entsprechende Problematik (Sperrpatente, *patent ambush*) ist im Kartellrecht wohlbekannt.<sup>68</sup>

---

<sup>62</sup> Zum Folgenden instruktiv *Mazzucato*, Das Kapital des Staates, 2014, S. 72 f.

<sup>63</sup> *Dies.*, Das Kapital des Staates, 2014, S. 72 f.; zum Bayh-Dole Act 1980 und seinen Folgen für die Patentierungsaktivität und Innovationen näher *Hollingsworth*, FS Streeck, 2006, S. 361, 376–378.

<sup>64</sup> So bereits *Porter*, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 4, 8.

<sup>65</sup> Z. B. indem sie viele kleine Patente statt eines großen erwerben oder indem sie sich auf patentierbare Technik konzentrieren und weiche Wettbewerbsvorteile vernachlässigen.

<sup>66</sup> *Gao/Hsu/Li*, J. Financ. Quant. Anal. 53 (2018), 1 ff. Zu dieser Studie noch 3. Teil, § 4 III.3.f), S. 659 ff., Text bei Fn. 633–637 auf S. 666–667.

<sup>67</sup> *Mazzucato*, Das Kapital des Staates, 2014, S. 73.

<sup>68</sup> Siehe zu Sperrpatenten etwa *Ohly*, in: Oberender (Hrsg.), Wettbewerb und geistiges Eigentum, 2010, S. 47, 65, auch zu der Behandlung nach UWG; zum Patenthinterhalt *Hubert/Combet*, Concurrences 2011, 44, 48.

## 2. Methodik

### a) Schätzung langfristiger abnormaler risikoadjustierter Renditen

Tests von *Short-termism*-Hypothesen sind weiterhin diffizil, weil sie meist komplexe ökonomische Schätzungen erfordern. Eine generelle Schwierigkeit ergibt sich etwa daraus, dass viele Tests auf *Short-termism* im Rahmen einer sog. Ereignisstudie<sup>69</sup> einen Vergleich erwarteter („normaler“) und tatsächlicher risikoadjustierter Aktienrenditen über längere Zeiträume erfordern, aber kein Konsens darüber herrscht, welche Methode dabei zur Schätzung risikoadjustierter Erträge hinreichend genaue Ergebnisse erzielt.<sup>70</sup> Ereignisstudien beinhalten stets einen doppelten Test, (1) ob die erwartete und die tatsächlich Rendite voneinander abweichen und damit eine sog. abnormale Rendite vorliegt, die positiv (Überrendite) oder negativ (Unterrendite) sein kann, und (2) ob das angenommene Modell für die Herleitung der erwarteten Renditen korrekt ist (*joint test problem*). Ereignisstudien sind daher nur dann wohlspezifiziert, wenn die Annahmen, die der Schätzung zugrunde liegen, korrekt sind.<sup>71</sup>

Schwierig gestaltet sich die Schätzung vor allem bei langen Zeitfenstern (ein Jahr oder länger), weil sich Fehler bei der Risikoadjustierung dann besonders stark auswirken<sup>72</sup> und weil eine allseits überzeugende Methode für die Schätzung langfristiger erwarteter Renditen trotz erheblicher Fortschritte noch aussteht.<sup>73</sup> Das herkömmliche Capital Asset Pricing Model (CAPM) gilt jedenfalls manchen für erwartete Renditen infolge der umfangreichen Belege für Anomalien als diskreditiert.<sup>74</sup> In der Praxis wird es gleichwohl weiterhin häufig verwendet, um Eigenkapitalkosten zu bestimmen.<sup>75</sup> Wei-

<sup>69</sup> Ereignisstudien (*event studies*) stammen aus der Finanzwissenschaft, werden mittlerweile aber häufig auch in vielen anderen Gebieten der Volks- und Betriebswirtschaft eingesetzt, etwa im Marketing. Im Bereich der Kapitalmarktforschung dienen Ereignisstudien dazu, die Reaktion des Kapitalmarktes auf eine bekannt werdende Information zu schätzen, beispielsweise den Einstieg eines kurzfristigen Investors, die Ankündigung einer veränderten Investitionspolitik oder ein verändertes Ausschüttungsverhalten. Der Aktienkurs wird dabei als einheitliches Maß für die Bewertung einer börsennotierten Gesellschaft genutzt. Reagieren die Kapitalmärkte auf eine Unternehmensnachricht mit Kursauf- oder -abschlägen, so kann dies beobachtet und gemessen werden, wie eine einzelne Maßnahme (bzw. ihr Bekanntwerden) den Wert eines Unternehmens auf dem Kapitalmarkt beeinflusst. Für eine instruktive und leicht lesbare Einführung in die Methodik von Ereignisstudien, allerdings mit Schwerpunkt auf Studien über kurze Zeiträume, die methodisch deutlich einfacher sind, siehe etwa *Goerke*, in: *Albers/Klapper/Konrad* u. a. (Hrsg.), *Methodik der empirischen Forschung*<sup>3</sup>, 2009, S. 467 ff.

<sup>70</sup> Im Kontext der *Short-termism*-Debatte *Mizik*, *J. Marketing Res.* 47 (2010), 594, 601; allgemein *Bhagat/Romano*, in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics*, 2007, S. 945, 953 f.

<sup>71</sup> *Kothari/Warner*, in: *Eckbo* (Hrsg.), *Handbook of corporate finance*, 2007, S. 3, 12 f.

<sup>72</sup> *Dies.*, in: *Eckbo* (Hrsg.), *Handbook of corporate finance*, 2007, S. 3, 22.

<sup>73</sup> Siehe allg. zu den spezifischen Problemen von Ereignisstudien über lange Zeithorizonte *dies.*, *J. Fin. Ec.* 43 (1997), 301, 303–305; *Bhagat/Romano*, in: *Polinsky/Shavell* (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics*, 2007, S. 945, 953 f.

<sup>74</sup> *Kothari/Warner*, in: *Eckbo* (Hrsg.), *Handbook of corporate finance*, 2007, S. 3, 22 f.; zu Zweifeln am CAPM und seinen modifizierten Varianten auch bereits *Wachter*, 151 *U. Penn. L. Rev.* 787, 804 (im breiteren Kontext der Kurzsichtigkeitsdiskussion), 814 f. (zum erweiterten Dreifaktorenmodell von *Fama/French*) (2003); *Wachter*, a. a. O., S. 817 erkennt zwar das CAPM im Prinzip als Modell zur Bestimmung eines korrekten Fundamentalwertes an; nur seien die notwendigen Anwendungsinformationen typischerweise nicht vollständig bekannt, und damit auch nicht der objektive Fundamentalwert.

<sup>75</sup> *Breuer/Kohn/Mark*, *ZBW* 87 (2017), 709, 710, die im Folgenden einem besonderen Problem und Lösungsansätzen bei der Unternehmensbewertung nach CAPM nachgehen und dabei unter anderem zeigen, dass eine Fehlkalibrierung den Unternehmenswert um über 50 % verfehlen kann.

terentwickelte Ansätze existieren zwar.<sup>76</sup> Vor allem mit Blick auf lange Zeithorizonte sind aber nach wie vor diverse Probleme hinsichtlich Teststärke (*power*)<sup>77</sup> und Modellspezifikation ungelöst, sodass Herausforderungen bei der Verfeinerung der Methoden für lange Zeithorizonte bleiben.<sup>78</sup>

Hinzu kommt generell, dass das Konzept des diskontierten Nutzens ungeeignet sein kann, um sehr langfristige Projekte mit hohen unsicheren Erträgen zu bewerten. Um Wachstumsstrategien, Unsicherheit und Flexibilität zu berücksichtigen, ist oft der sog. Realloptionsansatz vorzugswürdig.<sup>79</sup> Dies betrifft insbesondere dynamische, wachstumsstarke und/oder forschungsintensive Branchen<sup>80</sup> und wirkt sich vor allem bei einem hohen risikofreien Zins, hoher Volatilität und einer langen Projektlaufzeit aus – alle diese Faktoren senken den Kapitalwert einer Investition bzw. einer Unternehmung nach der Discounted-Cashflow-Methode, während sie bei einer Bewertung auf Basis von Realoptionen den Wert steigern.<sup>81</sup>

#### *b) Endogenität: Herausforderungen durch Wechselwirkungen in der Corporate Governance*

Eine für die *Short-termism*-Debatte besonders wichtige, im Grunde aber allgemeine Schwierigkeit der empirischen Forschung zu Corporate Governance und Corporate Finance ergibt sich daraus, dass zwischen einzelnen Aspekten der Unternehmensführung und -finanzierung in hohem Maße Wechselwirkungen auftreten. Beispielsweise kann sowohl die Aktionärsstruktur die Investitionsstrategie beeinflussen, etwa in risikoaversen Familiengesellschaften, als auch die Investitionsstrategie die Aktionärsstruktur, etwa indem ein riskant ausgerichtetes Unternehmen vorwiegend Aktionäre anzieht, die eine hohe Risikobereitschaft und -tragfähigkeit mitbringen. In ähnlicher Weise kann allgemein die Corporate Governance die Unternehmensleistung, aber auch die Unternehmensleistung die Corporate Governance beeinflussen.<sup>82</sup>

<sup>76</sup> Für einen Überblick *Kothari/Warner*, in: Eckbo (Hrsg.), *Handbook of corporate finance*, 2007, S. 3, 22 ff.; eingehend, jeweils mit Verbesserungsvorschlägen *dies.*, *J. Fin. Ec.* 43 (1997), 301 ff. und *Barber/Lyon*, *J. Fin. Ec.* 43 (1997), 341 ff.; knapp zum Calendar-Time-Portfolio-Ansatz auch *Goerke*, in: Albers/Klapper/Konradt u. a. (Hrsg.), *Methodik der empirischen Forschung*<sup>3</sup>, 2009, S. 467, 483.

<sup>77</sup> Unter der Stärke oder Mächtigkeit (engl.: *power*) eines Tests versteht man die Wahrscheinlichkeit, eine falsche Nullhypothese auch als solche zu erkennen und zu verwerfen, also keinen Betafehler (Fehler zweiter Art) zu begehen, bei dem ein bestehender Effekt übersehen wird. Für instruktive Auflistungen, wie sich die Teststärke einer Ereignisstudie mit zunehmender Stichprobengröße (Erhöhung der Teststärke) und zunehmender Länge des betrachteten Zeitraums (deutliche Abnahme) verändert, siehe *Bhagat/Romano*, in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics*, 2007, S. 945, 952, 954.

<sup>78</sup> So *Kothari/Warner*, in: Eckbo (Hrsg.), *Handbook of corporate finance*, 2007, S. 3, 32; deutlicher *Bhagat/Romano*, in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics*, 2007, S. 945, 956: „But it is very difficult to have much confidence in the results of event studies that consider long-horizon returns of several years.“

<sup>79</sup> *Laverty*, *Acad. Manage. Rev.* 21 (1996), 825, 854; *Pelzer/Hass*, *CF* 2014, 438, 439, 446.

<sup>80</sup> *Pelzer/Hass*, *CF* 2014, 438, 439; zum Pharmasektor *Pacl/Peske/Bek*, *CF* 2016, 425, 426, 431 f., 434 f., mit Differenzierung nach Projektart (Blockbuster versus vorklinische Projekte und klinische Entwicklungsprojekte für kleinere Märkte) und Modifizierungen (qualitativer Realloptionsansatz im Rahmen einer Nutzwertanalyse).

<sup>81</sup> *Pelzer/Hass*, *CF* 2014, 438, 446; zur geringen Aussagekraft des Kapitalwertkriteriums unter diesen Umständen etwa auch *Holst/März/Mußhoff*, *SZbF* 68 (2016), 167, 168.

<sup>82</sup> *Bhagat/Romano*, in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics*, 2007, S. 945, 957; *Romano/Bhagat/Bolton*, 108 *Colum. L. Rev.* 1803, 1808, 1838 f. (2008).

Die klassische Regressionsanalyse setzt indes voraus, dass ein Modell formuliert werden kann, bei dem Ursache und Wirkung exakt voneinander getrennt sind.<sup>83</sup> Hieran fehlt es, wenn die zu erklärende (abhängige) Variable auch auf die erklärenden (unabhängigen) Variablen wirkt.<sup>84</sup> Dann liegt ein Fall sog. *Endogenität* vor. Ökonometrisch ist Endogenität als Korrelation zwischen erklärenden Variablen und dem Störterm des Regressionsmodells definiert, der zufällige und nicht kontrollierte Einflüsse aufnimmt. Sie bewirkt systematische Fehler bei der Parameterschätzung, dergestalt dass die Schätzer verzerrt<sup>85</sup> und inkonsistent<sup>86</sup> sind.<sup>87</sup> Häufige Ursachen für Endogenität sind eine Vernachlässigung wichtiger erklärender Variablen (*omitted variable bias*), Messfehler bei der erklärenden Variablen (*measurement error*) und *Simultanität* der Variablen (auch als Endogenität im klassischen Sinne bezeichnet). Hierbei hat die erklärte Variable einen Effekt auf zumindest eine erklärende Variable.<sup>88</sup>

Endogenität gilt als wichtigste und häufigste Herausforderung in der empirischen Kapitalmarkt-<sup>89</sup> und Corporate-Governance-Forschung.<sup>90</sup> Man mag damit auf das Sprichwort „Gefahr erkannt – Gefahr gebannt“ bauen, sind doch eine Reihe ökonometrischer Techniken entwickelt worden, um das Problem zu bewältigen.<sup>91</sup> Allerdings ist hier ein mehrfaches *caveat* angebracht:

Erstens ist das Risiko von Endogenitätsproblemen in der Corporate-Finance- und Corporate-Governance-Forschung besonders hoch: Dies ergibt sich zum einen aus den vielfältigen Wechselwirkungen und zum anderen daraus, dass die meisten Entscheidungen von Unternehmen auch auf nichtöffentlichen Informationen gründen, sodass viele unbeobachtete relevante Faktoren in ökonometrischen Studien drohen, vernachlässigt zu werden.<sup>92</sup> Empirische Studien greifen daher sehr verbreitet auf „Stellvertretervariablen“ (Proxys) zurück.<sup>93</sup> Dabei führt indes jede Abweichung zwischen der wahren, un-

<sup>83</sup> *Proppe*, in: Albers/Klapper/Konradt u. a. (Hrsg.), *Methodik der empirischen Forschung*<sup>3</sup>, 2009, 253.

<sup>84</sup> Siehe *Winker*, *Empirische Wirtschaftsforschung und Ökonometrie*<sup>4</sup>, 2017, S. 183; *Auer/Rottmann*, *Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler*<sup>3</sup>, 2015, S. 567.

<sup>85</sup> Ein Schätzer wird als verzerrt (nicht erwartungstreu) bezeichnet, wenn der Erwartungswert des geschätzten Parameters von seinem wahren Wert abweicht.

<sup>86</sup> Der Schätzer eines Parameters wird als inkonsistent bezeichnet, wenn er selbst bei einer sehr großen Stichprobe nicht gegen seinen wahren Wert konvergiert.

<sup>87</sup> *Proppe*, in: Albers/Klapper/Konradt u. a. (Hrsg.), *Methodik der empirischen Forschung*<sup>3</sup>, 2009, S. 253, 254.

<sup>88</sup> *Auer/Rottmann*, *Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler*<sup>3</sup>, 2015, S. 565–567; *Proppe*, in: Albers/Klapper/Konradt u. a. (Hrsg.), *Methodik der empirischen Forschung*<sup>3</sup>, 2009, S. 253, 254–257.

In diesem Fall wird nicht mehr zwischen erklärter und erklärenden Variablen unterschieden, sondern zwischen Variablen, die simultan bestimmt werden (endogene Variablen), und solchen, die ohne Rückkopplungseffekte einseitig nur die endogene Variable ändern (exogene Variable), *Auer/Rottmann*, ebd.

<sup>89</sup> *Roberts/Whited*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 493, 494.

<sup>90</sup> Siehe *Bhagat/Romano*, in: Polinsky/Shavell (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics*, 2007, S. 945, 946 f., 956–960, zudem beispielhaft S. 990; *Romano/Bhagat/Bolton*, 108 *Colum. L. Rev.* 1803, 1838 ff. (2008); *Ferrell*, in: Gordon/Ringe (Hrsg.), *The Oxford handbook of corporate law and governance*, 2018, S. 214, 221.

<sup>91</sup> Dazu im Einzelnen *Roberts/Whited*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 493, 511–566.

<sup>92</sup> *Dies.*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 493, 498.

<sup>93</sup> *Dies.*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 493, 501, 560.

beobachteten Variable und dem Proxy zu Messfehlern,<sup>94</sup> die nicht leicht zu handhaben sind.<sup>95</sup>

Zweitens können die Folgen eines ungelösten Endogenitätsproblems nicht selten so gravierend sein, dass sich selbst qualitative Schlussfolgerungen umkehren.<sup>96</sup>

Drittens gibt es keine Möglichkeit, empirisch zu testen, ob eine Variable mit dem (unbeobachtbaren!) Störterm der Regression korreliert ist, ob also Endogenität vorliegt. Folglich lässt sich ebenso wenig statistisch sicherstellen, dass ein Endogenitätsproblem gelöst worden ist.<sup>97</sup> Verbreitete Bewältigungsstrategien müssen neben der Falsifikation alternativer Hypothesen vor allem mit ökonomischer Theorie und einem vertieften Verständnis der relevanten institutionellen Details begründet werden.<sup>98</sup> Dies führt indes zu dem nächsten Problem, dass Ökonomen ein solches Verständnis bei rechtlichen Zusammenhängen offenbar nicht selten fehlt – hierzu im folgenden Abschnitt mehr.<sup>99</sup>

Die Relevanz der hier skizzierten Problematik gerade für empirische Forschung zur *Short-termism*-Debatte lässt sich an drei Beispielen verdeutlichen:

Die hohe Bedeutung unbeobachteter relevanter Faktoren, die mit Proxys gemessen werden, betrifft in der *Short-termism*-Forschung vor allem Bilanzangaben zu Investitionen in Forschung & Entwicklung sowie Patente, die als „Stellvertreter“ für langfristige Investitionen dienen. Das damit verbundene Potenzial für Messfehler habe ich bereits untersucht.<sup>100</sup>

Endogenitätsprobleme im engeren Sinn (Simultanität) lassen sich mit einem Blick auf die ökonomische Forschung zu Corporate Governance und Innovation verdeutlichen. Diese ist ideengeschichtlich und ökonomisch eng mit der *Short-termism*-Debatte verbunden.<sup>101</sup> Forschung zu günstigen Innovationsbedingungen impliziert damit oft Tests von *Short-termism*-Theorien und steht dann vor den gleichen Problemen wie diese.<sup>102</sup> Insofern ist bezeichnend, dass die vorliegende ökonomische Forschung zum Zusammenhang von Corporate Governance und Innovation oft zu widersprüchlichen Schlussfolgerungen führt. Ein instruktiver Überblicksaufsatz sieht dies in der Neigung begründet, sich auf einzelne Dimensionen der Corporate Governance zu konzentrieren, die als exogen bestimmt angenommen werden. Bei möglicher Endogenität dürfen diese Dimensionen jedoch nicht isoliert untersucht werden, als ob sie voneinander unabhängig wären.

<sup>94</sup> Dies., in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 493, 501 mit diversen Beispielen auf S. 501 f., 561.

<sup>95</sup> Dies., in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 493, 566: „The key point of this section is that measurement error in proxies is difficult to deal with in most applications.“

<sup>96</sup> Dies., in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 493, 495.

<sup>97</sup> Dies., in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 493, 498, 567.

<sup>98</sup> Siehe dies., in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 493, 515 (allg. zu Instrumentvariablen), S. 521 (beispielhaft zu einer Difference-in-Differences-Schätztechnik, bei der die Ergebnisse von Treatment- und Kontrollgruppe nur nach dem interessierenden Effekt [Treatment] betrachtet werden: Ursache für die Reform eines *antitakeover law* in einem Staat relativ zu einem anderen), S. 546 f. (zu einem sog. *regression discontinuity design*, bei dem bekannte Schwellenwerte etwa aus Verträgen oder Rechtsnormen genutzt werden, um Treatment- und Kontrollgruppe zu bilden).

<sup>99</sup> Dazu 3. Teil, § 4 I.2. c), S. 585 ff.

<sup>100</sup> Dazu 3. Teil, § 4 I.1. c), S. 570 ff.

<sup>101</sup> Dazu 3. Teil, § 3 II.1. und 2., S. 534 ff., 536 ff.

<sup>102</sup> Zum Folgenden *Belloc*, *J. Ec. Surveys* 26 (2012), 835, 836, 856 m. w. N.

In empirischen Corporate-Governance-Studien werden wahrscheinlich Endogenitätsprobleme auftreten, weil die zahlreichen Dimensionen der Corporate Governance in Wechselbeziehung zueinander stehen und nicht nur die Governance-Struktur die Innovationsleistung eines Unternehmens beeinflussen kann, sondern auch umgekehrt die (nötige) Innovation die Governance-Struktur bestimmt (*nexus of reverse causality*).<sup>103</sup>

Vergleichbare Endogenitätsprobleme stellen sich außerdem bei der ökonometrischen Kontrolle für das Übernahmerisiko einer Gesellschaft. Empirische Studien nutzen hierfür oft Indizes, die allerdings ein Endogenitätsproblem dadurch aufwerfen, dass Unternehmen ihre Governance individuell situationsabhängig wählen.<sup>104</sup> Pionierarbeit haben für das US-Gesellschaftsrecht *Gompers, Ishii and Metrick* mit ihrem sog. *g-index* (für: *governance index*) geleistet. Er beschreibt die Machtverteilung zwischen Aktionären und Management (Board) anhand von 24 Merkmalen und ermöglicht auf dieser Grundlage einen Vergleich der Leistung besonders managementfreundlicher (*dictatorship portfolio*) und besonders aktionärsfreundlicher (*democracy portfolio*) Unternehmen, der bei *Gompers u. a.* anhand von Tobin's Q und Aktienrenditen zugunsten der letztgenannten Gruppe ausfällt.<sup>105</sup> Der *g-index* hat sich in der ökonomischen Forschung rasch hoher Verbreitung erfreut. Indes sind bald Zweifel an seiner Validität laut geworden. Den Befund eines signifikanten Zusammenhangs zwischen *g-index* und Unternehmensleistung haben viele nachfolgende Studien nicht bestätigt.<sup>106</sup> Vor diesem Hintergrund haben *Bebchuk, Cohen* und *Ferrell* den *g-index* auf sechs sog. *entrenchment provisions* reduziert, welche sie zu einem *e-index* zusammenfassen. Dieser zeichnete in ihrer Studie zufolge allein für die von *Gompers u. a.* gemessenen Korrelationen verantwortlich, während sich die übrigen Elemente des *g-index* als nicht mehr signifikant erwiesen. Eine aktuelle Arbeit ermittelt indes, dass für sich genommen weder der *g-index* noch der *e-index* signifikant mit der Wahrscheinlichkeit einer Übernahme zusammenhängen.<sup>107</sup> Die Studie berücksichtigt sodann, dass das Vorhalten von *takeover defenses* seinerseits von der Wahrscheinlichkeit einer Übernahme abhängt, also endogen ist, und unternimmt es, den nicht hierdurch bedingten Anteil mittels sog. Instrumentvariablen<sup>108</sup> zu isolieren. Danach hängen

<sup>103</sup> *Ders.*, J. Ec. Surveys 26 (2012), 835, 856 f. m. w. N. fordert daher unter anderem, dass die empirische Forschung geeignete ökonometrische Techniken wie *simultaneous regression analysis* verwendet, wenn Corporate-Governance-Variablen in Beziehung zu Indikatoren für die Innovationsleistung gesetzt werden. Einfache Regressionsgleichungen, die in der bestehenden Literatur verbreitet genutzt würden, könnten zu unvollständigen oder irreführenden Ergebnissen führen. Zudem sollte die Analyse von organisationalen Strategien auf Unternehmensebene besser mit einer Analyse der Vorgaben verknüpft werden, die das Gesellschafts- und Arbeitsrecht auf nationaler Ebene vorschreiben. Zu der Problematik im Zusammenhang mit Corporate-Governance-Indizes *Ferrell*, in: Gordon/Ringe (Hrsg.), *The Oxford handbook of corporate law and governance*, 2018, S. 214, 222 f.

<sup>104</sup> *Romano/Bhagat/Bolton*, 108 Colum. L. Rev. 1803, 1837 (2008); *Ferrell*, in: Gordon/Ringe (Hrsg.), *The Oxford handbook of corporate law and governance*, 2018, S. 214, 221, 223 f.

<sup>105</sup> *Gompers/Ishii/Metrick*, QJE 118 (2003), 107.

<sup>106</sup> Instruktive Besprechung von drei besonders wichtigen Studien mit diesem Ergebnis bei *Romano/Bhagat/Bolton*, 108 Colum. L. Rev. 1803, 1827–1832 (2008); zahlreiche Nachweise zum uneinheitlichen Meinungsstand in knapperer Form bei *Straska/Waller*, J. Financ. Quant. Anal. 49 (2014), 933, 946–949.

<sup>107</sup> *Karpoff/Schonlau/Wehrly*, Rev. Financ. Stud. 30 (2017), 2359 ff.

<sup>108</sup> Zum einen nutzen die Autoren den Umstand, dass die Verwendung von Abwehrgestaltungen bei geografisch benachbarten Gesellschaften aus unterschiedlichen Industrien Parallelen aufweist, weil sich geografisch nahe Manager gegenseitig beeinflussen und dieselben Rechtsanwaltskanzleien nutzen; zudem werden solche Gestaltungen nur selten geändert. Zum anderen machen sich die Autoren den Befund anderer Studien zunutze, dass es eine starke zeitabhängige Komponente bei der Annahme von Takeover-Bestimmungen unter IPO-Gesellschaften gibt und dass sich auch hier die Verwendung von Vertei-

dann doch wieder beide Indizes signifikant negativ mit der Wahrscheinlichkeit einer Übernahme zusammen, ebenso wie die Bestimmungen, die nur der *g-index*, aber nicht der *e-index* enthält. Auch hiermit dürfte das letzte Wort nicht gesprochen sein. Zum einen nutzen alle vorgenannten Studien die gleiche Datenbank des Investor Responsibility Research Center (IRRC), an deren Verlässlichkeit eine neuere Untersuchung erhebliche Zweifel anmeldet.<sup>109</sup> Zum anderen werden Corporate-Governance-Indizes aus grundsätzlichen Erwägungen kritisiert, die zur Thematik des folgenden Abschnitts führen. Diese Einwände gelten ganz ähnlich für kommerzielle Indizes und Ratings, deren Leistungsfähigkeit ähnlich zurückhaltend bewertet wird wie jene ihrer Pendanten aus der Wissenschaft.<sup>110</sup>

### c) Interdisziplinarität: Mangelndes Rechtsverständnis bei Datenkodierung und Modellspezifikation

Bei der Erörterung von Endogenität klang bereits an, dass ökonometrische Untersuchungen auf dem Gebiet der Corporate Finance und Corporate Governance und damit auch zu *Short-termism* oft ein vertieftes Verständnis institutioneller Details erfordern. Daran, dass dieses immer hinreichend einfließt, bestehen indes Zweifel.

#### aa) Beispiel 1: Gestaltungen zur Abwehr von Übernahmen

Ein Paradebeispiel hierfür aus der *Short-termism*-Debatte liefern US-amerikanische Studien zu den Folgen gesellschaftsrechtlicher Regelungen, die der Geschäftsleitung eine Abwehr feindlicher Übernahmen ermöglichen sollen. In der Ideengeschichte<sup>111</sup> und der ökonomischen Theorie<sup>112</sup> spielen solche Übernahmen eine wichtige Rolle als möglicher *Short-termism*-Treiber. Rechtlich und vor allem rechtspolitisch sind viele Abwehrinstrumente aber äußerst kontrovers. Dementsprechend sind sie seit Langem Gegenstand zahlreicher Studien, um die ihrerseits gestritten wird. Dabei geht es neben der generellen Frage, inwieweit auf das Aktionärswohl und den Börsenkurs bezogene Maße valide positive und normative Aussagen über Corporate-Governance-Gestaltungen erlauben, um grundsätzliche Aspekte von Datenerhebung und Studiendesign, die sich aus dem Verständnis der rechtlichen Zusammenhänge ergeben.

---

digungsinstrumenten durch eine Firma im Zeitverlauf wenig verändert (zu beidem *dies.*, Rev. Financ. Stud. 30 (2017), 2359, 2362–2365).

<sup>109</sup> Larcker/Reiss/Xiao, Corporate Governance Data and Measures Revisited, November 2015. Die Autoren machen dabei nicht nur zufällige Messfehler, sondern systematische Abweichungen geltend, die sich namentlich aus wertenden Kodierungen bestimmter Gestaltungen ergeben, die den Autoren nicht sachgerecht erscheinen. Dies betrifft etwa die Frage, ab wann eine *supermajority provision* (Vorgabe qualifizierter Mehrheit, insbesondere für die Zustimmung zu einer Fusion) erfasst wird. Hier stellt das IRRC Anforderungen an die geforderte Mehrheit relativ zu Mindestvorgaben des einzelstaatlichen Rechts sowie zum Anwendungsbereich, die nach Ansicht der Autoren eine Erschwerung feindlicher Übernahmen nicht angemessen abbildet (*dies.*, Corporate Governance Data and Measures Revisited, November 2015, S. 5 f., 13, 19–23).

<sup>110</sup> Siehe Daines/Gow/Larcker, J. Fin. Ec. 98 (2010), 439 ff.; Romano/Bhagat/Bolton, 108 Colum. L. Rev. 1803, 1808, 1850–1853, 1859 f. (2008), beachte aber auch a. a. O., S. 1824–1826 zu den Unterschieden zwischen kommerziellen und wissenschaftlichen Indizes.

<sup>111</sup> Siehe für die USA der 1980er Jahre 2. Teil, § 1 I.3. b) aa), S. 98 ff.

<sup>112</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV., S. 398 ff.

So hat der Harvard-Professor *John C. Coates* Ereignisstudien zur Wirkung der Annahme einer *poison pill*<sup>113</sup> auf den Aktienkurs bereits zur Jahrtausendwende schwere Konstruktionsfehler vorgehalten, weil sie nicht beachteten, dass in fast allen Gesellschaften das Management jederzeit eine solche Gestaltung einführen oder aufheben kann. Da die große Mehrheit der Gesellschaften somit über eine *shadow pill* verfüge, ändere der formale Akt der Einführung vor einem Übernahmeangebot die Anfälligkeit für ein solches nicht. Kursreaktionen hierauf erklärten sich allein durch Rückschlüsse auf die privaten Informationen des Managements.<sup>114</sup> Den gleichen Einwand richtete er gegen viele Studien, die Korrelationen zwischen bestimmten Unternehmensmerkmalen und der Annahme einer *poison pill* nachgingen.<sup>115</sup> Zudem bezögen sich Studien, die andere gesellschaftsrechtliche Gestaltungen zur Abwehr von Übernahmeangeboten (*shark repellents*) untersuchten, häufig auf Instrumente, die angesichts der *shadow pill* unwichtig geworden seien.<sup>116</sup> Generell beachteten sie kaum das Zusammenspiel einzelner Gestaltungen.<sup>117</sup> Gleichwohl und trotz uneinheitlicher Befunde habe die herrschende Sicht in der Rechtswissenschaft die Empirie als Beleg für einen schädlichen Effekt von Abwehrmaßnahmen gewertet.<sup>118</sup>

Diese Kritik an der ökonomischen Forschung ist in beachtlichen Teilen nach wie vor aktuell.<sup>119</sup> Zudem hat sie ein Aufsatz aus dem *Stanford Law Review* 2016<sup>120</sup> in verschärfter Form gegen Studien vorgetragen, die (*anti-)*takeover statutes der US-Gliedstaaten untersuchen. Diese Gesetze sind ein Produkt der US-Short-termism-Debatte der 1980er Jahre<sup>121</sup> und sollen es dem Management erleichtern, feindliche Übernahmen abzuwehren.

Viele ökonomische Studien gehen von der Hypothese aus, dass (*anti-)*takeover statutes die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme wesentlich beeinflussen, und nutzen ihren Erlass in einzelnen US-Gliedstaaten als natürliches Experiment, um die Folgen für Bewertung und Verhalten von Unternehmen zu untersuchen. Der Aufsatz argumentiert wiederum, dass sich (*anti-)*takeover statutes nicht eignen, um den Grad einer Übernahmefähigkeit zu messen, vor allem, weil in der Praxis *poison pills* entscheidend sind und in der Bedeutung überwiegen.<sup>122</sup> Die Autoren sehen sich im Einklang mit der – in dieser Radikalität umstrittenen – Ansicht, dass *antitakeover statutes* im Grunde bedeutungs-

<sup>113</sup> Zu ihnen im ideengeschichtlichen Kontext der US-Short-termism-Debatte der 1980er Jahre 2. Teil, § 1 I.3.b)aa)(2), S. 102 mit Fn. 202 auf S. 103 und 2. Teil, § 1 I.3.b)bb)(1), S. 109 Fn. 241, der frühen 2000er Jahre 2. Teil, § 1 I.4.c)aa), S. 148 ff. und nach der Finanzkrise 4. Teil, § 3 I.2.b), S. 758 Fn. 120 auf S. 759 und 2. Teil, § 3 II.2.c), S. 770, Fn. 228 auf S. 775.

<sup>114</sup> *Coates, IV*, 79 Tex. L. Rev. 271, 286–291 (2000), mit untermauernden empirischen Angaben a. a. O., S. 293–297 sowie näheren Ausführungen zum Signalisierungseffekt a. a. O., S. 298–306, der je nach den Umständen entweder auf ein bevorstehendes Übernahmegebot hindeuten (*bid signal*), Widerstandsbereitschaft der Manager signalisieren (*resistance signal*) oder die Ansicht der Manager zum Ausdruck bringen kann, dass die Gesellschaft unterbewertet ist (*value signal*).

<sup>115</sup> *Ders.*, 79 Tex. L. Rev. 271, 307–310 (2000).

<sup>116</sup> *Ders.*, 79 Tex. L. Rev. 271, 320–325 (2000).

<sup>117</sup> *Ders.*, 79 Tex. L. Rev. 271, 325–328 (2000).

<sup>118</sup> *Ders.*, 79 Tex. L. Rev. 271, 336 f. (2000).

<sup>119</sup> *Klausner*, 65 Stan. L. Rev. 1325, 1351 f. (2013) (Studien zur *poison pill*), S. 1355–1357 (Studien zu anderen *takeover defenses*), aber auch S. 1354 f. (positive Bewertung der empirischen Forschung zu *staggered boards*).

<sup>120</sup> *Catan/Kahan*, 68 Stan. L. Rev. 629 (2016).

<sup>121</sup> Dazu 2. Teil, § 1 I.3.b)bb)(2), S. 117 ff.

<sup>122</sup> *Catan/Kahan*, 68 Stan. L. Rev. 629, 644–647 (2016).

los sind,<sup>123</sup> und zeigen anhand dreier Studien aus führenden ökonomischen Zeitschriften, dass die Befunde der bisherigen empirischen Forschung von weitreichenden Kodierungsfehlern,<sup>124</sup> einer Vernachlässigung relevanter Variablen (*omitted variable bias*)<sup>125</sup> und weiteren Spezifikationsfehlern (*selection bias*, Endogenität<sup>126</sup>) getrieben sind, dergestalt, dass die behaupteten Zusammenhänge verschwinden, wenn die Autoren die Fehler berichtigen.<sup>127</sup> Die Ursache lag oft darin, dass die ökonometrischen Studien rechtliche Zusammenhänge nur ausschnitthaft und damit im Ergebnis falsch erfasst hatten.<sup>128</sup> Die Autoren ziehen ein vernichtendes Fazit: „[...] the fact that the three papers from top journals that we reviewed all arrived at results that did not withstand closer scrutiny suggests that some skepticism may be warranted in dealing with empirical studies, especially if their results make little theoretical sense. [...] Parts III through V discuss three problems that, to our knowledge, affect all studies of ATs [*antitakeover statutes*].“<sup>129</sup>

<sup>123</sup> *Dies.*, 68 Stan. L. Rev. 629, 632 (2016), anders als die *poison pill* (a. a. O., S. 634 ff.); gegen diese radikale Sicht *Karpoff/Wittry*, J. Fin. 73 (2018), 657, 692–698, die zwar zustimmen, dass die *poison pill* eine hohe Bedeutung hat, aber eine inkrementelle Wirkung auch anderer Abwehrgestaltungen bejahen; ebenso aus dem rechtswissenschaftlichen Schrifttum *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1492, der ebenfalls Zweifel an der Wirksamkeit der *antitakeover statutes* erhebt, unter Verweis darauf, dass die meisten feindlichen Übernahmen früher oder später in freundliche Übernahmen münden, indem sie schließlich die Zustimmung des Board of Directors der Zielgesellschaft finden. Der Grund dafür liege in dem Druck der Aktionäre, namentlich der institutionellen Anleger, auf das Board, wenn dieses kein günstigeres Angebot oder eine Gewinnsteigerung präsentieren kann. Ein greifbares Ergebnis der *takeover statutes* sieht Merkt aber darin, dass feindliche Übernahmen zunehmend den Einsatz von Eigenkapital verlangen. Insbesondere die vormals populäre Fremdfinanzierung qua *back-end merger* werde durch (*anti*)*takeover statutes* der zweiten Generation wirkungsvoll unterbunden.

<sup>124</sup> Kodierungsfehler bedeuten im vorliegenden Zusammenhang eine fehlerhafte Erfassung rechtlicher Vorgänge bei der Konstruktion des Datensatzes, der für die ökonometrische Schätzung genutzt wird. Besonders häufig waren den Autoren zufolge Fehler bei dem Jahr, in dem ein Staat ein bestimmtes Gesetz erließ, eine fehlerhafte Erfassung des Staates, in dem eine bestimmte Gesellschaft inkorporiert war sowie eine fehlerhafte Abgrenzung der Gesellschaftsformen, auf die ein gliedstaatliches *antitakeover statute* anwendbar war, *Catan/Kahan*, 68 Stan. L. Rev. 629, 648, 656 (2016).

<sup>125</sup> Die betrifft insbesondere den Aktienanteil, den Mitglieder des Managements und/oder des Boards selbst hielten, *dies.*, 68 Stan. L. Rev. 629, 659–661 (2016).

<sup>126</sup> Näher *dies.*, 68 Stan. L. Rev. 629, 661–665 (2016): Ein Endogenitätsproblem sehen die Autoren unter anderem darin begründet, dass Studien herkömmlich außer Acht lassen, dass eine Gesellschaft, die in einem bestimmten Staat inkorporiert ist, den Staat und damit dessen Recht wechseln kann (*reincorporation*). Aus diesem Grund kann man nicht ohne Weiteres annehmen, dass *antitakeover statutes* für Gesellschaften exogen vorgegeben sind, selbst wenn das Gesetz erst erlassen wurde, als eine bestimmte Gesellschaft bereits inkorporiert war. Denn diese Gesellschaft kann anschließend entscheiden, ob sie weiter den Übernahmeschutz des Gesetzes genießen oder ihn durch *reincorporation* abstreifen will. Das gilt insbesondere vor dem Börsengang einer Gesellschaft, weil eine *incorporation* dann kaum Kosten verursacht.

<sup>127</sup> *Dies.*, 68 Stan. L. Rev. 629, 632 f., 648 ff. (2016).

<sup>128</sup> Besonders plakativ *dies.*, 68 Stan. L. Rev. 629, 648, 656 (2016) (Kodierungsfehler dergestalt, dass Gesellschaftsformen in die Analyse einbezogen werden, die gar nicht von *antitakeover statutes* erfasst werden), *dies.*, 68 Stan. L. Rev. 629, 656 (2016) (Fehler bei dem Jahr, in dem ein bestimmtes *antitakeover law* in Kraft trat), *dies.*, 68 Stan. L. Rev. 629, 670 f. Fn. 153 (2016) (falsches Verständnis der Wirkung des Supreme-Court-Urteils in *CTS* aus dem Jahre 1987, in dem der Supreme Court den gliedstaatlichen Gesetzgebern weite materielle Gestaltungsfreiheit in Bezug auf *antitakeover statutes* unter Beachtung des Urteils *Edgar v. Mite* aus dem Jahr 1982 gewährte und damit die sog. *antitakeover statutes* der zweiten Generation im Wesentlichen bestätigte (zum Ganzen *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht<sup>3</sup>, 2013, Rn. 1480 f., 1488–1492). Hierdurch wurden Zweifel an bestehenden Gesetzen beseitigt, die besprochene Studie aus dem Journal of Finance behandelte sie aber mit Blick auf vorherige Urteile bundesstaatlicher Gerichte als dauerhaft unwirksam).

<sup>129</sup> *Catan/Kahan*, 68 Stan. L. Rev. 629, 655 (2016).

[...] As we see it, four decades of studying the effects of takeover threats have yielded little knowledge.“<sup>130</sup>

Auch wenn man diesen Verriss für überpointiert hält, müssen die vielen, nicht selten groben Fehler bei Verständnis und Erfassung des untersuchten Rechtsrahmens skeptisch stimmen. Die Bedenken untermauert ein thematisch verwandter Aufsatz, der 2018 im angesehenen *Journal of Finance* erschienen ist. Er bestätigt empirisch die für Juristen banale Erkenntnis, dass Ausmaß und Richtung, in der ein gliedstaatliches (*anti-*)*takeover statute* den Schutz einer Gesellschaft vor Übernahmen veränderte, davon abhing, ob die betrachtete Gesellschaft im Untersuchungszeitraum unter ein sog. *antitakeover law* der ersten oder zweiten Generation<sup>131</sup> fiel, über welche Verteidigungsmittel sie bereits verfügte und welchen Stand das Fallrecht zu dem betreffenden Zeitpunkt hatte.<sup>132</sup> Zudem mahnt die Studie, dass *antitakeover laws* nicht auf Gesellschaften anwendbar sind, die herausoptieren, und zudem für jene Gesellschaften nicht als exogen angesehen werden dürfen, die Lobbying für den Erlass des Gesetzes betrieben haben.<sup>133</sup> Diese institutionellen und politökonomischen Erwägungen stellen ökonomisch Variablen dar, deren Vernachlässigung, wie der Aufsatz beispielhaft zeigt, die Schlüsse aus empirischen Studien verzerren kann (*omitted variable bias*), dergestalt dass sie bei ihrer Berücksichtigung verschwinden oder sich erheblich anders darstellen.<sup>134</sup>

#### bb) Beispiel 2: Corporate-Governance-Indizes

Wenn man von einzelnen Elementen der Übernahmeabwehr zu einer ganzheitlicheren Betrachtung übergeht, können sich die Probleme weiter potenzieren. Auch dies zeigt die US-amerikanische ökonomische Forschung zu Corporate Governance und Übernahmen anschaulich. Ein gutes Beispiel liefern die umstrittenen Corporate-Governance-Indizes, die bereits mit Blick auf das Problem der Endogenität behandelt wurden. Zu diesem ökonomischen Kritikpunkt gesellen sich Einwände aus juristischer Perspektive. So wird dem *g-index* entgegeng gehalten, dass viele Elemente redundant, wirkungslos oder sogar förderlich für die Corporate Governance seien und die pauschale kumulative Wertung fehlerhaft. In der Folge enthalte er unnötige Störfaktoren (*noise*) und biete viele Anknüpfungspunkte für Scheinkorrelationen oder Korrelationen ohne potenzielle Kausalität.<sup>135</sup> Die mechanische Gewichtung einzelner Indizelemente ignoriere Wechselwirkungen und Substitutionsbeziehungen und werde nicht dem Umstand gerecht, dass gute Corporate Governance in hohem Maße kontextabhängig ist, der Satz „one size fits all“ also gerade nicht gilt.<sup>136</sup> Selbst diejenigen, die solche Indizes in ihrer Forschung verwenden, gestehen die Einwände im Grundsatz zu. Sie verweisen lediglich darauf, dass Fehler bei der Messung guter Corporate Governance durch Indizes dadurch abgemildert würden, dass man vorrangig die extremen Enden der Verteilung betrachte und dass *measurement*

<sup>130</sup> *Dies.*, 68 Stan. L. Rev. 629, 667 (2016); gleichsinnig *dies.*, 68 Stan. L. Rev. 629, 665 (2016): „This Article [...] calls into doubt much of the perceived empirical knowledge about the real economic effects of a change in the threat of a takeover.“

<sup>131</sup> Zu dieser Unterscheidung 2. Teil, § 1 I.3.b)bb)(2), S. 117 f. und die dortigen Nachweise.

<sup>132</sup> *Karpoff/Wittry*, J. Fin. 73 (2018), 657, 658 f., 698 f. mit grafischer Veranschaulichung in Figure 1–4, S. 664, 667, 672 f.

<sup>133</sup> *Dies.*, J. Fin. 73 (2018), 657, 658 f., 677–679.

<sup>134</sup> *Dies.*, J. Fin. 73 (2018), 657, 679–692.

<sup>135</sup> Im Einzelnen *Klausner*, 65 Stan. L. Rev. 1325, 1363–1368 (2013). Zum Ganzen im Überblick auch *Davis*, 1 Colum. Bus. L. Rev. 1, 35–42 (2015).

<sup>136</sup> *Romano/Bhagat/Bolton*, 108 Colum. L. Rev. 1803, 1834–1837, 1862–1869 (2008).

*error* bei einer Variable die Studienergebnisse nicht notwendig entwertet. Ergänzend verweisen sie darauf – freilich wenig beruhigend –, dass die Problematik des *measurement error* zahlreiche Variablen in Corporate-Governance-Studien betreffe und daher kein Spezifikum von Indizes sei.<sup>137</sup>

Wenn verschiedene Rechtsordnungen einbezogen werden sollen oder müssen (etwa bei kleinen Ländern zwecks Erhalt einer ausreichend großen Stichprobe), nehmen die interdisziplinären Anforderungen und die Probleme der quantitativen Erfassung von Corporate Governance weiter zu. Beispielhaft zeigt sich dies an der Legal-Origins-These, deren Begründer um *La Porta* in ihrem Pionierbeitrag auf einheitliche Governance-Indizes für alle betrachteten Länder setzen.<sup>138</sup> Das rechtswissenschaftliche und rechtsökonomische Schrifttum hat hier wiederum eine fehlerhafte und inkonsistente Kodierung mehrerer Länder beanstandet, bei deren Berichtigung vormals signifikante Zusammenhänge verschwinden.<sup>139</sup> Zum anderen sieht sich der Ansatz von rechtsvergleichender Seite dem Einwand ausgesetzt, eine eher formale statt der gebotenen funktionalen Perspektive einzunehmen.<sup>140</sup> Die Legal-Origins-These hat durch diese und weitere Einwände Modifikationen und inhaltliche Verschiebungen erfahren, durch die sie nun über bestimmte Rechtsregeln hinaus Grundprinzipien sozialer und wirtschaftlicher Steuerung einbezieht.<sup>141</sup> Freilich lässt sie sich hierdurch (noch) schwieriger als zuvor empirisch testen.<sup>142</sup> Zudem ist in jüngerer Zeit (auch) von primär ökonomischer Seite Kritik an der Verwendung eines einheitlichen Indexes für mehrere Länder in Multi-Länderstudien laut geworden. Diese Kritik erkennt an, dass die entscheidenden Aspekte der Corporate Governance von lokalen Normen und Institutionen abhängen, und ergänzt, dass Daten zu bestimmten Governance-Elementen gerade in Schwellenländern nicht durchgängig verfügbar sind.<sup>143</sup> Als Lösung wird vorgeschlagen, für verschiedene Länder jeweils ähn-

<sup>137</sup> Ferrell, in: Gordon/Ringe (Hrsg.), *The Oxford handbook of corporate law and governance*, 2018, S. 214, 219–221.

<sup>138</sup> *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer u. a.*, *J. Pol. Econ.* 106 (1998), 1113 ff.

<sup>139</sup> Siehe im Detail mit Hinweisen zu zahlreichen Rechtsordnungen, insbesondere Deutschland, England und Frankreich, sowie zu gegenseitigen Einflüssen *Vagts*, FS Druery, 2002, S. 595, 600 ff.; für Belgien und Frankreich *Cools*, 30 Del. J. Corp. L. 697, 704–736 (2005); beispielhaft, vor allem mit Blick auf Deutschland *Berndt*, *Global Differences in Corporate Governance Systems*, 2002, S. 11–13 i. V. m. S. 17; umfassende Korrektur des gesamten Indexes basierend auf Angaben lokaler Anwälte, die mit einem Kodierungsprotokoll erhoben wurden, bei *Spamann*, *Rev. Financ. Stud.* 23 (2010), 467, 470–477, dessen empirische Studie dann keine signifikanten Zusammenhänge mehr ermittelt.

<sup>140</sup> *Cools*, 30 Del. J. Corp. L. 697 (2005), zunächst verschiedentlich am Beispiel Belgiens und Frankreichs (deutlich im Fazit S. 734: „Scholars sometimes debate whether the complexity of law can be reduced to numbers. If one does so, one sacred tenet of comparative law should not be violated: a functional approach should be used, since a particular goal may be obtained through another legal rule or through an extra-legal phenomenon.“), sodann S. 736 ff. allgemein mit Blick auf die Machtverteilung zwischen Management und Aktionären sowie ihre Auswirkungen für das Verständnis verschiedener Governance-Rechte; in diesem Sinne auch schon *Berndt*, *Global Differences in Corporate Governance Systems*, 2002, S. 16–19; anders aber *Michaels*, 57 Am. J. Comp. L. 765, 777–779 (2009), der die Legal-Origins-Literatur als quantitative Verfeinerung der funktionalen Methode der Rechtsvergleichung sieht; siehe aber auch a. a. O., S. 786 f. zum US-bezogenen *question bias*.

<sup>141</sup> Siehe zuletzt *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 425 ff.; dazu aus der Literatur *Michaels*, 57 Am. J. Comp. L. 765, 770 f. (2009); *Spamann*, *Annu. Rev. Law. Soc. Sci.* 11 (2015), 131, 135–137.

<sup>142</sup> *Spamann*, *Annu. Rev. Law. Soc. Sci.* 11 (2015), 131, 137: „This conjecture awaits refinement into hypotheses that are both falsifiable and not obviously false.“

<sup>143</sup> *Black/de Carvalho/Khanna u. a.*, *J. Econometrics* 183 (2014), 230, 230 f.; zur Länderabhängigkeit auch *dies.*, *Corporate Governance* 25 (2017), 397, 398.

liche, aber nicht identische Corporate-Governance-Indizes mit mehreren Subindizes zu entwickeln, die lokale Normen und Institutionen widerspiegeln, und die Konstruktvalidität anhand bestimmter Kennzahlen zu überprüfen.<sup>144</sup>

### cc) Fazit

Nimmt man die langjährigen interdisziplinären Kontroversen um Datenerfassung und Methodik in der empirischen Corporate-Governance-Forschung in den Blick, kann man hinter den einzelnen Streitfragen ein allgemeines Problem ausmachen: Empirische Studien nutzen offenbar nicht selten eine Reihe rechtsbezogener Variablen, denen eine schlüssige theoretische Fundierung fehlt.<sup>145</sup> Sie neigen – auch notgedrungen – dazu, Variablen herauszugreifen, die leicht verfügbar sind und mit hinreichender Variation im Querschnitt sowie in der Zeitreihe interessante statistische Untersuchungen erlauben. Eine juristische Bewertung der theoretischen Aussagekraft hat dabei oft keine Priorität, da Juristen nicht als Gutachter über eine Veröffentlichung in angesehenen ökonomischen Zeitschriften entscheiden und das fachliche Ansehen von Ökonomen wenig beeinflussen.<sup>146</sup> Insofern überzeugt das jüngst in den USA geäußerte Petitum, dass die rechtliche Komponente in der interdisziplinären Corporate-Governance- und Corporate-Finance-Forschung stärker beachtet werden muss.<sup>147</sup>

### 3. Aggregation und Interpretation

In der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte spielen mutmaßlich kurzfristige Handlungen in der Corporate Governance eine erhebliche Rolle. Deren Folge volkswirtschaftlich (im Aggregat) zu quantifizieren und zu bewerten, ist kein triviales Unterfangen. Das betrifft abgesehen von Feinheiten der ökonometrischen Methodik auch scheinbar einfache Schritte wie die Zusammenfassung und Interpretation der ermittelten Resultate.

<sup>144</sup> *Black/de Carvalho/Khanna u. a.*, J. Econometrics 183 (2014), 230, 231 für fünf untersuchte Schwellenländer. Die Autoren ermitteln zudem Anhaltspunkte für eine hohe Bedeutung unternehmensspezifischer Faktoren (*firm fixed effects*) und argumentieren, dass eine Vielzahl von Kontrollvariablen mit länderabhängiger Wirkung erfasst werden muss, um einen *omitted variable bias* zu vermeiden (*dies.*, J. Econometrics 183 (2014), 230, 231, 235, 237); gute Zusammenfassung der Debatte und des neuen Ansatzes bei *dies.*, Corporate Governance 25 (2017), 397 ff., die national unterschiedliche Corporate-Governance-Indizes befürworten und Maße zur Überprüfung vorschlagen (Cronbachs Alpha, *principal components analysis*).

<sup>145</sup> So auch *Catan/Kahan*, 68 Stan. L. Rev. 629, 668 (2016), die hierzu insbesondere auf die Governance-Takeover-Indizes verweisen.

<sup>146</sup> *Dies.*, 68 Stan. L. Rev. 629, 669 (2016).

<sup>147</sup> *Dies.*, 68 Stan. L. Rev. 629, 669 (2016): „To put it more bluntly, it is high time for finance scholars to pay more attention to the ‘law’ in ‘law and finance’.“

Nicht ungefährlich erscheint hingegen der Vorschlag von *Karpoff/Wittry*, J. Fin. 73 (2018), 657, 699 f., in der empirischen Corporate-Governance-Forschung zu den Wirkungen von Abwehrinstrumenten gegen Übernahmen von dem bisher üblichen deduktiven Ansatz, der zuvor aufgestellte theoretische Überlegungen prüft, zu einem induktiven Ansatz überzugehen, „in which the most plausible inference is drawn from the data [...]“. Soweit dabei ein Test mathematisch gestützter ökonomischer Modelle durch Tests dogmatisch gesicherter rechtswissenschaftlicher Aussagen („Theorien“) ersetzt wird, erscheint dies durchaus lohnend. Freie Plausibilitätsüberlegungen ohne (rechts-)wissenschaftlich-interdisziplinäre Fundierung erscheinen indes kaum empfehlenswert. Sie würden angesichts des bekannten *publication bias* zugunsten signifikanter Ergebnisse (zu der damit verbundenen Problematik allgemein *S. K.*, The Economist vom 21.01.2016; o. A., The Economist vom 18.10.2013), der hohen Kontextabhängigkeit guter Corporate Governance und der ideengeschichtlich traditionell scharf geführten Debatte um *Short-termism* in der Corporate Governance eher vorschnelle Verallgemeinerung als verlässliche Befunde erwarten bzw. befürchten lassen.

Gut veranschaulichen lässt sich dies an einer besonders umstrittenen Fallgruppe, den Auswirkungen aktivistischer Aktionäre, insbesondere aktivistischer Hedgefonds.<sup>148</sup> An diesem Beispiel werden im Folgenden vier Punkte herausgegriffen, die sich in der *Short-termism*-Debatte als bedeutsam erwiesen haben: Erstens können Durchschnittswerte rechtspolitisch wichtige Aspekte verdecken und insofern zu stark vereinfachen oder gar in die Irre führen. Damit verbunden birgt zweitens der Umgang mit Ausreißerwerten interdisziplinären Konfliktstoff. Drittens gibt es gewichtige Kritik an der Verwendung des Tobin's Q (vereinfachend: Marktwert-Buchwert-Relation) als Kennzahl in Studien zur *Short-termism*-Problematik. Viertens stellt sich auch für die Empirie das grundlegende Problem, „langfristig“ und „kurzfristig“ im Wirtschaftsleben zu definieren. Dabei muss die Rechtswissenschaft stets prüfen, ob die gewählte Abgrenzung auch ihren Kriterien standhält.

### a) Mittelwerte: Vereinfachung versus Irreführung

#### aa) Grundlagen

In vielen Fällen lässt sich eine statistische Masse (oder eine Stichprobe daraus) nicht unmittelbar anhand der Häufigkeitsverteilung ihrer Werte bzw. ihrer grafischen Darstellung beurteilen. Das gilt vor allem, wenn man eine Verteilung mit einer anderen vergleichen möchte und beide mehrfach in unterschiedlicher Richtung voneinander abweichen. Zur einfachen Charakterisierung dienen daher üblicherweise verschiedene Parameter. Sog. Lageparameter kennzeichnen den Schwerpunkt (das Zentrum) einer Verteilung durch eine einzige Zahl. Der wohl bekannteste und wichtigste ist das arithmetische Mittel (Durchschnitt).<sup>149</sup>

Eine Verteilung mit einer Zahl zu beschreiben, bedeutet denkwürdiger, zu vereinfachen. Das ist bei großen Verteilungen unerlässlich, kann aber in die Irre führen und wichtige Gesichtspunkte verdecken. So besteht eine bekannte Schwäche des (einfachen) arithmetischen Mittels darin, sensibel auf Ausreißer zu reagieren und dann sachlich verzerrte Aussagen zu liefern.<sup>150</sup> Ähnliches gilt bei schiefen (nicht symmetrischen) Verteilungen, also solchen, die nach einer Seite weit auslaufen.<sup>151</sup> Daher geben empirische Studien neben dem arithmetischen Mittel in der Regel den Median (Zentralwert, 50 %-Quantil) an, d. h. jenen Wert, der genau in der Mitte der geordneten Beobachtungsreihe liegt.<sup>152</sup> Auch danach kann aber bei der Bewertung bestimmter Interventionen in

<sup>148</sup> Zum Folgenden *Cooper*, *Colum. Bus. L. Rev. Online* (2014).

<sup>149</sup> *Auer/Rottmann*, *Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler*<sup>3</sup>, 2015, S. 31, 35; *Weins*, in: *Wolf/Best* (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, 2010, 65. Das (einfache) arithmetische Mittel ist die Summe der beobachteten Werte geteilt durch die Zahl der Beobachtungen. Ist eine Häufigkeitsverteilung vorhanden, multipliziert (gewichtet) man die beobachteten Werte mit ihrer jeweiligen absoluten Häufigkeit, addiert die entsprechenden Produkte und teilt die Summe wiederum durch die Zahl der Beobachtungen (Sonderfall des gewogenen arithmetischen Mittels).

<sup>150</sup> *Auer/Rottmann*, *Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler*<sup>3</sup>, 2015, S. 38; *Weins*, in: *Wolf/Best* (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, 2010, S. 65, 66.

<sup>151</sup> *Winker*, *Empirische Wirtschaftsforschung und Ökonometrie*<sup>4</sup>, 2017, S. 47; *Weins*, in: *Wolf/Best* (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, 2010, S. 65, 68; *Auer/Rottmann*, *Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler*<sup>3</sup>, 2015, S. 44 f.

<sup>152</sup> Vgl. *Winker*, *Empirische Wirtschaftsforschung und Ökonometrie*<sup>4</sup>, 2017, S. 47, 67 Fn. 32 (Median in diesem Sinne robuste statistische Maßzahl); *Auer/Rottmann*, *Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler*<sup>3</sup>, 2015, S. 34 f., 38; *Weins*, in: *Wolf/Best* (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, 2010, S. 65, 66–68.

der Corporate Governance ein erheblicher und streitanfälliger Interpretationsspielraum verbleiben.

*bb) Beispiel 1: Auswirkungen von Hedgefonds-Aktivismus*

Beispielhaft veranschaulichen lässt sich dies anhand einer im angesehenen Journal of Finance veröffentlichten, in der Sache kontroversen empirischen Studie von *Brav/Jiang/Partnoy/Thomas*<sup>153</sup> zu den Auswirkungen von Hedgefonds-Aktivismus auf die Corporate Governance und Leistungsfähigkeit der Zielunternehmen. Die Untersuchung versteht sich als Beitrag zu der jüngeren *Short-termism*-Debatte um mutmaßlich wohlfahrtschädliches kurzfristiges Verhalten aktivistischer Investoren.<sup>154</sup> Dabei sind jedenfalls zwei der Autoren den aktionärsfreundlichen Stimmen um *Bebchuk* zuzurechnen, die entsprechende *Short-termism*-Kritik entschieden zurückweisen.<sup>155</sup>

Um die Renditen von Hedgefonds zu beschreiben, berechnen die Autoren unter anderem, welche Renditen ein Investor erzielen würde, der ab einem Monat vor Meldung eines bestimmten Hedgefonds-Engagements von mindestens 5 % bis zu dem Datum in das Zielunternehmen investiert, in welchem der betreffende Hedgefonds (weitgehend) aussteigt oder, falls dieser Zeitpunkt unbekannt ist, bis zum Jahresende 2006.<sup>156</sup> Den jährlichen Durchschnitt (Median) dieser Renditen gibt die Studie mit beeindruckenden 33,0 % (14,9 %) an. Außerdem liegt den Autoren zufolge die durchschnittliche Jahresrendite über die gesamte Stichprobe von Hedgefonds-Engagements um 14,3 % höher als jene eines Vergleichsportfolios aus Aktien ähnlich großer Unternehmen. Die Autoren räumen zwar ein, dass sich der Median der kumulierten Renditen über den Zeitraum des Engagements nicht von dem Vergleichsportfolio unterscheidet. Trotzdem führen sie den positiven Durchschnittswert nicht auf wenige Ausreißer zurück, mit der Begründung, dass die Werte qualitativ unverändert bleiben, wenn man auf beiden Seiten der Verteilung das extremste Prozent der Daten durch das 1 %- bzw. 99 %-Perzentil ersetzt (sog. *winsorizing*, dt. Winsorisierung<sup>157</sup>). Zwar erziele der typische Hedgefonds-Deal keine Überrendite, aber dafür böte das beste Quartil der Deals eine deutlich größere Überrendite als das untere Quartil hinter dem Vergleichsportfolio zurückbleibe.<sup>158</sup>

<sup>153</sup> *Brav/Partnoy/Thomas*, J. Fin. 63 (2008), 1729 ff.

<sup>154</sup> Siehe *dies.*, J. Fin. 63 (2008), 1729, 1731 f., 1748, 1766 f.

<sup>155</sup> Dazu 4. Teil, § 3 II.2. c), S. 770 ff. Die enge Verbindung zu *Bebchuk* wird an mehreren Co-Autorenschaften mit *Brav* und *Jiang* deutlich, siehe *Bebchuk/Brav/Jackson u. a.*, 39 J. Corp. L. 1 (2013); *Bebchuk/Brav/Jiang*, 115 Colum. L. Rev. 1085 (2015); zudem etwa aus der kontroversen Debatte in mitunter polemischer Manier *Bebchuk/Brav/Jiang u. a.*, The Long-term Effects of Hedge Fund Activism: A Reply to Cremers, Giambona, Sepe, and Wang, December 10, 2015 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/12/10/the-long-term-effects-of-hedge-fund-activism-a-reply-to-cremers-giambona-sepe-and-wang/>> (geprüft am 11.06.2020); *Bebchuk/Brav/Jiang*, Still Running Away from the Evidence: A Reply to Wachtell Lipton's Review of Empirical Work, 05.03.2014 <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2014/03/05/still-running-away-from-the-evidence-a-reply-to-wachtell-liptons-review-of-empirical-work/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>156</sup> *Brav/Partnoy/Thomas*, J. Fin. 63 (2008), 1729, 1760 („deal holding-period returns“, definiert als „buy-and-hold stock return between the month prior to the Schedule 13D filing date and the exit date“).

<sup>157</sup> Allg. dazu *Ben*, in: Wolf/Best (Hrsg.), Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse, 2010, S. 707, 712 f. In der hier besprochenen Studie setzen die Autoren dazu alle Werte, die in das oberste und unterste Perzentil fallen, mit demjenigen Wert des entsprechenden Perzentils gleich, der dem Median am nächsten liegt.

<sup>158</sup> *Brav/Partnoy/Thomas*, J. Fin. 63 (2008), 1729, 1760: „To summarize, while the typical deal does not earn abnormal returns, the upper 25 % of the deals offer much more upside than the corresponding downside of the lower quartile.“

Diese Argumentation kann man indes in verschiedener Hinsicht hinterfragen. Zunächst lässt sich trefflich darüber streiten, ob die 1 %-Winsorisierung im konkreten Fall einen Einfluss von Extremwerten verhindert. Denn auch die besten 5 % der Engagements der Stichprobe wiesen noch eine enorm höhere größenadjustierte Rendite auf (rund 146 %) als die besten 25 % (rund 25 %).<sup>159</sup> Vor allem aber verstellt die Interpretation der Studienautoren den Blick darauf, dass Hedgefonds im häufigsten Fall, also bei der Median-Zielgesellschaft der Stichprobe, mit ihrem Aktivismus keine wesentliche Rendite erzielten und dass viele Zielgesellschaften sogar stark negative abnormale Renditen (Unterrenditen<sup>160</sup>) erlebten:<sup>161</sup> Aus dem Zahlenmaterial der Studie geht hervor, dass ein Viertel der Zielgesellschaften eine langfristige Unterrendite von –25 % oder schlechter erwirtschaftete. Außerdem betrug die jährliche Überrendite bei der Hälfte der Zielgesellschaften relativ zum Vergleichsportfolio maximal 0,3 %. Umgekehrt erzielten die besten 1 % und 5 % der Investments die erwähnten exorbitant positiven Überrenditen.<sup>162</sup> *John C. Coffee* hat dies pointiert so zusammengefasst, dass die Zielgesellschaft eines aktivistischen Hedgefonds „feast or famine“ (Festessen oder Hungersnot) zu erwarten habe.<sup>163</sup>

Man kann *Coffees* Kritik für überpointiert erachten, zumal bei Hedgefonds-Engagements Auswahleffekte eine Rolle spielen dürften.<sup>164</sup> Dessen ungeachtet ist sein grundsätzlicher Punkt nicht unberechtigt: Ein Szenario der skizzierten Art ist aus Sicht eines Finanzmanagers, der ein Portfolio riskanter Anlagen („bets“) verwaltet, naturgemäß ganz anders zu beurteilen als aus der Perspektive einzelner Unternehmen – Gleiches gilt für deren Stakeholder –, die nicht den „Luxus der Diversifikation“ genießen.<sup>165</sup> Es erfordert

<sup>159</sup> Siehe *dies.*, *J. Fin.* 63 (2008), 1729, 1761, Table VI; zu der Kritik *Coffee, Jr.*, *Hedge Fund Activism: New Myths and Old Realities*, May 19, 2014 <<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/05/19/hedge-fund-activism-new-myths-and-old-realities/>> (geprüft am 11.06.2020) unter I mit Fn. 10.

Für das Vorgehen der Autoren spricht, dass die 1 %-Winsorisierung in der empirischen Kapitalmarktforschung eine sehr verbreitete Schwelle für Winsorisierung darstellt. Allerdings finden sich häufig auch höhere Schwellen von 2,5 % oder 5 %, teils als Kontrolle neben einer 1 %-Winsorisierung. Zumindest eine solche Kontrolle hätte in der hier in Rede stehenden Studie nahe gelegen. Insoweit ist zu berücksichtigen, dass Hedgefonds häufig auf relativ kleine Unternehmen zielen. Soweit es sich bei diesen um sog. Penny Stocks handelt, bewirken selbst kleine operative Verbesserungen oft prozentual enorme Kursausschläge. Die Berechnung des arithmetischen Mittels der Rendite droht hiervon übermäßig verzerrt zu werden, *Allaire/Dauphin*, *Int. J. Discl. & Gov.* 13 (2016), 279, 286 f.

<sup>160</sup> Zur Terminologie, mit Definition und Erläuterung der Begriffe, *Goerke*, in: *Albers/Klapper/Konradt u. a. (Hrsg.), Methodik der empirischen Forschung*<sup>3</sup>, 2009, S. 467, 472.

<sup>161</sup> *Cooper*, *Colum. Bus. L. Rev. Online* (2014).

<sup>162</sup> Die besten 1 % erzielten eine jährliche größenadjustierte Überrendite von mindestens 439 % und die besten 5 % von mindestens 145,9 %, *Brav/Partnoy/Thomas*, *J. Fin.* 63 (2008), 1729, 1761.

<sup>163</sup> *Coffee, Jr.*, *Hedge Fund Activism: New Myths and Old Realities*, May 19, 2014 <<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/05/19/hedge-fund-activism-new-myths-and-old-realities/>> (geprüft am 11.06.2020), unter I.

<sup>164</sup> Insbesondere liegt es nicht fern, dass Hedgefonds nach unterbewerteten Zielgesellschaften suchen, deren Wert sich steigern lässt, und dabei manchmal richtig liegen – dann lockt eine (hohe) positive Überrendite – und manchmal falsch – dann droht eine (erhebliche) „Unterrendite“, wenn die Unterbewertung Ausdruck tiefgehender Probleme war. Zudem sollte man im Hinterkopf behalten, dass *Coffee* als Gutachter für eine prominente Zielgesellschaft aufgetreten ist, wie er mit vorbildlicher Deutlichkeit offenlegt (siehe *ders.*, *Hedge Fund Activism: New Myths and Old Realities*, May 19, 2014 <<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/05/19/hedge-fund-activism-new-myths-and-old-realities/>> (geprüft am 11.06.2020) direkt im zweiten Absatz). Bei vielen Autoren, die eine Gegenposition vertreten, vermisst man Entsprechendes.

<sup>165</sup> *Coffee, Jr./Palia*, *ACG* 1 (2016), 1, 58; *dies.*, *The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications*, September 2014, S. 53.

eine nuancierte Abwägung von enormen Renditen bei relativ wenigen, (nur) im Durchschnitt überwiegenden Gesellschaften gegen die (In-)Stabilität vieler anderer Gesellschaften, welche sich mit bzw. trotz Aktivismus schlecht oder durchschnittlich entwickeln und bei denen gegebenenfalls volkswirtschaftliche Kosten durch fruchtlose interne Auseinandersetzungen und durch eine Breach-of-Trust-Problematik gegenüber Stakeholdern mit spezifischen Investitionen entstehen.<sup>166</sup> Diese Problematik betrifft neben der hier herausgegriffenen Studie bei unterschiedlicher Intensität viele bekannte Untersuchungen zu Hedgefonds-Aktivismus.<sup>167</sup> Eine neuere Studie kommt außerdem zu dem Ergebnis, dass die Problematik auch bei einer wertgewichteten Betrachtung besteht. Die positiven Durchschnittsrenditen von Hedgefonds-Aktivismus stammen demnach also nicht nur von einer Minderheit der Zielgesellschaften, sondern auch von besonders kleinen Zielgesellschaften, die wirtschaftlich relativ wenig bedeutend sind.<sup>168</sup>

### cc) Beispiel 2: Länderdurchschnitte statt Firmendaten

Eine weitere Problematik von Mittelwerten kann an dieser Stelle nur kurz erwähnt werden. Sie betrifft die vor allem im angloamerikanischen Raum populäre These, dass kontinentaleuropäische Länder aufgrund ihrer spezifischen Corporate-Governance-Systeme weniger anfällig für kurzfristige Orientierung sind. Es wurde bereits gezeigt, dass hier eine differenzierte Sicht angebracht ist und dass das kontinentaleuropäische System seinerseits spezifische andere Nachteile mit sich bringen kann.<sup>169</sup> Soweit sich Letzteres auf einflussreiche vergleichende Studien in der Tradition der *Legal-Origins-Hypothese*<sup>170</sup> stützt, sind indes bei den empirischen Befunden Vorbehalte angebracht. Die neuere Literatur zeigt, dass die Verwendung von Länderdurchschnitten von Firmendaten anstatt einer direkten Verwendung der Daten der einzelnen Firmen implizit mit voraussetzungs-vollen Annahmen verbunden ist, die in aller Regel nicht erfüllt sind.<sup>171</sup> Dies zieht unter anderem die These in Zweifel, dass ein hoher Grad von Investorenschutz in Common-Law-Ländern mit einer geringeren Aktionärskonzentration einhergeht.<sup>172</sup> Eine geringe

<sup>166</sup> Cooper, Colum. Bus. L. Rev. Online (2014).

<sup>167</sup> Siehe Coffee, Jr./Palia, ACG 1 (2016), 1, 58 mit Fn. 153, S. 61, jeweils m.w.N. = dies., The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications, September 2014, S. 53 mit Fn. 119, S. 56, jeweils m.w.N. und Angaben zum – je nach Stichprobe variierenden – Ausmaß; gegen den Einwand, wenngleich mit Blick auf andere Autoren, aber Bebchuk/Brav/Jiang, 115 Colum. L. Rev. 1085, 1103 Fn. 55 (2015), die sich allerdings vor allem auf im Durchschnitt und Median positive absolute bzw. industrie-adjustierte Besserungen in den Jahren nach Beginn des Engagements sowie auf die Ergebnisse der Regressionsanalyse berufen, ohne genauer auf die Verteilung der Ergebnisse einzugehen. Zudem fällt auf, dass die Stichprobe von Bebchuk et al. mit den Jahren stark schrumpft, womit nahe liegt, dass die Fälle mit besonders schlechter Entwicklung (z. B. Insolvenz) herausgefallen sind (siehe bezogen auf die Arbeitspapierfassung die Kritik von Allaire/Dauphin, „Activist“ hedge funds: creators of lasting wealth? What do the empirical studies really say?, July 2014, S. 8–10 und zur endgültigen Fassung dies., Still unanswered questions (and new ones) to Bebchuk, Brav and Jiang, January 2015, S. 3 f., jeweils im Folgenden mit weiteren, teils sehr gewichtigen Einwänden, in allgemeinerer Form auch aufgelistet in dies., Int. J. Discl. & Gov. 13 (2016), 279, 280–282).

<sup>168</sup> deHaan/Larcker/McClure, Long-Term Economic Consequences of Hedge Fund Activist Interventions, October 2018.

<sup>169</sup> Dazu 3. Teil, § 3 III., S. 544 ff.

<sup>170</sup> Zu dieser 2. Teil, § 2 II.3., S. 324, Text bei Fn. 416 auf S. 326 und die dortigen Nachweise sowie 3. Teil, § 4 I.2.c)bb), S. 588 ff.

<sup>171</sup> Eingehend und instruktiv Holderness, CFR 5 (2016), 1 ff.

<sup>172</sup> Ders., CFR 5 (2016), 1, 12 ff.; eingehend, auch zu weiteren Kritikpunkten, ders., CFR 5 (2016), 41 ff.; Holderness selbst stellt stattdessen einen Zusammenhang zwischen Egalitarismus und Aktienkonzentration her, dazu ders., J. Corp. Fin. 44 (2017), 469 ff.

Aktionärskonzentration erhöht aus theoretischer Warte die Anfälligkeit für *Short-termism*, weil sie unter sonst gleichen Umständen mit zunehmenden Informationsasymmetrien einhergeht.<sup>173</sup>

Die problematische Verwendung von Länderdurchschnitten in der empirischen Forschung betrifft ebenso andere Hypothesen, die sich zwar auf einzelne Firmen beziehen, aber von einem Teil der empirischen Literatur gleichwohl mit Länderdurchschnitten untersucht worden sind und ebenfalls mittelbar für die Anfälligkeit für *Short-termism* bedeutsam sein können. Dies betrifft etwa die Wahl der Kapitalstruktur, Bilanzpolitik (*earnings management*) und Aktienkursbewegungen. Die Ergebnisse dieser Studien sind deshalb nicht notwendig falsch, bedürften aber der erneuten Untersuchung.

### b) Atypische Fälle: Bedeutung in Ökonomie und Recht

Die Kontroverse darum, wie die Ergebnisse von Hedgefonds-Aktivismus im Aggregat einzuordnen sind, weist zugleich auf einen grundlegenden Unterschied der Betrachtungsweise in Wirtschafts- und Rechtswissenschaft hin, der für die *Short-termism*-Debatte allgemein bedeutsam ist:

Aus wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive sind in der Regel vorrangig statistisch und ökonomisch signifikante Wirkungen im Aggregat von Interesse. Deswegen lassen ökonometrische Studien Daten von Fällen, deren Ergebnis atypisch erscheint, oft als statistische Ausreißer außen vor oder begrenzen ihr Gewicht, um nicht den Blick auf den gewöhnlichen Effekt zu verzerren. Dementsprechend bewertet man in der Wirtschaftswissenschaft das Engagement aktivistischer Hedgefonds trotz der Varianz der Ergebnisse wohl überwiegend positiv und die Kurzfristigkeitskritik an Hedgefonds eher skeptisch.<sup>174</sup>

Aus rechtswissenschaftlicher Sicht kann man es sich nicht ganz so einfach machen. Die Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte bestätigt den allgemeinen, breit anerkannten Erfahrungssatz, dass sich Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht stark krisen-, missbrauchs- und skandalgetrieben entwickeln.<sup>175</sup> Unabhängig davon, wie man Ausreißer abgrenzt, entweder quantitativ nach der Höhe der Rendite bzw. des Ergebniseinbruchs oder qualitativ nach Art, Mittel oder Reichweite der Einflussnahme, gilt, dass mit Blick auf die Gestaltung des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts häufig gerade die ungewöhnlichen Fälle im Zentrum der Debatte stehen.<sup>176</sup> Die Rechtswissenschaft selbst schätzt und pflegt den Bestand an Gesellschaftsrechtsgeschichten, *iconic cases* und *grands arrêts*, die Meilensteine der rechtlichen und/oder wirtschaftlichen Entwicklung verkörpern und dabei neben emblematischen Fällen oft ungewöhnlich farbige, schillernde oder atypische Sachverhalte und zeitgeschichtlich herausgehobene Großereignisse betreffen.<sup>177</sup> Allgemein reagieren Menschen und mit ihnen die Politik intuitiv anders auf Entwicklungen (auch) in der Corporate Governance, die kurzfristig hohe Renditen nur für Einzelne generieren, seit Langem bekannte Kulturen oder Entwicklungspfade plötzlich aufbrechen, das für Stakeholder gewohnte Geschäftsmodell umbilden oder

<sup>173</sup> Vgl. 3. Teil, § 3 II.3. und III.1.a), S. 538 ff., 545 ff.

<sup>174</sup> Siehe den Überblick von *Edmans/Holderness*, in: Hermalin/Weisbach (Hrsg.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Bd. 1, 2017, S. 541, 598–601.

<sup>175</sup> Dazu 2. Teil, § 1 III., S. 270 ff., Text bei Fn. 1378–1383 auf S. 274.

<sup>176</sup> *Cooper*, *Colum. Bus. L. Rev. Online* (2014).

<sup>177</sup> Siehe für das deutsche Gesellschaftsrecht *Fleischer*, *NZG* 2015, 769, 769, 772–774.

sonst das soziale und wirtschaftliche Umfeld in ungewohnter Weise und Intensität verändern.<sup>178</sup> Viele Episoden der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte belegen das eindrucksvoll. Vor diesem Hintergrund sind Ausreißer keine rein statistische Herausforderung. Vielmehr können sie selbst das rechtspolitische Schlachtfeld bilden.<sup>179</sup> Dabei haben die unzähligen krisen-, missbrauchs- und skandalgetriebenen Reformen sicher nicht immer den geradesten Weg zur Weiterentwicklung des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts eingeschlagen, im Laufe der Zeit über Versuch, Irrtum und Korrektur aber viel evolutorisches Erfahrungswissen eingespeist. Betrachtet man den Stand des rechtlich und volkswirtschaftlich Erreichten, ist man damit im Ergebnis nicht schlecht gefahren.<sup>180</sup>

Aus diesen Gründen tut ein folgenorientierter Jurist durchaus gut daran, über den (signifikanten) Durchschnitt hinaus zu schauen. Man kann darüber streiten, ob rechtsökonomische empirische Studien dies bei quantitativ und qualitativ extremen Fällen angemessen berücksichtigen.<sup>181</sup>

### c) *Tobin's Q* als Kennzahl

#### aa) Bedeutung und Einsatz

Für Tests von *Short-termism*-Hypothesen genügt es in der Regel nicht, allein den Aktienkurs heranzuziehen. Zunächst ist dieser bei verschiedenen Gesellschaften isoliert betrachtet kaum vergleichbar.<sup>182</sup> Weiterhin zeigt der Kurswert nicht unmittelbar, ob er sich eher aus kurzfristigem oder langfristigem Gewinnpotenzial speist. Zudem lassen sich die Auswirkungen vieler Corporate-Governance-Einflüsse, die für *Short-termism* bedeutsam sein können, etwa feindliche Übernahmen bzw. Maßnahmen zur Abschottung gegen diese, in einer Querschnittsbetrachtung oft nur untersuchen, wenn man zugleich die Investitionsanreize der Unternehmen beachtet, also ökonometrisch für diese kontrolliert.<sup>183</sup> Aus diesen Gründen nutzen Studien weitere Indikatoren für den Unternehmenserfolg. In der Finanzwirtschaft sind Kennzahlen für die operative Leistung wie die Eigenkapital- oder Gesamtkapitalrentabilität (engl. Return on Equity (ROE), Return on Assets (ROA)), für das Umsatzwachstum oder für die Kapitalmarktperformance gängig. Zu Letzteren gehört neben der Aktienrendite das *Tobin'sche Q* (engl.: *Tobin's Q*), das sich besonderer Popularität erfreut.

Tobin's Q, auch Q-Wert oder kurz Q genannt, bezeichnet das Verhältnis zwischen dem Marktwert des Unternehmens (Marktwert der Aktien und Verbindlichkeiten) und den Wiederbeschaffungskosten aller Aktiva.<sup>184</sup> Hinter der Kennzahl steht der Gedanke, dass ein Unternehmen (nur) dann seine bestehenden Anlagen betreiben (neue Investi-

<sup>178</sup> *Cooper*, Colum. Bus. L. Rev. Online (2014).

<sup>179</sup> *Ders.*, Colum. Bus. L. Rev. Online (2014).

<sup>180</sup> Oben 2. Teil, § 1 III., S. 270 ff.

<sup>181</sup> Verneinend *Cooper*, Colum. Bus. L. Rev. Online (2014).

<sup>182</sup> Dies ergibt sich schon daraus, dass sich die Stückelung bei verschiedenen Gesellschaften unterscheiden kann, sodass die jeweiligen Aktien unterschiedlich hohe Anteile am Grundkapital verkörpern (vgl. § 8 I–IV AktG). Hinzu kommen mögliche weitere Unterschiede bei der Bewertung von Unternehmen je nach Industriezweig, Größe, Alter, Segment der Börsennotierung, Corporate Governance etc.

<sup>183</sup> Vgl. zu der Bedeutung von Tobin's Q aus diesem Grund *Erickson/Whited*, Financial Management 35 (2006), 5, 6 f.

<sup>184</sup> *Smith*, in: Durlauf/Blume (Hrsg.), The New Palgrave: Dictionary of Economics, 2008, S. 316, 317 f.; *Spremann*, Finance<sup>4</sup>, 2010, S. 169.

tionen tätigen) sollte, wenn die durchschnittliche (marginale) erwartete Rendite hieraus die Kosten übersteigt. Letztere ergeben sich aus der erwarteten Rendite der nächstbesten alternativen Geldanlage, welche den Aktionären offensteht. Da dieser Wert in der Regel unbekannt ist, hat der Nobelpreisträger *James Tobin* in den 1960er Jahren<sup>185</sup> aufbauend unter anderem auf Gedanken von *Keynes*<sup>186</sup> vorgeschlagen, darauf abzustellen, wie der Kapitalmarkt das Unternehmen relativ zu den Wiederbeschaffungskosten der Anlagen bewertet: Ist die Relation größer als eins, das ganze Unternehmen also mehr wert als die Summe seiner Teile, übersteigt die erwartete Rendite offenbar die (Mindest-)Forderung der Aktionäre und die Investition sollte durch- bzw. fortgeführt werden. Andernfalls ist das Unternehmen (das Investitionsvorhaben) „tot mehr wert als lebendig“ und sollte die Anlagen verkaufen sowie den Erlös an die Aktionäre auskehren.<sup>187</sup>

Zu beachten ist, dass die Kapitalmarktbewertung neben der (durchschnittlichen) Profitabilität der bestehenden Anlagen (im ökonomischen Jargon: des Kapitals) die erwartete (marginale) Rendite antizipierter zukünftiger Investitionen der Gesellschaft einpreist. Tobin's Q wird deshalb auch als Maß für die Investitionsgelegenheiten eines Unternehmens interpretiert. Allerdings müssen durchschnittliche und marginale Rendite und somit durchschnittliches und marginales Tobin's Q nicht gleich sein.<sup>188</sup> Die Möglichkeit, dass das marginale Q deutlich abfällt, erklärt, warum Firmen nicht jegliche Abweichungen von einem ausgeglichenen Q-Wert ausnutzen (können).<sup>189</sup>

Tobin's Q gilt heutzutage als die vielleicht am häufigsten eingesetzte erklärende Variable (unabhängige Variable, Regressor) in finanzwissenschaftlichen Studien.<sup>190</sup> Nicht selten, gerade im Rahmen der *Short-termism*-Debatte, dient Tobin's Q in Studien auch als Größe, die durch bestimmte Vorgänge erklärt werden soll (abhängige Variable, Regressand).<sup>191</sup> Hier wie auch sonst in der Finanzwissenschaft soll Tobin's Q vor allem die Unternehmensperformance oder die kapitalisierten Investitionsgelegenheiten bzw. Wachs-

<sup>185</sup> *Brainard/Tobin*, Am. Ec. Rev. 58 (1968), 99 ff., deutlich S. 103 f.; *Tobin*, Journal of Money, Credit and Banking 1 (1969), 15, 21.

<sup>186</sup> Siehe *Keynes*, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes<sup>11</sup>, 2009, S. 128 [151]; zu der ideengeschichtlichen Verbindung zwischen dem Tobin's Q und Keynes instruktiv *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens<sup>3</sup>, 2012, S. 160; zu weiteren Vorarbeiten und der Weiterentwicklung nach Tobin *Erickson/Whited*, J. Pol. Econ. 108 (2000), 1027, 1028.

<sup>187</sup> *Smith*, in: Durlauf/Blume (Hrsg.), The New Palgrave: Dictionary of Economics, 2008, S. 316, 317; *Erickson/Whited*, Financial Management 35 (2006), 5.

<sup>188</sup> Der marginale Q-Wert ist gleich dem durchschnittlichen Q-Wert, wenn konstante Skalenerträge bestehen und perfekter Wettbewerb herrscht, *Erickson/Whited*, J. Pol. Econ. 108 (2000), 1027, 1029.

<sup>189</sup> *Smith*, in: Durlauf/Blume (Hrsg.), The New Palgrave: Dictionary of Economics, 2008, S. 316, 318, auch zu möglichen Gründen, warum der durchschnittliche von dem marginalen Tobin's Q abweichen kann. So können mit der Größe steigende (konvexe) Anpassungskosten eine beliebige Skalierung der Unternehmensgröße verteuern oder Monopolrenten eine Ausweitung des Angebots und damit der Produktion unattraktiv machen. Zudem könnte ein beschränkter Kapitalzugang bewirken, dass Investitionen von einem ausreichenden internen Cashflow abhängen. Schließlich kann der Q-Wert aufgrund gesamtwirtschaftlicher Zyklen über längere Zeit über oder unter eins liegen, *Spremann*, Finance<sup>4</sup>, 2010, S. 170.

Ob der durchschnittliche oder der marginale Q-Wert die bestehenden Investitionsanreize eines Unternehmens beschreibt, hängt von den Annahmen ab und ist strittig, siehe im Überblick *Erickson/Whited*, Financial Management 35 (2006), 5, 8. Soweit man von Letzterem ausgeht, erklärt sich auch daraus, warum Unternehmen nicht jede Abweichung von einem ausgeglichenen durchschnittlichen Tobin's Q ausnutzen.

<sup>190</sup> *Erickson/Whited*, Rev. Financ. Stud. 25 (2012), 1286; *Erickson/Whited*, Financial Management 35 (2006), 5.

<sup>191</sup> Siehe die Nachweise in Fn. 202 auf S. 599.

tumsmöglichkeiten messen, welche einem bestimmten Unternehmen offenstehen. Daneben wird Tobin's Q als Indikator für die Qualität der Corporate Governance eingesetzt, weil Agency-Probleme zwischen Aktionären und Management oder ein unzureichender Schutz der Aktionärsminorität gegen Übervorteilung durch einen Großaktionär den Marktwert der Aktien senken sollten.<sup>192</sup> In Themenfeldern mit Bezug zur *Short-termism*-Debatte steht Tobin's Q wohl überwiegend für Ersteres (Unternehmensperformance) oder Letzteres (Corporate Governance).

*bb) Berechnungsschwierigkeiten und Messfehler*

Wenn man die Definition von Tobin's Q liest – Marktwert der Aktien und Verbindlichkeiten des Unternehmens geteilt durch die Wiederbeschaffungskosten der Aktiva –, mag man im ersten Zugriff vermuten, dass die Kennzahl vergleichsweise einfach zu berechnen sei. Tatsächlich trifft aber eher das Gegenteil zu. Schwierigkeiten ergeben sich erstens daraus, dass Verbindlichkeiten anders als Aktien gar nicht oder unregelmäßig gehandelt werden und im Wert oft nicht aus Datenbanken abrufbar sind.<sup>193</sup> Zweitens können die Wiederbeschaffungskosten der Aktiva nur sehr grob durch die bilanziellen Buchwerte angenähert werden, weil bilanzielle Ansätze und Abschreibungen sich nur teilweise nach der realen Wertentwicklung richten<sup>194</sup> und weil nicht alle ökonomisch werthaltigen immateriellen Güter in der Bilanz aktiviert werden dürfen.<sup>195</sup> Zwar setzen Studien die Wiederbeschaffungskosten häufig trotzdem grob vereinfachend mit dem Buchwert des Unternehmens gleich – Tobin's Q bezeichnet dann die Relation von Markt- und Buchwert des Unternehmens (Marktwert-Buchwert-Relation).<sup>196</sup> Die Literatur hat aber diverse Ansätze entwickelt, um die wahren Werte genauer zu bestimmen. Eine jüngere Studie listet hierzu zwei Verfahren für Vorzugsaktien, vier Maße für Fremdkapital, fünf für Vorräte und fünf für den Kapitalstock auf, aus denen sich insgesamt 200 unterschiedliche Versionen von Tobin's Q berechnen lassen.<sup>197</sup> Welche Methoden zur Korrektur von Messfehlern vorzuziehen sind, inwieweit die resultierenden Schätzungen von Tobin's Q sachgerecht sind und ob sich Tobin's Q insgesamt zur Messung (Approximation) von Investitionsgelegenheiten eignet, ist seit Langem umstritten.<sup>198</sup>

<sup>192</sup> Siehe *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts<sup>5</sup>, 2012, S. 701 f.

<sup>193</sup> Allg. dazu *Roberts/Whited*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the economics of finance, 2013, S. 493, 501.

<sup>194</sup> *Smith*, in: Durlauf/Blume (Hrsg.), The New Palgrave: Dictionary of Economics, 2008, S. 316, 318.

<sup>195</sup> *Peters/Taylor*, J. Fin. Ec. 123 (2017), 251, 252, auch zur Notwendigkeit, immaterielle Güter einzubeziehen, und mit eingehender Studie zur Anwendbarkeit der Q-Theorie auf diese; *Erickson/Whited*, Financial Management 35 (2006), 5, 9.

<sup>196</sup> Siehe *Erickson/Whited*, Financial Management 35 (2006), 5, 9 („The most common proxy for finance average q is the market-to-book ratio [...]“); *Andres*, J. Corp. Fin. 14 (2008), 431, 438: „Like other recent empirical corporate finance studies, I use market-to-book value as a proxy for Tobin's q [...]“; gleiches Vorgehen *Bebchuk/Cohen/Ferrell*, Rev. Financ. Stud. 22 (2009), 783, 800 f. („According to this specification, Q is equal to the market value of assets divided by the book value of assets [...]. This measure (and simpler ones that drop deferred taxes) has been increasingly used in light of the complexities involved in the more sophisticated measures of Q [...]“); ebenso, mit nahezu identischer Formulierung *Bebchuk/Cohen*, J. Fin. Ec. 78 (2005), 409, 420.

<sup>197</sup> *Erickson/Whited*, Financial Management 35 (2006), 5, 10–12 mit dem Hinweis, dass nicht alle 200 Versionen praktiziert werden.

<sup>198</sup> Zum Ganzen siehe die Aufsatzserie von *dies.*, J. Pol. Econ. 108 (2000), 1027 ff.; *dies.*, Financial Management 35 (2006), 5 ff.; *dies.*, Rev. Financ. Stud. 25 (2012), 1286 ff.; zudem zu Anpassungen zur sachgerechten Einbeziehung immateriellen Kapitals *Peters/Taylor*, J. Fin. Ec. 123 (2017), 251 ff.

Wenn Tobin's Q nicht als erklärende, sondern als erklärte Variable dient – das trifft auf viele *Short-termism*-relevante Studien zu –, wirken sich Messfehler (*measurement errors*) immerhin vergleichsweise wenig gravierend aus: In einer Regression verzerren sie dann nicht andere geschätzte Koeffizienten, sondern verringern „nur“ den Erklärungsgehalt<sup>199</sup> des Schätzmodells.<sup>200</sup>

### cc) Verkennung kurzfristiger Unterinvestitionen

In dem eben genannten Fall, dass Tobin's Q als erklärte Variable den Unternehmenserfolg abbilden soll, verzerren Messfehler zwar nicht andere Regressionskoeffizienten, dafür stellt sich aber umso dringender die umstrittene Frage, ob Tobin's Q überhaupt geeignet ist, um Verbesserungen des Unternehmenserfolgs zu messen. Sie ist angesichts der hohen Popularität von Tobin's Q allgemein bedeutsam, wird bisher aber vorwiegend mit Blick auf die *Short-termism*-Problematik diskutiert. Vor allem die aktionärsfreundliche Strömung um *Bebchuk*, die *Short-termism*-Hypothesen mit Blick auf Investoren weitgehend bestreitet, Aktivismus positiv bewertet und abwehrende Gestaltungen ablehnt,<sup>201</sup> stützt sich auf Studien, die Tobin's Q als Indikator für den Unternehmenserfolg nutzen.<sup>202</sup>

Die Gegenauffassung wendet unter anderem ein, dass sich Tobin's Q gerade durch kurzfristige Maßnahmen steigern lässt. Damit zielt sie auf einen Schwachpunkt, der im Kern jenem entspricht, der schon in der *Short-termism*-Debatte um divisionale Strukturen gegen eine (alleinige) Bewertung dezentraler Einheiten anhand deren ROI herausgearbeitet worden ist:<sup>203</sup> Bewertet man ein Unternehmen anhand seines Tobin's Q, führt dies ebenso wie eine Bewertung anhand des ROI zu einem Anreiz, suboptimal wenig zu investieren, weil der Q-Wert wie der ROI sinkt, wenn zu einem sehr rentablen Projekt ein weiteres, im Vergleich etwas weniger gewinnträchtiges Projekt hinzutritt. Ein

<sup>199</sup> Bestimmtheitsmaß  $R^2$ ; es gibt an, welchen Anteil an der gesamten Variation der zu erklärenden Variable Y im Datensatz durch das verwendete Regressionsmodell erklärt wird, näher *Auer/Rottmann*, Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler<sup>3</sup>, 2015, S. 432–435.

<sup>200</sup> Mit Bezug auf Tobin's Q *Erickson/Whited*, Financial Management 35 (2006), 5, 28; dieser Aspekt gilt allgemein für Messfehler der erklärten Variable (siehe *Auer/Rottmann*, Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler<sup>3</sup>, 2015, S. 565 f.), allerdings nur, wenn der Messfehler nicht mit einer erklärenden Variable korreliert ist (*Roberts/Whited*, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the economics of finance, 2013, S. 493, 502).

<sup>201</sup> Dazu 4. Teil, § 3 II.2. c), S. 770 ff.

<sup>202</sup> Allen voran die prominente Studie zu Hedgefonds-Aktivismus von *Bebchuk/Brav/Jiang*, 115 Colum. L. Rev. 1085, 1101, 1106 (2015); neben vielen anderen Kennzahlen mit Blick auf Hedgefonds-Aktivismus auch *Brav/Jiang/Kim*, FNT in Finance 4 (2009), 185, 208, 225 (Tobin's Q) i. V. m. S. 188 f., 196, 204 f. (Zurückweisung von *Short-termism*-Kritik); ebenso gestützt auf Tobin's Q mit negativer Beurteilung von Gestaltungen, die einen schnellen Austausch des Boards durch die Aktionäre erschweren, zunächst von *staggered boards* *Bebchuk/Cohen*, J. Fin. Ec. 78 (2005), 409, 410, 417, 419 ff. (Bezug zur *Short-termism*-Theorie a. a. O., S. 414), sodann von sechs sog. *entrenchment provisions*, welche die Autoren zu dem sog. *e-index* zusammenfassen, *Bebchuk/Cohen/Ferrell*, Rev. Financ. Stud. 22 (2009), 783, 784 f., 800–811 (Bezug zur *Short-termism*-Theorie a. a. O., S. 788); ferner schon *Black*, 39 UCLA L. Rev. 811, 862 (1992), wenngleich mit anderem Ansatz (Black weist die Sorge, dass institutionelle Investoren kurzfristig orientiert seien, unter anderem mit dem Argument zurück, dass sie stark an Unternehmen mit hohem Tobin's Q beteiligt seien, bei denen sich Investitionen erst weit in der Zukunft auszahlen. Hieraus folgert er eine langfristige Perspektive. Theoretisch ist das freilich nicht schlüssig, weil die Anlage in ein langfristiges Unternehmen gerade zu dem Zweck erfolgen kann, dieses kurzfristiger auszurichten und dadurch schnelle Gewinne zu erzielen, zu dieser Möglichkeit 3. Teil, § 2 IV.2. c), S. 417).

<sup>203</sup> Dazu 3. Teil, § 2 VII.2. b) und c), S. 473 f., 475 ff., inkl. Fn. 520 auf S. 476.

Manager, der einen besonders hohen durchschnittlichen Q vorweisen möchte, wird also nur das (aller-)rentabelste Projekt durchführen. Weitere Projekte mit geringerem (marginalem) Q würden den (durchschnittlichen) Q-Wert des Gesamtunternehmens nur nach unten ziehen, selbst wenn sie einen deutlich positiven Kapitalwert aufweisen, also den Gewinn des Unternehmens steigern würden. Beispielfähig kann man sich ein Unternehmen vorstellen, das mit Kapital (Investitionen) von 10.000 Geldeinheiten (GE) einen Marktwert von 15.000 GE und somit ein Tobin's Q von 1,5 erreicht. Dieses Unternehmen habe nun die Möglichkeit, weitere 5.000 GE in ein Projekt zu investieren, das den Marktwert der Firma um 6.000 GE steigern würde. Dieses Projekt erwirtschaftet eine Rendite von 20 %, schafft also Mehrwert für die Aktionäre und sollte daher durchgeführt werden. Indes sinkt der Tobin's Q der Gesellschaft durch dieses Projekt auf  $\frac{21.000}{15.000} = 1,4$ , weil das neue Projekt mit 20 % (Kurs-)Rendite unter der durchschnittlichen (Kurs-)Rendite des bestehenden Geschäfts von 50 % bleibt.<sup>204</sup> Tobin's Q erkennt also zwar eine bessere operative Effizienz durch Kosteneinsparungen, verkennt aber eine bessere operative Effizienz durch eine unternehmenswertmaximierende Investition (Ausweitung des Geschäfts), weil die Kennzahl durch Unterinvestment aufgebläht wird.<sup>205</sup> In ähnlicher Weise wird eingewandt, dass der Tobin's Q steigt, wenn aktivistische Investoren durchsetzen, dass die Gesellschaft (gewinnbringende) Unternehmensteile mit unterdurchschnittlicher Profitabilität verkauft oder Aktienrückkäufe tätigt.<sup>206</sup>

Eine entsprechende Kritik richtet sich gegen den Return on Assets (ROA).<sup>207</sup> Auch sie entspricht im Grundmechanismus der Kritik am ROI. Dies erklärt sich aus der Parallellität beider Kennzahlen.<sup>208</sup>

Naturngemäß setzten die vorgenannten Einwände gegen Tobin's Q und ROA Unvollkommenheiten des Kapitalmarktes voraus, wie sie die *Short-termism*-Theorie darlegt. Auf einem perfekten Kapitalmarkt würde sich die Problematik nicht stellen.<sup>209</sup>

<sup>204</sup> Beispiel von *Dybvig/Warachka*, Tobin's Q Does Not Measure Performance, March 2015, <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1562444>> (geprüft am 11.06.2020), 2.

<sup>205</sup> *Dies.*, Tobin's Q Does Not Measure Performance, March 2015, <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1562444>> (geprüft am 11.06.2020), 3 f., 7 f., 18, 25 f.; einer früheren Version ihres Aufsatzes folgend *Allaire/Dauphin*, „Activist“ hedge funds: creators of lasting wealth? What do the empirical studies really say?, July 2014, S. 10; *dies.*, Still unanswered questions (and new ones) to Bebhuk, Brav and Jiang, January 2015, S. 13 f.; *Gallagher/Grundfest*, Did Harvard Violate Federal Securities Law? The Campaign Against Classified Boards of Directors, 10.12.2014, S. 24 Fn. 119.

<sup>206</sup> *Allaire/Dauphin*, Int. J. Discl. & Gov. 13 (2016), 279, 292–294, 304, im Rahmen einer empirischen Studie zu Hedgefonds-Aktivismus, wobei sie deutliche Anzeichen hierfür ermitteln.

<sup>207</sup> *Dybvig/Warachka*, Tobin's Q Does Not Measure Performance, March 2015, <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1562444>> (geprüft am 11.06.2020), 3 Fn. 3, 9 f.; *Allaire/Dauphin*, „Activist“ hedge funds: creators of lasting wealth? What do the empirical studies really say?, July 2014, S. 10 mit grafischer Veranschaulichung; *dies.*, Still unanswered questions (and new ones) to Bebhuk, Brav and Jiang, January 2015, S. 13 f.; *dies.*, Int. J. Discl. & Gov. 13 (2016), 279, 292–294, 304 im Rahmen einer empirischen Studie zu Hedgefonds-Aktivismus.

<sup>208</sup> Nach *Ewert/Wagenhofer*, Interne Unternehmensrechnung<sup>8</sup>, 2014, S. 520 entspricht der Return on Assets in der Regel dem Return on Investment (ROI). Die Berechnung erfolgt allerdings unterschiedlich.

<sup>209</sup> Auf einem perfekten Kapitalmarkt würde ein rationaler, gewinnorientierter aktivistischer Investor, der einen profitablen Unternehmensteil veräußern lässt, dafür eine Kompensation in Höhe der abgezinsten zukünftigen Gewinne verlangen. Ein rationaler Erwerber würde den Preis nur zahlen, wenn er mit dem Unternehmensteil einen höheren Gewinn erwirtschaften, ihn also besser verwenden kann als der bisherige Eigentümer. In diesem Fall wäre der Verkauf volkswirtschaftlich sinnvoll, weil Ressourcen zur optimalen Verwendung gelangen.

## d) Definition von „lang“ und „kurz“

Im Rahmen der Problemdefinition der modernen Ökonomie wurde deutlich, dass die Wirtschaftswissenschaft *Short-termism* zwar theoretisch präzise erfassen kann, die Begriffsbestimmung in der Praxis aber meist nicht eindeutig subsumtionsfähig ist, weil zentrale Variablen sowie die Berücksichtigung von Unsicherheit erhebliche Schwierigkeiten und Beurteilungsspielräume bergen.<sup>210</sup> Hinzu kommt, dass unternehmerische Zeithorizonte stark branchenabhängig sind. Das gilt folglich auch dafür, welcher Zeitraum zur Beurteilung der Entwicklung eines bestimmten Unternehmens eher kurz- oder langfristig ist.

Dessen ungeachtet sind in der öffentlichen Debatte ebenso wie in der empirischen ökonomischen Forschung und in der Rechtswissenschaft typisierende Bewertungen verbreitet. Sie bewegen sich meist unter zwei Jahren für „kurzfristig“ und zwischen zwei und fünf Jahren für „langfristig“.<sup>211</sup> Das Schrifttum diskutiert hier mitunter sehr kontrovers, welcher Zeitraum für eine langfristige Perspektive anzusetzen ist. Generell muss eine typisierende Kategorisierung von kurz- und langfristig allerdings immer erhebliche Unschärfen bergen und in Kauf nehmen, für viele Branchen und Situationen bestenfalls rudimentär zu passen. Allgemein gilt: Je stärker sich die Zeithorizonte verschiedener Sektoren unterscheiden,<sup>212</sup> desto eher riskiert man, mit einem Pauschalwert eine Zahl herauszugreifen, die nur die Perspektive einer kleinen Minderheit adäquat beschreibt.

Weiterhin ist zu beachten, dass empirisch arbeitende Ökonomen bei der Definition von „langfristig“ meist zu deutlich kürzeren Spannen neigen als Juristen.<sup>213</sup> Dies erklärt sich wiederum (auch) mit unterschiedlichen Perspektiven und Restriktionen: Wenn ökonomische Studien die Konsequenzen eines bestimmten Ereignisses in einem Unternehmen verfolgen wollen, wird es mit zunehmender Länge des Betrachtungszeitraums immer schwieriger, den interessierenden Effekt zu schätzen<sup>214</sup> und dabei sauber von anderen Einflüssen zu trennen. Dementsprechend endet der Horizont der allermeisten Studien nach wenigen Jahren. Juristische Beurteilungen sind hingegen nicht an solche Beschränkungen gebunden.<sup>215</sup> Daraus folgt zugleich, dass eine ökonomische Studie, die ihre Befunde als Widerlegung eines *Short-termism*-Problems interpretiert, aus juristischer Sicht eingeschränkter zu bewerten sein kann, weil die normative Erwartung des Rechts weiter reicht als der Horizont des ökonomisch exakt Einschätzbaren.<sup>216</sup>

---

Anders liegt es hingegen auf einem ineffizienten Markt. So könnte der aktivistische Investor im Sinne der *costly trade theory* einen langfristig ausgerichteten Unternehmensteil verkaufen oder lohnende langfristige Projekte beenden, um das Unternehmen kurzfristig auszurichten und dadurch schnelle Bewertungsgewinne zu erzielen (zu dieser Möglichkeit 3. Teil, § 2 IV.2.c), S. 417).

<sup>210</sup> Dazu 1. Teil, § 2 II.1., S. 64 ff., 1. Teil, § 2 III., S. 72 f.

<sup>211</sup> Dazu 1. Teil, § 2 III., S. 72 f.

<sup>212</sup> Statistisch gesprochen: wie eng oder weit die Einzelwerte um das Zentrum der Verteilung streuen. Sind die nötigen Daten bekannt, lässt sich dies mit verschiedenen Streuungsparametern beschreiben. Auch eine etwaige Schiefe der Verteilung wäre dabei im Blick zu behalten (dazu *Auer/Rottmann*, Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler<sup>3</sup>, 2015, S. 45–65).

<sup>213</sup> Dazu 1. Teil, § 2 III., S. 72 f.

<sup>214</sup> Zu dieser Problematik 4. Teil, § 4 I.2.a), S. 580 ff.

<sup>215</sup> *Cooper*, Colum. Bus. L. Rev. Online (2014).

<sup>216</sup> *Ders.*, Colum. Bus. L. Rev. Online (2014): „Academics might respond, in turn, that for practical purposes it is too difficult to develop airtight quantitative studies over a horizon beyond a few years; there are simply too many variables, too much ‘noise,’ or too many disparate data sets to piece together. This may be true, but methodological challenges should mean that we treat these studies with a grain of salt, not that we change our normative expectations.“

## II. Populäre allgemeine Evidenz?

Die Debatte darüber, ob es empirische Belege zum *Short-termism* gibt, wird auf zwei Ebenen geführt: Zum einen hat die ökonomische Forschung vor allem mithilfe der Ökonometrie zahlreiche Identifizierungsstrategien für *Short-termism* entwickelt. Sie treffen auf die soeben erörterten Schwierigkeiten der empirischen Messung, sind dessen ungeachtet aber wissenschaftlich ernst zu nehmen.

Zum anderen verweisen insbesondere rechtspolitische Dokumente von öffentlichen und privaten Institutionen, aber auch Beiträge aus der Managementforschung und der Rechtswissenschaft verbreitet auf bestimmte allgemeine Entwicklungen, die als populäre Evidenz für ein zunehmendes *Short-termism*-Problem dienen. Das betrifft insbesondere sinkende durchschnittliche Haltedauern börsengehandelter Aktien, steigende Handelsvolumina am Aktienmarkt, den Hochfrequenzhandel und verbreitete Aktienrückkäufe. Daran anknüpfende *Short-termism*-Argumentationen profitieren davon, dass die genannten Phänomene an sich gesichert sowie im ersten Zugriff relativ leicht zu erfassen sind und dass ein Zusammenhang mit kurzfristiger Orientierung intuitiv nahezu liegen scheint. Demgegenüber sind die im Detail komplexe ökonomische *Short-termism*-Theorie und die nicht minder intrikaten Probleme der empirisch-ökonomischen Messung von *Short-termism*<sup>217</sup> deutlich schwerer zugänglich. Bei genauerem Hinsehen zeigt sich aber, dass die Phänomene, die verbreitet als populäre allgemeine Belege für eine zunehmende kurzfristige Orientierung dienen, ebenfalls schwierig zu interpretieren und daher als Prüfsteine für *Short-termism*-Wirkungsketten wenig geeignet sind. Theoretisch können sie zwar zu solchen beitragen, ob dies auch tatsächlich der Fall ist, lässt sich aber aus ihrem Vordringen an sich nicht ableiten.

### 1. Haltedauern, Handelsvolumina

#### a) Die Argumentation

Bereits in der US-*Short-termism*-Diskussion der 1980er Jahre verwies man darauf, dass der Aktienumschlag, also der Wert der gehandelten Aktien im Verhältnis zu der Marktkapitalisierung eines Indexes oder eines Fonds, in den vorangegangenen zweieinhalb Jahrzehnten rasch angestiegen war, bezogen auf alle an der New York Stock Exchange (NYSE) notierten Aktien von 12 % im Jahr 1960 auf 36 % im Jahr 1980.<sup>218</sup> Der Markt, fürchtete man, sei dadurch kurzfristig renditeorientiert im Sinne von *Keynes'* Beschreibung<sup>219</sup> geworden. Zudem argwöhnte man, dass der bestimmende Einfluss drei-, sechs- und zwölfmonatiger Renditeprognosen für den kurzfristigen Handel bewirkt habe, dass viele Unternehmen unterbewertet und dadurch kurzfristigem Übernahmepressur (*take-over threats*<sup>220</sup>) ausgesetzt seien.<sup>221</sup>

Rückblickend waren die steigenden Umschlagsraten der 1980er Jahre indes nur der Auftakt zu einer noch viel rapideren Entwicklung in den folgenden Jahrzehnten bis heute. Dementsprechend ist eine weiter gestiegene Umschlagsrate erneut in der US-*Short-termism*-Diskussion der frühen 2000er Jahre als Zeichen kurzfristiger Orientierung ge-

<sup>217</sup> Zu diesen soeben 3. Teil, § 4 I., S. 568 ff.

<sup>218</sup> *Loescher*, Q. Rev. Econ. Bus. 24 (1984), 8, 15.

<sup>219</sup> Dazu bereits oben 1. Teil, § 1 III. 1. d), S. 52 ff.

<sup>220</sup> Zu dem später dazu entwickelten Modell 3. Teil, § 2 IV. 1. a), S. 398 ff.

<sup>221</sup> *Loescher*, Q. Rev. Econ. Bus. 24 (1984), 8, 15 f.

wertet worden,<sup>222</sup> ebenso wie in der weltweiten Debatte nach der Finanzkrise.<sup>223</sup> Die hierzu vorgebrachten Zahlen lassen tatsächlich erstaunen: Während die jährliche Umschlagsrate der Aktien von an der NYSE notierten Gesellschaften im Zeitraum 1940–1980 zwischen 10 % und 30 % lag, war sie im Jahr 2005 auf mehr als 100 % gestiegen. Offene Investmentfonds schlugen 2004 im Schnitt 117 % ihres Portfoliowertes um, bei Hedgefonds betrug der Durchschnitt gar 300 %. Spiegelbildlich zum steigenden Aktienumschlag sind die durchschnittlichen Haltedauern von Aktien rapide gesunken, von sieben Jahren 1960 über zwei Jahre 1992 bis auf siebeneinhalb Monate im Jahr 2007. Gerade nach der Jahrtausendwende hat sich dieser Trend stark beschleunigt. Allein von 2005 bis 2009 stieg das tägliche Handelsvolumen von an der NYSE notierten Aktien um 181 %.<sup>224</sup> Hieraus folgt zugleich, dass der moderne Kapitalmarkt in allererster Linie dem Handel und nur nachrangig der Finanzierung dient: Dem Vanguard-Gründer *Bogle* zufolge überstieg das Handelsvolumen am US-Aktienmarkt 2011 das Volumen der neuen Kapitalaufnahme um das 130-Fache, womit der Handel für 99,2 % und die Kapitalaufnahme für 0,8 % der Aktivitäten des Finanzsystems standen.<sup>225</sup>

Ähnlich fallen die Zahlen zu Umschlagraten und durchschnittlicher Haltedauer mit daran anknüpfenden Sorgen um *Short-termism* für das Vereinigte Königreich aus,<sup>226</sup> ebenso wie für andere bedeutende Börsen von OECD-Staaten.<sup>227</sup> Gleiches gilt für das

<sup>222</sup> Mitchell, Corporate irresponsibility, 2001, S. 5, 139 f.; Rappaport, 61 Financial Analysts J. 65, 66 (2005).

<sup>223</sup> Siehe sogleich die Nachweise in Fn. 224 auf S. 603 (USA, internationale Akteure), Fn. 229, 230 auf S. 604 (EU) und *Strine, Jr.*, 66 Bus. Law. 1, 10 f. (2010), der die hohen Umschlagraten von Hedgefonds, Investmentfonds (*mutual funds*) und Pensionsfonds als Beleg für eine Ausrichtung dieser Institutionen eher als kurzfristige Spekulanten denn als engagierte langfristige Investoren thematisiert.

<sup>224</sup> Dallas, 37 J. Corp. L. 265, 297 m.w.N. (2012); zudem *Krehmeyer/Orsagh/Schacht*, Breaking the Short-Term Cycle, 2006, S. 11 f.; *Barton*, Harv. Bus. Rev. 89 (2011), 85, 87; siehe aber auch *Pozen*, Business Economics 50 (2015), 20, der geltend macht, dass in den letzten Jahren vor der Publikation seines Beitrags das Handelsvolumen und die Umschlagsrate in den USA wieder zurückgegangen seien.

<sup>225</sup> *Bogle*, The clash of the cultures, 2012, S. 5. Zudem übersteigt der Derivatehandel den Handel mit den dahinterstehenden Werten um ein Vielfaches. So betrug das Handelsvolumen mit an den S&P 500 gebundenen Futures 2011 das Fünffache der Marktkapitalisierung des zugrunde liegenden Indexes (a. a. O., S. 6). Abweichende Angaben, aber mit qualitativ ähnlichen Relationen bei *ders.*, Portfolio Management 37 (2011), 14, 15 f.

<sup>226</sup> *Haldane*, Patience and Finance, 02.09.2010, S. 16–18, 30 präsentiert Zahlen zur Entwicklung der durchschnittlichen Haltedauer in den USA (1940–2005) und im Vereinigten Königreich (1966–2005) und zeigt einen allgemein stark abnehmenden Trend. Haldane führt die Entwicklung auf sinkende Transaktionskosten und den Hochfrequenzhandel zurück. Der dadurch entstandene Zustand sei unter Stress fragil.

Knappere Zahlenangaben und jeweils deutliche Interpretation als Zeichen von *Short-termism* bei *Barker*, Getting to grips with short-termism, Summer 2012, S. 5: durchschnittliche Haltedauer in Großbritannien sank von fünf Jahren in den 1960er Jahren auf weniger als acht Monate im Jahr 2008; *Woolley*, in: Turner (Hrsg.), The future of finance, 2010, S. 121, 133.

<sup>227</sup> *Haldane*, Patience and Finance, 02.09.2010, S. 30 liefert für den Zeitraum von 1995 bis 2009 in einer Grafik Zahlen für mehrere Länder, die den Trend zu einer abnehmenden Haltedauer trotz beachtlicher Unterschiede im Detail sehr deutlich machen: Sie zeigen eine starke Abnahme der durchschnittlichen Haltedauer an der Tokioter Börse, eine deutliche Abnahme in Kanada und Italien sowie eine leichte Abnahme von einem aber bereits sehr niedrigen Ausgangsniveau an der Deutschen Börse. Beginnend ab 2001 zeigt die Grafik zudem jeweils von einem sehr niedrigen Ausgangsniveau ausgehend eine leichte Abnahme an der Shanghaier Börse und einen leichten Anstieg bei Euronext. Allgemein *Yermo/Della Croce/Stewart*, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), 145, 151: „[...] the average holding period has fallen between one and three years in selected OECD stock exchanges over the last twenty years. Looking further back, the drop is even greater. [...] While such trend is partly accounted by the growing role of some niche investors, such as hedge funds, there is evidence that even supposedly long-

Verhältnis des Handelsvolumens zum Volumen der Kapitalaufnahme per Erst- und Zweitemission.<sup>228</sup>

Dementsprechend hat sich auch die Europäische Kommission wiederholt die Argumentation zu eigen gemacht, steigende Umschlagsraten und sinkende Haltedauern als Ausdruck einer schädlichen kurzfristigen Orientierung zu werten. Dies erfolgte namentlich im Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen<sup>229</sup> sowie anlässlich des Vorschlags zur Reform der Aktionärsrechterichtlinie als Beleg für eine kurzfristige Orientierung institutioneller Investoren.<sup>230</sup>

## b) Kritische Würdigung

### aa) Haltedauern im Ländervergleich im Spiegel der Short-termism-Debatte

Der verbreitet hergestellte Zusammenhang zwischen der Aktienumschlagsrate an einzelnen nationalen Börsen und schädlicher kurzfristiger Orientierung wird allerdings bereits brüchig, wenn man die Daten für verschiedene Länder und die herkömmliche Wahrnehmung der Corporate Governance dieser Länder in der *Short-termism*-Debatte gegenüberstellt. 2014 fanden sich die Börsen mit der relativ höchsten Wertpapierfluktuation in China (Verhältnis des Gesamtwertes aller gehandelten Aktien pro Jahr zur durchschnittlichen Marktkapitalisierung der Börse von 1,94), in der Türkei (1,91), in Italien (1,66) und Japan (1,34) mit deutlichem Abstand vor New York (0,97) und Deutschland (0,71). Die Werte erklären sich aus dem hohen Anteil privater Investoren sowie der verbreiteten Aktienkultur in den zuerst genannten Ländern.<sup>231</sup> Zugleich steht dieses Umschlags-Ranking in Kontrast dazu, dass Japan bzw. allgemein asiatische Volkswirtschaften in der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte herkömmlich als besonders langfristig orientiert gelten, ebenso wie Deutschland, anders als die USA. Die Umschlagsrate eignet sich demnach offenbar nicht als Gradmesser für ein wahrgenommenes *Short-termism*-Problem. Dieser Befund bei einer Querschnittsbetrachtung bestätigt sich auch im zeitlichen Längsschnitt. So wird der durchschnittliche Aktienumschlag in Prozent der Marktkapitalisierung bezogen auf den Zeitraum von 1978 bis 1988 für Großbritannien mit 25,

---

term investors such as pension funds end up having portfolio turnover much greater than originally intended“ mit begleitender Grafik zur Entwicklung der durchschnittlichen Haltedauer über den Zeitraum von 1991 bis 2010 unter anderem an NASDAQ, NYSE, Australian SE, Borsa Italiana, London SE, Euronext, Tokyo SE, Deutsche Börse, OMX Nordic Exchange. Diese zeigt wiederum den gleichen übergreifenden Trend bei den gleichen Unterschieden im Detail, wie sie Haldane darstellt: So war die Haltedauer bei der Deutschen Börse und an der NASDAQ schon von Beginn an sehr kurz, sodass sich die abnehmenden Haltedauern an den anderen Börsen im Wesentlichen als Annäherung an dieses Niveau darstellen; ganz ähnlich die Grafik bei *Kirkpatrick/Lehuedé/Hoki*, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 2011, S. 31.

<sup>228</sup> *Isaksson/Çelik*, *Corporate Governance in Equity Markets*, 2013, S. 30: Vor allem vor der Finanzkrise 2004–2007 stieg das Handelsvolumen an „traditionellen“ Börsen mehr als dreimal so stark wie das Primärmarktvolumen durch IPOs.

<sup>229</sup> *Europäische Kommission*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 14.

<sup>230</sup> *Europäische Kommission*, *Shareholders' rights directive Q&A*, 14.03.2017, S. 1: Es gebe Belege dafür, dass ein Fokus auf kurzfristigen Strategien liege. Dazu nannte die *Kommission* (ebd.) die kurzfristige Evaluierung von Vermögensverwaltern durch institutionelle Investoren, den Umstand, dass die durchschnittliche Aktienheldedauer acht Monate betrage, sowie den Umstand, dass Fondsmanager ihr gesamtes Portfolio alle 1,7 Jahre umschlügen.

<sup>231</sup> *Gröne*, Euro am Sonntag, 02.–08.08.2014, 5.

für Deutschland mit 48 und für Japan mit 52 angegeben.<sup>232</sup> Dementsprechend war die Handelsaktivität an der Tokioter Börse bereits Anfang der 1990er Jahre mindestens so hoch wie in den USA.<sup>233</sup> Zur gleichen Zeit war die durchschnittliche Haltedauer an der Deutschen Börse ebenso wie an der NASDAQ mit unter einem Jahr im internationalen Vergleich besonders kurz, dergestalt, dass sich die abnehmenden Haltedauern an anderen Börsen in den Jahren 1991 bis 2010 im Wesentlichen als Annäherung an dieses Niveau darstellten.<sup>234</sup> Trotz dieses seit jeher relativ hohen Aktienumschlags und der relativ kurzen Haltedauer bei börsennotierten Aktien galt und gilt Deutschland mit seinem „rheinischen Kapitalismus“ gemeinhin als langfristig und industrieorientiert, die USA hingegen als kurzfristig und finanzorientiert. Wiederum erweist sich die durchschnittliche Haltedauer also isoliert betrachtet als ungeeigneter Indikator.

#### bb) Interpretation von Haltedauern und Handelsaktivität

Die Zweifel an der Aussagekraft der durchschnittlichen Haltedauer für ein *Short-termism*-Problem verdichten sich weiter dadurch, dass Durchschnittswerte der Haltedauer bzw. der Umschlagsrate börsengehandelter Aktien oder eines Fonds-Portfolios schwierig zu interpretieren sind. Insbesondere wird die durchschnittliche Haltedauer in der Regel aus teils irreführenden Angaben zur Umschlagsrate berechnet und zudem durch den Hochfrequenzhandel verzerrt. Aus beiden Gründen hat ihre stetige Verringerung nicht notwendig die Bedeutung, die man ihr gewöhnlich zumisst.<sup>235</sup>

#### (1) Berechnungsweise, Ursachen und Aussagekraft der Umschlagsrate

Mit Blick auf mögliche Missverständnisse ist erstens zu beachten, dass bei der Berechnung des Portfolioumsatzes (*portfolio turnover rate*), wie sie zeitweilig die Europäische Kommission mit Blick auf den sog. vereinfachten Prospekt als Anlegerinformationen für OGAW empfahl, Wertpapierkäufe und -verkäufe addiert werden, abzüglich der Summe von Transaktionen mit Fondsanteilen (Zu- und Abflüssen).<sup>236</sup> Demnach bedeutet erst

<sup>232</sup> Ball, National Westminster Bank Quarterly Review 8 (1991), 20, 23.

<sup>233</sup> Porter, Capital choices, 1992, S. 47.

<sup>234</sup> Siehe Fn. 227 auf S. 603.

<sup>235</sup> Kay, Kay Review Interim Report, February 2012, S. 32 f.

<sup>236</sup> Empfehlung der Kommission vom 27. April 2004 zu bestimmten Angaben, die nach Anhang I Schema C der Richtlinie 85/611/EWG im vereinfachten Prospekt enthalten sein müssen, ABl. EU Nr. L 199 vom 07.06.2004, S. 30–37 (berichtigte Fassung), Ziffer 2.2.1. Abs. 1 lit. e) i. V.m. Anhang II.

Später erkannte man, dass die so definierte Umschlagsrate für Kleinanleger wahrscheinlich zu schwer verständlich sei (*The Committee of European Securities Regulators (CESR)*, CESR's advice to the European Commission on the content and form of Key Information Document disclosures for UCITS, February 2008, S. 55 Rn. 7.11, S. 58 Rn. 7.26; knapp auch *dass.*, Consultation paper on technical issues relating to Key Information Document (KID) disclosures for UCITS, March 2009, S. 51 Rn. 31).

Später wurde sie daher auf Anregung des CESR (*dass.*, CESR's advice to the European Commission on the content and form of Key Information Document disclosures for UCITS, February 2008, S. 58 f. Rn. 7.28 f., S. 58 f. Rn. 7.28 f.) in den „wesentlichen Informationen für den Anleger“ durch die Vorgabe ersetzt, narrativ zu warnen, wenn sich die Transaktionskosten des Portfolios wahrscheinlich erheblich auf die Rendite auswirken, Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die wesentlichen Informationen für den Anleger und die Bedingungen, die einzuhalten sind, wenn die wesentlichen Informationen für den Anleger oder der Prospekt auf einem anderen dauerhaften Datenträger als Papier oder auf einer Website zur Verfügung gestellt werden, ABl. EU Nr. L 176 vom 10.07.2010, S. 1–15, Art. 7 II lit. e), Art. 12 II; kritisch dazu *Traulsen*, We Will Miss Portfolio Turnover Rates, 5 September,

eine Umschlagsrate (*turnover*) von 200 % einen Komplettumschlag des Fondswertes pro Jahr.<sup>237</sup> Diese missverständliche Darstellung erklärt sich aus dem Zweck der Angabe: Sie sollte verdeutlichen, wie sich Handelskosten auswirken, die durch die Anlagestrategie bedingt und insofern freiwillig sind.<sup>238</sup> Zur Anzeige eines kurzatmigen Handelns war sie nie gedacht.<sup>239</sup>

Zweitens wird ein beachtlicher Teil der Handelsaktivität von Fonds durch Umstände beeinflusst, die nicht oder nur sehr eingeschränkt als Ausdruck einer kurzfristigen Orientierung gewertet werden können. So wird ein wesentlicher Teil der Handelsaktivität durch Zu- und Abflüsse verursacht und ist insofern unfreiwillig.<sup>240</sup> Hinzu kommen weitere Komponenten nicht ermessensabhängigen Umschlags, die selbst ein vollständig passiver Fonds aufweist, die aber herkömmlich in die Berechnung von Aktivitätsniveaus eingehen. Hierzu gehört etwa die Wiederanlage von Dividenden, von Übernahmeerlösen oder von Rechteverkäufen etc.<sup>241</sup> Schließlich führt die Praxis der Aktienleihe dazu, dass durchschnittliche Haltedauern die tatsächliche Länge der Position unterschätzen.<sup>242</sup>

Drittens und vor allem bedeutet eine hohe Umschlagsrate eines Fonds in Anbetracht laufender Zu- und Abflüsse sowie Maßnahmen zur Risikoadjustierung nicht, dass sich der Fonds nur kurz an einzelnen Unternehmen beteiligt. Im Gegenteil findet ein großer Teil des Umschlags *at the margin* statt. Das heißt, dass vor allem große Investoren typischerweise nicht mit ihrer gesamten Position einer Aktie handeln, sondern nur deren Gewichtung im Portfolio anpassen. Einen Kernbestand von Aktien, der wertmäßig einen

---

2011 <<http://www.morningstar.co.uk/uk/news/68634/we-will-miss-portfolio-turnover-rates.aspx>> (geprüft am 11.06.2020).

International ist die Methodik uneinheitlich. Die US-amerikanische *Securities and Exchange Commission (SEC)* berechnet die Umschlagsrate dergestalt, dass von den Käufen und Verkäufen der Wertpapiere eines Portfolios der geringere Wert verwendet und durch den monatlichen Durchschnittswert der Wertpapiere im Portfolio geteilt wird. Für eine instruktive vergleichende Untersuchung der Berechnungsmethoden mit ihren jeweiligen Vorzügen und Schwächen siehe *The Investment Association, Meaningful disclosure of costs and charges*, February 2015, S. 16–21.

<sup>237</sup> *IMA*, *Understanding Equity Turnover Data: Initial Findings from IMA Research Submitted to the Kay Review*, November 2011, S. 3; *Traulsen*, *We Will Miss Portfolio Turnover Rates*, 5 September, 2011 <<http://www.morningstar.co.uk/uk/news/68634/we-will-miss-portfolio-turnover-rates.aspx>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>238</sup> Empfehlung der Kommission vom 27. April 2004 zu bestimmten Angaben, die nach Anhang I Schema C der Richtlinie 85/611/EWG im vereinfachten Prospekt enthalten sein müssen, ABl. EU Nr. L 199 vom 07.06.2004, S. 30–37 (berichtigte Fassung), Erwägungsgrund 9 S. 5 („Als zusätzlicher Indikator für die Relevanz der Transaktionskosten sollte auf jeden Fall der Portfolioumsatz, der nach einem Standardverfahren zu ermitteln ist, veröffentlicht werden.“), Ziffer 2.2.1. Abs. 1 lit. e) („der nach Anhang II berechnete Portfolioumsatz als zusätzlicher Indikator für die Bedeutung der Transaktionskosten“).

<sup>239</sup> *IMA*, *Understanding Equity Turnover Data: Initial Findings from IMA Research Submitted to the Kay Review*, November 2011, S. 3–4.

<sup>240</sup> *Dies.*, *Understanding Equity Turnover Data: Initial Findings from IMA Research Submitted to the Kay Review*, November 2011, S. 4–6; *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 219 Fn. 55.

<sup>241</sup> *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 110 f. Endnote 29; *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 219 Fn. 55.

<sup>242</sup> Dazu bezogen auf Großbritannien *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*, 1996, S. 219 Fn. 55, der ausführt, dass Pensionsfonds und Versicherungen bei Abfassung seines Buches die Hauptverleiher börsennotierter britischer Aktien waren, und auf eine Studie verweist, derzufolge die Aktienleihe 1993–1994 für 9 % des gesamten Umschlags der Aktien der 100 größten börsennotierten britischen Gesellschaften stand.

beachtlichen Teil des Fonds ausmachen kann,<sup>243</sup> halten sie oft über mehrere Jahre.<sup>244</sup> Wenn ein Kernbestand von Aktien langfristig gehalten wird, erschwert ein zunehmender Umschlag *at the margin* an sich aber nicht die Kommunikation von Unternehmens- und Fondsmanagern und den Aufbau von Beziehungen zwischen beiden.<sup>245</sup> Entscheidend hierfür ist eher, wie viele unterschiedliche Positionen den Kern bilden<sup>246</sup> und welchen Investmentansatz ein Anleger verfolgt.<sup>247</sup>

## (2) Verzerrender Einfluss des Hochfrequenzhandels

Ein weiteres Problem ergibt sich daraus, dass Aktivitätsniveaus, die auf aggregierter Grundlage für den Gesamtmarkt berechnet werden, die Verhältnisse eines durchschnittlichen Fonds überzeichnen können. Das gilt sowohl für das mittlere Niveau des nicht ermessensabhängigen Umschlags<sup>248</sup> als auch für den gesamten Aktienumschlag. Erstens haben verschiedene Investorengruppen (Banken, Versicherungen, private Nicht-Finanzinstitutionen, ausländische Investoren, Privatanleger) traditionell je nach Anlagestil sehr unterschiedliche Umschlagsraten bzw. Haltedauern. Zweitens ist mit dem Hochfrequenzhandel eine kleine Investorengruppe mit exorbitanten Umschlagsraten hinzugekommen, die den Durchschnitt stark nach oben verzerrt.

Die Interpretationsschwierigkeiten lassen sich an jüngeren Daten der OECD zum Handelsvolumen verdeutlichen. Danach hat die Marktkapitalisierung an den Weltbörsen von 1990/1991 bis 2008/2009 um das 1,1- bis 7,8-Fache zugenommen, während sich das Handelsvolumen von 1991 bis 2009 um das 4,8- bis 41,7-Fache erhöht hat. An allen Börsen überstieg der Anstieg des Handelsumsatzes den der Marktkapitalisierung um das 1,7- bis 9,9-Fache.<sup>249</sup> Hierin zeigen sich sowohl etwaige Verschiebungen zwischen Investorengruppen als auch die Zunahme des Hochfrequenzhandels bei einigen wenigen Investoren wie Hedgefonds. Allerdings fehlen oft feiner aufgeschlüsselte Angaben, mit denen sich einzelne Investorengruppen und Verschiebungen zwischen diesen erfassen ließen.<sup>250</sup>

Ungeachtet dieser Unsicherheiten liegt es nahe, dass der statistische Einfluss des Hochfrequenzhandels mittlerweile beträchtlich ist, begünstigt durch verbesserte Informationstechnologie und deutlich gesunkene Transaktionskosten. Schätzungen zufolge

<sup>243</sup> IMA, Understanding Equity Turnover Data: Initial Findings from IMA Research Submitted to the Kay Review, November 2011, S. 5–7.

<sup>244</sup> Stapledon, Institutional Shareholder and Corporate Governance, 1996, S. 219–221; Cosh/Hughes/Singh, Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender (Hrsg.), Takeovers and short-termism in the UK, 1990, S. 14 mit Ergebnissen einer Umfrage bei britischen Investoren, derzufolge die meisten befragten britischen institutionellen Investoren in der Tendenz eine Kerngruppe von circa 50 Positionen sowie jeweils substantielle Beteiligungen an einer Anzahl meist kleiner und mittlerer Unternehmen hielten; Marsh, Short-termism on Trial, October 1990, S. 111 Endnote 29.

<sup>245</sup> Stapledon, Institutional Shareholder and Corporate Governance, 1996, S. 221.

<sup>246</sup> Vgl. Cosh/Hughes/Singh, in: Cosh/Hughes/Singh/Carty/Plender (Hrsg.), Takeovers and short-termism in the UK, 1990, S. 14.

<sup>247</sup> Vgl. Kay, Kay Review Interim Report, February 2012, S. 32, der eine Unterscheidung zwischen Investoren und Händlern für zentral erachtet; ähnlich Dallas, 37 J. Corp. L. 265, 296 f. (2012); mit Blick auf die unterschiedlichen Anlagestrategien von offenen Investmentfonds (*mutual funds*), Private-Equity-Fonds und Indexfonds sowie indexorientierten Fonds Zetzsche, Konzern 2011, 381, 390 Fn. 76.

<sup>248</sup> Marsh, Short-termism on Trial, October 1990, S. 111 Endnote 29.

<sup>249</sup> Kirkpatrick/Lehuedé/Hoki, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, S. 30, 32, 43.

<sup>250</sup> Dies., The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, S. 32, 43.

stand der Hochfrequenzhandel in Europa bereits im Jahr 2010 für 30–40 % des Börsenhandels von Aktien und Futures,<sup>251</sup> während die Aktienpositionen der entsprechenden Akteure auf nicht über 1 % geschätzt wurden. Letzteres passt dazu, dass ein hochfrequenter Handel kein großes Portfolio erfordert.<sup>252</sup> 2013 war der Anteil des Hochfrequenzhandels einer ESMA-Studie zufolge je nach Definition auf 24 % bis 43 % gestiegen.<sup>253</sup>

Vor diesem Hintergrund lässt sich von sinkenden durchschnittlichen Aktienhaltedauern und von steigenden Aktienumschlagsraten, die anhand des Handelsvolumens an den Börsen berechnet werden, nicht zuverlässig darauf schließen, dass unter den Investoren insgesamt eine zunehmende kurzfristige Orientierung Platz greift.<sup>254</sup> Dahinter steht das allgemeine statistische Problem, dass der Durchschnitt eine Stichprobe und ihre Veränderung im Zeitablauf nicht zutreffend beschreibt, wenn die zugrunde liegende Verteilung schief anstatt symmetrisch ist, also zu einer Seite hin Ausreißerwerte enthält.<sup>255</sup> Kritiker von *Short-termism*-Sorgen argumentieren sogar, dass sich die Halteperioden wichtiger Aktionäre gar nicht verringert hätten. Vielmehr sei lediglich ein „Hochgeschwindigkeitsrand“ entstanden, der wichtige Institutionen, die Aktien halten, nicht beeinflusse.<sup>256</sup> Inhaltlich erscheint das nach gegenwärtigem Forschungsstand seinerseits eine eher forsche These.<sup>257</sup> Jedenfalls aber kann man die sinkenden durchschnittlichen Haltedauern und steigenden Handelsvolumina (Aktivitätsniveaus) nicht eins zu eins als Ausdruck einer entsprechenden breitflächigen Veränderung der Investorenbasis werten.

### cc) Folgen sinkender durchschnittlicher Haltedauern

#### (1) Kein zuverlässiger Indikator für kurzfristigen Druck auf Unternehmen

Soweit sinkende durchschnittliche Haltedauern und steigende Handelsvolumina kein repräsentatives Bild der Investorengesamtheit zeichnen, sind sie auch als Indikator für

<sup>251</sup> Dies., The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, S. 43 mit dem Hinweis, dass andere Schätzungen noch deutlich höhere Werte ansetzen; ganz ähnlich *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 29, 32: Der Hochfrequenzhandel stehe für knapp 60 % des gesamten Volumens des US-Aktienhandels und für 38 % des europäischen; Zusammenstellung verschiedener Schätzungen bei *Zickert*, Regulierung des Hochfrequenzhandels in US- und EU-Aktienmärkten, 2016, S. 26.

<sup>252</sup> *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 29.

<sup>253</sup> Der ESMA-Studie mit Daten von Mai 2013 zufolge lag der Anteil im Aktienhandel an europäischen Börsenplätzen je nach der zugrunde gelegten Definition des Hochfrequenzhandels bei 24 % bis 43 % des gehandelten Aktienvolumens und 58 % bis 76 % der gesamten Orderzahl, *ESMA*, High-frequency trading activity in EU equity markets, 2014, S. 4, 11, 15; zu einem ähnlichen Befund für Australien bezogen auf das Jahr 2012 *ASIC*, Dark liquidity and high-frequency trading, March 2013, S. 72 Rn. 292.

<sup>254</sup> *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 29 f.

<sup>255</sup> *Roe*, 68 Bus. Law. 977, 999 f. (2013).

<sup>256</sup> So für die USA *ders.*, 68 Bus. Law. 977, 981 (2013); ihm folgend auch für die europäische Debatte *Strand*, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 28 (2015).

<sup>257</sup> *Roe* (Fn. 256 auf S. 608) beruft sich auf eine frühe Fassung eines unveröffentlichten Arbeitspapiers von *Cremers/Pareek/Sautner*, Stock Duration and Misvaluation, September 2013, freilich mit offensichtlich falscher Stichseitenangabe. In einer späteren, inhaltlich deutlich überarbeiteten und abgeänderten Fassung des von *Roe* zitierten Arbeitspapiers (*Cremers/Pareek/Sautner*, J. Acc. Res. 59 (2021), Advance Access) ist die Aussage, auf die sich *Roe* beruft, allerdings nicht mehr enthalten. Immerhin führt aber ein eng verwandtes, recht angesehenes veröffentlichtes Papier von zwei der drei Autoren deutlich zurückgenommener aus, dass sich die gewichtete Median-Haltedauer von 1985 bis 2010 in den USA eher schwankend entwickelt hat, mit zeitweiligen Zu- und Abnahmen, wobei der Endwert, insoweit von *Roe* korrekt angeführt, leicht höher lag als der Anfangswert, siehe *Cremers/Pareek*, Rev. of Finance 19 (2015), 1649, 1661–1664.

steigenden kurzfristigen Druck auf Unternehmen zweifelhaft. Allgemein bedeuten geringere Haltedauern nicht notwendig, dass sich kurze Zeithorizonte einiger Aktionäre auf das Management übertragen, weil es hierfür nicht unbedingt auf die durchschnittliche Haltedauer, sondern auf die Verteilung der Haltedauern im Aktionariat ankommt. Beispielhaft kann man sich zu einer Gesellschaft vorstellen, bei der 90 % der Aktionäre nie handeln (etwa als feste Familienanteileseigner), während die restlichen 10 % der Aktien fünfmal im Jahr ihren Inhaber wechseln. Der durchschnittliche Jahresumschlag beträgt dann bezogen auf die Marktkapitalisierung 50 %. Der kurzfristige Druck auf das Management wird indes in einer solchen Gesellschaft mit stabilen Kontrollaktionären deutlich geringer sein, als wenn jeder Aktionär seine Beteiligung nach zwei Jahren veräußert, obgleich dies ebenfalls einem durchschnittlichen Umschlag von 50 % entspricht.<sup>258</sup>

Dieser Aspekt war bereits in der *US-Short-termism*-Debatte der 1980er und 1990er Jahre praktisch bedeutsam. Die Umschlagsraten an den Börsen waren damals in den USA niedriger als in Deutschland und Japan. Gleichwohl galt im angloamerikanischen Raum nur die Corporate Governance von Deutschland und Japan als vorbildlich langfristig. In den 1990er Jahren stellte man fest, dass die Verteilung der Handelsaktivitäten, die hinter den Umschlagsraten stand, in Japan stark verzerrt war: Neben einer großen Gruppe stabiler langfristiger Investoren stand eine relativ kleine Gruppe aktiver Händler. In Deutschland lag damals ein großer Teil der Aktienstimmrechte in den Händen einiger großer Banken, weil die Stimmrechte regelmäßig auf Banken übertragen wurden. Dadurch wirkte es sich wenig aus, wenn Aktien breiter gestreut waren.<sup>259</sup> Demgegenüber sah man in den USA keine Aktionärsgruppe, auf die man für eine langfristige Haltedauer bauen konnte.<sup>260</sup> Dass sich allein aus der durchschnittlichen Umschlagsrate keine sicheren Rückschlüsse ziehen lassen, bestätigte im Kontext der britischen *Short-termism*-Debatte auch eine Umfrage der CBI City/Industry Task Force von 1987. Sie ergab keinen signifikanten Zusammenhang zwischen einem steigenden Umschlag der Aktien einer bestimmten Gesellschaft und kurzfristigem Druck.<sup>261</sup>

In der *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise haben Praktiker in ähnlicher Weise argumentiert, dass Haltedauern für die Unternehmenswertschöpfung irrelevant seien: Zum einen seien ETFs (Exchange Traded Funds) der Paradefall langfristiger Investo-

<sup>258</sup> Stein/Froot/Perold, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 51.

<sup>259</sup> Dies., J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 51 f., zudem S. 49 mit Daten zum Zeitraum von 1986 bis 1988.

<sup>260</sup> Dies., J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 52; ebenso Porter, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 4, 9 Fn. 15, der die 1992 höhere Umschlagsrate in Japan im Vergleich zu den USA auf einen schnell gehandelten Teil des japanischen Marktes zurückführte. Sie verdeckte, dass 70 % der japanischen Aktien für fünf Jahre oder länger gehalten würden. Die stabilste Gruppe der japanischen Aktionäre (Versicherungen und Unternehmen) halte ihre Aktien für 18,3 bzw. 7,4 Jahre, während keine Gruppe von US-Aktionären eine Haltedauer von über fünf Jahren aufweise.

<sup>261</sup> CBI City/Industry Task Force, Investing for Britain's future, 1987: Zwar gaben 60 % der antwortenden 109 großen und mittleren Unternehmen aus der produzierenden Industrie an, dass der Umschlag ihrer Aktien seit dem 27.10.1986 stark gestiegen sei, im Schnitt um 50 %. Allerdings unterschied sich bei denjenigen Firmen, die unzufrieden mit der [scil.: unzureichend] langfristigen Einstellung von Finanzinstitutionen waren, der Anteil derjenigen, die auch einen Anstieg des Umschlages verzeichneten, nicht signifikant von der Gesamtstichprobe. Die CBI City/Industry Task Force wertete dies als Indiz dafür, dass ein erhöhter Aktienumschlag für sich genommen nicht die Wahrnehmung eines *Short-termism*-Problems seitens der Manager beeinflusst. Näher zu diesem Bericht bereits oben 2. Teil, § 1 II.3.b)aa), S. 188 ff.

ren, aber nach praktischer Erfahrung die aktivsten Unterstützer kurzfristiger Unternehmensinitiativen.<sup>262</sup> Zum anderen würden sich Hochfrequenzhändler mit Haltedauern von wenigen Sekunden oder Minuten nur an technischen Faktoren sowie Preisdifferenzen zwischen verbundenen Märkten orientieren. Sie kümmern sich nicht um Ausgaben oder Geschäftspläne der gehandelten Gesellschaft und seien überdies zu kurz beteiligt, um Einfluss auf deren Leitung zu nehmen.<sup>263</sup> Bei aktiv verwalteten Portfolios beeinflusse ein kurzfristiges Rebalancing kaum die langfristige Aufnahme in das Portfolio und das Stimmverhalten folge keinem Muster.<sup>264</sup>

Allerdings können einfache Umschlagsstatistiken das Ausmaß, in dem Fondsmanagern an kurzfristigen Entwicklungen gelegen ist, auch zu niedrig erscheinen lassen. So liegt es nahe, dass ein Fondsmanager, der quartalsmäßig evaluiert wird, deutlich stärker an der kurzfristigen Aktienkursentwicklung interessiert ist, selbst wenn er plant, die Aktie für zwei Jahre zu halten.<sup>265</sup>

Hinzu kommt, dass eine Verkürzung der Anlagehorizonte von Aktionären das Management nicht nur direkt beeinflussen kann, indem diese Aktionäre Einfluss auf die Geschäftsleitung nehmen, sondern auch indirekt durch geänderte Research-Anreize: Investoren mit einem kurzen Anlagehorizont haben einen Anreiz zu Research nur mit Blick auf solche Umstände, die vor dem geplanten Verkauf ihrer Beteiligung allgemeines Wissen und damit eingepreist werden. Denn nur dann besteht Aussicht, den Ertrag des erarbeiteten Informationsvorsprungs rechtzeitig ernten zu können. Hierdurch können Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Geschäftsleitung bezogen auf die lange Frist zunehmen, wodurch wiederum Anreize der Manager steigen können, unzureichend in langfristige Projekte zu investieren (*rational myopia*, siehe oben).<sup>266</sup>

Schließlich ist daran zu erinnern, dass Prinzipale ein rationales Interesse an aggressiver kurzfristiger Handelsaktivität ihrer Fondsmanager haben können, insbesondere wenn dies erleichtert, deren Anlagefähigkeiten einzuschätzen<sup>267</sup> oder profitabel an andere überoptimistische<sup>268</sup> oder weniger kundige (rationale) Anleger ohne Insiderkenntnis<sup>269</sup> zu verkaufen.

<sup>262</sup> Nathan, Observations on Short-Termism and Long-Termism, October 12, 2015 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/10/12/observations-on-short-termism-and-long-termism/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>263</sup> Pozen, Business Economics 50 (2015), 20, 21; Nathan, Observations on Short-Termism and Long-Termism, October 12, 2015 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/10/12/observations-on-short-termism-and-long-termism/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>264</sup> Nathan, Observations on Short-Termism and Long-Termism, October 12, 2015 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/10/12/observations-on-short-termism-and-long-termism/>> (geprüft am 11.06.2020). Nathans weitere Behauptung, es komme Unternehmen generell nur auf das Verkäufer/Käufer-Verhältnis bei ihren Aktien an, weil dieses den Kurs beeinflusst, nicht auf den Zeithorizont der Aktionäre, überzeugt allerdings nicht mehr. Denn das Verhältnis von Käufern und Verkäufern wird bei kurzfristig ausgerichteten Investoren stärker von aktuellen Wertsignalen und damit von kurzfristigen Ergebnissen abhängen.

<sup>265</sup> Stein/Froot/Perold, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 52 f.

<sup>266</sup> Dies., J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 42, 56; dazu bereits oben 3. Teil, § 2 III., S. 394 ff., inkl. Fn. 48 auf S. 396 f. für die Zusammenfassung eines ausformulierten Modells.

<sup>267</sup> Dazu bereits 3. Teil, § 2 IV.2. b), S. 414 ff. (für Fondsmanager) sowie § 2 V.1. b), S. 436 ff. (für Unternehmensmanager und Aktionäre).

<sup>268</sup> Dazu 3. Teil, § 2 VIII.5. b) aa), S. 515 ff.

<sup>269</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV.1. a) bb), 399 ff., Text bei Fn. 77–82 auf S. 401–402.

(2) *Ambivalenter Einfluss auf fundamentale Genauigkeit der Preisbildung*

Zu der Frage, inwieweit sinkende durchschnittliche Haltedauern ein geeigneter Indikator für zunehmenden kurzfristigen Druck auf Unternehmen sind, tritt ein zweiter wichtiger Punkt: Selbst wenn man annimmt, dass verkürzte durchschnittliche Haltedauern und damit ein steigender Aktienumschlag den kurzfristigen Druck auf Unternehmen erhöhen können, wirkt die damit einhergehende höhere Liquidität des Aktienmarktes ambivalent. Ihre positiven und negativen Folgen sind abzuwägen. Von schädlichem *Short-termism* lässt sich ohne Weiteres nur sprechen, wenn der Saldo negativ ausfällt oder die negativen Folgen verringert werden können, ohne die positiven Effekte entsprechend zu schmälern.

Die potenziellen negativen Folgen wurden bereits angesprochen: Kürzere Haltedauern bzw. ein steigender Aktienumschlag könnten langfristige Fundamentaldaten als Investitionskriterien verdrängen. Der börsenmäßige Handel droht dann zu einem Schönheitswettbewerb im Sinne der *Keynes'schen* Metapher zu verkommen, bei dem es allein darum geht, in Aktien zu investieren, welche die Mehrheit kurzfristig am besten bewertet wird.<sup>270</sup> Wie verkürzte Zeithorizonte einen Aktienmarkt in diese Richtung kippen lassen können, lässt sich vereinfachend anhand eines fiktiven Modellmarktes mit drei Investorengruppen verdeutlichen.<sup>271</sup> Die erste Gruppe stellen kurzfristig spekulative Investoren, die eine simple Momentum-Strategie verfolgen, also bei steigenden Preisen kaufen und bei fallenden verkaufen. Ihnen gegenüber stehen zweitens langfristig fundamentale Investoren, die danach anlegen, wie die Preise zu den langfristigen Fundamentaldaten stehen. Hinzu treten drittens unbestimmte Investoren, die beide Strategien nachahmen können und häufig durch Endanleger bewertet werden, welche Gelder entsprechend zurückziehen oder anlegen. Stets gilt, dass dauerhaft wenig erfolgreiche Händler aus dem Markt ausscheiden. In einem solchen Umfeld kann ein dynamischer Selektionsprozess mit selbstverbesserndem oder selbstzerstörerischem Charakter entstehen. Bei Ersterem haben anfangs langfristige Investoren die Oberhand, sodass sich die Preise den Fundamentaldaten anpassen. Daher gewinnen nur die unbestimmten Investoren, die ebenso investieren, während die Momentum-Händler schlecht abschneiden. Dadurch steigt der Anteil langfristig fundamentaler Händler weiter. Dominieren hingegen die kurzfristigen Momentum-Händler, weichen die Preise beständig von den Fundamentalwerten ab. Unter den unbestimmten Investoren setzen sich dann ebenfalls Momentum-Strategien durch, während langfristige Investoren scheitern. Hierdurch steigt der Anteil der spekulativen Investoren weiter und die Preise weichen stärker von den Fundamentalwerten ab.

Theoretisch lässt sich aber nicht eindeutig vorhersagen, welche Entwicklung näherliegt. Allgemein verringert eine zunehmende Handelsaktivität und damit Liquidität die Handelskosten. Dies kommt sowohl kurzfristigen uninformierten *noise traders* als auch (langfristigen oder kurzfristigen) *smart money traders* zugute.<sup>272</sup> Liquidität ist also ein zweischneidiges Schwert. Sie verringert den Einfluss von Momentum-Trading auf Preise

<sup>270</sup> *Rappaport*, 61 *Financial Analysts J.* 65, 65 f. (2005).

<sup>271</sup> Siehe zum Folgenden auf Basis einer einfachen Modellskizze *Haldane*, *Patience and Finance*, 02.09.2010, S. 10–11.

<sup>272</sup> *Stein/Froot/Perold*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 42, 44; *Fang/Tian/Tice*, *J. Fin.* 69 (2014), 2085, 2086; *Rojahn*, in: Kaluza/Braun/Beschorner u. a. (Hrsg.), *Betriebswirtschaftliche Fragen zu Steuern, Finanzierung, Banken und Management*, 2017, S. 349, 351 mit Fn. 5, S. 354.

und erhöht dadurch die Markteffizienz, verringert aber auch die Kosten, um solche Strategien zu verfolgen.<sup>273</sup>

(3) *Erste empirische Forschung zum Zusammenhang von Liquidität und Short-termism*

Da sinkende durchschnittliche Aktienhaldauern und steigende Aktienumschlagsraten eine erhöhte Liquidität des Aktienmarktes bedeuten und diese wie gezeigt theoretisch ambivalent wirkt, liegt es nahe, empirisch in den Blick zu nehmen, wie sich die Liquidität und die Genauigkeit der Preisbildung an verschiedenen Handelsplätzen entwickelt haben und den Befund auf Zusammenhänge mit *Short-termism* zu prüfen. Auch dieser Ansatz bietet aber nach derzeitigem Forschungsstand keine klaren Antworten. Er wird dadurch verkompliziert, dass sich die kurzfristige und die langfristige Volatilität des Aktienmarktes jedenfalls in den USA über weite Teile des 20. Jahrhunderts gegenläufig entwickelt haben,<sup>274</sup> während sich das Bild in anderen Rechtsordnungen unterschiedlich darstellt.<sup>275</sup> Mit diesem Vorbehalt scheint die Volatilität im Verhältnis zum Fundamentalwert der Dividenden allerdings in den USA und in Großbritannien eher gestiegen zu sein,<sup>276</sup> wobei Dividenden Aktienkurse langfristig besser erklären als kurzfristig.<sup>277</sup> Dies könnte man als Indiz dafür werten, dass zumindest im angloamerikanischen Raum in der kurzen Frist der Druck durch (vorübergehende) Fehlbewertungen zugenommen hat.<sup>278</sup>

<sup>273</sup> Haldane, *Patience and Finance*, 02.09.2010, S. 12.

<sup>274</sup> So zeigen *Stein/Froot/Perold*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 42, 45 f., dass im S & P 500 von 1928 bis 1989 die monatliche Volatilität abgenommen hat, während die kurzfristige 15-Minuten-Volatilität um das Siebenfache gestiegen ist. Diese allein, so die Autoren, sollte aber die geforderten Aktienrenditen der Investoren und damit die Kapitalkosten der Unternehmen nicht beeinflussen (*dies.*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 42, 47). Zudem könne die höhere kurzfristige Volatilität Ausdruck einer schnelleren Einpreisung neuer Informationen sein, bedingt durch neue Handelsinstrumente wie Futures-Kontrakte. Eine weitere Erhöhung der kurzfristigen Volatilität bei gleichzeitiger Verringerung der langfristigen Volatilität ging nach der Jahrtausendwende damit einher, dass die kleinstmögliche Preisveränderung (*tick size*) an den US-Börsen auf einen Penny verringert wurde, *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Report to Congress on Decimalization, July 2012, S. 15.

<sup>275</sup> So verweisen *Stein/Froot/Perold*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 42, 48 f. als Kontrast zur USA (dazu soeben Fn. 274) auf weitere Länder, unter anderem Deutschland und die Schweiz, wo zwar der Aktienumschlag hoch, aber die Volatilität gering sei.

<sup>276</sup> Siehe *Haldane*, *Patience and Finance*, 02.09.2010, S. 14–16, 28–29 unter Bezugnahme auf Daten von *Shiller*, *J. Econ. Persp.* 17 (2003), 83 ff. sowie eigene Berechnungen. Danach ist die Volatilität des S & P 500 sowie des FTSE-500-Aktienindexes im Verhältnis zur Volatilität seines Fundamentalwertes vor allem seit den 1990er Jahren stark gestiegen, wobei der Fundamentalwert anhand der diskontierten Dividenden mit angenommenen Dividendenwachstumsraten und Diskontraten entsprechend den historischen Durchschnittswerten angenähert wird. Während in den USA die Volatilität des Kursindexes bis in die 1960er Jahre etwa doppelt so hoch war wie die Volatilität des dividendenbasierten Fundamentalwertes, liegt das Verhältnis seit den 1990ern zwischen sechs und zehn. Die durchschnittliche absolute Abweichung vom Fundamentalwert ist danach von knapp über 20 % auf deutlich über 100 % seit den 1990er Jahren gestiegen. Weiterführend *ders.*, *J. Econ. Persp.* 17 (2003), 83, 84–90, auch zu nachfolgenden Modellrechnungen, die die anfängliche Methodik verfeinert haben (unter anderem mit Blick auf die Diskontrate), ohne dass sich das Ergebnis substanziell geändert hätte.

<sup>277</sup> Dazu *Shiller*, *AEA Papers and Proceedings* 80 (1990), 58–59: Regressiert man den logarithmierten Jahresdurchschnitt des realen S & P-Aktienpreisindex auf die logarithmierten jährlichen durchschnittlichen Dividenden (jeweils ökonometrisch um einen linearen Zeittrend bereinigt), erklären Dividenden je nach betrachtetem Zeitraum zwischen ca. 64 % und 82 % der Variation ( $R^2$ ). Wenn allerdings die jährliche Änderung des logarithmierten realen Aktienkurses auf die dazugehörige Veränderung der logarithmierten realen Dividenden regressiert wird, beträgt  $R^2$  je nach Zeitraum nur 0,301 bzw. 0,231.

<sup>278</sup> Vgl. *ders.*, *J. Econ. Persp.* 17 (2003), 83, 90, der die exzessive Volatilität des Gesamtmarktes als Beleg gegen die Effizientmarkthypothese interpretiert.

Eindeutig ist das aber nicht. Insbesondere weist zwar der Gesamtaktienmarkt eine exzessive Volatilität im Verhältnis zu Dividenden auf, für einzelne Aktien gilt dies aber in deutlich geringerem Maße.<sup>279</sup>

Eine neuere, im *Journal of Finance* veröffentlichte Studie<sup>280</sup> deutet indes tatsächlich auf einen kausalen Zusammenhang zwischen höherer Liquidität und *Short-termism*, und zwar über die theoretisch bereits gut erforschten Wirkmechanismen der *takeover threats*<sup>281</sup> und Grenzen der Arbitrage.<sup>282</sup> Sie wird hier im Zusammenhang mit den verschiedenen Teststrategien für *Short-termism* näher vorgestellt.<sup>283</sup>

Diese Studie ist im Kontext eines jüngeren Forschungsstranges zu sehen, der den Einfluss von Wertpapierliquidität auf Corporate-Finance-Entscheidungen untersucht und dabei uneinheitliche Ergebnisse ermittelt hat.<sup>284</sup> Zukünftig verspricht hier ein Pilotprogramm der SEC weitere Erkenntnisse, mit dem geprüft wird, wie sich größere minimale Preisveränderungen (*tick sizes*) auf kleinere Gesellschaften auswirken.<sup>285</sup>

Ebenfalls beachtenswert ist ein verwandter Forschungsstrang, der statt der Umschlagsrate des Gesamtmarktes die Umschlagsrate einzelner Investoren in den Blick nimmt, gegebenenfalls ergänzt um weitere Kennzahlen für deren eher lang- oder kurzfristiges Anlageverhalten. Auf dieser Grundlage wird untersucht, wie sich ein relativ kurz- oder langfristiges Aktionariat einer Gesellschaft auf deren Unternehmenspolitik auswirkt.

<sup>279</sup> Siehe *ders.*, *J. Econ. Persp.* 17 (2003), 83, 89–90.

<sup>280</sup> *Fang/Tian/Tice*, *J. Fin.* 69 (2014), 2085 ff.

<sup>281</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV.1.a), S. 398 ff.

<sup>282</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV.2., S. 412 ff., zudem § 2 V.1.b), S. 436 ff.

<sup>283</sup> Dazu 3. Teil, § 4 III.3.g), S. 667 ff., Text bei Fn. 642 auf S. 668.

<sup>284</sup> Dazu im Überblick *Rojahn*, in: Kaluza/Braun/Beschorner u. a. (Hrsg.), *Betriebswirtschaftliche Fragen zu Steuern, Finanzierung, Banken und Management*, 2017, S. 349 ff.: Einerseits macht eine hohe Liquidität Einflussnahmen durch Engagement relativ zu einem Ausstieg unattraktiver, worunter die Kontrolle des Managements leidet. Andererseits erleichtert sie den Aufbau von Blockpositionen, welche Voraussetzung für Engagement sind, und verstärkt zudem die Disziplinierung des Managements durch einen drohenden Anteilsverkauf mit negativer Signalwirkung (a. a. O., S. 350 f., 354–356). Die Wirkung auf den Informationsgehalt der Kurse ist wie gezeigt ambivalent, weil die erhöhte Liquidität sowohl uninformierten Spekulanten als auch informierten Anlegern zugutekommt. Steigt der Einfluss der uninformierten Händler, nimmt allerdings auch der Anreiz zum Aufbau von Blockpositionen und zu einer engagierten Kontrolle des Managements durch den Blockaktionär zu (a. a. O., S. 354). Empirische Studien liegen vor allem zum US-amerikanischen Markt vor (Überblick a. a. O., S. 357–360). Neben der hier im Text besprochenen Studie, derzufolge ein Anstieg der Wertpapierliquidität einen Rückgang der Innovationstätigkeit des Unternehmens bewirkt und damit wohl der langfristigen Kontrollaktivität von Großaktionären abträglich ist, stützen auch einige andere Befunde einen Zielkonflikt zwischen Wertpapierliquidität und langfristig ausgerichteter Kontrolle. Insoweit besteht aber weiterer Forschungsbedarf, auch weil nicht immer der Identität des Aktionäre Rechnung getragen wird.

<sup>285</sup> Bereits 2004 hatte die SEC ein erstes Pilotprogramm zur Erhöhung der kleinstmöglichen Preisveränderung für bestimmte Aktien mit niedriger Marktkapitalisierung angekündigt, dazu *Securities and Exchange Commission (SEC)*, *Plan to Implement a Tick Size Pilot Program*, 2004; *dies.*, *SEC Announces Pilot Plan to Assess Stock Market Tick Size Impact for Smaller Companies*, 26.08.2014.

Ein neues Programm folgte ab 2015, siehe dazu *dies.*, *Joint Industry Plans; Order Approving the National Market System Plan To Implement a Tick Size Pilot Program by BATS Exchange, Inc., BATS Y-Exchange, Inc., Chicago Stock Exchange, Inc., EDGA Exchange, Inc., EDGX Exchange, Inc., Financial Industry Regulatory Authority, Inc., NASDAQ OMX BX, Inc., NASDAQ OMX PHLX LLC, The Nasdaq Stock Market LLC, New York Stock Exchange LLC, NYSE MKT LLC, and NYSE Arca, Inc.*, as Modified by the Commission, for a Two-Year Period, May 6, 2015. Zahlreiche dazugehörige Dokumente sind auf Homepages zu dem Pilotprogramm abrufbar, die sowohl die SEC als auch die FINRA eingerichtet haben, *dies.*, *Tick Size Pilot Program*, 29.08.2017 <<https://www.sec.gov/ticksizepilot>> (geprüft am 11.06.2020); *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)*, *Tick Size Pilot Program*, 26.03.2018 <<http://www.finra.org/industry/tick-size-pilot-program>> (geprüft am 11.06.2020).

Auch diese Studien werden im Zusammenhang mit den verschiedenen Teststrategien für *Short-termism* näher vorgestellt.<sup>286</sup>

## 2. Hochfrequenzhandel

Der Hochfrequenzhandel spielt bereits in der soeben erörterten Debatte darüber eine Rolle, ob gesunkene durchschnittliche Haltedauern und gestiegene Handelsvolumina am Kapitalmarkt Ausdruck von *Short-termism* sind. In diesem Zusammenhang spricht der Hochfrequenzhandel eher dagegen, gestützt auf die genannten Phänomene ein allgemeines *Short-termism*-Problem zu bejahen. Denn die extrem kurzen Haltedauern und entsprechend hohen Handelsvolumina der Hochfrequenzhändler verzerren die Durchschnittswerte für den Gesamtmarkt. Somit sind diese nicht ohne Weiteres repräsentativ für das Verhalten der meisten Investoren.

Eine andere Frage ist, ob der Hochfrequenzhandel als solcher zu übermäßig kurzfristiger Orientierung beiträgt, also für sich genommen ein *Short-termism*-Treiber ist. Auch dies wird verbreitet vorgetragen, wenngleich weniger prominent als die Argumentation mit gesunkenen durchschnittlichen Haltedauern. Dem ist im Folgenden nachzugehen. Hiervon im Ausgangspunkt zu trennen sind – mittlerweile regulatorisch adressierte – Bedenken gegen Hochfrequenzhändler, die unter kapitalmarktrechtlichen Gesichtspunkten an Fragen der Gleichbehandlung bei Kollokationsdiensten<sup>287</sup> und mögliche Verstöße gegen das Verbot der Marktmanipulation anknüpfen.<sup>288</sup> Teilweise spielen diese Aspekte bei der *Short-termism*-Kritik am Hochfrequenzhandel mittelbar eine Rolle. Insoweit werden sie nachfolgend einbezogen.

### a) Definition

Der Hochfrequenzhandel ist eine spezielle Form des algorithmischen Handels, bei dem Aufträge auf Grundlage vorgegebener Regeln und Verfahren von computerbasierten Systemen ausgeführt werden.<sup>289</sup> Im Übrigen gibt es keine allgemein anerkannte Begriffsbestimmung und keine trennscharfe Abgrenzung. Im deutschen Recht ist der Hochfrequenzhandel in § 1 Ia Nr. 4 d) KWG relativ ausführlich definiert,<sup>290</sup> im Unionsrecht in

<sup>286</sup> Dazu 3. Teil, § 4 III.4., S. 684 ff.

<sup>287</sup> *Mattig*, WM 2014, 1940 ff.; siehe auch zum deutschen Hochfrequenzhandelsgesetz *Kindermann/Coridaß*, ZBB/JBB 2014, 178–184.

<sup>288</sup> Dazu mit Diskussion wichtiger Strategien des Hochfrequenzhandels *Kasiske*, WM 2014, 1933 ff.; aus französischer Sicht *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2016, 143 ff. Zu den späteren Anpassungen in der Marktmissbrauchsverordnung, um dieser Problematik besser gerecht zu werden, auch im Verhältnis zum deutschen Hochfrequenzhandelsgesetz, siehe *Poelzig*, NZG 2016, 528, 536; *Renz/Leibold*, CCZ 2016, 157, 157, 167; *Schmolke*, AG 2016, 434, 436–438; *Szesny*, DB 2016, 1420, 1422.

<sup>289</sup> *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 31 f.; *Brogaard/Hendershott/Riordan*, Rev. Financ. Stud. 27 (2014), 2267, 2270.

<sup>290</sup> § 1 Ia 2 Nr. 4 d) KWG lautet: „Finanzdienstleistungen sind der Eigenhandel durch das

d) Kaufen oder Verkaufen von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als unmittelbarer oder mittelbarer Teilnehmer eines inländischen organisierten Marktes oder eines multilateralen oder organisierten Handelssystems mittels einer hochfrequenten algorithmischen Handelstechnik, die gekennzeichnet ist durch

aa) eine Infrastruktur zur Minimierung von Netzwerklatenzen und anderen Verzögerungen bei der Orderübertragung (Latenzen), die mindestens eine der folgenden Vorrichtungen für die Eingabe algorithmischer Aufträge aufweist: Kollokation, Proximity Hosting oder direkter elektronischer Hochgeschwindigkeitszugang,

Art. 4 I Nr. 40 der RL 2014/65/EU (MiFID II RL).<sup>291</sup>

Viel beachtete konzisere Begriffsbestimmungen haben die IOSCO sowie die US-amerikanische SEC formuliert. Sie kennzeichnen Hochfrequenzhandel anhand von sechs bzw. fünf Merkmalen, welche im Wesentlichen mit der Umschreibung im deutschen Recht und im Unionsrecht übereinstimmen. Danach (1) erfolgt der Hochfrequenzhandel meist im Eigenhandel, (2) er ist stark auf quantitative Analyse entlang der gesamten Handelskette ausgerichtet, (3) latenzsensibel, d. h. der Erfolg eines Hochfrequenzhändlers hängt davon ab, schneller zu sein als seine Wettbewerber, weshalb kostenpflichtige Kollokationsdienste und spezielle Datenleitungen der Börsen sowie (4) Hochgeschwindigkeitscomputerprogramme und/oder andere fortgeschrittene technische Instrumente für verschiedene Handelsstrategien<sup>292</sup> genutzt werden, (5) er ist durch ein hohes untertägliches Handelsvolumen sowie einen relativ hohen Anteil von Ordnern geprägt, die gezielt vor der Ausführung storniert werden, und (6) Handelspositionen werden oft nur extrem kurz gehalten sowie am Ende eines Handelstages glattgestellt.<sup>293</sup>

---

bb) die Fähigkeit des Systems, einen Auftrag ohne menschliche Intervention im Sinne des Artikels 18 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie (ABl. L 87 vom 31.3.2017, S. 1) in der jeweils geltenden Fassung, einzuleiten, zu erzeugen, weiterzuleiten oder auszuführen und

cc) ein hohes untertägliches Mitteilungsaufkommen im Sinne des Artikels 19 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 in Form von Aufträgen, Kursangaben oder Stornierungen auch ohne dass eine Dienstleistung für andere vorliegt (Hochfrequenzhandel),  
[...].“

<sup>291</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung), ABl. EU Nr. L 173 vom 12.06.2014, S. 349–496, Art. 4 I Nr. 39, 40:

„Für die Zwecke dieser Richtlinie bezeichnet der Ausdruck:

39. ‚algorithmischer Handel‘ der Handel mit einem Finanzinstrument, bei dem ein Computeralgorithmus die einzelnen Auftragsparameter automatisch bestimmt, z. B. ob der Auftrag eingeleitet werden soll, Zeitpunkt, Preis bzw. Quantität des Auftrags oder wie der Auftrag nach seiner Einreichung mit eingeschränkter oder gar keiner menschlichen Beteiligung bearbeitet werden soll, unter Ausschluss von Systemen, die nur zur Weiterleitung von Aufträgen zu einem oder mehreren Handelsplätzen, zur Bearbeitung von Aufträgen ohne Bestimmung von Auftragsparametern, zur Bestätigung von Aufträgen oder zur Nachhandelsbearbeitung ausgeführter Aufträge verwendet werden;

40. ‚hochfrequente algorithmische Handelstechnik‘ eine algorithmische Handelstechnik, die gekennzeichnet ist durch

a) eine Infrastruktur zur Minimierung von Netzwerklatenzen und anderen Verzögerungen bei der Orderübertragung (Latenzen), die mindestens eine der folgenden Vorrichtungen für die Eingabe algorithmischer Aufträge aufweist: Kollokation, Proximity Hosting oder direkter elektronischer Hochgeschwindigkeitszugang,

b) die Entscheidung des Systems über die Einleitung, das Erzeugen, das Weiterleiten oder die Ausführung eines Auftrags ohne menschliche Intervention, und

c) ein hohes untertägliches Mitteilungsaufkommen in Form von Aufträgen, Quotes oder Stornierungen“.

<sup>292</sup> Für einen konzisen Überblick über wichtige Handelsstrategien von Hochfrequenzhändlern *Deutsche Bundesbank*, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Oktober 2016, 37, 39 f.

<sup>293</sup> *IOSCO*, Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency, July 2011, S. 21; *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Concept Release on Equity Market Structure, Jan 14, 2010, 75 Fed. Reg. 3594, 3606; in der Sache ebenso mit Zitierung des SEC-Dokuments *ESMA*, High-frequency trading activity in EU equity markets, 2014, S. 5; der ISCO-Definition folgend *ASIC*, Dark liquidity and high-frequency trading, March 2013, S. 12 f. Rn. 26.

### b) Meinungsstand in der Short-termism-Debatte

Nach dem Vorstehenden ist der Hochfrequenzhandel *per definitionem* extrem kurzfristig. Indes sind kurzfristige Handelsstrategien keineswegs generell negativ zu beurteilen. Beispielsweise kann kurzfristige statistische Arbitrage Preisunterschiede zwischen verbundenen Handelsplätzen angleichen und so eine informationseffiziente Preisbildung fördern.<sup>294</sup> Dies war ein wesentlicher Grund dafür, warum in der EU wie in den USA regulatorisch eine elektronische Vernetzung der Handelsplätze ermöglicht und eine handelsplatzübergreifende Handelstransparenz eingeführt wurde. Sie sollte die Liquiditätsmigration zum besten Handelsplatz fördern und intensiviere den Wettbewerb der Finanzintermediäre erheblich, wodurch letztlich der Hochfrequenzhandel entstand.<sup>295</sup> Vor diesem Hintergrund liegt es nicht auf der Hand, ob und wenn ja wie der Hochfrequenzhandel schädliche kurzfristige Orientierung steigert. In der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Debatte um *Short-termism* als Problem der Corporate Governance von Unternehmen der Realwirtschaft ist die Frage dementsprechend umstritten.

Kritiker sehen im Hochfrequenzhandel unter Corporate-Governance-Gesichtspunkten im Kern eine Investitionsstrategie mit einem sehr kurzfristigen Fokus. Ihr Ziel bestehe nicht darin, auf Grundlage fundamentaler Informationen über die langfristige Entwicklung einer Gesellschaft zu handeln. Vielmehr basiere sie auf kurzfristigen Arbitragemöglichkeiten, die vorrangig durch einen einzigartig schnellen Zugang zu Handelsinformationen erlangt werden.<sup>296</sup> Der Hochfrequenzhandel erscheint aus dieser Perspektive als eine extreme Ausprägung des *Keynes'schen battle of wits* (Wettkampf der Gerissenheit)<sup>297</sup> und Hochfrequenzhändler als Prototypen nicht fundamental orientierter *noise trader*, die gemäß der ökonomischen Theorie auch fundamental orientierten Händlern und letztlich Unternehmensmanagern einen kurzfristigen Fokus aufnötigen können.<sup>298</sup> Die Bedenken speziell gegen den Hochfrequenzhandel decken sich insoweit im Ansatz mit den Argumenten, die allgemein gegen kurzfristigen, nicht fundamental orientierten Aktienhandel vorgetragen werden.<sup>299</sup> Hiervon ausgehend ist eine direkte Verbindung zwischen dem Hochfrequenzhandel und *Short-termism* auf dem Aktienmarkt zu bejahen, soweit man annimmt, dass der Hochfrequenzhandel mit seinem sehr kurzfristigen Fokus ein volkswirtschaftlich ineffizientes (exzessives) Maß an Volatilität herbeiführt, dadurch oder aus anderen Gründen direkt oder indirekt den informativen Gehalt von Anlagepreisen einschränkt und letztlich die Allokation von Investitionen verzerrt.<sup>300</sup>

Dessen ungeachtet gelangen auch diejenigen, welche *Short-termism* als Problem anerkennen, zu keiner einheitlichen Bewertung: Die einen greifen den Hochfrequenzhandel unter anderem als Quelle von *Short-termism* scharf an<sup>301</sup> und folgern aus den vorlie-

<sup>294</sup> IOSCO, Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency, July 2011, S. 23 f. Etwas anderes gilt naturgemäß, wenn ein Hochfrequenzhändler die Preisunterschiede durch sog. *quote stuffing* oder *layering* in rechtswidriger Weise selbst befördert, dazu *Kasiske*, WM 2014, 1933, 1935 f.

<sup>295</sup> Instruktiv *Zickert*, Regulierung des Hochfrequenzhandels in US- und EU-Aktienmärkten, 2016, S. 44–79, insb. S. 75–79.

<sup>296</sup> *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 32.

<sup>297</sup> Siehe dazu insb. 1. Teil, § 1 III.1. d), S. 52 ff.

<sup>298</sup> Siehe dazu insb. 3. Teil, § 2 IV.2. a), S. 412 ff.

<sup>299</sup> Vgl. *Summers/Summers*, J. Fin. Services Res. 3 (1989), 261, 268–274 sowie, dies mit Blick auf den Hochfrequenzhandel aufgreifend, *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 302 (2012).

<sup>300</sup> *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 302 (2012), die insoweit eine eigene Stellungnahme vermeidet.

<sup>301</sup> So etwa *Pasquale*, 36 Cardozo L. Rev. 2085, 2087, 2113, 2121, 2124 unten, 2127 oben (2015).

genden unabhängigen Studien, dass sich negative Folgen klar belegen lassen.<sup>302</sup> Andere zeigen zwar die Bedenken eingehend auf, halten sich aber mit einer eigenen Bewertung zurück, wohl weil ihnen noch nicht hinreichend geklärt erscheint, ob die positiven oder die negativen Seiten des Hochfrequenzhandels überwiegen.<sup>303</sup>

Die Gegenposition knüpft an den allgemeinen Aspekt an, dass kurzfristige Investoren nur dann mit Blick auf *Short-termism* problematisch sein können, wenn sie Entscheidungen des Managements beeinflussen.<sup>304</sup> Bei Hochfrequenzhändlern sei das nicht der Fall, weil sie nicht an die finanzielle Leistung oder an die Geschäftspläne börsennotierter Gesellschaften anknüpfen, sondern versuchten, flüchtige Anomalien in der Preisbildung auszunutzen. Da sich das tägliche Handelsvolumen nicht auf das Verhalten von Unternehmen auswirke, würden die meisten Vorschläge, kurzfristigen Handel von Investoren zu begrenzen, *Short-termism* von Unternehmen nicht wesentlich senken.<sup>305</sup> In ähnlicher Weise wird argumentiert, dass die Haltedauer kurzfristiger Arbitrageure zu gering sei, um Managemententscheidungen zu verändern. Deshalb sei bei dem Zeithorizont, für den von *Short-termism* gesprochen wird, neben einer oberen auch eine untere Grenze zu definieren. Hierzu wird eine Spanne von drei Monaten vorgeschlagen, also die Frequenz der Quartalsberichterstattung. Dies sei der kürzeste Zeitraum, für den Manager Anreize hätten, ihr Verhalten anzupassen.<sup>306</sup>

### c) Kritische Würdigung möglicher *Short-termism*-Quellen

Um der Berechtigung der konträren Auffassungen auf den Grund zu gehen, lohnt es, die verschiedenen Wirkungsketten, über die der Hochfrequenzhandel eine kurzfristige Orientierung fördern könnte, näher zu betrachten. Soweit danach ein Beitrag zu *Short-termism* möglich erscheint, wären in einem zweiten Schritt positive und negative Effekte abzuwägen bzw. es wäre zu prüfen, ob sich Letztere regulatorisch verringern ließen.<sup>307</sup>

#### aa) Abschreckung fundamentaler Händler?

Erstens befürchten viele Wissenschaftler, dass der regelmäßig privilegierte Zugang der Hochfrequenzhändler zu Handelsinformationen und ihre überlegene Technik das Vertrauen anderer Investoren in faire Ausgangsbedingungen auf Aktienmärkten untergra-

<sup>302</sup> So Lauer, Testimony on „Computerized Trading: What Should the Rules of the Road Be?“, 2012 <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-112shrg80168/pdf/CHRG-112shrg80168.pdf>>, S. 28, 33–35 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>303</sup> Dallas, 37 J. Corp. L. 265, 301–302 (2012).

<sup>304</sup> Dazu mit Blick auf Hedgefonds Bratton, 95 Georgetown L.J. 1375, 1410 (2007).

<sup>305</sup> Pozen, Curbing Short-Termism in Corporate America: Focus on Executive Compensation, May 2014, S. 12; Nathan, Observations on Short-Termism and Long-Termism, October 12, 2015 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/10/12/observations-on-short-termism-and-long-termism/>> (geprüft am 14.01.2018); in der Sache ebenso Roe, 68 Bus. Law. 977, 981 (Zsfg.), 985 (nahelegend), 998–1000 (Argumentation im Detail) (2013); Strand, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 28 (2015).

Empirisch untermauert diese Argumentation etwa die Studie von Brogaard/Hendershott/Riordan, Rev. Financ. Stud. 27 (2014), 2267, 2270, die mit einem Datensatz der NASDAQ ermitteln, dass der Hochfrequenzhandel in Zusammenhang mit zwei Quellen öffentlicher Information steht, makroökonomischen Nachrichten und einer Unausgeglichenheit im Limit-Orderbuch. Eine Bedeutung fundamentaler Unternehmensdaten zeigen die Autoren hingegen nicht.

<sup>306</sup> Strand, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 28–29 mit Fn. 77 (2015) i. V.m. Fn. 77.

<sup>307</sup> Lauer, Testimony on „Computerized Trading: What Should the Rules of the Road Be?“, 2012 <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-112shrg80168/pdf/CHRG-112shrg80168.pdf>>, S. 28, 33–34 (geprüft am 11.06.2020).

ben und dadurch „normale“ Investoren zu einem Rückzug veranlassen könnte.<sup>308</sup> In der Folge könnte der Aktienmarkt auch für Unternehmen weniger attraktiv werden.<sup>309</sup> Die wohl bekannteste Spielart solcher Sorgen sind Klagen institutioneller Investoren über sog. parasitären Handel, bei dem Hochfrequenzhändler gezielt größere Order institutioneller Anleger aufspüren – etwa durch das sog. *pinging*<sup>310</sup> –, sich blitzschnell dazwischenschalten, die Preise für fundamental ausgerichtete Investoren verschlechtern und so im Ergebnis die Anreize zu langfristig ausgerichteter Research und zur Fundamentalanalyse verringern.<sup>311</sup> Hierdurch könnten letztlich langfristige Fehlbewertungen zunehmen und parallel dazu gemäß der ökonomischen Theorie das Potenzial für *Short-termism*. Darüber hinaus könnte ein Rückzug bestimmter Investorengruppen vom Aktienmarkt dessen Funktion als Kapitalpumpe für langfristige Investitionen beeinträchtigen.

Der parasitäre Handel ist zwar nach überwiegender Ansicht nicht als Insiderhandel oder Marktmanipulation verboten.<sup>312</sup> Dessen ungeachtet können sich (institutionelle) Investoren gegen eine solche Ausnutzung wehren und tun dies verbreitet auch. Sie weichen auf alternative Plattformen (*dark pools*) aus oder versuchen durch geschickte Verzögerungen ihrer Aufträge, parasitären Handel zu erschweren.<sup>313</sup> Zudem ist seit 2016 mit der viel beachteten Zulassung der Aktienhandelsplattform IEX (Investors Exchange) als dreizehnte Aktienbörse der USA eine vollwertige Handelsalternative verfügbar, die Hochfrequenzhändler durch eine minimale Zeitverzögerung bei der Auftragsausführung (sog. *speed bump*) ausbremst und so parasitären Handel zulasten institutioneller Investoren unterbindet.<sup>314</sup> Andere Börsen dies- und jenseits des Atlantiks ziehen mittlerweile

<sup>308</sup> So eingehend *Yadav*, 63 UCLA L. Rev. 968 (2016), die von „structural insiders“ bzw. „structural insider trading“ spricht; allgemein mit Blick auf die technische Unterlegenheit und gestützt auf Umfragen zum Vertrauen in den Kapitalmarkt in den USA *Ryder*, 12 J. of Telecomm. & High Tech L. 265, 281–283 (2014); mit Blick auf ethische Fairnesserwägungen *McNamara*, Minnesota Journal of Law, Science & Technology 17 (2016), 71 ff.; *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 36; referierend zu dieser Sorge von Investoren mit ablehender Stellungnahme *ASIC*, Dark liquidity and high-frequency trading, March 2013, S. 86–89.

<sup>309</sup> *Lauer*, Testimony on „Computerized Trading: What Should the Rules of the Road Be?“, 2012 <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-112shrg80168/pdf/CHRG-112shrg80168.pdf>>, S. 28, 30 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>310</sup> Zur rechtlichen Bewertung des *pinging* nach US-amerikanischem Recht und nach Unionsrecht *Zickert*, Regulierung des Hochfrequenzhandels in US- und EU-Aktienmärkten, 2016, S. 165–174, der mit überzeugender Begründung eine Marktmanipulation verneint; a. A. für die USA *Scopino*, 47 Connecticut L. Rev. 607 (2015), der damit allerdings auch in den USA eine Minderheitsmeinung vertritt.

<sup>311</sup> *Yadav*, 68 Vand. L. Rev. 1607, 1615 f., 1664, 1658–1663 (2015); *Bloomenstiel*, Securities Regulation L. J. 45 (2017), 149 ff., bei Fn. 184–194; *Zickert*, Regulierung des Hochfrequenzhandels in US- und EU-Aktienmärkten, 2016, S. 144, 182; *ASIC*, Dark liquidity and high-frequency trading, March 2013, S. 91 (sog. *liquidity detection*).

<sup>312</sup> Dazu eingehend nach US-Recht und Unionsrecht *Zickert*, Regulierung des Hochfrequenzhandels in US- und EU-Aktienmärkten, 2016, S. 144–150, 165–174; zudem oben Fn. 310.

<sup>313</sup> *Reimann*, WiWo online vom 02.06.2014; zum Ausweichen auf dark pools *Zickert*, Regulierung des Hochfrequenzhandels in US- und EU-Aktienmärkten, 2016, S. 182 f.

<sup>314</sup> Hierzu, einschließlich zum Streit um die Zulassung *Wiebe*, Handelsblatt vom 21.06.2016, 36; *Pickartz*, WiWo vom 18./28.04.2017, 73 f.; auch zu der weiteren Möglichkeit eines Wechsels von einem kontinuierlichen, stetigen Handel zu einer diskreten Abfolge von Auktionen (*frequent batch auction*) *Deutsche Bundesbank*, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Oktober 2016, 37, 61 mit Fn. 45, 46. Zu den Wohlfahrtsauswirkungen der Einrichtung von Slow-friendly-Märkten modelltheoretisch *Biais/Foucault/Moinas*, J. Fin. Ec. 116 (2015), 292, 307 f., 310, die argumentieren, dass solche Märkte zu suboptimal niedrigen Investitionen in schnelle Handelstechnologien führen können. Deshalb empfehlen die Autoren eine Pigou-Steuer auf Investitionen in schnelle Handelstechnologie als alternative, mit Blick auf die Wohlfahrt bessere Lösung.

mit ähnlichen Angeboten nach.<sup>315</sup>

Im Übrigen betonen Gegenstimmen, dass Sorgen vor unfairen Informationsvorteilen einiger Akteure mit besonders schnellen Kommunikationsmöglichkeiten nichts Neues sind. Händler versuchen seit jeher, sich durch besonders schnelle Informationsübermittlung Vorteile zu verschaffen. Historisch erfolgte das etwa mit besonders schnellen Segelschiffen, Brieftauben sowie mit der Entwicklung der Telegrafie. Der Hochfrequenzhandel erscheint manchem aus dieser Warte schlicht als nächster Schritt in den Bemühungen um eine immer effizientere Marktstruktur, die Handelskosten sowie die Geld-Brief-Spanne verringert und daher nicht torpediert werden sollte.<sup>316</sup>

#### bb) Verdrängung von Investitionen in fundamentale Analyse?

Zweitens sind *Short-termism*-Sorgen damit verknüpft, dass sich Entwicklungen über sehr kurze Zeithorizonte wesentlich besser und zuverlässiger modellieren lassen als solche über längere Zeithorizonte. Deshalb konzentrieren sich Handelsmodelle, wie sie der – insbesondere hochfrequente – algorithmische Handel einsetzt, auf sehr kurzfristige Kursentwicklungen.<sup>317</sup> Dementsprechend beschränkt sich der Beitrag des hochfrequenten Handels zur Effizienz der Preisbildung auf extrem kurze Prognosezeiträume, welche nach verbreiteter Ansicht mutmaßlich kaum Wohlfahrtsvorteile bieten.<sup>318</sup> Die Gewinne der Hochfrequenzhändler könnten demnach vor allem aus Umverteilung, also einem Nullsummenspiel stammen. Zugleich erfordert der hochfrequente Handel aber erhebliche Investitionen in technische Infrastruktur, für spezialisiertes Personal und für besondere Zugangsangebote der Börsen. Vor diesem Hintergrund wird argumentiert, dass der Aufstieg des Hochfrequenzhandels mit dem technischen Wettrüsten um die höchste Handelsgeschwindigkeit in volkswirtschaftlich ineffizienter Weise die Ressourcen verringert, welche für Fundamentalanalyse eingesetzt werden, die das langfristige Wert-

<sup>315</sup> Pickartz, WiWo vom 18./28.04.2017, 73, 74.

<sup>316</sup> So eingehend *Markham*, 52 San Diego L. Rev. 555 (2015); in der Sache auch *Zickert*, Regulierung des Hochfrequenzhandels in US- und EU-Aktienmärkten, 2016, S. 189; deutlich vorsichtiger hingegen *Deutsche Bundesbank*, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Oktober 2016, 37, 38: „Zwar ist die Ausnutzung von Geschwindigkeitsvorteilen an den Börsen ein historisch nicht ungewöhnliches Vorgehen, mit dem Aufkommen des HFT jedoch erlangt dieses einen besonderen Stellenwert.“; ablehnend *Ryder*, 12 J. of Telecomm. & High Tech L. 265, 280 (2014), die im Hochfrequenzhandel eine Vertiefung bereits bestehender unfairer Ungleichheit am Markt sieht.

<sup>317</sup> *Yadav*, 68 Vand. L. Rev. 1607, 1613 f. (2015).

<sup>318</sup> Empirisch bezogen auf ausgewählte Daten der NASDAQ aus dem Zeitraum von 2008 bis 2009 *Brogaard/Hendershott/Riordan*, Rev. Financ. Stud. 27 (2014), 2267, 2302, 2304 („However, the information HFTs use is short lived at less than 3–4 seconds. If this information would become public without HFTs, then the potential welfare gains may be small or negative if HFTs impose significant adverse selection on longer-term investors. [...] HFTs predict price changes occurring a few seconds in the future. The short-lived nature of HFTs’ information raises questions about whether the informational efficiency gains outweigh the direct and indirect adverse selection costs imposed on non-HFTs.“); bezogen auf den europäischen Kapitalmarkt ebenso *Deutsche Bundesbank*, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Oktober 2016, 37, 45: „Vielmehr besteht der Beitrag einer höheren Preiseffizienz durch HFT-Akteure darin, dass neue Informationen um Mikrosekunden schneller in die Preise gelangen, als dies ohne ihr Auftreten der Fall wäre. Der ökonomische Wert von Preisen, welche um Sekundenbruchteile effizienter sind, ist für den menschlichen Betrachter jedoch schwierig nachzuvollziehen.“; allg. *Yadav*, 68 Vand. L. Rev. 1607, 1657 f. (2015); *Bloomenstiel*, Securities Regulation L. J. 45 (2017), 149 ff. bei Fn. 178–183; wohl a. A. *Klöhn*, ZBB/JBB 2011, 130, 141; *Government Office for Science*, The Future of Computer Trading in Financial Markets, 2012, S. 11, allerdings mit einer Zusammenfassung von Hochfrequenzhandel und allgemein computerbasiertem Handel.

schöpfungspotenzial eruiert.<sup>319</sup> Soweit dadurch Fundamentalanalyse verdrängt wird und infolgedessen das Potenzial für langfristige Fehlbewertungen zunimmt, steigt gemäß der ökonomischen Theorie wiederum das Potenzial für *Short-termism*. Ob dies tatsächlich der Fall ist, lässt sich freilich schwer sagen. So wäre es denkbar, dass die für Hochfrequenzhandel eingesetzten Mittel ohnehin in andere, nicht fundamental orientierte Handelsstrategien geflossen wären.

*cc) Erhöhung der Volatilität?*

Drittens birgt die ex ante festgelegte Programmierung des hochfrequenten Handels Modellrisiken, die eine kurzfristige Orientierung zu befördern drohen: Zum einen können sie dann, wenn Ereignisse eintreten, die der Handelsalgorithmus nicht korrekt verarbeitet, zu überschießenden Reaktionen bis hin zu einem kurzfristigen starken Ansteigen oder Absacken (*flash crash*) von Kursen führen, mit der Folge, dass die kurzfristige Volatilität des Marktes zunimmt.<sup>320</sup> Zum anderen neigen Hochfrequenzhändler aufgrund der Modellrisiken des algorithmischen Handels dazu, sich in atypischen, insbesondere in krisenhaften Situationen vom Markt zurückzuziehen. Der damit einhergehende Liquiditätsabfall gefährdet die Stabilität und Funktionsfähigkeit des Marktes dann zusätzlich in einer ohnehin heiklen Situation.<sup>321</sup> Beide Umstände sind geeignet, Kursschwankungen und damit Fehlbewertungen zu verstärken, welche wiederum gemäß der ökonomischen Theorie Anknüpfungspunkte für kurzfristiges Verhalten liefern, etwa zur Abwendung von *takeover threats* oder aus *career concerns*.

Mit dem Vorstehenden eng verbunden sind generelle Bedenken, dass die Handelsstrategien von Hochfrequenzhändlern die Volatilität erhöhen könnten. Eine 2016 veröffentlichte Studie der Deutschen Bundesbank untermauert dies bei einem insgesamt differenzierenden Befund: Sie kommt zu dem Schluss, dass Hochfrequenzhändler zwar in einem ruhigen Marktumfeld einen bedeutenden Beitrag zur Liquidität leisten, in hoch volatilen Marktphasen jedoch sowohl im Bund- als auch im DAX-Future ihre Liquiditätsbereitstellung temporär reduzieren und dass einige Akteure des Hochfrequenzhandels in Zeiten höherer Marktschwankungen offenbar besonders aktiv sind und daher zu trendverstärkenden Kursentwicklungen beitragen können.<sup>322</sup> Zudem ermittelt die Deutsche Bundesbank einen positiven Zusammenhang zwischen der Aktivität von Teilnehmern des Hochfrequenzhandels und der Volatilität, freilich ohne insoweit eine kausale Wirkungsrichtung nachweisen zu können.<sup>323</sup>

*dd) Beeinträchtigung der Finanzierungsfunktion des Aktienmarktes für KMU?*

Schließlich wird vereinzelt befürchtet, dass sich der Hochfrequenzhandel mittelbar negativ auf die Bereitschaft kleinerer und wachstumsstarker Unternehmen auswirken könnte,

<sup>319</sup> Isaksson/Çelik, *Corporate Governance in Equity Markets*, 2013, S. 36 f.

<sup>320</sup> Insoweit spricht man auch von *rogue algorithms*, siehe IOSCO, *Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency*, July 2011, S. 29; o. A., *The Economist* vom 30.07.2009; Ryder, 12 J. of *Telecomm. & High Tech L.* 265, 267, 271 (2014), deren Aufsatz rechtsvergleichend auf mögliche Gegenmaßnahmen eingeht, unter anderem Handelsunterbrechungen („circuit breakers“).

<sup>321</sup> Yadav, 68 *Vand. L. Rev.* 1607, 1647–1655 (2015); Deutsche Bundesbank, *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank* Oktober 2016, 37, 45.

<sup>322</sup> Deutsche Bundesbank, *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank* Oktober 2016, 37, 37, 60 f.

<sup>323</sup> Dies., *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank* Oktober 2016, 37, 41.

den Primärmarkt als Geldquelle zu nutzen.<sup>324</sup> Dahinter steht die Beobachtung, dass sich der Hochfrequenzhandel vor allem auf große, besonders liquide Marktsegmente konzentriert.<sup>325</sup> Soweit er dort einen Beitrag zu relativ konstant höherer Liquidität und einer effizienteren Preisbildung leistet und sich Investoren deshalb stärker auf diese Marktsegmente konzentrieren, könnte dies andere Segmente unattraktiver machen und für dort zu listende Unternehmen den Zugang zu langfristigem Aktienkapital verteuern.

Diese eher selten vertretene Argumentation überzeugt indes aus zwei Gründen nicht. Erstens steht sie in Widerspruch zu den vorgenannten verbreiteten Bedenken, die negative Folgen der Präsenz von Hochfrequenzhändlern beklagen. Sie geht im Gegenteil davon aus, dass der Hochfrequenzhandel per saldo Vorteile für alle Investoren bietet, denn andernfalls hätten diese keinen Anlass, sich auf Marktsegmente mit Hochfrequenzhandel zu konzentrieren, wie es diese Argumentation behauptet. Die tatsächliche Basis hierfür ist zweifelhaft: Wie geschildert suchen und finden institutionelle Investoren im Gegenteil vermehrt Wege, um Hochfrequenzhändlern auszuweichen, vor allem mit Blick auf parasitäre Strategien.

Zweitens taugt die Argumentation selbst dann, wenn man ihre tatsächliche Grundlage als gegeben unterstellt, also von einer positiven Gesamtwirkung des Hochfrequenzhandels ausgeht, nicht als *Short-termism*-Argument gegen diesen. Denn sofern bzw. soweit die positiven Effekte des Hochfrequenzhandels überwiegen, kann ihm dies nicht zum Nachteil gereichen. Wenn der Hochfrequenzhandel die Effizienz des Marktes in großen Segmenten verbessert, wäre es sinnwidrig, Hochfrequenzhandel allein deshalb zu kritisieren, weil er keine Verbesserung auch in anderen Segmenten erreicht. Das Ziel müsste dann vielmehr sein, die Effizienz der Preisbildung in kleineren Segmenten ähnlich zu steigern, um ihre Attraktivität ausgleichend zu erhöhen.

#### d) Fazit

Nach dem Vorstehenden lässt sich festhalten, dass es Ansatzpunkte gibt, um eine Verbindung zwischen Hochfrequenzhandel und *Short-termism* herzuleiten, tiefgreifende Effekte aber nicht ohne Weiteres zu begründen sind.

Gewichtig erscheinen die Argumente, die einen Beitrag des Hochfrequenzhandels zu übermäßiger kurzfristiger Orientierung geltend machen, mit Blick auf den parasitären Handel. Für dieses Problemfeld zeichnet sich allerdings mittlerweile eine Marktlösung ab. Zumindest insoweit erscheint es daher eher zweifelhaft, dass der Hochfrequenzhandel fundamental orientierte Investoren dauerhaft in nennenswertem Umfang verdrängt.<sup>326</sup>

Es bleibt der Umstand, dass die erheblichen Investitionen in Hochfrequenzhandel nicht mehr für Fundamentalanalyse zur Verfügung stehen. Hierdurch könnten fundamental orientierte Anlagestrategien verdrängt werden, soweit das nötige Geld von ihnen anstatt von anderen kurzfristigen Handelsstrategien abgezogen wird. Wenn Aktienkurse dadurch leichter von Fundamentalwerten abweichen, würden sich so vermehrte Angriffspunkte für *Short-termism* ergeben. Darüber, ob dies der Fall ist, lässt sich indes gegenwärtig bestenfalls mutmaßen.

Generell gilt: Soweit man den Hochfrequenzhandel als *noise trading* kennzeichnet, lässt sich theoretisch schlüssig begründen, dass er *Short-termism* fördert, wenn der di-

<sup>324</sup> *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 37.

<sup>325</sup> *ASIC*, Dark liquidity and high-frequency trading, March 2013, S. 68 Rn. 266, S. 82 Rn. 350.

<sup>326</sup> Ablehnend auch *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 37.

rekte oder indirekte Einfluss dieses *noise trading* hinreichend gewichtig und hinreichend dauerhaft ist. Dagegen wird zwar die *per definitionem* extrem kurzfristige Handelsstrategie angeführt: Hochfrequenzhändler produzieren ein sehr hohes Handelsvolumen, das sie aufgrund ihrer hohen Handelsgeschwindigkeit mit einer vernachlässigbaren Summe Kapital erreichen.<sup>327</sup> Das bedeutet indes auch, dass eine sehr kleine Minderheit von Investoren bzw. Aktionären die unmittelbare Preisdynamik stärker beeinflusst als die Mehrheit, sodass vorübergehende Schwankungen der Hochfrequenzhandels-Portfolios die fluktuierenden Werte der institutionellen Investments jedenfalls im kurzen Zeitraum eines Handelsfensters bestimmen. Die wiederholte Anwendung gerichteter Taktiken und statistischer Arbitrage kann so zu Preisverschiebungen bezogen auf einzelne Aktien oder den ganzen Markt führen, die alle Investmentportfolios betreffen.<sup>328</sup> Offen bleibt dabei, ob der Hochfrequenzhandel eine spezifische Rolle spielt, die ihn von „herkömmlichem“ *noise trading* unterscheidet, das in der *Short-termism*-Debatte bereits seit den 1980er Jahren in der Kritik steht. Der britische *Kay Review* hat das in seinem Abschlussbericht verneint,<sup>329</sup> wofür einiges spricht.

Ein weiterer Ansatzpunkt ergibt sich daraus, dass der Hochfrequenzhandel gewichtigen Stimmen zufolge die Stabilität des Marktes dadurch gefährden könnte, dass die von ihm bereitgestellte Liquidität gerade in Krisensituationen wenig verlässlich ist. Diese Problematik ist regulatorisch ernst zu nehmen und mittlerweile dies- wie jenseits des Atlantiks angegangen worden.<sup>330</sup> In Krisenzeiten würde eine erhöhte Volatilität Abweichungen vom Fundamentalwert begünstigen, die gemäß der ökonomischen Theorie Angriffspunkte für vermehrten *Short-termism* bieten, sofern, was bestritten ist, die vom Hochfrequenzhandel erzeugten Abweichungen einen Zeitraum erreichen, der lang genug ist, um von der Geschäftsleitung börsennotierter Unternehmen beachtet zu werden. Dem wären dann positive Effekte etwaiger Verbesserungen der Liquidität in ruhigeren Phasen gegenüberzustellen, ebenso wie ein etwaiges Gegengewicht daraus, dass zunehmende Volatilität in unruhigen Marktphasen auch attraktive Einstiegsoptionen für fundamental orientierte Investoren bieten würde. Hier zeigt sich, dass einzelne Entwicklungen nicht isoliert betrachtet werden dürfen, weil Wechselwirkungen zwischen Marktstruktur, Handelspraktiken und Investitionsstrategien möglich und komplex sind.<sup>331</sup> Dies

<sup>327</sup> Nach Schätzung der Autoren haben sie basierend auf NADAQ-Daten ein sehr niedriges *average capital at risk at a single point in time* von nicht mehr als \$ 10 Mio. und ein einsetzbares Risikokapital von \$ 4 Mrd. Demgegenüber standen herkömmliche institutionelle Investoren Ende 2009 für mehr als 64 % des Markteigentums.

<sup>328</sup> *Khashanah/Florescu/Yang*, High-Frequency-Trading: A White Paper, September 2014, S. 9 f.

<sup>329</sup> *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 39 Rn. 5.9: „We would urge that the costs and benefits of such [computerized, especially high-frequency] trading for long-term investors, and the effect on price volatility, should be the subject of further research. We do not, however, believe that the recent growth of high frequency trading is, in itself, a major contributor to short-term behaviour on the part of either savers or companies, although the phenomenon of high frequency trading has emerged as an aspect of a broader trend which favours trading over trust relationships.“

In der vorangegangenen Konsultation hatte sich die Mehrheit der Stellungnahmen kritisch zum Hochfrequenzhandel geäußert und echte zusätzliche Liquidität bezweifelt sowie mehr Instabilität gefürchtet, *ders.*, *Kay Review Interim Report*, February 2012, S. 28 f.

<sup>330</sup> Dazu im Einzelnen *Zickert*, *Regulierung des Hochfrequenzhandels in US- und EU-Aktienmärkten*, 2016, S. 96–105.

<sup>331</sup> *Isaksson/Çelik*, *Corporate Governance in Equity Markets*, 2013, S. 34 f. Hinzu kommt, dass volatile, und damit von den Fundamentalwerten abweichende Kurse zwar einerseits Anlass zu (rational) kurzfristigem Verhalten geben können, andererseits Unternehmen aber auch die Finanzierung realwirtschaftlicher Vorhaben erleichtern können, weil sie die Möglichkeit eröffnen, durch strategisch geschick-

erschwert eine Beurteilung erheblich. Alles in allem erscheint ein nennenswerter Beitrag des Hochfrequenzhandels zu *Short-termism* nach derzeitigem Stand aber eher zweifelhaft, nachdem sich für die wichtigsten Angriffspunkte – parasitärer Handel und Gefährdung der Systemstabilität – mittlerweile Lösungen abzeichnen.

### 3. Aktienrückkäufe

#### a) Zeichen von *Short-termism*?

Die Abnahme der durchschnittlichen Haltedauer und der Hochfrequenzhandel werden international besonders häufig als populäre Belege für *Short-termism* angeführt. Die Liste der populären allgemeinen Evidenz lässt sich aber noch weiter fortsetzen. Speziell in den USA stehen in der *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise etwa noch am Markt getätigte Aktienrückkäufe<sup>332</sup> in der Diskussion, bedingt dadurch, dass US-Unternehmen in der Phase der wirtschaftlichen Erholung nach der Finanzkrise im Verhältnis zu ihren Jahresüberschüssen in hohem Ausmaße Rückkäufe getätigt haben.<sup>333</sup> Kritiker sehen hierin in Anschluss an *William Lazonick* eine kurzfristige Maßnahme zur Steigerung des Aktienkurses, die es versäumt, das Geld für langfristige Investitionen einzusetzen.<sup>334</sup> *Lazonick* erachtet Aktienrückkäufe nicht als ein mit Dividenden vergleichbares Ausschüttungsinstrument, weil Aktionäre bei Letzteren Erträge durch fortwährendes Halten, bei Ersteren hingegen durch einen Verkauf der Aktie vereinnahmen.<sup>335</sup> Seit 2003 sei es zudem nicht mehr steuerrechtlich günstiger, Aktienrückkäufe zu tätigen statt Dividenden auszuschütten.<sup>336</sup> Weiterhin verweist *Lazonick* darauf, dass im Vorfeld der Finanzkrise just jene Banken einige der größten Rückkaufprogramme durchgeführt hätten, die wenig später in der Krise mit Steuergeldern gerettet werden mussten.<sup>337</sup> Obendrein riefen zahl-

---

tes Verhalten die Finanzierungskosten zu senken. Vgl. hierzu die Studie von *Warusawitharana/Whited*, *Rev. Financ. Stud.* 84 (2015), 603–654, die ergibt, dass Manager Überbewertungen zu Kapitalaufnahme und Unterbewertungen zu Aktienrückkäufen nutzen, wodurch sie die Finanzierungskosten senken und den Aktienwert um (auf Basis des Modells) geschätzt 4 % im Vergleich zu einem perfekten Markt steigern. Auswirkungen auf Investitionen sind der Studie zufolge allerdings insgesamt gering: Bei großen Unternehmen gehen sie gegen null, da diese Unternehmen ihre Investitionen vor allem aus Cashflows finanzieren, bei kleinen Unternehmen zeigen sich moderate Auswirkungen.

<sup>332</sup> Sie sind abzugrenzen von *tender offers* durch ein Management, das selbst erhebliche Unternehmensanteile hält. Diese Form des Aktienrückkaufs billigt auch der im Übrigen kritische *Lazonick* als Möglichkeit, sich von dem kurzfristigen Druck des Kapitalmarktes („Wall Street’s pressure to maximize short-term profits“) zu befreien, *Lazonick*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 46, 50.

<sup>333</sup> Im Zeitraum 2003 bis 2012 tätigten die börsennotierten Gesellschaften im S & P 500 Aktienrückkäufe in einem Volumen, das 54 % ihrer Jahresüberschüsse entsprach. Dividenden machten weitere 37 % der Jahresüberschüsse aus, sodass die Ausschüttungsquote insgesamt 91 % der Jahresüberschüsse erreichte, *ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 46, 48. Bezogen auf den Zeitraum 2007 bis 2016 stieg die Ausschüttungsquote sogar auf 96 %, *Fried/Wang*, *Harv. Bus. Rev.* 96 (2018), 88, 91; siehe auch die leicht abweichenden Zahlen bei *Fried/Wang*, *Rev. Corp. Fin. Stud.* 8 (2019), 207, 211–213.

<sup>334</sup> *Lazonick*, *Bus. Hist. Rev.* 84 (2010), 675, 695–700; *ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 46 ff.; *ders.*, *The Functions of the Stock Market and the Fallacies of Shareholder Value*, July 20, 2017, S. 3 f., 10 f., 14 f., 19, 21, 23 f.; *Coffee, Jr./Palia*, *The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications*, September 2014, S. 38 f.; *dies.*, *ACG* 1 (2016), 1, 40; zur Diskussion vor dem US-Kongress 4. Teil, § 3 I. 1. a), S. 741 ff., Fn. 15 auf S. 744; zur entsprechenden Kritik des BlackRock-Chefs Larry Fink 4. Teil, § 1, S. 730 ff., Text bei Fn. 47–53 auf S. 734–735; gleichsinnig auch der britische *Walker Review* (dazu 4. Teil, § 4 I. 2. a), S. 781 ff., Text bei Fn. 15 auf S. 781 sowie das internationale viel beachtete Buch von *Mazzucato*, dazu 4. Teil, § 7 IV., S. 968 ff., Text bei Fn. 361 auf S. 970.

<sup>335</sup> *Lazonick*, *Bus. Hist. Rev.* 84 (2010), 675, 696.

<sup>336</sup> *Ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 46, 52.

<sup>337</sup> *Ders.*, *Bus. Hist. Rev.* 84 (2010), 675, 696 f.

reiche Unternehmen, etwa aus den Sektoren Energie, Hochtechnologie und Arzneimittel, parallel zu immensen Aktienrückkäufen nach vermehrten staatlichen Investitionen in ihren Bereichen.<sup>338</sup> Theoretisch sei es zwar möglich, nach einem Aktienrückkauf bei Mittelbedarf wieder neue Aktien auszugeben. In der Praxis geschehe das aber meist zu unvorteilhaften Kursen.<sup>339</sup> Der einzige Zweck von Aktienrückkäufen liege, folgert *Lazonick*, darin, die Aktienkurse zugunsten von Topmanagern zu manipulieren, deren Gehälter zu einem wesentlichen Teil an den Aktienkurs gekoppelt seien.<sup>340</sup>

#### b) Gegenposition

Die Gegenposition wendet zunächst ein, dass es verkürzend sei, allein Aktienrückkäufe an der Börse und laufende Gewinne zu vergleichen. Vielmehr müsse man in einer übergreifenden Betrachtung bezogen auf den gesamten Kapitalmarkt einer Volkswirtschaft die Ausgabe neuer Aktien einschließlich solcher für Übernahmen sowie für die Vergütung von Arbeitnehmern und Managern sowie die Aufnahme von Fremdkapital einbeziehen, und zwar börsennotierter ebenso wie geschlossener Gesellschaften. Danach stelle sich das Volumen der Aktienrückkäufe nicht mehr dramatisch dar.<sup>341</sup> Ausgeschüttete Mittel seien volkswirtschaftlich nicht verloren, sondern könnten wieder von anderen Unternehmen eingesammelt werden, insbesondere von kleineren und von nicht börsennotierten Gesellschaften.<sup>342</sup> Obendrein könnten die rückkaufenden Gesellschaften bei Kapitalbedarf stets neue Aktien ausgeben.<sup>343</sup> Darüber hinaus argumentiert die Gegenposition, dass ein Vergleich von Aktienrückkäufen und Gewinnen auch deswegen kein Anzeichen für *Short-termism* zulasten langfristiger Investitionen sei, weil vor der Gewinnermittlung bereits viele Kosten für zukunftsgerichtete Aktivitäten abgezogen werden, insbesondere Ausgaben für Forschung.<sup>344</sup> Tatsächlich seien Investitionen in Relation zu den Jahresüberschüssen im historischen Vergleich ungeachtet erheblicher Volatilität nicht niedrig<sup>345</sup> und die Barmittelbestände der Unternehmen hoch.<sup>346</sup> Dass Direktoren Aktienrückkäufe auch opportunistisch einsetzen, um ihre Vergütungsziele zu erreichen, räumen die Vertreter dieser Ansicht ein. Sie betonen aber, dass die Kosten dieses Verhaltens von den Aktionären getragen würden und dass die Auswirkungen auf die gesamtgesellschaftliche Einkommensverteilung wahrscheinlich kaum wahrnehmbar seien.<sup>347</sup>

<sup>338</sup> *Ders.*, Bus. Hist. Rev. 84 (2010), 675, 697–699.

<sup>339</sup> *Ders.*, Bus. Hist. Rev. 84 (2010), 675, 696; *ders.*, Harv. Bus. Rev. 92 (2014), 46, 51.

<sup>340</sup> *Lazonick*, Bus. Hist. Rev. 84 (2010), 675, 699 f.; *ders.*, Harv. Bus. Rev. 92 (2014), 46, 48, 53.

<sup>341</sup> *Fried/Wang*, Harv. Bus. Rev. 96 (2018), 88, 90 f., 92–94; eingehend *Fried/Wang*, Rev. Corp. Fin. Stud. 8 (2019), 207, 212 ff.

<sup>342</sup> *Fried/Wang*, Harv. Bus. Rev. 96 (2018), 88, 91.

<sup>343</sup> *Fried/Wang*, Rev. Corp. Fin. Stud. 8 (2019), 207, 210, 228; *Fried/Wang*, Harv. Bus. Rev. 96 (2018), 88 ff.

<sup>344</sup> *Fried/Wang*, Harv. Bus. Rev. 96 (2018), 88, 92 f.

<sup>345</sup> *Dies.*, Harv. Bus. Rev. 96 (2018), 88, 91, 93; die Grafik (a. a. O., S. 93) stützt diese Aussage indes bestenfalls für das Verhältnis von Ausgaben für Forschung & Entwicklung zu Jahresüberschüssen, hingegen nicht, wenn man das Verhältnis von F&E-Ausgaben und Sachinvestitionen (CapEx) zusammen in Relation zu Jahresüberschüssen setzt.

<sup>346</sup> *Dies.*, Harv. Bus. Rev. 96 (2018), 88, 92, die allerdings zugleich einräumen, dass ein erheblicher Teil dieser Barbestände im Ausland lagert und nur unter Inkaufnahme steuerlicher Nachteile zurück in die USA geholt werden könne, um Investitionen zu tätigen. Die steuerlichen Nachteile wurden indes nachfolgend unter Präsident Donald Trump abgebaut.

<sup>347</sup> *Dies.*, Harv. Bus. Rev. 96 (2018), 88, 95.

c) *Fazit*

Die diametralen Sichtweisen spiegeln *en miniature* mehrere Züge der *Short-termism*-Debatte wider: Beiden liegt in unterschiedlicher Weise eine sehr prononcierte Sicht der Dinge zugrunde, wie sie in Debatten um kurzfristige Orientierung oft begegnet. Beide sind zudem mit einer breiteren politischen Diskussion verknüpft, weil vor allem das politische Spektrum links der Mitte hohe Aktienrückkäufe und mangelnde Investitionen zugleich für zunehmende gesellschaftliche Ungleichheit verantwortlich macht.<sup>348</sup>

In der Sache wird sich der Streit ähnlich wie bei früheren Diskussionswellen erst im historischen Rückblick abschließend bewerten und entscheiden lassen, weil letztlich nur die Zeit erweisen kann, ob die beobachteten Ausschüttungen mit unzureichenden Investitionen einhergehen, die US-Unternehmen im Wettbewerb zum Nachteil gereichen, oder ob die Investitionen tatsächlich angemessen sind, um die gegenwärtige Position zu halten oder sogar auszubauen. Einstweilen spricht viel dafür, dass die Wahrheit ähnlich wie in früheren Diskussionswellen in der goldenen Mitte zu suchen ist, wobei allerdings die Argumente derjenigen, die ein *Short-termism*-Problem von Rückkäufen ablehnen, insgesamt überzeugender erscheinen. Insbesondere ist es sachgerecht, Ausgaben einzubeziehen, die sofort gewinnmindernd verbucht werden, und zugleich die Aufnahme neuen Kapitals in den Blick zu nehmen. Soweit eine Gesellschaft nach Rückkäufen wieder Aktien ausgibt, darf allerdings nicht übersehen werden, dass eine Emission typischerweise erhebliche Kosten mit sich bringt,<sup>349</sup> deren Inkaufnahme auf opportunistische, möglicherweise kurzsichtige Motive hindeuten könnte.

4. *Zwischenbefund*

Die vorstehenden Beispiele zeigen, dass zumeist Vorsicht angebracht ist, wenn von bestimmten auffallenden Entwicklungen auf zunehmenden *Short-termism* geschlossen wird. Bei näherer Betrachtung erweisen sich diese Phänomene als vielschichtiger und in ihren Wirkungen ambivalenter, als ein erster Blick nahelegen mag – ein Befund, der in der *Short-termism*-Debatte häufiger begegnet und letztlich in der Komplexität der Kapitalmärkte begründet liegt. Das heißt indes nicht, dass sich keine fundierten Belege für *Short-termism* finden ließen. Die empirische ökonomische Forschung bemüht sich seit mehreren Jahrzehnten, solche Belege mit Studien verschiedener Art zu erbringen, und hat hierzu ein vielfältiges Spektrum erarbeitet. Es lässt sich sehr holzschnittartig in zwei Gruppen unterteilen: Mikrostudien zielen darauf, *Short-termism* in bestimmten Konstellationen nachzuweisen, die sich aus der ökonomischen Theorie ergeben. Bei isolierter Betrachtung erlauben sie dementsprechend meist nicht ohne Weiteres Rückschlüsse auf die gesamtwirtschaftliche Bedeutung des ermittelten *Short-termism*. Makrostudien unternehmen es hingegen, *Short-termism* bzw. die Folgen von *Short-termism* bezogen auf den gesamten Aktienmarkt einer oder mehrerer Volkswirtschaften nachzuweisen und zu quantifizieren.

III. „Mikrostudien“: *Short-termism* in bestimmten Konstellationen (Modellen)

Die meisten empirischen Arbeiten der ökonomischen *Short-termism*-Forschung verstehen sich als empirische Tests einzelner Modelle der *Short-termism*-Theorie oder sind zumindest von solchen inspiriert. Hierzu haben sie eine Vielzahl teils ingenieüser Iden-

<sup>348</sup> Vgl. zu diesem Aspekt *Lazonick*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 46, 49 f.

<sup>349</sup> Vgl. für die einzelnen Schritte eines Börsengangs *Schanz*, *Börseneinführung*<sup>4</sup>, 2012, S. 399–408.

tifizierungsstrategien für *Short-termism* entwickelt. In ihrer Gesamtzahl sind die einschlägigen Studien nicht mehr wirklich zu überschauen. Im Folgenden kann und soll es daher nur darum gehen, ausgewählte wichtige Identifikationsstrategien vorzustellen und ihre Befunde ebenso wie ihre Schwierigkeiten anhand ausgewählter Studien aufzuzeigen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf besonders bekannten und angesehenen Arbeiten, die zumeist aus dem angloamerikanischen Raum stammen. Dies bietet einen systematisierenden Überblick über den Forschungsstand und liefert zugleich ein Raster, um weitere Arbeiten einzuordnen. Im Einzelnen umfassen die hier vorgestellten Mikrostudien sechs Bereiche:

Umfragen bei Unternehmensmanagern gehören zu den bekanntesten und meistzitierten mutmaßlichen Belegen für *Short-termism*. Sie bieten interessante Erkenntnisse auch im zeitlichen Längsschnitt und im Vergleich verschiedener Volkswirtschaften, haben allerdings zugleich erhebliche Nachteile (1.). Verhaltensexperimente sind bisher relativ selten unternommen worden, zumal sie nur bedingt geeignet sind, komplexe, zeitlich länger gestreckte Vorgänge der Corporate Governance abzubilden (2.). Die mit Abstand meisten Studien verwenden Ausgaben für Forschung & Entwicklung (F&E, engl. R&D) sowie ergänzend andere Ausgabenarten, bei denen sich argumentieren lässt, dass die Kosten kurzfristig anfallen, während der Nutzen erst langfristig sichtbar wird. Dieses Forschungsfeld umfasst zahlreiche Untergruppen, die jeweils untersuchen, wie sich bestimmte, mutmaßlich für *Short-termism* förderliche Umstände auf die genannten Ausgaben auswirken. Häufig entwickelt sich der Forschungsstand hier nach wie vor sehr dynamisch. (3.). Anhaltend sehr umstritten ist dies- wie jenseits des Atlantiks Aktionärsaktivismus, vor allem von Hedgefonds, der ebenfalls häufig auf seine kurz- und längerfristigen Effekte untersucht worden ist. Dieses Forschungsfeld ist gut erschlossen und braucht deshalb hier nur kurz beleuchtet zu werden (4.). Weitere Arbeiten betrachten typische Konstellationen, in denen sich der Entscheidungshorizont der Geschäftsleitung verkürzt. Vor allem mit Blick auf Anreize aus der Vergütung liegen deutliche Belege für kurzsichtiges Verhalten vor, während andere Konstellationen noch ungeklärt sind (5.). Schließlich untersucht ein interessanter Forschungsstrang, wie sich ein kurz- bzw. langfristiges Aktionariat einer Gesellschaft auf für *Short-termism* anfällige Parameter auswirkt. Dazu müssen Investoren entsprechend eingeteilt und aggregiert werden. In Anbetracht der herkömmlich eingeschränkten Datenlage ist das weit weniger trivial, als es auf den ersten Blick scheinen mag (6.).

### 1. Umfragestudien

Zu den bekanntesten und meistzitierten mutmaßlichen Belegen für *Short-termism* gehören Umfragen bei Unternehmensmanagern dazu, wie sie kurz- und langfristige Ziele oder Anforderungen gewichten und wie sie die zeitliche Orientierung der Investoren einschätzen.<sup>350</sup> Solche Studien liegen von Beratungsfirmen, aber auch von Wissenschaftlern vor. Insbesondere Letztere verwenden in der Regel eine sog. Likert-Skala, eine in den Sozialwissenschaften sehr verbreitete Form der Skalierung.<sup>351</sup> Dabei werden den Studienteilnehmern sog. Rating-Items vorgelegt, also Aussagen, von denen angenom-

<sup>350</sup> So nach wie vor zutreffend *Hall/Weinstein*, *The Myth of the Patient Japanese: Corporate Myopia and Financial Distress in Japan and the US*, November 1996, S. 2.

<sup>351</sup> *Gerich/Kepler*, in: Wolf/Best (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, 2010, S. 259, 275; *Demirag*, *Eur. J. Fin.* 4 (1998), 195, 203.

men wird, dass sie positiv oder negativ mit den Ausprägungen einer zu messenden latenten Variablen – hier *Short-termism*/kurzfristige Orientierung – verknüpft sind. Die Befragten sollen dann anhand von fünf oder sieben bipolaren Antwortvorgaben, die typischerweise von „starker Zustimmung“ (*strongly approve*) über „unentschieden“ (*undecided*) bis zu „starker Ablehnung“ (*strongly disapprove*) reichen, angeben, inwieweit sie mit der jeweiligen Aussage übereinstimmen. Im Rahmen der Auswertung werden die Rating-Urteile aufsummiert, die Ergebnisse auf ihre Trennschärfe und Reliabilität geprüft sowie statistische Kennzahlen berechnet.<sup>352</sup> Inhaltlich lassen sich solche Umfragestudien zur *Short-termism*-Problematik in dreierlei Hinsicht ordnen:

Erstens unterscheiden sich die Studien nach dem Kreis der Befragten. Die ganz überwiegende Mehrheit geht von einer Stichprobe von Unternehmen eines Landes bzw. eines (Aktien-)Indexes aus und richtet sich jeweils an eine hierarchisch-funktional bestimmte Person aus dem leitenden Management dieser Unternehmen, insbesondere an den/die CEO oder CFO. Da auf diese Weise Personen aus unterschiedlichen Unternehmen und Branchen in die Umfrage eingehen, kann man von *Inter-Unternehmensstudien* sprechen. Demgegenüber wird nur selten versucht, die zeitliche Orientierung verschiedener funktional bestimmter Gruppen (z. B. Vertrieb, Produktion, Entwicklung, Investor Relations, Sparten) innerhalb eines einzelnen Unternehmens zu ermitteln und zu vergleichen, also eine *Intra-Unternehmensstudie* durchzuführen.

Zweitens kann man die Studien nach den betrachteten Ländern ordnen. Die meisten beziehen sich auf den angloamerikanischen Raum, es liegen aber auch mehrere Erhebungen zu Deutschland und Skandinavien vor. Besonders interessant sind – leider nur spärlich vorhandene – Arbeiten, die Antworten aus mehreren Ländern vergleichen.

Drittens kann man die Studien zeitlich danach unterscheiden, aus welcher Welle der *Short-termism*-Debatte sie stammen. In der Literatur und in den Studien selbst wird diese Dimension kaum gewürdigt. Der stark zyklische Charakter der *Short-termism*-Debatte mit unterschiedlichen thematischen, zeitgeistabhängigen Schwerpunkten lässt es aber gerade bei Umfragestudien angezeigt erscheinen, den Kontext des Erhebungszeitraums zu bedenken.

#### a) *Inter-Unternehmensstudien*

##### aa) 1990er Jahre

##### (1) *Angloamerikanischer Rechtskreis*

Inter-Unternehmens-Umfragestudien zur *Short-termism*-Problematik liegen mindestens seit Mitte der 1980er Jahre vor, also seit der ersten großen Welle der US-*Short-termism*-Debatte. Die soweit ersichtlich erste in der Literatur nachgewiesene Studie war eine Umfrage im Wall Street Journal aus dem Jahr 1986, bei der 82 von 100 CEOs bedeutender Unternehmen angaben, dass ein Fokus des Aktienmarktes auf Quartalsergebnisse mit dazu beitrage, dass langfristige Investitionen zurückgingen und die Vereinigten Staaten ihren Wettbewerbsvorsprung einbüßten.<sup>353</sup> Wie im zweiten Teil dieser Arbeit gezeigt entsprach das einer damals sehr verbreiteten, rückblickend aber überpointierten Vorstel-

<sup>352</sup> Gerich/Kepler, in: Wolf/Best (Hrsg.), Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse, 2010, S. 259, 275–277; knapper Demirag, Eur. J. Fin. 4 (1998), 195, 203.

<sup>353</sup> Zitiert nach Laverty, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), 825, 831, der auf „Wall Street Journal, 1986, Business bulletin, June 12: 1“ verweist.

lung. 1989 präsentierten *Lorsch* und *MacIver* im Rahmen ihres viel beachteten Buches „Pawns or Potentates: The Reality of America’s Corporate Boards“ zur Tätigkeit und zu Ansichten von Boards eine erste, wenngleich eher beiläufige Ermittlung von wissenschaftlicher Seite. Im Rahmen einer thematisch breit angelegten Umfrage bei über 900 externen Direktoren (*outside directors*) der S&P-400-Unternehmen, von denen 32 % antworteten,<sup>354</sup> meinte nur rund 1 % der Befragten, noch nie vor dem Dilemma gestanden zu haben, entweder zugunsten des kurzfristigen Aktienkurses oder im langfristigen Interesse des Unternehmens handeln zu müssen.<sup>355</sup> Dabei gaben sich die antwortenden Direktoren betont langfristig orientiert.<sup>356</sup> Dies ist allerdings vor dem Hintergrund zu sehen, dass US-Manager damals heftig dafür kritisiert wurden, nur ein kurzfristiges *management by the numbers* zu betreiben.<sup>357</sup> Es liegt nahe, dass die Befragten sich insoweit keine Blöße geben wollten.

In den 1990er Jahren folgte eine regelrechte Welle umfragebasierter Studien. Aus britischer Sicht erschienen ab Anfang der 1990er Jahre zunächst eine Reihe von Arbeiten an der Schnittstelle zwischen Umfrage- und Fallstudie, die mit kleinzahligen Stichproben die strategische und zeitliche Orientierung britischer Unternehmen aus der verarbeitenden Industrie, vor allem dem Automobilsektor, mit derjenigen ausländischer Wettbewerber verglichen, allen voran mit deutschen Unternehmen.<sup>358</sup> Dieser Fokus erklärt sich daraus, dass man Letzteren damals eine vorbildlich langfristige Ausrichtung zuschrieb, während man die wenig erfolgreiche heimische Industrie als von kurzfristigem Druck getrieben ansah.<sup>359</sup> Die erste „reine“ Managerumfrage aus britischer Sicht führte dann 1994 *Gallup Polls* für die Prüfungs- und Beratungsgesellschaft *Coopers & Lybrand* durch, einen Vorläufer von PWC. Hier nannten vier von fünf Managern *Short-termism*

<sup>354</sup> *Lorsch/MacIver*, *Pawns or Potentates*, 1989, S. IX. Das Buch liefert nur rudimentäre Angaben zu dieser Umfrage. Insbesondere werden die Fragen des Fragebogens im Buch nicht bzw. allenfalls sporadisch und indirekt wiedergegeben. Die Rücklaufquote von 32 % ordnen die Autoren als für eine postalische Umfrage sehr hoch ein. Zudem führen sie ohne nähere Angaben aus, dass die Antwortenden nach Alter, primärer Tätigkeit, Anzahl der Direktorenmandate, Größe des Unternehmens und der Boards repräsentativ für die Grundgesamtheit seien (ebd.).

<sup>355</sup> *Dies.*, *Pawns or Potentates*, 1989, S. 44.

<sup>356</sup> *Dies.*, *Pawns or Potentates*, 1989, S. 44–49, insb. Table 3-2 auf S. 44 zur Auswertung der Frage, wie Direktoren etwaige Konflikte zwischen den Auswirkungen einer Entscheidung auf den kurzfristigen Aktienkurs und auf langfristige Ergebnisse für die Gesellschaft lösten. 70,3 % gaben an, den langfristigen Ausgang für die Gesellschaft höher zu gewichten, 26,6 % gaben an, eine Abwägung zwischen der langen und der kurzen Frist vorzunehmen, und nur 4 % bevorzugten den kurzfristigen Aktienkurs. 1,1 % gaben an, noch nie vor diesem Dilemma gestanden zu haben.

<sup>357</sup> Dazu eingehend 2. Teil, § 1 I.3. a), S. 89 ff.; knapp auch *dies.*, *Pawns or Potentates*, 1989, S. 45.

<sup>358</sup> Siehe zum Automobilsektor die zahlreichen Veröffentlichungen von Carr u. a. (oben Fn. 723 auf S. 181, Fn. 826 auf S. 196); zum verarbeitenden Gewerbe (*manufacturing sector*, insbesondere Technik/Konstruktion, Chemie, Automobilbau, Flugzeugbau) siehe *Coates/Davis/Stacey*, *Manage. Acc. Res.* 6 (1995), 125 ff., die 15 multinationale Gesellschaften aus diesem Sektor aus dem Vereinigten Königreich, den USA und Deutschland betrachteten. Die Autoren ermittelten gewisse Indizien dafür, dass die deutschen Gesellschaften weniger kurzfristige Vergütungsmaße der Manager einsetzen. Zudem gingen mehrere der befragten deutschen Manager davon aus, dass sie längerfristiger denken könnten als Manager aus dem Vereinigten Königreich und den USA, weil sie weniger daran gebunden seien, kurzfristige finanzielle Ziele zu erreichen (*dies.*, *Manage. Acc. Res.* 6 (1995), 125, 127 f.). Bei der Studie bleibt allerdings unklar, ob und welche Gesellschaften börsennotiert waren und wie ihre jeweilige Eigentümerstruktur beschaffen war.

<sup>359</sup> Dazu 2. Teil, § 1 II.1., S. 160 ff. (allgemein), § 1 II.3. a)aa), S. 181 ff. (*declinism*), II.3. b)cc)(3), S. 224 ff. (Corporation-Governance-Systemvergleichung).

der City als wichtigsten Faktor, der zu dem Abstieg der britischen Industrie beitrage<sup>360</sup> – ein Leitmotiv der britischen *Short-termism*-Debatte dieser Zeit.<sup>361</sup>

Den wissenschaftlichen Durchbruch erlebten Umfragestudien zu *Short-termism* mit einer bereits 1990/1992 durchgeführten, 1995 veröffentlichten und in den USA, aber auch international bis heute stark beachteten Umfragestudie von *Poterba/Summers*. *Poterba/Summers* befragten die CEOs der 1.000 größten in den USA tätigen Unternehmen (Fortune 1000) sowie ergänzend einiger Unternehmen aus Europa und Japan nach den Zeithorizonten ihrer Unternehmen und den intern angesetzten Mindestrenditen von Investitionsprojekten (*hurdle rates*). Sie ermittelten, dass die angewandten Diskontraten für zukünftige Mittelzuflüsse um 12 % lagen, deutlich über der durchschnittlichen Eigenkapital- oder Fremdkapitalrendite.<sup>362</sup> Diese scheinbar offensichtlich exzessive Diskontierung gab *Short-termism*-Bedenken starken Auftrieb. Erst später ist mehr gewürdigt worden, dass sich der Befund mindestens ebenso überzeugend anders erklären lässt.<sup>363</sup>

In etwa parallel zu *Poterba/Summers* führten *Grinyer/Russell/Collison* 1991 in Großbritannien eine im Ansatz ähnliche Studie mit den CFOs der Times-1000-Unternehmen durch. Die Autoren befragten sie, inwieweit das Topmanagement Ausgaben für Forschung & Entwicklung billige, die mit einem kurzfristigen Rückgang des Gewinns oder einem Verfehlen der Gewinnerwartung des Kapitalmarktes einhergehen und inwieweit sich solche Ausgaben negativ auf den Aktienkurs auswirken.<sup>364</sup> Wiederum wiesen die Antworten auf ein *Short-termism*-Problem hin.<sup>365</sup>

Weitere Umfragestudien ergänzten diesen Befund um speziellere Blickwinkel: So führte ein britisches Forschungsprojekt 1992 eine Umfrage bei Board-Mitgliedern durch, die für Finanzen bzw. Forschung & Entwicklung zuständig und bei Unternehmen mit Berichterstattung über F & E-Ausgaben tätig waren. Die Auswertung, die sich auf zahlreiche Aufsätze verteilte,<sup>366</sup> ergab wiederum gewisse Indizen für *Short-termism*, wenngleich bei einem insgesamt gemischten Befund.<sup>367</sup> Eine andere, ebenfalls Ende 1991 / Anfang 1992 durchgeführte Umfrage bei Finance-Direktoren großer britischer Unternehmen erhob deren Einschätzung, inwieweit Sell-Side- und Buy-Side-Analysten zu stark

<sup>360</sup> *Coopers/Lybrand*, Made in the UK, The Middle Market Survey, zitiert nach *Segelod*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 244.

<sup>361</sup> Dazu 2. Teil, § 1 II.3. a)bb), S. 183 ff.

<sup>362</sup> *Poterba/Summers*, Sloan Manage. Rev. 37 (1995), 43 ff., dazu bereits oben Text bei und Nachweise in Fn. 414 auf S. 134 (im Kontext der US-*Short-termism*-Debatte), Fn. 433, 434, 442 auf S. 462–464 (im Kontext der ökonomischen *Short-termism*-Theorie), Fn. 39 auf S. 574 (im Zusammenhang der Probleme, *Short-termism* empirisch zu messen), ferner Fn. 460 auf S. 466.

<sup>363</sup> Dazu 3. Teil, § 2 VII.1., S. 460 ff.

<sup>364</sup> *Grinyer/Russell/Collison*, Br. J. Management 9 (1998), 13 ff.

<sup>365</sup> Zu den Ergebnissen siehe bereits die Zusammenfassung in Fn. 890 auf S. 209, ferner *Hughes*, Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK, December 2013, S. 89 f.

<sup>366</sup> *Demirag*, Brit. Acc. Rev. 27 (1995), 247 ff.; *ders.*, Eur. J. Fin. 1 (1995), 180 ff.; *ders.*, Technology Analysis and Strategic Management 8 (1996), 21 ff.; *ders.*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 195 ff.

<sup>367</sup> Zu den Ergebnissen der einzelnen Studien siehe bereits die Zusammenfassung in Fn. 890 auf S. 209; ferner *Hughes*, Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK, December 2013, S. 90 f., der allerdings übersieht, dass bei einer der Fragen der Studie ihre Verneinung *Short-termism* bedeutete, nicht ihre Bejahung, und daher insoweit zu einem falschen Ergebnis gelangt.

auf kurzfristige Gewinne und Aussichten achteten.<sup>368</sup> Die Befragten bejahten das mehrheitlich nur für die erste Gruppe, wobei Direktoren von Unternehmen im Investitionsgüterbereich mit signifikant höherer Wahrscheinlichkeit diesen Eindruck äußerten.<sup>369</sup>

## (2) Vergleich mit anderen Ländern

Der Ansatz von *Poterba/Summers*, Antworten aus verschiedenen Ländern gegenüberzustellen, wurde von der nachfolgenden Forschung weiter ausgebaut. So verwendete eine interessante schwedische Umfragestudie,<sup>370</sup> die 1997 bei den Chief Financial Executives oder dem Corporate Controller der 130 umsatzstärksten schwedischen Unternehmensgruppen erfolgte, in Bezug auf Zeithorizont und Mindestrendite dieselben Fragen wie *Poterba/Summers* und verglich insoweit die Antworten. In der Umfrage stimmten Topmanager in Schweden mit den von *Poterba/Summers* in den USA und Japan Befragten überein, dass im Vergleich zu europäischen Unternehmen japanische Unternehmen mit einem längeren Zeithorizont und US-Unternehmen mit einem kürzeren Zeithorizont agierten.<sup>371</sup> Die Umfrage erbrachte indes bei dem Anteil des F&E-Budgets und bei den eingesetzten Mindestrenditen (*hurdle rates*) keinen Beleg für den wahrgenommenen kürzeren Zeithorizont der US-Manager.<sup>372</sup> US-Manager sahen sich also offenbar unter erheblich größerem Druck des Aktienmarktes, gegenwärtige Erfolge zu generieren, als schwedische Manager; die Umfrage ergab aber keinen Anhaltspunkt, dass US-Manager tatsächlich weniger in langfristige Anlagen investieren.<sup>373</sup> Dies könnte darauf hindeuten, dass die unterschiedlichen internen Kontrollschwerpunkte oder die unterschiedlich intensiven nationalen *Short-termism*-Debatten die Wahrnehmung der Manager beeinflussten.<sup>374</sup>

## bb) 2000er Jahre

### (1) Angloamerikanischer Rechtskreis

Eine zweite Welle von Umfragestudien folgte nach der Jahrtausendwende, parallel dazu, dass die *Short-termism*-Debatte nach der Dotcom-Blase und mehreren Bilanzskandalen

<sup>368</sup> *Marston/Craven*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 233 ff. Zu den Ergebnissen siehe bereits die Zusammenfassung in Fn. 890 auf S. 209, zudem *Hughes*, Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK, December 2013, S. 92 f.

<sup>369</sup> Keinen derartigen Zusammenhang fanden die Autoren in Bezug auf die Unternehmensgröße, die Volatilität des Aktienkurses oder das Verhältnis des Verkaufswertes als Proxy für die Übernahmefähigkeit.

<sup>370</sup> *Segelod*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 244 f.; zu seinen Ergebnissen oben Fn. 435 auf S. 462.

<sup>371</sup> *Ders.*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 246 f., 251.

<sup>372</sup> *Ders.*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 252.

<sup>373</sup> *Ders.*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 248.

<sup>374</sup> In begleitenden Interviews stimmten die schwedischen Befragten der Sichtweise zu, dass japanische Unternehmen langfristiger und US-Unternehmen kurzfristiger agierten, sahen *Short-termism* für ihr Unternehmen aber nicht in vergleichbarer Weise als problematisch an, *ders.*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 250. Die Studie diskutiert hierzu zwei Hypothesen: (1) Schwedische Manager sind sich des Drucks des Aktienmarktes nicht bewusst, weil sie in stärkerem Maße einen internen Kontrollschwerpunkt haben. (2) Die Debatte von *Short-termism* in den USA und im Vereinigten Königreich hat beeinflusst, wie die Manager das Problem wahrnehmen, *ders.*, Int. J. Production Economics 63 (2000), 243, 252.

neu aufflammte. Neben Publikationen von Verbänden<sup>375</sup> erschienen mehrere wissenschaftliche Veröffentlichungen. Bereits näher behandelt wurde eine 2004 veröffentlichte Pionierstudie von *Laverty*, die fragebogenbasiert dem Zusammenhang von *Short-termism* und Unternehmenskultur nachgeht.<sup>376</sup> 2005 erschien dann die bis heute wohl am stärksten beachtete Umfragestudie zu *Short-termism*, „The Economic implications of corporate financial reporting“,<sup>377</sup> bzw. in einer Kurzfassung des Folgejahres, „Value Destruction and Financial Reporting Decisions“,<sup>378</sup> von *Graham, Harvey* und *Rajgopal*. Die Autoren befragten im Herbst 2003 circa 4.000 leitende Finanzmanager (Senior Financial Executives) US-amerikanischer Gesellschaften, wobei die 401 Antworten vorwiegend aus börsennotierten, vergleichsweise großen und profitablen Unternehmen stammten.<sup>379</sup> Die Studie ergab zunächst, dass vor allem CFOs börsennotierter Unternehmen Jahresüberschüsse (*earnings*) als dominierendes Bewertungskriterium der Stakeholder ansahen, insbesondere in Relation zum Vorjahresquartal und der Konsensschätzung der Analysten.<sup>380</sup> Die Manager erachteten es für wichtig, diese Gewinn-Benchmarks zu erreichen, um am Kapitalmarkt glaubwürdig zu sein sowie um den Aktienkurs zu steigern oder zu halten, insbesondere mit Blick auf die eigene Karriere (*career concerns*).<sup>381</sup> Bilanzpolitik schien den Umfrageteilnehmern ein gängiges und sogar erwartetes Vorgehen, um dieses Ziel zu erreichen, weshalb eine Nichterfüllung der Benchmarks als Anzeichen erheblicher Probleme interpretiert werden würde.<sup>382</sup>

Besondere Aufmerksamkeit erregte, dass sich mehr als 80 % der befragten Manager bereit zeigten, ermessensabhängige Ausgaben, etwa für Forschung & Entwicklung, Werbung oder Wartung, zu kürzen, um ein Quartalsgewinnziel zu erreichen. 53 % würden zudem ein Projekt um den Preis eines kleinen Wertverlustes verzögern.<sup>383</sup> Ähnliche Antworten ergaben sich auf die Frage, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein rentables Projekt durchgeführt würde, das kurzfristig den Gewinn schmälert: Sofern der Analystenkonsens des Quartalsgewinns trotzdem erreicht würde, gaben die Befragten die Wahrscheinlichkeit mit 80 % an. Bei knapper Verfehlung der Konsenserwartung fiel die angegebene Wahrscheinlichkeit hingegen abrupt auf 59 %.<sup>384</sup> In ähnlicher Weise zeig-

<sup>375</sup> Häufiger erwähnt wird eine von *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, *J. Fin. Stability* 12 (2014), 16 skizzierte *MORI*-Umfragestudie von 2004 bei Mitgliedern der britischen National Association of Pension Funds (NAPF) und der Investment Management Association (IMA) [dem Verfasser nicht zugänglich]. Ihr zufolge nahmen ein Drittel bzw. zwei Drittel der Mitglieder an, dass ihre Investmentmandate *Short-termism* begünstigten.

<sup>376</sup> *Laverty*, *Management Decision* 42 (2004), 949 ff. Hierzu bereits 3. Teil, § 2 VII.3. c)bb), S. 485 ff., Text bei Fn. 593–594 auf S. 487 sowie zur methodischen Bewertung und Kritik 3. Teil, § 2 VII.3. c)cc), S. 488 ff., Text bei und in Fn. 602, 603, 607 auf S. 488–489.

<sup>377</sup> *Graham/Harvey/Rajgopal*, *J. Accounting & Ec.* 40 (2005), 3 ff.

<sup>378</sup> *Dies.*, 62 *Financial Analysts J.* 27 (2006).

<sup>379</sup> *Dies.*, 62 *Financial Analysts J.*, 27–28 (2006); *dies.*, *J. Accounting & Ec.* 40 (2005), 3, 9–13. Die Gesamtzahl der Befragten ist in den Artikeln nicht ausdrücklich genannt, lässt sich aber aus der Zahl von 401 Antworten und der angegebenen Rücklaufquote von 10,4 % schließen.

<sup>380</sup> *Graham/Harvey/Rajgopal*, 62 *Financial Analysts J.* 27, 28 f. (2006); *dies.*, *J. Accounting & Ec.* 40 (2005), 3, 13, 20–24.

<sup>381</sup> *Graham/Harvey/Rajgopal*, 62 *Financial Analysts J.* 27, 29–30 (2006); *dies.*, *J. Accounting & Ec.* 40 (2005), 3, 24–32.

<sup>382</sup> *Graham/Harvey/Rajgopal*, 62 *Financial Analysts J.* 27, 30 (2006).

<sup>383</sup> *Dies.*, 62 *Financial Analysts J.* 27, 31 (2006); *dies.*, *J. Accounting & Ec.* 40 (2005), 3, 32–35.

<sup>384</sup> *Graham/Harvey/Rajgopal*, 62 *Financial Analysts J.* 27, 31–32 (2006); *dies.*, *J. Accounting & Ec.* 40 (2005), 3, 37–40. Wenn das Gewinnziel ohnehin deutlicher verfehlt würde, betrug der angegebene Wert knapp über 50 %, sank also nicht mehr deutlich weiter ab.

ten sich die befragten CFOs ganz überwiegend bereit, gewisse Verluste in Kauf zu nehmen, um die Gewinne der Gesellschaft zu glätten, weil geglättete Gewinne Analysten und Investoren Prognosen erleichterten, vom Markt mit einem höheren Kurs belohnt würden und für Spartenmanager karriereförderlich seien.<sup>385</sup>

Die hohe Bereitschaft zu realer Bilanzpolitik bei einer relativ geringeren Bereitschaft zu buchmäßiger Bilanzpolitik erklärten die Autoren mit den Erfahrungen der Bilanzskandale um *Enron* und *WorldCom*<sup>386</sup> sowie den verschärften Vorgaben des Sarbanes-Oxley Act 2002.<sup>387</sup> Spätere ökonomische Studien haben diese Einschätzung bestätigt.<sup>388</sup> Allerdings zeigte eine im Herbst/Winter 2011 bei CFOs durchgeführte Nachfolgestudie (nahezu) des gleichen Autorenteam auch eine hohe Bereitschaft, Spielräume innerhalb des Bilanzrechts zu nutzen, um einen Jahresüberschuss zu berichten, der die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung verzerrt darstellt (*misrepresentation*).<sup>389</sup>

## (2) Deutschland

Seit Mitte der 2000er Jahre liegen auch Umfragestudien zu kurzfristiger Orientierung mit einem Fokus auf Deutschland vor. Inhaltlich besonders bemerkenswert ist eine Studie von *Dill/Jirjahn/Smith*, die der Bedeutung von Informationsasymmetrien auf einem zunehmend globalen Aktien- und Beteiligungsmarkt als Triebkraft kurzfristiger Orientierung nachgeht.<sup>390</sup> Sie nutzt Daten aus einer Online-Umfrage, die *Great Place to Work*® im Jahr 2006 im Auftrag des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales bei Managern von 339 in Deutschland ansässigen Unternehmen mit 20 oder mehr Arbeitnehmern durchführte. Nach Ausschluss des öffentlichen Sektors, gemeinnütziger Organisationen

<sup>385</sup> *Graham/Harvey/Rajgopal*, 62 *Financial Analysts J.* 27, 33–34 (2006); *dies.*, *J. Accounting & Ec.* 40 (2005), 3, 44–50: Etwas mehr als 50 % meinten, ihre Gesellschaft würde hierzu einen kleinen Wertverlust in Kauf nehmen, etwas mehr als 20 % eine moderate Einbuße und ca. 3 % eine große Einbuße.

<sup>386</sup> Zu deren Rolle in der *US-Short-termism*-Debatte siehe 2. Teil, § 1 I.4., S. 139 ff.

<sup>387</sup> *Graham/Harvey/Rajgopal*, 62 *Financial Analysts J.* 27, 32 (2006); *dies.*, *J. Accounting & Ec.* 40 (2005), 3, 36, 66.

<sup>388</sup> Siehe *Cohen/Dey/Lys*, 83 *Acc. Rev.* 757, 758 f., 784–786 (2008), die unter anderem ermitteln, dass buchmäßige Bilanzpolitik bis zur Verabschiedung des SOX beständig zunahm und danach signifikant zurückging, während umgekehrt das Ausmaß realer Bilanzpolitik vor Verabschiedung des SOX abnahm und danach signifikant anstieg. Die Unternehmen wechselten also offenbar angesichts der mit dem SOX verschärften Kontrollmechanismen von buchmäßiger Bilanzpolitik zu wenig angreifbarer realer Bilanzpolitik.

Außerdem zeigen die Autoren, dass Firmen, welche wichtige Benchmarks für den Jahresüberschuss gerade erreichen (dies sind, übereinstimmend mit *Graham/Harvey/Rajgopal*: das Ergebnis des letzten Jahres (über-)treffen; Analystenerwartung (über-)erfüllen; Verluste vermeiden), signifikant höhere ermessensabhängige Ergebnisbestandteile aufweisen, die in der Forschung als Anzeichen für ein hohes Maß an Bilanzpolitik gelten (siehe allg. zu den Problemen, Bilanzpolitik zu messen, und den Unzulänglichkeiten der standardmäßig dazu genutzten Ansätze *Gerakos*, *J. Acc. Res.* 50 (2012), 335 ff.).

Die Erkenntnis, dass Unternehmen buchmäßige und reale Bilanzpolitik als Substitute nutzen, je nachdem, welche Art die höheren Kosten mit sich bringt (insbesondere mit Blick auf Entdeckungs- und Sanktionsrisiko), hat die Literatur auch in anderem Zusammenhang bestätigt, siehe jüngst etwa *Cunningham/Johnson/Johnson u. a.*, *Contemporary Accounting Research* 37 (2020) 917 ff. zur Literatur, a. a. O., S. 11.

<sup>389</sup> *Dichev/Graham/Harvey u. a.*, *J. Accounting & Ec.* 56 (2013), 1 ff. sowie in gekürzter Fassung *Dichev/Graham/Harvey u. a.*, 72 *Financial Analysts J.* 22 (2016): So schätzten die befragten CFOs börsennotierter Unternehmen, dass ca. 20 % aller Unternehmen ihre Ergebnisse verzerrt darstellten (die CFOs nicht börsennotierter Gesellschaften gingen sogar von 30 % aus) und dass die Verzerrung circa 10 % des berichteten Jahresüberschusses (*earnings*) ausmache (*Dichev/Graham/Harvey u. a.*, *J. Accounting & Ec.* 56 (2013), 1, 3, 24; *Dichev/Graham/Harvey u. a.*, 72 *Financial Analysts J.* 22, 27 (2016)).

<sup>390</sup> *Dill/Jirjahn/Smith*, *Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany*, May 2014.

und unvollständiger Beobachtungen verblieben Daten zu 192 Firmen, von denen 11 % mehrheitlich ausländischen Eignern gehörten.<sup>391</sup> Die entscheidende Variable für die Untersuchung der Autoren basiert auf der Frage, wie die Umfrageteilnehmer den Fokus in ihrer Organisation bei der Verfolgung des Gewinnmotivs in dem Spannungsfeld kurz- und langfristiger Ziele einschätzten, gemessen anhand einer Likert-Skala von 1 (Fokus auf Quartalsgewinn) bis 4 (Fokus auf Langlebigkeit).

Insgesamt ergab die Studie eine hohe Langfristorientierung: Rund 50 % der Angaben fielen in die Kategorie 4, 37 % in die Kategorie 3, 9 % in die Kategorie 2 und nur 4 % in die Kategorie 1.<sup>392</sup> Die Autoren untersuchen, welche Faktoren damit einhergingen, dass ein Manager seine Firma in die Kategorien 1 bis 3 einordnete, also als nicht vollständig langfristig orientiert.<sup>393</sup> Dabei gehen sie von der Annahme aus, dass, verglichen mit einer Inlandsbeteiligung, höhere Informationsasymmetrien zwischen einer ausländischen Mutter und einem deutschen Tochterunternehmen bestehen, weil das deutsche Corporate-Governance-System lokale Eigentümer besser mit Insider-Informationen über Ruf und Tätigkeit des Unternehmens versorgt.<sup>394</sup> Manager eines ausländischen Investors hätten selbst keinen Informationszugang. Daher seien sie schwer(er) von einem Manager der Tochter zu überzeugen, weil sie Informationen aus dem Corporate-Governance-Netzwerk nicht nachprüfen könnten, das ihnen aufgrund räumlicher Entfernung verschlossen ist. Zudem hätten Manager der Tochter einen geringeren Zugang, wenn sie weniger in Entscheidungen eingebunden sind und damit weniger Vertrauen aufbauen können. Manager der Mutter würden sich deshalb vorrangig auf Bilanzdaten beschränken, die Informationen nur über die gegenwärtige Leistung vermitteln. Aus alledem folgt die Hypothese, dass sich Unternehmen mit ausländischen Eigentümern größerem Kurzfristigkeitsdruck gegenübersehen.<sup>395</sup>

Die zentrale erklärende Variable der Autoren ist eine sog. Dummy-Variable, die bei (mehrheitlich) ausländischer Eigentümerschaft der betrachteten Firma den Wert 1 an-

<sup>391</sup> *Dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 10–12.

<sup>392</sup> *Dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 11, 23.

<sup>393</sup> *Dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 11.

Im Rahmen der Prüfung der Robustheit der Ergebnisse verwenden sie als unabhängige Variable zudem extreme Kurzfristigkeit in Form einer Einordnung in die Kategorie 1, *dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 17.

<sup>394</sup> Die Autoren argumentieren hierzu, dass es ein dichtes Netzwerk von Firmen gebe, welches Manager eines Unternehmens mit Kollegen in anderen Unternehmen verbinde. Es bestehe aus engen Beziehungen zu wichtigen Lieferanten und Kunden, Überkreuzbeteiligungen sowie gemeinsamer Mitgliedschaft in Industrieverbänden. In diesem Geschäftsnetzwerk werden, so die Autoren, Insider-Informationen geteilt, die Investoren langfristige Strategien erlaubten, weil sie Wissen über Wachstumsaussichten vermittelten (*Dill/Jirjahn/Smith*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 5). Zwar habe sich die Deutschland AG seit den 1990er Jahren aufgelöst, soweit es um Bankbeteiligungen an Unternehmen geht. Andere große Aktionäre hätten ihre wichtige Rolle aber behalten. Zudem seien Bankenbeteiligungen ohnehin auf eine kleine Gruppe großer börsennotierter Gesellschaften beschränkt gewesen und der Ausstieg der Banken sei dort teilweise durch neue Investoren aus der Versicherungs- und Fondsindustrie ersetzt worden (*dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 6 f.).

<sup>395</sup> *Dill/Jirjahn/Smith*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 8 f. Zudem sei denkbar, dass ausländisch gehaltene Unternehmen einem größeren Kurzfristigkeitsdruck auch deswegen unterliegen, weil ihre Mutter mehr dem internationalen Kapitalmarkt ausgesetzt ist und daher bei Unterbewertung eine Übernahme fürchtet (*takeover threats*, dazu 3. Teil, § 2 IV. 1. a), S. 398 ff.) oder eine spekulative Kurskomponente erhöhen möchte (dazu 3. Teil, § 2 VIII. 5. b)aa), S. 515 f.), *dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 9 f.

nimmt.<sup>396</sup> Tatsächlich ging dies in der Stichprobe mit einer erheblich höheren Wahrscheinlichkeit einher, dass der Fokus der Firma als nicht rein langfristig eingeordnet wurde.<sup>397</sup> Hierbei spielte es keine Rolle, ob der ausländische Eigentümer aus einem angelsächsischen Land kam.<sup>398</sup> Dafür nahm die Neigung zu einer kurzfristigen Orientierung mit der räumlichen Entfernung von Mutter- und Tochterunternehmen zu.<sup>399</sup>

Bei den Kontrollvariablen korrelierten das Management einer größeren oder einer jüngeren Niederlassung positiv mit einer stärkeren Kurzfristorientierung. Gleiches galt für den durchschnittlichen Anteil der leistungsbezogenen Vergütung, während sich eine Gewinnbeteiligung signifikant negativ auswirkte.<sup>400</sup> Die Rechtsform als AG oder GmbH hatte hingegen keinen signifikanten Einfluss.<sup>401</sup>

Durch diese Ergebnisse sehen die Autoren ihre Hypothese bestätigt. Sie schließen daraus, dass wirksame Maßnahmen, um eine langfristige Perspektive ausländischer Eigner zu fördern, auf verbesserte Managementpraktiken und angemessene Anreize bei der Unternehmenspolitik zielen sollten, Informationsasymmetrien zu überwinden. Hingegen sehen die Autoren keinen Beleg dafür, dass Kapitalmärkte an sich oder – entgegen einer verbreiteten Sicht – vor allem angelsächsische Investoren einen kurzfristigen Fokus hätten.<sup>402</sup> Allerdings bedeute das nicht notwendig, dass angelsächsische Märkte keine Rolle bei der kurzfristigen Orientierung ausländischer multinationaler Unternehmen spielen.<sup>403</sup>

Der Befund der Studie von *Dill/Jirjahn/Smith* stützt die zahlreichen Zweige der *Short-termism*-Theorie, die kurzfristige Orientierung im Kern aus Informationsasymmetrien herleiten.<sup>404</sup> Besteht deshalb, wie die Studie argumentiert, ein Zusammenhang zwischen dem Anteil ausländischer Aktionäre, insbesondere soweit sie räumlich weit entfernt sind, Informationsasymmetrien sowie einem kurzfristigen Kontrollfokus (*Short-termism*), ergibt sich hieraus zum einen eine mögliche Erklärung dafür, warum – neben protektionistischen Interessen – unter anderem die deutsche *Short-termism*-Debatte über weite Teile mit Sorgen vor Einflüssen ausländischer Investoren verknüpft ist.<sup>405</sup> Zum anderen legen die Ergebnisse der Studie nahe, dass das Potenzial für *Short-termism* in Deutschland in den letzten Jahrzehnten deutlich gestiegen ist, hat doch der Anteil ausländischer Investoren insbesondere bei großen börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften

<sup>396</sup> *Dill/Jirjahn/Smith*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 12.

<sup>397</sup> Je nach Kontrollvariablen zwischen 46 % und 50 % höhere Wahrscheinlichkeit, *dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 16. Dies erweist sich als robust, wenn die abhängige Variable im Sinne von extremer Kurzfristigkeit definiert wird (a. a. O., S. 17 f.).

<sup>398</sup> *Dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 18.

<sup>399</sup> *Dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 19 f.

<sup>400</sup> *Dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 16 f.

<sup>401</sup> *Dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 15, 24 f.

<sup>402</sup> *Dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 21.

<sup>403</sup> *Dies.*, Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, May 2014, S. 21 f. Jüngere Liberalisierungen könnten dazu geführt haben, dass multinationale Unternehmen aus nicht angloamerikanischen Ländern in höherem Maße angelsächsisch geprägten Kapitalmärkten ausgesetzt sind. Außerdem könnten solche Unternehmen an angelsächsischen Börsen gelistet sein und sich hierdurch kurzfristigem Druck dieser Märkte ausgesetzt sehen.

<sup>404</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV. 1. und 2., S. 398 ff., 412 ff., zudem 3. Teil, § 2 V. 1., S. 430 ff., § 2 VI., S. 452 ff.

<sup>405</sup> Dazu 2. Teil, § 2 I., S. 275 ff. (Weimarer Republik), II., S. 317 ff. (Kapitalismus vs. Kapitalismus), III., S. 327 ff. (Übernahmerecht), V., S. 354 ff. (Heuschreckendebatte).

(DAX, MDAX) in den letzten Jahrzehnten stark zugenommen. Zugleich sind Paketpositionen, die einen guten Informationszugang vermitteln, zurückgegangen.<sup>406</sup> Allerdings gibt es auch empirische Befunde aus anderen Rechtsordnungen, die gegen einen schematischen Zusammenhang von ausländischen Investoren und kurzfristiger Orientierung sprechen.<sup>407</sup>

### (3) Skandinavien

In etwa zeitgleich zu der vorgenannten deutschen Umfrage führten *Liljeblom/Vaihekoski*<sup>408</sup> im Juni 2006 eine Umfrage bei den CFOs (falls nicht ermittelbar: CEOs) der 500 umsatzstärksten finnischen Unternehmen des Jahres 2005<sup>409</sup> durch. Die Rücklaufquote lag knapp unter 30%.<sup>410</sup> Dabei waren größere Unternehmen leicht überrepräsentiert und 23 % der antwortenden Unternehmen börsennotiert.<sup>411</sup> Die verwendeten Fragen zu langfristigen Investitionen und Diskontraten ähnelten jenen der Studie von *Segelod* aus den 1990er Jahren.<sup>412</sup> Ergebnisse sind in zwei Aufsätzen veröffentlicht:

Ein erster Aufsatz zu „Corporate Ownership & managerial Short-termism“<sup>413</sup> berichtet, dass die Befragten insgesamt nur einen moderaten gefühlten kurzfristigen Druck angaben. Der Durchschnittswert betrug 2,838 auf einer Skala von 1 (*very little*) bis 5 (*very much*), der Median betrug 3. Dabei bestand ein hochsignifikanter Unterschied in Abhängigkeit von der Eigentümerstruktur, die die Autoren in zwei Lager einteilen: Als langfristig werten sie Familiengesellschaften, Staatsunternehmen und Kooperativen, als kurzfristig alle anderen, insbesondere börsennotierte Gesellschaften und solche mit einem hohen Anteil institutioneller Aktionäre.<sup>414</sup> Bei als langfristig klassifizierten Anteilseignern betragen die Werte 2,289 (Durchschnitt) bzw. 2 (Median), bei als kurzfristig klassifizierten Gesellschaftern 3,077 bzw. 3.<sup>415</sup> Des Weiteren ermittelten die Autoren signifikante eigentümerbezogene Unterschiede dabei, inwieweit sich der kurzfristige Druck in Entscheidungsvariablen des Unternehmens zeigte.<sup>416</sup> Am meisten war das bei der durchschnittlich geforderten Investmentrendite der Fall.<sup>417</sup> Die Studie trifft aber aus-

<sup>406</sup> Dazu 3. Teil, § 3 III.2. a), S. 550 ff.

<sup>407</sup> Siehe *Chen/Lin/Yang*, J. Bus. Res. 68 (2015), 845 ff., die für Taiwan ermitteln, dass ein großer Anteil heimischer institutioneller Investoren mit kurzem Investitionszeitraum Managerkurzsichtigkeit fördert. Manager kürzen dann F&E stärker, um einen Ergebnisrückgang auszugleichen. Demgegenüber ist dies der Studie zufolge bei einem großen Anteil ausländischer institutioneller Investoren nicht der Fall, selbst wenn diese einen kurzen Zeithorizont (gemessen an einem hohen Portfolioumschlag) haben.

<sup>408</sup> *Liljeblom/Vaihekoski*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427 ff.

<sup>409</sup> Ermittelt anhand der Talouselämä-Zeitschriftenrangliste von Mai 2006. Die dort aufgeführten Unternehmen reichen von eher kleinen Mittelständlern mit einem Umsatz von mindestens 67 Mio. € bis zum damaligen Weltkonzern Nokia mit einem damaligen Umsatz von 34,2 Mrd. €, *dies.*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427, 430.

<sup>410</sup> *Dies.*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427, 431; *dies.*, Finnish J. of Bus. Ec. 59 (2010), 239, 246 f.

<sup>411</sup> *Liljeblom/Vaihekoski*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427, 431 f.

<sup>412</sup> *Dies.*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427, 430.

<sup>413</sup> *Dies.*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427 ff.

<sup>414</sup> *Dies.*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427, 428–431.

<sup>415</sup> *Dies.*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427, 432. Die Ergebnisse stimmen mit einer früheren Studie zur Haltedauer überein.

<sup>416</sup> *Dies.*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427, 433–436.

<sup>417</sup> *Dies.*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427, 428, 436. Dies widerspricht offenbar dem Befund von *Graham/Harvey/Rajgopal*, J. Accounting & Ec. 40 (2005), 3 ff. (zu ihrer Studie soeben unter (1)), bei denen eher eine F&E-Kürzung als Anpassungsvariable im Vordergrund stand, während bei

drücklich keine Aussage darüber, ob dies den Unternehmen langfristig schadet oder nutzt.<sup>418</sup>

Der zweite Aufsatz zu der Frage „Who creates short-terms pressures, Analysis of firms with different ownership structures“<sup>419</sup> ermittelt, dass als kurzfristig orientiert klassifizierte Unternehmen mehr Kurzfristdruck von Analysten und diversifizierten marginalen Investoren empfinden, während Manager von als langfristig klassifizierten Unternehmen Kurzfristdruck vor allem von dem für sie relevanten Eigentübertypus erfahren.<sup>420</sup> Bei der Vergütung wirkte es sich nicht signifikant auf den gefühlten kurzfristigen Druck aus, wenn Manager anhand der Ergebnisse des jeweiligen Jahres im Gegensatz zu einer längeren Periode vergütet wurden, wohl aber, wenn sie unter anderem anhand des Aktienkurses vergütet wurden.<sup>421</sup> Zudem gaben die Befragten an, dass Entscheidungen über die geforderte Rendite oder den Rückzahlungszeitraum für Investitionen am meisten vom kurzfristigen Druck beeinflusst würden, sodann von dem Design der Managervergütung und der Finanzberichterstattung.<sup>422</sup>

cc) *Nach der Finanzkrise 2007*

(1) *Angloamerikanischer Rechtskreis*

In der *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise 2007 sind vor allem Beratungsgesellschaften mit neuen Umfragestudien hervorgetreten. Sie sollten mit gewisser Vorsicht betrachtet werden, vor allem soweit sie von privaten Trendsettern und Verstärkern der *Short-termism*-Debatte<sup>423</sup> stammen, von denen man annehmen darf, dass ihr Handeln nicht ausschließlich von wissenschaftlichem Interesse geleitet ist. Dessen ungeachtet werden einige prominent zitiert. Das gilt etwa für eine Umfragestudie der Beratungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers bei Managern aus dem FTSE 100 sowie FTSE 250, derzufolge die meisten Befragten es vorziehen würden, in ein Projekt mit niedriger Rendite zu investieren, das sich früher amortisiert (250.000 Pfund morgen) als in ein Projekt mit höherer Rendite, das sich später amortisiert (450.000 Pfund in drei Jahren).<sup>424</sup> Dazu passend gaben in einer Umfragestudie, die McKinsey und das Canada Pension Plan Investment Board (CPIB), zwei private Trendsetter der *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise,<sup>425</sup> bei Spitzenführungskräften (*C-level executives*) und Board-Mitgliedern durchführen ließen, 63 % der Befragten an, dass der Druck auf obere Führungs-

---

Liljeblom/Vaihekoski Investitionen als Letztes genannt wurden; eine höhere Mindestrendite könnte aber letztlich auf eine Investitionskürzung hinauslaufen, *Liljeblom/Vaihekoski*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427, 433.

<sup>418</sup> *Liljeblom/Vaihekoski*, Int. J. Production Economics 117 (2009), 427, 437.

<sup>419</sup> *Dies.*, Finnish J. of Bus. Ec. 59 (2010), 239 ff.

<sup>420</sup> *Dies.*, Finnish J. of Bus. Ec. 59 (2010), 239, 244, 253.

<sup>421</sup> *Dies.*, Finnish J. of Bus. Ec. 59 (2010), 239, 257. Die Autoren sehen hierin eine Übereinstimmung mit dem Befund von Graham/Harvey/Rajgopal, dass die Vergütungsbemessung nicht als Haupttreiber kurzfristigen Drucks empfunden wird.

<sup>422</sup> *Dies.*, Finnish J. of Bus. Ec. 59 (2010), 239, 257–259. Dabei zeigten sich aber Unterschiede je nach Art des Eigentümers. So bestand bei staatlichen Unternehmen mehr Druck mit Blick auf die Dividendenpolitik.

<sup>423</sup> Zu diesen 4. Teil, § 1, S. 730 ff.

<sup>424</sup> *PricewaterhouseCoopers*, PwC Valuation Index, Tracking the Market to Understand Value, 2011, zitiert nach *Barker*, Getting to grips with short-termism, Summer 2012, S. 6; *Haldane/Davies*, The Short Long, 2011, S. 4 [PwC-Studie dem Verfasser nicht zugänglich].

<sup>425</sup> *Bailey/Bérubé/Godsall u. a.*, Short-termism: Insights from business leaders, January 2014.

kräfte zu kurzfristigen finanziellen Ergebnissen in den letzten fünf Jahren zugenommen habe.<sup>426</sup> Dabei meinte die Mehrheit der Antwortenden, dass ihr Unternehmen nicht bereit sei, eine wesentliche Verfehlung von Quartalsgewinnzielen für ein Projekt in Kauf zu nehmen, das die Gewinne über die nächsten drei Jahre um 10 % erhöht.<sup>427</sup>

Eine Studie von Wissenschaftlern der Stanford University in Zusammenarbeit mit dem National Investor Relations Institute bei 138 Investor-Relations-Fachkräften nord-amerikanischer Unternehmen liefert zudem interessante Indizien hinsichtlich des üblichen geschäftlichen Zeithorizonts:<sup>428</sup> Zwei Drittel der Befragten stimmten zu, dass sich eine Gesellschaft mit kurzfristigen Investoren wegen eines Fokus auf kurzfristige Ergebnisse nicht auf strategische Entscheidungen konzentrieren könne. Eine knappe Mehrheit war zudem der Ansicht, dass kurzfristige Investoren eine Gesellschaft dazu drängten, sich auf Kostensenkungen zu konzentrieren. Dazu passend gaben 92 % der Befragten an, dass ein idealer Aktionär einen langfristigen Anlagehorizont habe. Dabei schätzten die Befragten den Anlagehorizont eines typischen langfristigen Investors auf mindestens 2,8 Jahre. Investoren mit einem Anlagehorizont von sieben Monaten oder weniger wurden hingegen als kurzfristig angesehen.<sup>429</sup> Einen interessanten Vergleich hierzu bildet eine Umfrage des britischen CFA Institute, einer Vereinigung von Finanzanalysten, die ihre Mitglieder nach ihrem Anlagehorizont befragte. Es antworteten 267 Analysten und Investoren, von denen 30 % einen Anlagehorizont von zwei Jahren oder mehr hatten, 20 % einen solchen zwischen einem und zwei Jahren und 60 % kürzere Anlagehorizonte.<sup>430</sup>

## (2) Deutschland

Für Deutschland nach der Finanzkrise ist eine Studie des Deutschen Aktieninstituts zu nennen. Sie zielt hauptsächlich auf das Verhältnis von Nachhaltigkeit und Shareholder-Value,<sup>431</sup> das aber Überschneidungen mit der *Short-termism*-Debatte aufweist.<sup>432</sup> Die Autoren befragten im August 2010 schriftlich 714 in Deutschland börsennotierte Unternehmen, von denen 86 antworteten, mehrheitlich solche im DAX oder MDAX.<sup>433</sup> Der Aussage „Nachhaltigkeit bedeutet langfristigen ökonomischen Erfolg“ stimmten 86 % der Antwortenden voll und ganz zu. Zugleich meinten 37 %, dass „Anforderungen der Nachhaltigkeit häufig im Konflikt mit kurzfristigen finanziellen Zielen eines Unternehmens“

<sup>426</sup> Dies., Short-termism: Insights from business leaders, January 2014, S. 2.

<sup>427</sup> Dies., Short-termism: Insights from business leaders, January 2014, S. 6. Bei börsennotierten Gesellschaften variierten die Antworten mit der Größe: In Großunternehmen mit mehr als 1 Mrd. Umsatz waren 49 % der Antwortenden bereit, das Gewinnziel um bis zu 5 % zu unterschreiten, um ein solches Projekt zu verfolgen. Demgegenüber waren bei kleineren Unternehmen mit einem Umsatz unter 1 Mrd. nur 35 % der Antwortenden hierzu bereit.

<sup>428</sup> Beyer/Larcker/Tayan, 2014 Study on How Investment Horizon and Expectations of Shareholder Base Impact Corporate Decision-Making, May 2014 <<https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-survey-2014-investment-horizon.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>429</sup> Dies., 2014 Study on How Investment Horizon and Expectations of Shareholder Base Impact Corporate Decision-Making, May 2014 <<https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-survey-2014-investment-horizon.pdf>>, S. 2 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>430</sup> CFA Institute, Response Submitted to the Initial Call for Evidence of the Kay Review, 18th November 2011, S. 3 f.

<sup>431</sup> Flotow/Kachel, Nachhaltigkeit und Shareholder Value aus Sicht börsennotierter Unternehmen, 2011.

<sup>432</sup> Dazu 1. Teil, § 2 IV., S. 74 f.

<sup>433</sup> Flotow/Kachel, Nachhaltigkeit und Shareholder Value aus Sicht börsennotierter Unternehmen, 2011, S. 14.

stehen. Nur 17 % sahen insoweit keine Konflikte. Die Autoren werten dies als Anhaltspunkt dafür, „dass das Management der nachhaltigen Unternehmensentwicklung auch ein Management von Konflikten zwischen den Zielen bzw. Ansprüchen verschiedener Stakeholder und unterschiedlichen Zeithorizonten ist“. Die Studie schlüsselt dies für einzelne Nachhaltigkeitsfelder auf.<sup>434</sup>

### (3) Skandinavien

Eine groß angelegte Studie von *Brunzell/Liljebloom/Vaihekoski* über „Short-term Expectations in Listed Firms: The Effects of Different Owner Types“<sup>435</sup> nahm just während der Finanzkrise alle nordischen Volkswirtschaften zusammen in den Blick. Sie erreichte so eine erheblich höhere Zahl von Beobachtungen börsennotierter Unternehmen. Die Autoren kombinieren drei Datenquellen: (1) Daten einer Umfrage, die im Dezember 2007 bzw. im Mai 2008 an Chairmen, CEOs und CFOs aller an den fünf nordischen Börsen (Dänemark, Finnland, Island, Schweden, Norwegen) gelisteten Unternehmen versandt wurde,<sup>436</sup> (2) Finanzdaten über Eigenschaften und Ergebnisse der Unternehmen<sup>437</sup> sowie (3) Daten über die größten Anteilseigner und deren Typus.<sup>438</sup>

Der gefühlte kurzfristige Druck fiel im Schnitt ähnlich aus wie in der parallel angelegten Studie zu Finnland vor der Finanzkrise (Durchschnitt 2,72 auf einer Skala von 1 bis 5). Bemerkenswerterweise lag Island, das im Herbst 2008 besonders heftig von der Finanzkrise getroffen wurde, als einziges Land klar über dem Durchschnitt.<sup>439</sup>

Hinsichtlich möglicher Bestimmungsfaktoren ermitteln die Autoren einen Zusammenhang zwischen dem angegebenen kurzfristigen Druck und einer geringen Unternehmensrentabilität gemessen an der Gesamtkapitalrentabilität (ROA) und der Zwölfmonats-Aktienrendite.<sup>440</sup> Allgemein korrelierte das Alter der Befragten signifikant negativ mit

<sup>434</sup> *Dies.*, Nachhaltigkeit und Shareholder Value aus Sicht börsennotierter Unternehmen, 2011, S. 9, 28 f., eingehend S. 30 ff. Um potenziellen Synergien und Spannungsfeldern in einzelnen Nachhaltigkeitsbereichen nachzugehen, wurden die Unternehmen danach gefragt, wie Maßnahmen zur Steigerung der Nachhaltigkeit der Unternehmensentwicklung in den Dimensionen Umwelt, Soziales, Governance und Ethik mit dem Shareholder-Value des Unternehmens zusammenhängen. Dabei ergab sich ein differenziertes Bild (a. a. O., S. 28 f.). Maßnahmen im Bereich Umwelt und Soziales wurden je nach der konkret betrachteten Maßnahme eher mehr oder weniger als positiver Beitrag zum Shareholder-Value gewertet (a. a. O., S. 30 f.). Im Bereich Governance hatten Maßnahmen aus Sicht der befragten Unternehmen weitgehend gleichgerichtete Auswirkungen auf Nachhaltigkeit und Shareholder-Value, während im Bereich Ethik der geringste Nutzen für den Shareholder-Value gesehen wurde (a. a. O., S. 32 f.).

<sup>435</sup> *Brunzell/Liljebloom/Vaihekoski*, *Journal of International Financial Management & Accounting* 26 (2015), 223 ff.

<sup>436</sup> Die Befragung in Dänemark, Finnland, Island und Schweden erfolgte im Dezember 2007, jene in Norwegen im Mai 2008, *dies.*, *Journal of International Financial Management & Accounting* 26 (2015), 223, 232. Insgesamt gingen ca. 460 verwertbare Antworten ein. Die Rücklaufquote betrug damit insgesamt 20,4 % (zu Unterschieden zwischen den Ländern a. a. O., S. 233). Die erhaltene Stichprobe werten die Autoren anhand eines Vergleichs von Unternehmensdaten als weitgehend repräsentativ für die Grundgesamtheit (a. a. O., S. 234).

<sup>437</sup> Zu den genutzten Datenquellen *dies.*, *Journal of International Financial Management & Accounting* 26 (2015), 223, 233 f.

<sup>438</sup> *Dies.*, *Journal of International Financial Management & Accounting* 26 (2015), 223, 224 f.

<sup>439</sup> *Dies.*, *Journal of International Financial Management & Accounting* 26 (2015), 223, 237 f., 240, 242.

<sup>440</sup> *Dies.*, *Journal of International Financial Management & Accounting* 26 (2015), 223, 226, 239 f., 242.

de m angegebenen kurzfristigen Druck,<sup>441</sup> was die Career-Concerns-Modelle<sup>442</sup> untermauert. Auch die Präsenz eines großen langfristigen aktiven Investors oder eines großen langfristigen Fonds stand in signifikant negativem Zusammenhang mit dem angegebenen kurzfristigen Druck, wobei die Definitionen dieser Variablen zu beachten sind.<sup>443</sup> Demgegenüber wirkte sich die Präsenz einiger anderer Anteilseignerkategorien wider Erwarten nicht aus, etwa jene eines privaten Anteilseigners.<sup>444</sup>

Um kurzfristigem Druck Rechnung zu tragen, gaben die Befragten an, vor allem im Bereich der Finanzberichterstattung und der Corporate Governance zu reagieren, was nicht notwendig langfristige Ertragspotenziale schmälert. Allerdings stuften die Antwortenden auch langfristige Investitionen, die geforderte Rendite bzw. Amortisationsdauer und Ausgaben für Forschung & Entwicklung auf der Likert-Skala als relativ bedeutsam ein.<sup>445</sup> Die angegebene Relevanz solcher Reaktionen auf kurzfristigen Druck hing signifikant mit dem angegebenen Druck und dessen Bestimmungsfaktoren zusammen.<sup>446</sup>

### b) Intra-Unternehmensstudien

Als Intra-Unternehmensstudie ist vor allem die Interviewstudie von *Marginson/McAulay*<sup>447</sup> bei Managern eines großen weltweit führenden Telekommunikationsunternehmens zu nennen, die bereits im Zusammenhang mit der Bedeutung von Unternehmenskultur für *Short-termism* vorgestellt wurde.<sup>448</sup> Die Autoren werten ihre Studie als Beleg dafür, dass kurzfristige Orientierung eine starke soziale Dimension hat. Insbesondere ist sie der Studie zufolge positiv mit der persönlichen Erfahrung von Rollenambiguität seitens der Manager verbunden, und die kurzfristige Ausrichtung einzelner Manager hängt positiv mit der kurzfristigen Ausrichtung anderer Gruppenmitglieder zusammen.<sup>449</sup>

<sup>441</sup> *Dies.*, Journal of International Financial Management & Accounting 26 (2015), 223, 242.

<sup>442</sup> Zu diesen 3. Teil, § 2 V.1., S. 430 ff.

<sup>443</sup> *Brunzell/Liljebloom/Vaihekoski*, Journal of International Financial Management & Accounting 26 (2015), 223, 225, 242 f. Als großen, langfristigen Anleger klassifizieren die Autoren solche aktiven Investoren bzw. Fonds, die (mindestens) seit zwei Jahren vor der Durchführung der Umfrage der größte Anteilseigner gewesen waren (a. a. O., S. 242). Mit dieser Definition von „langfristig“ befinden sich die Autoren am kurzen Ende des Meinungsspektrums (siehe 3. Teil, § 4 I.3. d), S. 601).

In die Gruppe der aktiven Investoren ordnen die Autoren Private-Equity-Gesellschaften, Hedgefonds und Investmentgesellschaften ein, die ihre Strategie öffentlich als aktiv definieren und die sich typischerweise als langfristige Anteilseigner sehen (*dies.*, Journal of International Financial Management & Accounting 26 (2015), 223, 228, a. a. O., S. 228). Auch diese Einordnung ist kontrovers. Wie die Heuschreckendebatte zeigt (zu dieser 2. Teil, § 2 V., S. 354 ff.), gelten Private-Equity-Gesellschaften und Hedgefonds einer verbreiteten Sicht zufolge als kurzfristig orientierte Investoren.

<sup>444</sup> *Brunzell/Liljebloom/Vaihekoski*, Journal of International Financial Management & Accounting 26 (2015), 223, 225, 242.

<sup>445</sup> *Dies.*, Journal of International Financial Management & Accounting 26 (2015), 223, 243 f., 247.

<sup>446</sup> *Dies.*, Journal of International Financial Management & Accounting 26 (2015), 223, 247 f.

<sup>447</sup> *Marginson/McAulay*, Strat. Mgmt. J. 29 (2008), 273 ff.

<sup>448</sup> Dazu 3. Teil, § 2 VII.3.c)bb), S. 485, Text bei Fn. 596–600 auf S. 487–488.

<sup>449</sup> Demgegenüber finden die Autoren keine Bestätigung für ihre Hypothesen, dass *Short-termism* von oberen Hierarchieebenen an untere Ebenen weitergegeben würde, dafür, dass *Short-termism* mit dem Hierarchieniveau zunähme, oder dafür, dass *Short-termism* positiv mit der Bedeutung korreliert wäre, welche Bilanzzahlen als einem möglichen Kommunikationskanal zugemessen wird, *Marginson/McAulay/Roush u. a.*, Acc. & Bus. Res. 40 (2009), 353, 284 i. V.m. S. 276 f.

Eine weitere Studie von *Marginson/McAulay/Roush/van Zijl*<sup>450</sup> ebenfalls bei Managern eines großen weltweit führenden Telekommunikationsunternehmens<sup>451</sup> ergab, dass nicht finanzielle Kennzahlen zu einer stärkeren Kurzfristorientierung (*Short-termism*) führen, wenn sie genutzt werden, um Manager in Relation zu vorgegebenen Zielen zu bewerten. Werden nicht finanzielle Kennzahlen hingegen interaktiv eingesetzt, d. h. um einen Dialog über strategische Unsicherheit zu fördern, reduziert dies der Studie zufolge *Short-termism*. Umgekehrt finden die Autoren in ihrer Intra-Unternehmensstudie keine Belege dafür, dass finanzielle Maße mit *Short-termism* verbunden sind. Die Studie steht damit in Kontrast zu der wohl überwiegenden Sicht in der *Short-termism*-Debatte und der Diskussion um Corporate Social Responsibility. Letzere kennzeichnet nicht finanzielle Ziele in der Vergütungspolitik recht pauschal und ohne Differenzierung als langfristig.<sup>452</sup> Die Studie von *Marginson/McAulay/Roush/van Zijl* legt nahe, dass dies vorschnell im Ergebnis zu optimistisch sein könnte.

### c) Bewertung und Kritik

Umfragebasierte Studien haben eine Reihe von Vorzügen, aber auch offensichtliche Nachteile.

Die Vorteile sind erstens praktischer Natur: Umfragen ermöglichen großzahlige Untersuchungen, deren Antworten sich leicht aggregieren, statistisch auswerten und so für Hypothesentests nutzen lassen. Zweitens lassen sich mit Umfragen Aspekte erfassen, die ökonomische Studien, welche allgemeine Datenbanken (*archival data*) verwenden, nur ausschnitthaft oder gar nicht abdecken können: So ist es möglich, Manager sehr spezifisch und qualitativ nach ihrer Motivation bei bestimmten Handlungen zu fragen.<sup>453</sup> Zudem kann eine Umfrage eine integrierte Perspektive einnehmen und Zielkonflikte bei der Geschäftsleitung in den Blick nehmen, anstatt sich nur auf einen Erklärungsansatz für *Short-termism* zu beschränken. Auf diese Weise lassen sich grundlegende Annahmen von *Short-termism*-Theorien beleuchten und gegebenenfalls neue Erklärungsansätze aufzeigen.<sup>454</sup> Dies gilt insbesondere für Vorgänge und Mechanismen innerhalb eines Unternehmens, über die typischerweise kaum öffentliche Daten vorliegen.<sup>455</sup> Dabei sind – drittens – Ergebnisse von Umfragen deutlich besser verallgemeinerungsfähig als solche von Fallstudien.<sup>456</sup>

Richtet man den Blick auf Einschränkungen von Umfragestudien, so ist erstens ganz grundsätzlich methodisch zu bedenken, dass sich viele bekannte Umfragestudien zur *Short-termism*-Problematik an CEOs oder CFOs richten. Diese Studien nehmen damit implizit an, dass Entscheider an der Unternehmensspitze die zentralen Faktoren sind, welche das Verhalten in der Organisation bestimmen. Diese Annahme lässt sich bei Ver-

<sup>450</sup> *Dies.*, *Acc. & Bus. Res.* 40 (2009), 353 ff.

<sup>451</sup> Die Autoren legen nicht offen, ob es sich um das gleiche Unternehmen handelte wie in der Vorgänger-Studie von *Marginson/McAulay*. Die Umfragen erfolgten aber offenbar gesondert, wie die abweichende Zahl der Adressaten und die sehr unterschiedlichen Rücklaufquoten zeigen.

<sup>452</sup> Vgl. 4. Teil, § 6 VII.3.a), S. 870, insb. Text bei und in Fn. 105–108 auf S. 870–871, sowie 4. Teil, § 7 III.2.b), S. 956, Text bei Fn. 301–306 auf S. 959–960.

<sup>453</sup> *Graham/Harvey/Rajgopal*, *J. Accounting & Ec.* 40 (2005), 3, 8.

<sup>454</sup> *Dies.*, *J. Accounting & Ec.* 40 (2005), 3, 8.

<sup>455</sup> Siehe *Abernethy/Bouwens/van Lent*, *Contemporary Accounting Research* 30 (2013), 925, 950.

<sup>456</sup> *Grinyer/Russell/Collison*, *Br. J. Management* 9 (1998), 13, 17.

waltungsräten bzw. Vorständen durchaus begründen.<sup>457</sup> Empirisch ist aber kaum untersucht, inwieweit Aussagen von Spitzenmanagern in Umfragestudien tatsächlich mit (mutmaßlich) kurzfristigem Unternehmensverhalten zusammenhängen.<sup>458</sup> Naturgemäß können Umfrageergebnisse auch keine Kausalrichtungen belegen, die zudem mitunter schwierig zu interpretieren sein können.<sup>459</sup> Soweit Umfragestudien Personen unterhalb der Geschäftsleitung ansprechen, erfährt man üblicherweise ohnehin nur vage, welche Funktion die Antwortenden bekleideten und in welcher Art (Größe, Branche, Internationalität, Rechtsform) Unternehmen sie tätig waren.

Zweitens ergeben sich gewichtige Probleme daraus, dass Umfragen generell und vor allem bei Managern mit Einschränkungen verbunden sind, welche die Ergebnisse verzerren können: So haben Umfragestudien bei Managern in der Regel mit geringen Rücklaufquoten zu kämpfen und/oder können nur von der Geschäftsleitung gebilligte Personen innerhalb eines Unternehmens ansprechen. Beides birgt die Gefahr, dass die Population der Antwortenden nicht repräsentativ ist (*self selection*). Zudem hängen Antworten auf Fragen gegebenenfalls davon ab, wie diese formuliert werden, und bergen gelegentlich Widersprüche.<sup>460</sup> Soweit sich Studien auf Manager eines Landes beschränken, ist zudem ihre internationale Übertragbarkeit unsicher.<sup>461</sup>

Eine dritte, oft betonte und eng mit dem vorstehenden Problem verknüpfte Einschränkung besteht darin, dass Umfragen nur Wahrnehmungen oder Ansichten von Managern erheben, die kein „objektives“ Maß für kurzfristige Orientierung sind und vor allem nicht unbedingt mit dem realen Handeln übereinstimmen.<sup>462</sup> So könnten Manager statt ihrer wahren Ansicht Antworten geben, die sie für erwünscht oder für allgemein akzeptiert halten, etwa weil sie an Business Schools gelehrt werden.<sup>463</sup> Weiterhin ist ein strategisches Antwortverhalten denkbar, etwa um eigene Fehler zu verdecken oder rechts- und wirtschaftspolitische Debatten in eine gewünschte Richtung zu lenken. Jedenfalls dürften Manager mit einem besonderen Interesse an solchen Debatten eher bereit sein, an Umfragen teilzunehmen (*selection bias*, siehe oben). Schließlich ist es durchaus möglich, dass Manager bei ihrer Arbeit annähernd optimal entscheiden, aber nicht in der Lage sind, das Wie und Warum in wissenschaftlicher Terminologie adäquat zu beschreiben,<sup>464</sup> wozu überdies nur in Begleitinterviews zu Umfragen Raum besteht. Das könnte

<sup>457</sup> Demirag, Eur. J. Fin. 4 (1998), 195, 207.

<sup>458</sup> Für eine gewisse Ausnahme *ders.*, Technology Analysis and Strategic Management 8 (1996), 21 ff., der bei einem relativ hohen und damit weniger verlässlichen Signifikanzniveau von 10 % gemischte Ergebnisse ermittelt. Kein Zusammenhang ist insbesondere zwischen der *Short-termism*-Wahrnehmung und dem Umfang der Investitionstätigkeit oder einer Vorliebe für Prozess- statt Produktinnovation nachweisbar. Korrelationen zeigen sich bei der *Short-termism*-Wahrnehmung und einer Neigung, den Umfang der F & E-Aktivitäten von kurzfristigen Umsatz- und Finanzergebnissen abhängig zu machen. Dies legt eine knappere Kapitalausstattung nahe.

<sup>459</sup> Siehe *ders.*, Eur. J. Fin. 4 (1998), 195, 207 f.

<sup>460</sup> Hall/Weinstein, The Myth of the Patient Japanese: Corporate Myopia and Financial Distress in Japan and the US, November 1996, S. 3 Fn. 8.

<sup>461</sup> Laverty, Management Decision 42 (2004), 949, 960.

<sup>462</sup> *Ders.*, Management Decision 42 (2004), 949, 960; Hall/Weinstein, The Myth of the Patient Japanese: Corporate Myopia and Financial Distress in Japan and the US, November 1996, S. 3 („While this type of survey evidence is not without merit, it leaves open the question of whether Japanese and US managers actually do what they say.“).

<sup>463</sup> Graham/Harvey/Rajgopal, J. Accounting & Ec. 40 (2005), 3, 9.

<sup>464</sup> *Dies.*, J. Accounting & Ec. 40 (2005), 3, 9.

etwa erklären, warum Umfragen in vielen Industrieländern beständig scheinbar überhöhte Diskontraten bzw. Mindestrenditen ergeben haben.<sup>465</sup>

Insgesamt betrachtet sind diese Punkte wichtig, sie entwerfen Umfragestudien aber nicht. Im Gegenteil sind solche Studien selbst dann wertvoll, wenn sie „nur“ oder vorrangig die Wahrnehmung der Manager dokumentieren. Denn soweit die Manager überzeugt sind, dass ihre Wahrnehmung den Tatsachen entspricht, wird die subjektive Wahrnehmung die Entscheidungsfindung im Unternehmen beeinflussen.<sup>466</sup> Pointiert formuliert: Für Manager-*Short-termism* ist entscheidend, wie Manager den Markt wahrnehmen, nicht, wie der Markt tatsächlich beschaffen ist.<sup>467</sup> Schon deshalb ist es ungeachtet der bestehenden Einschränkungen ein gewichtiger Befund, dass Umfragestudien zusammengenommen auf weit verbreitete und seit Langem bestehende Wahrnehmungen kurzfristigen Drucks bei Unternehmensentscheidern hinweisen.<sup>468</sup>

## 2. *Verhaltensexperimente*

Verhaltensexperimente zur Untersuchung von *Short-termism* sind bisher relativ selten unternommen worden. Soweit sie in einer schriftlichen Schilderung einer fiktiven Investitionsentscheidung (Vignette) bestehen, wobei Manager sich für eine von mehreren vorgegebenen Handlungsalternativen entscheiden sollen, ähneln die Experimente Umfragen und haben damit ähnliche Nachteile wie diese (insbesondere: unklare Repräsentativität der Teilnehmer,<sup>469</sup> Abhängigkeit der Antworten von der Art und Weise der Aufgaben- bzw. Fragestellung, mögliche Diskrepanz zwischen Antworten und realem Verhalten). Daneben gelten die allgemeinen Einschränkungen, die bereits im Zusammenhang mit verhaltensökonomischen Experimenten behandelt wurden (insbesondere: fragliche externe Validität, wenn Stimuli abgeschichtet dargeboten, enge Zeitfenster ohne Bezug zu tatsächlichen Abläufen vorgegeben, zu bewältigende Informationen übermäßig vereinfacht und institutionelle Rahmenbedingungen nur sehr grob nach Augenschein abgebildet werden).<sup>470</sup> Ein Vorteil gegenüber Umfragen mit vielen Einzelfragen besteht darin, dass eine Vignette eine exaktere Fragestellung mit quantitativen Angaben zur Investitionsbewertung erlaubt, und dass eine konkrete, wenngleich fiktive Entscheidung anstatt einer allgemeinen Einstellung erhoben wird.

Das soweit ersichtlich erste Experiment dieser Art zur *Short-termism*-Debatte wurde 2005 über den Zusammenhang von Manager-Myopia, Kapitalmarktdruck und der Frequenz der Unternehmensberichterstattung veröffentlicht.<sup>471</sup> In zwei Experimenten erhielten 44 bzw. 45 erfahrene Finanzmanager aus sechs bzw. 17 börsengehandelten Unternehmen jeweils zwei Projekte zur Auswahl. Davon brachte das eine den um 7,5 % höheren Gesamt-Cashflow, aber niedrigere kurzfristige Gewinne ein (*high cash flow project*), während das weniger profitable Projekt höhere kurzfristige Gewinne aufwies (*low cash flow project*).

<sup>465</sup> Dazu bereits 3. Teil, § 2 VII. 1., S. 460 ff.

<sup>466</sup> Hughes, Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK, December 2013, S. 88.

<sup>467</sup> Grinyer/Russell/Collison, Br. J. Management 9 (1998), 13.

<sup>468</sup> Im Ergebnis ebenso für Großbritannien Hughes, Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK, December 2013, S. 94.

<sup>469</sup> Siehe beispielhaft auch Bhojraj/Libby, Acc. Rev. 80 (2005) 1, 18.

<sup>470</sup> Dazu bereits 3. Teil, § 2 VIII. 6. b), S. 522 ff., Text bei Fn. 794–802 auf S. 523–524.

<sup>471</sup> Bhojraj/Libby, Acc. Rev. 80 (2005) 1.

In beiden Experimenten wurden zwei Aspekte variiert: erstens die Frequenz der Berichterstattung (quartalsweise oder halbjährlich) und zweitens der Umstand, ob im vierten Quartal eine Zweitmission von Aktien anstand. Letzteres sollte den Druck des Kapitalmarktes abbilden, ohne Agency-Probleme mit bestehenden Aktionären einzuführen.<sup>472</sup> Die quartalsweise angegebenen Projektüberschüsse waren so gestaltet, dass im ersten Experiment die vorgegebene Quartalsberichterstattung das langfristige Projekt zur Zeit der Zweitmission ungünstiger darstellte als eine halbjährliche Berichterstattung, während es im zweiten Experiment umgekehrt lag (vorgegebene Halbjahresberichterstattung ließ das langfristige Projekt schlechter aussehen als quartalsweise Berichterstattung).<sup>473</sup> Das schlug sich deutlich im Verhalten nieder: Im ersten Experiment wählten ohne anstehende Sekundäremission (Kapitalmarktdruck) zehn von elf Managern das überlegene langfristige Projekt, mit Emission wählten alle das kurzfristige Projekt.<sup>474</sup> Im zweiten Experiment entschieden sich ohne Emission alle für das überlegene langfristige, mit Emission elf von zwölf für das unterlegene kurzfristige Projekt.<sup>475</sup>

Dieser Befund untermauert die Takeover-Threats-Hypothese als Erklärung für *Short-termism*, bei der ein Manager kurzsichtig handelt, um seine Aktionäre besserzustellen. Dass entsprechende Maßnahmen buchmäßiger und realer Bilanzpolitik bei Aktienemissionen eine große Rolle spielen, bestätigen ebenso Studien aus der empirischen Rechnungslegungswissenschaft<sup>476</sup> sowie der empirischen Managementforschung,<sup>477</sup> wobei jeweils auch *career concerns* als Erklärung naheliegen.

Die weitergehende Schlussfolgerung der Experimentalstudie, dass eine häufigere Berichtsfrist kurzsichtiges Verhalten erhöhen oder vermindern könne, je nachdem ob ein Konflikt mit zeitnahen Auszahlungen und dem Gesamtertrag eines Projekts entsteht,<sup>478</sup> überzeugt in dieser Form aber nicht. Denn im Experiment konnten die Manager in der Variante mit einem Halbjahresbericht nicht freiwillig punktuell mehr berichten. In der Realität ist das stets möglich, weil gesetzlich oder in Börsenregeln vorgeschriebene Berichtsperioden nur Mindesttransparenzvorgaben aufstellen. Bei halbjährlicher Berichterstattung würde ein wohlmeinender Manager den Markt daher punktuell über zwischenzeitlich angefallene Überschüsse informieren anstatt zum Nachteil der Aktionäre kurzsichtig zu investieren.

### 3. F&E-Studien

Die mit großem Abstand meisten Studien, die Tests auf *Short-termism* unternehmen, knüpfen in der einen oder anderen Form an Ausgaben für Forschung & Entwicklung (F&E, engl. R&D) an. Die Gründe, aus denen sich F&E-Ausgaben als Proxy für langfristige Investitionen anbieten und als Angriffspunkt für kurzsichtiges Verhalten nahe-

<sup>472</sup> *Dies.*, 80 Acc. Rev. 1, 7 (2005).

<sup>473</sup> *Dies.*, 80 Acc. Rev. 1, 8, 12 f. (2005).

<sup>474</sup> *Dies.*, 80 Acc. Rev. 1, 11 (2005).

<sup>475</sup> *Dies.*, 80 Acc. Rev. 1, 16 (2005).

<sup>476</sup> Für einen instruktiven Überblick über die einschlägige Forschung aus US-amerikanischer Sicht siehe *Dechow/Schrand*, *Earnings quality*, 2004, S. 47–51.

<sup>477</sup> *Mizik/Jacobson*, *Marketing Science* 26 (2007), 361 ff.

<sup>478</sup> *Bhojrjaj/Libby*, *Acc. Rev.* 80 (2005) 1, 17, allerdings mit der – zutreffenden – Einschränkung, dass aufgrund der natürlichen Ergebnisglättung, welche mit längeren Berichtsperioden einhergeht, eine häufigere Berichterstattung im Durchschnitt größere Manager-Myopia verursachen werde, wenn erheblicher Druck des Aktienmarktes besteht.

liegen, wurden bereits erläutert, ebenso wie die allgemeinen Probleme, die mit diesem Messansatz verbunden sind.<sup>479</sup>

F&E-Studien haben zahlreiche, im Detail außerordentlich vielgestaltige, mitunter ingeniose Identifikationsstrategien entwickelt, um auf das Vorkommen von *Short-termism* zu testen, und diese schrittweise verfeinert. Das Forschungsfeld entwickelt sich nach wie vor sehr dynamisch, wodurch immer wieder Erkenntnisse ins Wanken geraten, jüngst etwa mit Blick auf einige Abwehrinstrumente gegen Übernahmen, die manchem schon als weitgehend gesichert galten. Die Zahl einschlägiger Arbeiten ist durch all dies mittlerweile in das schier Unüberschaubare gewachsen. Im Folgenden können und sollen daher nur zentrale Pfade durch dieses Dickicht empirischer Studien gewiesen werden, indem exemplarisch einige besonders bekannte und interessante Identifikationsstrategien vorgestellt und ihre Befunde jeweils beispielhaft anhand ausgewählter Arbeiten skizziert werden. Da sich oft Überschneidungen und Verbindungen ergeben, ist die hier vorgenommene thematische Gruppierung nicht als klare Trennung zu verstehen. Sie lehnt sich meist daran an, wie sich die Studien selbst im Schwerpunkt präsentieren. Untersuchungen, die an den Zeithorizont institutioneller Investoren anknüpfen, werden zudem mit Blick auf wichtige Spezifika separat behandelt, obgleich sie meist auch F&E-Ausgaben betrachten. Soweit einzelne Forschungsansätze bereits aus der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte bekannt sind, wird entsprechend verwiesen.

Generell gilt, dass Teststrategien mit F&E-Ausgaben oft – wenngleich in abgeschwächter Form – auf andere Ausgabenarten übertragbar sind, bei denen sich in ähnlicher Weise argumentieren lässt, dass die Kosten kurzfristig anfallen, während sich der Nutzen überwiegend langfristig zeigt. Deshalb untersuchen Studien, wie sie nachfolgend behandelt werden, neben F&E oft ergänzend eine oder mehrere andere Ausgabenarten, welche die theoretische Literatur als von *Short-termism* gefährdet nennt.<sup>480</sup> Häufiger analysiert werden namentlich Ausgaben für Werbung bzw. Marketing, obgleich die Aufteilung kurz- und langfristiger Vorteile hier meist deutlich variabler und im Schnitt kurzfristiger ist als bei F&E.<sup>481</sup> Insbesondere können Ausgaben für Werbung gerade auch der kurzfristigen Umsatzsteigerung dienen.<sup>482</sup> Daneben betrachten viele Studien Sachinvestitionen (*capital expenditure*). Soweit diese aktivierungsfähig und extern gut erkennbar sind, liegt kurzsichtiges Handeln gemäß der ökonomischen *Short-termism*-Theorie allerdings eher fern. Jedenfalls werden Informationsasymmetrien, die der Nukleus fast aller rationaltheoretischen *Short-termism*-Modelle sind, bei Sachinvestitionen in aller Regel geringer ausfallen als bei Ausgaben für Forschung & Entwicklung.<sup>483</sup>

<sup>479</sup> Dazu 3. Teil, § 4 I. 1. c), S. 570 ff.

<sup>480</sup> Zu diesen 3. Teil, § 4 I. 1. b), S. 568 ff., Text bei Fn. 10 auf S. 569.

<sup>481</sup> Siehe bereits 3. Teil, § 4 I. 1. c), S. 570 ff., Text bei Fn. 21 auf S. 571 sowie zu den im Schnitt deutlich schneller eintretenden Effekten von Marketing auf die Profitabilität im Vergleich zu F&E empirisch anhand von US-Daten aus dem Zeitraum von 1970 bis 1979 *Ravenscraft/Scherer*, *Applied Economics* 14 (1982), 603, 607, 609.

<sup>482</sup> Siehe *Chakravarty/Grewal*, *Management Science* 57 (2011), 1594, 1598 mit Überblick über empirische Studien zum zeitlichen Anfall der Vorteile von Marketing für den Unternehmenswert, auch im Vergleich zu F&E; zudem S. 1594 beispielhaft zu kurzfristigen, nicht nachhaltigen Marketingaktionen von Coca-Cola im Zeitraum von 1997 bis 1999.

<sup>483</sup> Zu den Gründen hierfür instruktiv *Aboody/Lev*, *J. Fin.* 55 (2000), 2747, 2748–2751, die im Kern drei Punkte hervorheben: (1) F&E-Projekte sind oft spezifisch für das betreffende Unternehmen, während die meisten (Sach-)Kapitalinvestitionen verschiedener Unternehmen eines Industriesektors gemeinsame Merkmale aufweisen; daher kann der Wert der F&E-Aktivitäten von Firma A kaum anhand des Wertes der F&E-Aktivitäten von Firma B eingeschätzt werden, während dies bei Sachanlagen wie Flug-

a) *Marktbewertung von F&E-Ausgaben*

Ein früher Strang von F&E-Studien, der vor allem die US-amerikanische *Short-termism*-Debatte der 1980er Jahre beeinflusste,<sup>484</sup> versuchte, die Frage, ob *Short-termism* überhaupt existiert, damit zu beantworten, wie der Aktienmarkt auf Entscheidungen über zusätzliche F&E-Ausgaben und/oder Sachinvestitionen einer Gesellschaft reagiert. Dazu stellten die Studien aus Presse- und Finanzdatenbanken Fälle zusammen, in denen börsennotierte Unternehmen öffentlich neue oder erhöhte Investitionen insbesondere in Forschung & Entwicklung angekündigt hatten, um die Aktienkursreaktion hierauf zu untersuchen. Zunächst ermittelten diese Studien einen im Schnitt positiven Zusammenhang zwischen den Marktwerten von Unternehmen und der Ankündigung neuer F&E-Projekte,<sup>485</sup> während nachfolgende verfeinerte Arbeiten gezeigt haben, dass dies nicht für alle Gruppen von Unternehmen und gegebenenfalls erst mit erheblicher Verzögerung gilt.<sup>486</sup>

Tatsächlich lässt sich *Short-termism* aber schon unabhängig von diesen Einschränkungen aus mehreren Gründen nicht mit einer positiven Aktienkursreaktion auf angekündigte Investitionen widerlegen. Erstens bilden solche prominent angekündigten Investitionsvorhaben nur eine kleine Minderheit und sind wahrscheinlich nicht repräsentativ (sog. *selection bias*). Zweitens sind angekündigte Investitionen jedenfalls durch die Ankündigung gut sichtbar und damit kein naheliegender Kandidat für kurzfristige Einsparungen im Sinne der *information gap hypothesis*. Drittens sind positive Kursreaktionen auch und gerade dann zu erwarten, wenn die Geschäftsleitung generell kurzfristig handelt, indem sie exzessive Renditehürden aufstellt, die viele langfristig lohnende Projekte verhindern. Denn ein langfristiges Investitionsvorhaben, das die Hürde trotzdem überspringt, muss dann besonders lohnend sein. Zu alledem kann hier nach oben verwiesen werden.<sup>487</sup>

b) *Marktbewertung von F&E-Einsparungen*

Anstatt die Marktbewertung von F&E-Ausgaben zu betrachten, lässt sich umgekehrt die Marktreaktion untersuchen, wenn ein Unternehmen mutmaßlich langfristige Investitionen kürzt bzw. relativ wenig in diesem Bereich investiert. Je nach Erkenntnisinteresse können dabei besondere Anlässe betrachtet und gegebenenfalls weitere Umstände einbezogen werden.

---

zeugen oder Geschäftsgebäuden möglich ist. (2) Für F&E gibt es anders als für die meisten physischen Anlagen und Finanzanlagen keine organisierten Märkte, und damit keine Preise, aus denen man Informationen gewinnen könnte. (3) F&E-Ausgaben werden sofort als Aufwand verbucht. Demgegenüber sind Finanzanlagen in der Bilanz mit ihren aktuellen Marktwerten aufgeführt und der Wertverzehr von Sachanlagen muss periodisch in Form von Abschreibungen berichtet werden. Somit werden gegenüber Investoren hinsichtlich F&E im Gegensatz zu Sach- und Finanzanlagen keine Informationen über Wert- und Produktivitätsänderungen berichtet.

<sup>484</sup> Dazu 2. Teil, § 1 I.3. b)bb)(1), S. 109 ff., insbesondere Text bei und in Fn. 263–270 auf S. 113–115.

<sup>485</sup> Siehe die Nachweise in Fn. 265 auf S. 114, Fn. 266 auf S. 114, 15 auf S. 569.

<sup>486</sup> Für Einzelheiten siehe Fn. 16 auf S. 570.

<sup>487</sup> Dazu 3. Teil, § 4 I.1. b), S. 568 ff., Text bei Fn. 14–18 auf S. 569–570; zu diesen und weiteren Kritikpunkten Scherers im ideengeschichtlichen Kontext 2. Teil, § 1 I.3. b)bb)(1), S. 109 ff., Fn. 270 auf S. 115.

So untersucht eine Studie aus dem Jahr 2007 das Verhalten von Managern im Vorfeld einer Zweitmission von Aktien:<sup>488</sup> Sie ermittelt, dass in dieser Phase ein höherer Anteil von Unternehmen der Stichprobe höhere Gewinne bei niedrigeren Ausgaben für Marketing und für F&E aufwies, als es ein ökonometrisches Schätzmodell im Lichte von Vorjahreswerten und ökonomischen Rahmenbedingungen hätte erwarten lassen. Auf diese Weise gelang es den Unternehmen, offenbar mit einer Ausgabenkürzung, ihren Aktienkurs vorübergehend hochzutreiben, während er sich langfristig schlechter entwickelte. Dieses Ergebnis untermauert das *Short-termism*-Modell von *Stein*<sup>489</sup> sowie *Career Concerns*-Modelle<sup>490</sup> und deckt sich mit Befunden der empirischen Rechnungslegungsforschung zu realer und buchmäßiger Bilanzpolitik unter anderem im Kontext von Emissionen.<sup>491</sup>

Eine Nachfolgestudie<sup>492</sup> erweitert den Befund, indem sie allgemeiner untersucht, welche Folgen eintreten, wenn ein Unternehmen eine höhere als die zu erwartende Rendite bei geringeren als den zu erwartenden<sup>493</sup> Aufwendungen für Marketing sowie F&E<sup>494</sup> berichtet, worin die Studie kurzfristiges Management erblickt. Sie ermittelt wiederum, dass (1) der Markt kurzfristige Unternehmen im laufenden Jahr nicht erkennt bzw. deren Ergebnisse nicht anders bewertet als jene von Unternehmen, die vergleichbare oder erhöhte Gewinne berichten, ohne Marketing und F&E zu kürzen, (2) der Markt aber in den Folgejahren die negativen Konsequenzen der kurzfristigen Strategie einpreist, mit einer erheblich negativen kumulativen abnormalen Rendite, (3) dabei die negativen langfristigen Renditenachteile die kurzfristigen Vorteile erheblich überwiegen und (4) dass *myopia* im oben genannten Sinne deutlich negativere Folgen für die Rendite hat als „kurzsichtige“ Gewinnsteigerungen durch rein bilanztechnische Maßnahmen.<sup>495</sup> Danach lohnt kurzfristiges Management im ersten Jahr, führt aber später zu überwiegenden Kurseinbußen. Dieser Stroheffekt kann neben *career concerns* des Managements auch Aktionären nutzen, die ihre Anteile an weniger kundige Investoren verkaufen wollen.<sup>496</sup>

Die weitere Forschung spricht dafür, dass zumindest eine moderate Form myopischen Managements allgemein nahe liegt, wenn Steigerungen der Rendite und/oder der Volatilität des Aktienkurses einer Gesellschaft bei Investoren (kurzfristige) Erwartungen wecken, die wiederum Manager veranlassen, Budgets für F&E und/oder Marketing zu reduzieren, um nicht hinter den erwarteten Gewinn zurückzufallen und Ergebnisse zu glätten.<sup>497</sup> Zugleich deutet sie an, dass Unternehmen zumindest teilweise mit der

<sup>488</sup> *Mizik/Jacobson*, *Marketing Science* 26 (2007), 361 ff.; für eine Kurzfassung *dies.*, *Harv. Bus. Rev.* 85 (2007), 22, 24.

<sup>489</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV. 1., S. 398 ff.

<sup>490</sup> Dazu 3. Teil, § 2 V. 1., S. 430 ff.

<sup>491</sup> Siehe S. 643 Fn. 476 sowie den begleitenden Text.

<sup>492</sup> *Mizik*, *J. Marketing Res.* 47 (2010), 594, 598 ff.

<sup>493</sup> Das zu erwartende Niveau der Rendite (ROA), der Marketingausgaben sowie der F&E-Intensität wird dabei ökonometrisch anhand von Vorjahreswerten und weiteren Kontrollvariablen geschätzt (*dies.*, *J. Marketing Res.* 47 (2010), 594, 599).

<sup>494</sup> Gemessen als das Verhältnis von F&E zum Umsatz.

<sup>495</sup> *Mizik*, *J. Marketing Res.* 47 (2010), 594, 604–607.

<sup>496</sup> Siehe dazu 3. Teil, § 2 VIII. 5. b) aa), S. 515 ff.

<sup>497</sup> Dazu *Chakravarty/Grewal*, *Management Science* 57 (2011), 1594 ff. Die Autoren testen diese Hypothese mit Daten von Fertigungsunternehmen aus der Elektronikindustrie. Den Ergebnissen zufolge verringerten (relativ zu dem erwarteten Niveau) zwar nur wenige Gesellschaften gleichzeitig die Budgets für F&E sowie für Marketing. Allerdings kürzten die betrachteten Gesellschaften ihre F&E-Bud-

Corporate Governance gegensteuern, indem Vergütungsausschüsse Manager, soweit sie unter anderem anhand des Bilanzgewinns vergütet werden, bei der Bemessung der Barvergütung<sup>498</sup> auch<sup>499</sup> vor Einbußen durch wiederkehrende strategische Ausgaben wie F&E und Werbung abschirmen. Dabei wurde in der – eher kleinen – Stichprobe<sup>500</sup> bei F&E ein größerer Schutz gewährt, passend dazu, dass Marketing schneller gewinnsteigernd wirkt. Auf diese Weise wird einem Anreiz zu kurzfristigem Handeln entgegengewirkt.<sup>501</sup> Allerdings ist dieses Instrument zweischneidig, weil diskretionärer Einfluss missbraucht werden kann, um die Geschäftsleitung zu bereichern bzw. schlechtes Wirtschaften zu belohnen. Bezeichnenderweise liegen keine Studien dazu vor, dass bei der Bemessung der Managervergütung nicht nur strategische Ausgaben, sondern auch deren (gegebenenfalls opportunistische) Unterlassung berücksichtigt würde. Im Gegenteil gehen empirische Befunde eher dahin, dass zwar gegebenenfalls kundige Investoren den Aktienkurs abstrafen, damit aber Anreize zu kurzfristigem Verhalten aus der Vergütung nicht stets beseitigen.<sup>502</sup>

---

gets, während sie ihre Budgets für Marketingfunktionen erhöhten. Darin erblicken die Autoren ein moderates Maß von myopischem Management, weil sich die Vorteile von Marketing schneller zeigen als jene von F&E. Die Neigung zu myopischem Management stieg dabei in der Stichprobe mit abnehmender Unternehmensgröße und Industriekonzentration. Die Autoren erklären das unter anderem damit, dass kleinere Unternehmen in wettbewerbsintensiven Märkten über geringere Spielräume verfügen, ihre Ergebnisse anderweitig anzupassen, als große und marktmächtige Unternehmen, *dies.*, *Management Science* 57 (2011), 1594, 1598 f.

<sup>498</sup> Zu diesem Fokus *Duru/Iyengar/Thevaranjan*, *Contemporary Accounting Research* 19 (2002), 175, 181 f.

<sup>499</sup> Schon vorherige Studien haben ermittelt, dass Vergütungsausschüsse dafür sorgen, dass bei der Barvergütung von Managern bestimmte außerordentliche Aufwendungen nicht nachteilig wirken, dazu *dies.*, *Contemporary Accounting Research* 19 (2002), 175, 178.

<sup>500</sup> Die Stichprobe umfasste 95 Gesellschaften aus den Forbes 500 aus dem Zeitraum 1979 bis 1996, *dies.*, *Contemporary Accounting Research* 19 (2002), 175, 181.

<sup>501</sup> *Dies.*, *Contemporary Accounting Research* 19 (2002), 175 ff. Den Grund für ihren Befund sehen die Autoren darin, zu verhindern, dass der Barvergütungsteil Anreize bietet, Verhaltensweisen zu unterlassen, die (kurzfristig) den Gewinn senken, aber den (Bar-)Wert der Gesellschaft (langfristig) steigern.

Daneben empfehlen einschlägige Studien als Maßnahmen gegen myopisches Management, die Unternehmenskommunikation mit dem Kapitalmarkt zu verbessern, um diesem die Vorteile der gewählten Strategie und getätigter Investitionen zu verdeutlichen, die interne Überwachung von Marketingaktivitäten und der Ressourcenallokation zu verbessern (*Mizik/Jacobson*, *Marketing Science* 26 (2007), 361, 375 f.) sowie die Managervergütung langfristig auszurichten und an mehrere beobachtbare und verifizierbare Leistungsmaße zu koppeln, soweit diese zusätzliche Informationen verkörpern (*Mizik*, *J. Marketing Res.* 47 (2010), 594, 609).

<sup>502</sup> Siehe *Tong/Zhang*, *Does the Capital Market Punish Managerial Myopia?*, 17.03.2021 <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2395774>> (geprüft am 29.03.2021): Die Autoren erstellen eine Stichprobe von Unternehmen, deren Gewinne im Vergleich zum Vorjahr gesunken sind, aber in einem Ausmaß, das sich durch F&E-Kürzungen ausgleichen lässt. Sie bilden daraus zwei Gruppen: Unternehmen, die F&E kürzen und die Gewinne des Vorjahres wieder erreichen, sowie Unternehmen, die F&E-Ausgaben nicht kürzen und die Gewinne des Vorjahres verfehlen. Sie untersuchen die Kursreaktion während eines Fünf-Tages-Zeitfensters um die Veröffentlichung des Gewinns und ermitteln, dass diese nur negativ ausfällt, wenn das betreffende Unternehmen einen hohen Anteil institutioneller Investoren als Aktionäre hat (Prozentsatz über dem Median des betreffenden Jahres). Sie schließen daraus, dass der Kapitalmarkt kurzfristiges Verhalten bestraft, wenn Investoren ausreichende Fähigkeiten haben, dieses zu erkennen. Sie untersuchen sodann, warum sich Manager gleichwohl kurzfristig verhalten, und ermitteln, dass CEOs, die die Vorjahresgewinne erreichen, einen signifikant höheren Anteil an Barvergütung (Gehalt plus Bonus) und eine höhere Gesamtvergütung erhalten, und folgern daraus, dass unvollständige Vergütungsverträge einer der Gründe sind, warum sich CEOs kurzfristig verhalten.

c) *Kurzfristige Vergütungsanreize vs. längerfristige Ausgaben, insbesondere für F & E*

Die vorstehenden Überlegungen führen unmittelbar zu einer weiteren Identifikationsstrategie für *Short-termism*, die sich schon mit Blick auf allgemeine Kontroversen um die Managervergütung aufdrängt: Sie besteht darin zu untersuchen, wie sich die zeitliche Ausrichtung der Vergütung des Vorstands bzw. CEOs auf langfristige Ausgaben, insbesondere in Form von F & E, auswirkt. Kaum verwundern kann hier der verschiedentlich bestätigte Befund, dass bei Vorständen/CEOs eine gewisse Neigung besteht, Ergebnisse genau dann und insoweit kurzfristig-opportunistisch mittels buchmäßiger oder realer Bilanzpolitik hochzutreiben, wenn bzw. wie dies die eigene Vergütung steigert.

Diese Frage ist zunächst eingehend für Boni als Element der Barvergütung untersucht und im Kern bestätigt worden, auch wenn Literaturstimmen den im Detail differenzierenden Forschungsstand nicht ganz einheitlich interpretieren.<sup>503</sup>

Deutlich fallen jedenfalls jüngere Studien aus, die Bilanzpolitik zur Steigerung aktienbasierter Vergütungskomponenten nachgehen. So haben Studien zu den USA beispielsweise gezeigt, (1) dass Bilanzpolitik mittels ermessensabhängiger Ergebnisbestandteile offenbar in solchen Gesellschaften stärker vorkommt, in denen die Managervergütung stärker vom Aktienkurs abhängt,<sup>504</sup> (2) dass allgemein eine über kurze Zeiträume gewährte Vergütung mit Bilanzpolitik korreliert,<sup>505</sup> (3) dass in Quartalen, in denen einem CEO gemäß der Vergütungsvereinbarung besonders viele Aktien und Optionen (ausübbar) zugeteilt werden, das Wachstum von F & E sowie anderen Investitionen (*capital expenditure*) geringer ausfällt, während zugleich überproportional häufig positive Gewinnprognosen abgegeben, Konsensprognosen der Analysten knapp übertroffen und Analystenvorhersagen nach oben revidiert werden,<sup>506</sup> und (4) dass in solchen Quartalen mit

<sup>503</sup> Siehe den Überblick bei *Bergstresser/Philippon*, J. Fin. Ec. 80 (2006), 511, 515 mit Bewertung wie hier; *Dechow/Schrand*, Earnings quality, 2004, S. 58 f. gelangen zu einer zurückhaltenderen Einschätzung.

<sup>504</sup> *Bergstresser/Philippon*, J. Fin. Ec. 80 (2006), 511 ff. ermitteln, dass Gesellschaften, deren CEO-Vergütung relativ stark vom Aktienkurs abhängt, ein höheres Maß an Bilanzpolitik, gemessen an nicht zahlungswirksamen, ermessensabhängigen Gewinnbestandteilen (*discretionary accruals*), aufweisen. CEOs solcher Gesellschaften nutzen demnach in aggressiverer Weise ermessensabhängige Ergebnisbestandteile, um das berichtete Unternehmensergebnis zu beeinflussen. Außerdem ermitteln die Autoren, dass in Jahren, in denen ermessensabhängige Bestandteile einen großen Teil des berichteten Unternehmensgewinns ausmachen, CEOs ungewöhnlich hohe Mengen von Optionen ausüben und eine ungewöhnlich hohe Zahl von Aktien ihrer Gesellschaft verkaufen. Einen Zusammenhang zwischen aktienbasierter Vergütung und Bilanzpolitik ermitteln etwa auch *Cheng/Warfield/Ye*, J. Acc., Auditing & Fin. 26 (2011), 317 ff.

<sup>505</sup> *Gopalan/Milbourn/Song u. a.*, J. Fin. 69 (2014), 2777, 2787, 2803–2812 zeigen mit einem neuen Maß für die zeitliche Ausrichtung der CEO-Vergütung (sog. *pay duration*), dass Unternehmen, die ihre CEOs langfristiger vergüten, tendenziell niedrigere positive (gewinnsteigernde) ermessensabhängige Ergebnisbestandteile aufweisen. Dies stimmt mit der intuitiv naheliegenden Hypothese überein, dass eine kurzfristige Vergütung Managern Anreize bietet, kurzfristige Gewinnbestandteile zu betonen. Die Autoren schränken allerdings ein, dass ihre Analyse keinen kausalen Zusammenhang nachweist.

<sup>506</sup> *Edmans/Fang/Lewellen*, Rev. Financ. Stud. 30 (2017), 2229–2271. Die Studie misst kurzfristige Interessen eines CEO anhand der Aktien und Optionen, die ihm in einem bestimmten Quartal gewährt bzw. die ausübbar werden. Da deren Zahl maßgeblich von Vergütungsprogrammen bzw. Zuteilungen abhängt, die mehrere Jahre zuvor vereinbart wurden, hängt der Umfang wahrscheinlich nicht damit zusammen, wie sich die Investitionsmöglichkeiten im laufenden Quartal verändern. Vor diesem Hintergrund sprechen die Zusammenhänge, welche die Autoren feststellen, für einen kausalen Effekt, dergestalt, dass ausübbar werdende Elemente der Aktienvergütung den CEO veranlassen, Investitionen in F & E als Proxy für langfristige Projekte zu reduzieren und kurzfristige Gewinne zu steigern. Ähnliche Ergebnisse ermitteln etwa *Bennett/Bettis/Gopalan u. a.*, J. Fin. Ec. 124 (2017), 307 ff.

höherer Wahrscheinlichkeit Aktienrückkäufe getätigt sowie Fusionen und Übernahmen angekündigt werden, die jeweils kurzfristig mit höheren Kursen, aber langfristig (zwei Jahre nach Rückkäufen, vier Jahre nach M&A) mit Kurseinbußen verbunden sind.<sup>507</sup> All dies bedeutet nicht, dass aktienbasierte Vergütungsinstrumente per se zu kurzfristigem Verhalten insbesondere mit Blick auf F & E führen würden – eine Studie deutscher Autoren legt übereinstimmend mit einigen Arbeiten aus den USA nahe, dass allgemein das Gegenteil der Fall ist.<sup>508</sup> Etwas anderes gilt aber jedenfalls, soweit Aktien, Aktienoptionen oder gewinnabhängige Boni relativ geballt zu bestimmten Zeitpunkten am Ende des Bemessungszeitraums anstatt graduell gewährt werden – im Englischen spricht man plastisch von *cliff vesting* anstatt *graded vesting*.<sup>509</sup> Dann neigen CEOs bezogen auf diese Termine zu kurzfristig gewinnsteigernden Maßnahmen auch auf Kosten der langfristigen Entwicklung.

Offen bleibt allerdings das Warum, an dem sich etwaige Gegenmaßnahmen orientieren müssen. Die *Short-termism*-Theorie bietet unterschiedliche Erklärungen an: Zum einen könnten Aktionäre der Geschäftsleitung gezielt kurzfristige Verhaltensanreize geben, sei es, weil es die Bewertung von Managern erleichtert, die sich auf ihrer Position (noch) bewähren müssen,<sup>510</sup> sei es, weil die Aktionäre kurzfristig verkaufen und dazu einen hohen Kurs bezogen auf einen gewünschten Ausstiegszeitpunkt herbeiführen möchten.<sup>511</sup> Empirisch gibt es hierfür etwa bei Private-Equity-Investoren gewisse Indi-

---

<sup>507</sup> *Edmans/Fang/Huang*, The Long-Term Consequences of Short-Term Incentives, February 2018. Auch die Ereignisstudie von *Ladika/Sautner*, Rev. of Finance 24 (2020), 305 zeigt, dass CEOs mit kurzen Erdienungszeiträumen für Aktienoptionen kurzfristig handeln, indem sie langfristige Investitionen kürzen (*capital expenditure* zuzüglich F & E), höhere kurzfristige Gewinne berichten und verstärkt eigene Aktien veräußern, wobei sich der Kurs der Gesellschaft nach einem anfänglichen Anstieg langfristig relativ schlecht entwickelt. Die Studie knüpft dabei an eine bilanzrechtliche Änderung in den USA aus dem Jahr 2004 an, welche Unternehmen einmalig veranlasste, die Erdienungszeiträume für gewährte Aktienoptionen zu verkürzen.

<sup>508</sup> *Rapp/Wolff/Schaller*, ZBW 82 (2012), 1057 ff. Die Autoren legen zunächst dar, dass eine uneinheitliche Studienlage dazu besteht, ob aktienkursbasierte Anreize positiv auf F & E-Investitionen wirken (a. a. O., S. 1059). Eine empirische Klärung wird dadurch erschwert, dass die Vorstandsvergütung und dabei insbesondere der Anteil aktienkursbasierter Vergütungsinstrumente endogen durch Unternehmens- und Umweltmerkmale bestimmt wird (a. a. O., S. 1058). *Rapp/Wolff/Schaller* nutzen die Finanzkrise als exogenen, von den Unternehmen unerwarteten Schock und untersuchen, ob aktienkursbasierte Vergütungsanreize das Investitionsverhalten der Manager in der Kreditkrise positiv beeinflussten. Aktienkursbasierte Vergütungsanreize definieren sie als Aktien mit mindestens einjähriger Verkaufssperre, Aktienoptionen mit mindestens einjähriger Sperrfrist oder vergleichbare Vergütungskomponenten, bei denen sich die Höhe der Auszahlung an der zukünftigen Entwicklung des Aktienkurses orientiert (a. a. O., S. 1064). Ausgenommen sind ex post gewährte Ermessenstantiemen, die bei einer über einen zurückliegenden Zeitraum wesentlichen Kurssteigerung gezahlt werden (S. 1063). Die Autoren ermitteln einen beachtlichen positiven Effekt.

Ebenso für die USA *Kumar/Lee*, Agency and Corporate Investment: The Role of Executive Compensation and Corporate Governance, J of Business 79 (2006), 1127, die für den Zeitraum 1992 bis 2000 eine positive Korrelation zwischen aktienbasierter Vergütung und langfristigen Investitionen ermitteln. Zu beachten ist allerdings, dass die Studie nicht prüft, ob das bestehende Investitionsniveau optimal ist (ob also Überinvestment im Sinne von *empire-building*, Unterinvestment oder ein optimales Investitionsniveau vorliegt) und eine reine Querschnittsbetrachtung vornimmt, also keine Rückschlüsse auf Kausalität innerhalb eines Unternehmens erlaubt.

<sup>509</sup> Zur Terminologie mit Definitionen *Gopalan/Milbourn/Song u. a.*, J. Fin. 69 (2014), 2777, 2783; diese Ausdrücke werden auch in der Praxis verwendet, siehe den längeren Auszug aus einem *proxy statement* der Gesellschaft HealthNet bei *Bennett/Bettis/Gopalan u. a.*, J. Fin. Ec. 124 (2017), 307, 329.

<sup>510</sup> Dazu oben 3. Teil, § 2 V. 1. b), S. 436 ff.

<sup>511</sup> Dazu oben 3. Teil, § 2 VIII. 5. b) aa), S. 515 ff.

zien.<sup>512</sup> Zum anderen könnten Manager aufgrund von *career concerns*<sup>513</sup> oder mit Blick auf ein erwartetes Ende ihrer Amtszeit (Managerfluktuation, *horizon hypothesis*)<sup>514</sup> aus eigenem Antrieb auf Vergütungsstrukturen mit Spitzen hinwirken, die kurzfristige Anreize vermitteln, und entsprechend agieren. Es liegt nahe, dass in der Realität beides auftritt.

#### d) Übernahmehindernisse und F&E-Investitionen bzw. Innovation

##### aa) Theoretischer Hintergrund

Seit der *US takeover controversy* der 1980er Jahre ist unter anderem mit Blick auf *Short-termism* umstritten, ob und wie sich Gestaltungen zur Abwehr von Übernahmen auf langfristige Investitionen auswirken. Damals wie heute argumentieren aktionärs- und übernahmefreundliche Stimmen, dass die latente Drohung mit einer Übernahme Manager diszipliniere, den Unternehmenswert beständig und dauerhaft zu steigern, während Abwehrinstrumente ihnen ein ruhiges Leben auf Kosten der Aktionäre erlaubten.<sup>515</sup> Demgegenüber beklagt die Gegenposition, dass eine drohende Übernahme als Damoklesschwert über der Geschäftsleitung diese dazu dränge, das Unternehmen auf Kosten der langfristigen Wertschöpfung allzu kurzfristig zu führen. Deshalb ermöglichten Abwehrmaßnahmen ein auf Dauer erfolgreicherer Wirtschaften.<sup>516</sup>

##### bb) Entwicklung des Meinungsstands in den USA

In den USA dominierte auf akademischer Seite zunächst die erstgenannte, übernahmefreundliche Ansicht. *Short-termism*-Kritik kam anfangs in erster Linie von Praktikern. Heute ist das Meinungsbild selbst bei empirisch arbeitenden Rechtsökonomern, die herkömmlich besonders übernahmefreundlich eingestellt sind, differenzierter.<sup>517</sup> Die Anzahl der Studien zu der Thematik ist Legion.<sup>518</sup> An dieser Stelle genügt es, den Forschungsstand exemplarisch anhand einiger besonders bekannter Arbeiten zu skizzieren und so

<sup>512</sup> Siehe empirisch *Cronqvist/Fahlenbrach*, J. Fin. Ec. 108 (2013), 659, 660, 663 f. (höhere Zielboni, die allerdings verstärkt auf Cashflow-Maße bzw. das EBITDA bezogen werden, das als weniger beeinflussbar gilt als der Jahresüberschuss); speziell mit Blick auf Internetunternehmen *Bolton/Scheinkman/Xiong*, Rev. Ec. Stud. 73 (2006), 577, 597 zu Investitionen von Wagniskapitalgesellschaften in Internetunternehmen unter Verweis auf *Hendershott*, J. Corp. Fin. 10 (2004), 281 ff.; theoretisch *Cebon/Hermalin*, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 1667, 1692. Siehe aber auch allgemein zur relativ positiven Bewertung der Managervergütung durch Private-Equity-Investoren im Fall eines Leveraged Buyout *Kaplan/Strömberg*, J. Econ. Persp. 23 (2009), 121, 122, 130–133.

<sup>513</sup> Dazu oben 3. Teil, § 2 V. 1. a), S. 431 ff.

<sup>514</sup> Dazu oben 3. Teil, § 2 V. 1. c), S. 439 ff.

<sup>515</sup> Für eine frühe theoretische und empirische Untersuchung *DeAngelo/Rice*, J. Fin. Ec. 11 (1983), 329 ff., wobei die Autoren einräumen, dass ihre Belege für die Managerial-Entrenchment-Hypothese nur schwach und als vorläufig zu sehen sind.

<sup>516</sup> Näher dazu 2. Teil, § 1 I. 3. b), S. 98 ff.

<sup>517</sup> Ähnlich, wenngleich etwas zu pointiert *Coffee, Jr./Palia*, ACG 1 (2016), 1, 87: „Once, a clear academic consensus existed that takeover defensive measures reduced shareholder value, but today fissures are appearing in that consensus.“ Tatsächlich gab es bereits in den 1980er Jahren auch einige Gegenstimmen aus der Wissenschaft, neben John C. Coffee Jr. selbst insbesondere Louis Lowenstein, aus der Managementforschung Peter Drucker und aus angesehenen volkswirtschaftlichen Publikationen Charles R. Knoeber (zu dieser auch sogleich im Text).

<sup>518</sup> Nach *Straska/Waller*, J. Financ. Quant. Anal. 49 (2014), 933 sind allein zwischen 1980 und 2011 in Zeitschriften mit Peer-Review über 1.900 wissenschaftliche Aufsätze über Gestaltungen zur Abwehr von Übernahmen (*antitakeover provisions*) veröffentlicht worden.

zugleich die methodischen Probleme anschaulich zu machen. Im Übrigen kann auf allgemeine Übersichtsartikel und Sammelwerke verwiesen werden.<sup>519</sup>

Die herkömmlich zumeist negative Sicht US-amerikanisch geprägter Wissenschaftler auf Instrumente zur Abwehr von Übernahmen lag vor allem darin begründet, dass viele Studien negative (kurzfristige) Aktienkursreaktionen auf die Einführung solcher Instrumente festgestellt hatten.<sup>520</sup> Die realen Auswirkungen auf langfristige Investitionen sind indes schwieriger zu messen und seit jeher unklar:

Bereits Anfang der 1980er Jahre gab es erste empirische Belege für einen positiven Zusammenhang zwischen bestimmten Abwehrinstrumenten und als langfristig eingeordneten Investitionen. So argumentierte eine Studie im hoch angesehenen *American Economic Review* 1986,<sup>521</sup> dass Manager risikoavers, Aktionäre hingegen risikoneutral seien und dass sich Leistungen von Managern anfänglich schwer bewerten ließen. Deshalb sollten Manager optimalerweise zunächst ein relativ kleines Gehalt und später einen leistungsabhängigen Bonus erhalten. Eine feindliche Übernahme könne dies torpedieren und deshalb eine entsprechende Vereinbarung schon ex ante verhindern, sofern der Manager nicht mit einem „goldenen Fallschirm“ gegen das Risiko versichert wird. Die Studie testete diese Spielart der Breach-of-Trust-Theorie<sup>522</sup> mit US-Daten und interpretierte die Ergebnisse, die unter anderem einen positiven Zusammenhang mit Sach- und Forschungsinvestitionen zeigten, als – wenngleich nicht starke – Bestätigung ihrer Hypothese.<sup>523</sup>

<sup>519</sup> Siehe etwa *Davidoff/Hill* (Hrsg.), *Law and economics of mergers and acquisitions*, 2013; *Straska/Waller*, *J. Financ. Quant. Anal.* 49 (2014), 933 ff.; *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), *Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG*, 2017, § 3.

<sup>520</sup> Zu diesem Befund *Mahoney/Sundaramurthy/Mahoney*, *Manage. Decis. Econ.* 18 (1997), 349 mit zahlreichen Nachweisen in Endnote 1 auf S. 360 („Negative and statistically significant stock price effects of the adoption of an antitakeover provision are well documented.“); kurze Besprechung einiger Studien bei *Johnson/Rao*, *Fin. Rev.* 32 (1997), 659, 662 f.; für eine grundlegende und viel beachtete Arbeit in dieser Tradition, deren Stichprobe nachfolgend von mehreren weiteren Studien genutzt wurde, *Jarrell/Poulsen*, *J. Fin. Ec.* 19 (1987), 127 ff., dort auch zur Differenzierung zwischen den einzelnen Instrumenten. Aus heutiger Sicht wird der Forschungsstand zurückhaltender bewertet, siehe *Straska/Waller*, *J. Financ. Quant. Anal.* 49 (2014), 933, 941 („Perhaps the largest body of evidence seeking to directly examine how antitakeover provisions impact shareholder wealth uses event study methodology to measure the abnormal returns related to the announcement that a firm is planning to adopt or repeal an antitakeover provision or the announcement of the passing of state antitakeover legislation. The results of these event studies have been largely inconclusive [...]“).

<sup>521</sup> *Knoeber*, *Am. Ec. Rev.* 76 (1986), 155 ff.

<sup>522</sup> Zu dieser bereits 3. Teil, § 2 IV.3. a), S. 418 ff.

<sup>523</sup> *Knoeber*, *Am. Ec. Rev.* 76 (1986), 155, 162–166 ermittelte bezogen auf das Jahr 1982 mit einer zufälligen Ausgangsstichprobe von 331 Gesellschaften aus der COMPUSTAT-Datenbank, dass das Vorhandensein eines goldenen Fallschirms in einem schwach signifikant positiven Zusammenhang mit Kapitalinvestitionen (*capital expenditure*), Ausgaben für Werbung und Forschung (allerdings in etwas unscharfer Definition, a. a. O., S. 163), sowie dem Ausmaß und dem unerklärten Teil der Varianz der Quartalsaktienrenditen stand, während ein negativer Zusammenhang zum Anteil der Aktien bestand, den das Management selbst hielt. Außerdem ermittelte *Knoeber* (ebd.), dass die Länge der Beschäftigung in Unternehmen mit einem goldenen Fallschirm in einem stärkeren Zusammenhang mit der Vergütungshöhe stand als in Firmen ohne goldenen Fallschirm. Beides stützt die These, dass goldene Fallschirme in relativ schwer bewertbaren Unternehmenskontexten und bei Investitionen, deren Ertragspotenziale sich erst relativ langfristig zeigen, implizite Vereinbarungen mit Managern absichern, kraft deren der Manager anfangs vergleichsweise gering und mit zunehmender Amtsdauer (bei Bewährung) deutlich höher bezahlt wird. *Knoeber* argumentierte zudem, dass seine Hypothese die Befunde deutlich besser erkläre als die Gegenmeinung, welche goldene Fallschirme als Belohnung auch schlechten Managements bei einer Entlassung und damit als Ausdruck von Prinzipal-Agenten-Problemen zwischen Management und Aktionären einordnet.

Dass Abfindungen indes oft in sehr fragwürdiger Weise vereinbart und ausgezahlt werden, ist wohlbekannt.<sup>524</sup>

Andererseits ermittelte eine Studie aus dem renommierten Journal of Political Economy von 1990<sup>525</sup> anhand einer Stichprobe von Gesellschaften aus der S&P-Compustat-Datenbank, die zwischen 1979 und 1985 ein *antitakeover amendment* ihrer Satzung<sup>526</sup> angenommen hatten, dass diese Unternehmen zwar ihr Verhältnis von F&E-Ausgaben zum Umsatz nicht wesentlich änderten, damit aber statistisch und ökonomisch signifikant hinter einem starken Anstieg dieses Verhältnisses bezogen auf den Gesamtmarkt<sup>527</sup> und bezogen auf die konkrete Industrie<sup>528</sup> zurückblieben.<sup>529</sup> Danach schienen abgeschottete Manager im Schnitt weniger zukunftsorientiert zu investieren und andere, ungeschützte Unternehmen also gerade nicht aufgrund von *takeover threats* kurzfristiger orientiert.

Dieser empirische Test von „Shark Repellents and Managerial Myopia“ sieht sich allerdings gewichtiger methodischer Kritik ausgesetzt. Es liegt nämlich nahe, dass die Gesellschaften der Stichprobe, welche ein *antitakeover amendment* verabschiedeten, besonders übernahmegefährdet waren. Solche Unternehmen ergriffen aber im Untersuchungszeitraum, wie andere Studien zeigen, typischerweise ein Paket präventiver Abwehrmaßnahmen, zu denen eine erhöhte Verschuldung bei gekürzten F&E- sowie Investitionsausgaben gehörte. Dann besteht aber wahrscheinlich keine kausale Beziehung zwischen einem *antitakeover amendment* und stagnierenden F&E-Ausgaben. Vielmehr könnten beide Teil eines Maßnahmenpakets sein, das auf Übernahmendruck reagierte, der somit doch kurzsichtiges Verhalten verursachen würde. Da die Studie es versäumte, die Verschuldung der Gesellschaften zu kontrollieren, lässt sich dies nicht feststellen.<sup>530</sup> Jedenfalls gelang es einer zwei Jahre später erschienenen Studie mit dem gleichen Ausgangsdatensatz nicht, die negativen Ergebnisse zu reproduzieren.<sup>531</sup> Im Gegenteil ermittelte sie mit einem größeren Zeitfenster einen positiven Einfluss von *antitakeover amendments* auf das Verhältnis von Anlageninvestitionen (*fixed capital expenditure*) sowie F&E zum Gesellschaftsvermögen (*assets*) bzw. zum Umsatz.<sup>532</sup> Eine dritte Studie, wiederum mit dem gleichen Datensatz, konnte schließlich über ein Zeitfenster von fünf

<sup>524</sup> Siehe die zahlreichen Beispiele aus Deutschland bei *Bayer/Meier-Wehrsdorfer*, AG 2013, 477, 477 f., 485 f.; zudem im theoretischen Kontext bereits oben 3. Teil, § 2 IV.3.a)cc), S. 422 ff.

<sup>525</sup> *Meulbroek/Mitchell/Mulherin u. a.*, J. Pol. Econ. 98 (1990), 1108 ff.

<sup>526</sup> *Dies.*, J. Pol. Econ. 98 (1990), 1108 ff. verwenden einen Datensatz von *Jarrell/Poulsen*, J. Fin. Ec. 19 (1987), 127 ff. Dieser beschreibt die untersuchten *amendments* inhaltlich, legt aber nicht dar, ob sie in den betrachteten Staaten durch Änderung der *bylaws* und/oder der *articles of incorporation* umgesetzt wurden.

<sup>527</sup> Alle Compustat-Firmen, *Meulbroek/Mitchell/Mulherin u. a.*, J. Pol. Econ. 98 (1990), 1108, 1111 Fn. 6.

<sup>528</sup> Definiert anhand der dreistelligen SIC-Klassifizierung, *dies.*, J. Pol. Econ. 98 (1990), 1108, 1115 Fn. 7.

<sup>529</sup> *Dies.*, J. Pol. Econ. 98 (1990), 1108, 1111, 1114 f.

<sup>530</sup> Zu dieser Kritik *Nickell*, The performance of companies, 1995, S. 30; *Hall*, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 110, 130 f. Zudem betrachtete die Studie nur ein sehr enges Zeitfenster von einem Jahr nach der Annahme, konnte also Änderungen in den Folgejahren ebenso wenig erfassen wie Änderungen, die im selben Jahr wie die Annahme erfolgten, dazu *Pugh/Page/Jehara, JR.*, J. Fin. Serv. Res. 15 (1992), 57, 60.

<sup>531</sup> *Pugh/Page/Jehara, JR.*, J. Fin. Serv. Res. 15 (1992), 57, 63.

<sup>532</sup> *Dies.*, J. Fin. Serv. Res. 15 (1992), 57 ff. Die positiven Effekte traten der Studie zufolge vor allem im Jahr der Annahme sowie im zweiten und dritten Jahr danach auf. Inwieweit die Ergebnisse statistisch signifikant waren, hing dabei auch vom Zuschnitt der Kontrollgruppe ab.

Jahren unter Berücksichtigung von Industrietrends gar keine systematischen Auswirkungen auf das Managementverhalten feststellen.<sup>533</sup>

Nachfolgende Arbeiten im Sinne der (herkömmlich) herrschenden akademischen Sichtweise haben versucht, den Befund anderweitig abzusichern. So ermittelte eine Studie von 1997 wiederum, dass *antitakeover amendments* in einem negativen Zusammenhang mit langfristigen Investitionen standen, der zudem bei hoher Eigentümerschaft von Insidern oder institutionellen Investoren geringer ausfiel, also wenn Agency-Probleme mutmaßlich weniger ausgeprägt waren. Umgekehrt erwies sich der Rückgang als stärker, wenn Gesellschaften ein hohes Buchwert-Marktwert-Verhältnis aufwiesen oder als Übernahmekandidaten galten, worin die Autoren Indikatoren für eine höhere Ineffizienz erblickten.<sup>534</sup> Zudem ergab eine zur Jahrtausendwende erschienene Untersuchung von Börsengängen, dass Anti-Takeover-Bestimmungen, die das Management isolieren, dann am häufigsten waren, wenn die F&E-Intensität in der betreffenden Industrie niedrig war und folglich auch damit verbundene Informationsasymmetrien.<sup>535</sup>

2013 hat eine großzahlige Untersuchung im angesehenen Journal of Finance zu Anti-Takeover-Gesetzgebung und Patentierungsaktivität diese Sicht weiter untermauert.<sup>536</sup> Die Studie nutzt den Erlass von sog. *business combination statutes*<sup>537</sup> in einigen US-Gliedstaaten, um einen exogenen Rückgang der Drohung feindlicher Übernahmen abzubilden, und verwendet erworbene Patente sowie Patentzertifizierungen, um Quantität und Qualität der Innovation zu messen. In der Hauptsache untersucht sie jeweils einen Zeitraum von einem Jahr vor und vier Jahren nach Gesetzeserlass. Anhand eines Panels von 13.339 US-Unternehmen aus dem Zeitraum von 1976 bis 2000 ermittelt die Arbeit, dass Unternehmen, die in einem Staat saßen, welcher ein *business combination statute* erließ, verglichen mit Firmen aus Staaten ohne ein solches Gesetz, vor allem ab zwei Jahren nach Erlass statisch und ökonomisch signifikant weniger innovativ waren und dass sich dies negativ im Unternehmenswert (Kurs-Buchwert-Verhältnis, Tobin's Q<sup>538</sup>) niederschlug.<sup>539</sup> Der negative Effekt blieb der Studie zufolge hingegen weitgehend aus, wenn ein Unternehmen einen außenstehenden Eigner mit mehr als 5 % Anteilsbesitz oder einen aktivistischen Pensionsfonds unter seinen Aktionären hatte. Eine deutliche Abmilderung zeigte sich bei einem hohen Verschuldungsgrad und einer konzentrierten Industrie,

<sup>533</sup> Johnson/Rao, Fin. Rev. 32 (1997), 659 ff. mit instruktiver Gegenüberstellung der methodischen Unterschiede zu den beiden vorgenannten Studien (a. a. O., S. 677 f.).

<sup>534</sup> Mahoney/Sundaramurthy/Mahoney, Manage. Decis. Econ. 18 (1997), 349 ff.

<sup>535</sup> Daines/Klausner, J. L. Econ. & Org. 17 (2001), 83 ff.

<sup>536</sup> Atanassov, J. Fin. 68 (2013), 1097 ff.

<sup>537</sup> *Business combination statutes* untersagen es einem Erwerber, der einen bestimmten Mindestprozentsatz der Aktien hält (etwa 10 %), für eine bestimmte Zeit, typischerweise drei oder fünf Jahre, einen Zusammenschluss mit der Zielgesellschaft zu vollziehen, sofern nicht bestimmte Bedingungen erfüllt sind, insbesondere sofern nicht das Board der Zielgesellschaft zugestimmt hat, siehe Daines/Klausner, J. L. Econ. & Org. 17 (2001), 83, 115 f. Beispielsweise untersagt die entsprechende Regelung in § 203 DGCL einem Bieter, der mit einer *tender offer* weniger als 85 % der Aktien erreicht, für drei Jahre die restlichen Aktien zu erwerben, sofern nicht das Board der Zielgesellschaft vorab zustimmt oder anschließend zusammen mit zwei Dritteln der Aktionäre ohne Eigeninteresse zustimmt, Cheffins, 40 Del. J. Corp. L. 1, 64 (2015). Auf diese Weise wird der Bieter auch daran gehindert, die Zielgesellschaft ganz oder in Teilen zur Finanzierung der Übernahme einzusetzen, worauf stark fremdkapitalfinanzierte Übernahmehorhaben typischerweise angewiesen sind, Straska/Waller, J. Financ. Quant. Anal. 49 (2014), 933, 937.

<sup>538</sup> Zu dessen umstrittener Eignung oben 3. Teil, § 4 I. 3. c), S. 596 ff.

<sup>539</sup> Technisch gesprochen verwendet die Studie einen sog. Difference-in-Differences-Schätzansatz. Dabei kontrolliert sie für Charakteristika der Unternehmen, ebenso wie für konstante, nicht beobachtbare Unterschiede der Unternehmen (*firm fixed effects*) und zeitliche Trends (*time fixed effects*).

die – industrieökonomisch zweifelhaft – als Ausdruck hohen Produktwettbewerbs interpretiert wird.<sup>540</sup> Diese Umstände werden als alternative Governance-Mechanismen eingeordnet. Insgesamt sieht die Studie damit den *agency view* bestätigt.

Indes ist auch diese Untersuchung in jüngerer Zeit zusammen mit anderen Studien zu den Folgen von Abwehrinstrumenten gegen Übernahmen wissenschaftlich scharf angegriffen und grundlegend infrage gestellt worden: Sie erfasse rechtliche Zusammenhänge falsch und enthalte in großem Umfang Kodierungsfehler, bedingt dadurch, dass sie fehlerhafte Datenerhebungen bzw. Einordnungen vorheriger Arbeiten übernehme.<sup>541</sup> Die damit verknüpfte allgemeine Problematik wurde bereits erörtert.<sup>542</sup>

Zu dieser Kritik gesellen sich in jüngerer Zeit vermehrt Studien, die die ökonomische *Short-termism*-Theorie in der Variante der Breach-of-Trust-Hypothese (auch: *bonding hypothesis*) untermauern. So ermittelt eine viel beachtete, freilich ihrerseits methodisch umstrittene<sup>543</sup> Untersuchung, die den Einfluss von *staggered boards* auf den Unternehmenswert mit Daten von 1978 bis 2015 im zeitlichen Längsschnitt anstatt, wie zuvor verbreitet, im Querschnitt untersucht, für den Zeitraum ab 1996<sup>544</sup> einen positiven Zusammenhang mit dem langfristigen Unternehmenswert gemessen anhand von Tobin's Q. Dies gilt insbesondere für Gesellschaften, die besonders innovativ,<sup>545</sup> besonders komplex und von asymmetrischer Information geprägt<sup>546</sup> oder bei denen Stakeholder-Beziehungen besonders bedeutsam waren.<sup>547</sup> Umgekehrt ging die Abschaffung eines *staggered board* in solchen Firmen mit einem sinkenden Unternehmenswert einher. Zugleich zeigt die Studie, dass es erheblich wahrscheinlicher war, dass ein Unternehmen mit einem relativ geringen Wert (Tobin's Q) ein *staggered board* einführte, wodurch sich der herkömmliche Befund eines negativen Zusammenhangs im Querschnitt erklärt.<sup>548</sup> Letzte-

<sup>540</sup> Konzentrierte Industrien können sich zwar durch intensiven Wettbewerb auszeichnen – im Grundmodell des vollkommenen Preiswettbewerbs ist dieser Zusammenhang im engen Oligopol als Bertrand-Paradox bekannt. Unter den Bedingungen realer, unvollkommener Märkte fällt der Wettbewerb mit zunehmender Marktkonzentration aber oft schwächer aus. Hierin liegt ein Hauptgrund für die gesetzliche Fusionskontrolle. Sogar auskömmliches stillschweigendes Parallelverhalten (*tacit collusion*) ist möglich, wie das viel beachtete Beispiel des deutschen Tankstellenmarktes zeigt.

<sup>541</sup> Siehe speziell mit Blick auf die Studie von Atanassov *Catan/Kahan*, 68 Stan. L. Rev. 629, 646 mit Fn. 73, 648 f. mit Fn. 88, 667 (2016) sowie allgemein zu ihrer Kritik im Kontext 3. Teil, § 4 I.2. c), S. 585 ff.

<sup>542</sup> Dazu 3. Teil, § 4 I.2. c), S. 585 ff.

<sup>543</sup> Ablehnend *Catan/Klausner*, Board Declassification and Firm Value, September 2017, <<https://ssrn.com/abstract=2994559>> (geprüft am 11.06.2020), die argumentieren, dass der Befund dadurch bedingt sei, dass vorwiegend Unternehmen mit großer Marktkapitalisierung ein *destaggering* durchführten. Das Resultat verliere seine statistische Signifikanz, wenn man dies bei der Definition der Kontrollgruppe berücksichtige. Im größeren Kontext knapp *Klausner*, in: Gordon/Ringe (Hrsg.), *The Oxford handbook of corporate law and governance*, 2018, S. 184, 197–200, insb. S. 199.

<sup>544</sup> *Cremers/Litov/Sepe*, J. Fin. Ec. 126 (2017), 422, 428, 430.

<sup>545</sup> Gemessen an dem Verhältnis von F & E zum Umsatz sowie anhand eines Rankings von Patentzitationen.

<sup>546</sup> Ausgedrückt durch einen hohen Anteil immaterieller Anlagen und die Unternehmensgröße.

<sup>547</sup> Ausgedrückt durch die Präsenz eines großen Kunden, Mitgliedschaft in einer strategischen Allianz, eine hohe industrieweite Arbeitsproduktivität sowie eine hohe industrieweite Bedeutung spezifischer Verträge mit Zulieferern.

<sup>548</sup> *Cremers/Litov/Sepe*, J. Fin. Ec. 126 (2017), 422 ff. Demgegenüber ergaben sich keine konsistenten Belege dafür, dass *staggered boards* für Gesellschaften mit besonders kurzfristigen Investoren bedeutsamer waren (a. a. O., S. 441 f.). Für eine stärker an Juristen adressierte Aufbereitung, wobei das Datenmaterial bis 2011 zugrunde liegt, *Cremers/Sepe*, 68 Stan. L. Rev. 67, 119 f. (2016).

res gilt, wie eine andere Arbeit zeigt, offenbar auch für die Annahme einer *poison pill*.<sup>549</sup> Eine parallele Studie überträgt den Ansatz auf Reinkorporierungen, indem sie im zeitlichen Längsschnitt die Folgen einer Reinkorporierung im relativ übernahmefreundlichen Delaware mit den Folgen einer Reinkorporierung in Bundesstaaten mit relativ vielen *antitakeover statutes* vergleicht. Hier zeigen sich übereinstimmende Ergebnisse im Sinne der Breach-of-Trust-Hypothese.<sup>550</sup>

Ähnliche Befunde gibt es für Europa. So ermittelt eine Studie mit einer – freilich ziemlich kleinen – Stichprobe von niederländischen Unternehmen aus dem Zeitraum von 1992 bis 1996 einen statistisch und ökonomisch signifikant positiven Zusammenhang zwischen drei mehrstimmrechtsartigen Konstruktionen zur Abwehr von Übernahmen, die typischerweise das Management stärken,<sup>551</sup> und der langfristigen Gesamtkapitalrentabilität, berechnet als Fünfjahresdurchschnittswert.<sup>552</sup> Die Autoren betonen allerdings, dass ihre Ergebnisse vorläufigen Charakter haben und keine kausalen Zusammenhänge belegen.<sup>553</sup>

### cc) Zusammenfassung und Fazit

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Befunde dazu, wie sich Gestaltungen zur Abwehr von Übernahmen auf langfristige Investitionen und den Unternehmenswert für die Aktionäre auswirken, gemischt ausfallen. Ältere Studien gelangten häufiger zu einer pauschal negativen Beurteilung, während neuere Studien vermehrt positive Resultate ergeben haben, die im Detail nach Unternehmensmerkmalen differenzieren. Vor

<sup>549</sup> So ermittelt *Catan*, 48 J. Legal Stud. 1–44 (2019), dass entgegen einer in US-Studien verbreiteten Interpretation die Annahme einer *poison pill* in dem betrachteten Zeitraum nicht typischerweise zu einem Rückgang des Unternehmenswertes führte, sondern umgekehrt typischerweise in Unternehmen nach einem scharfen, weitgehend temporären Rückgang der Unternehmensrendite erfolgte (*selection effect*). Zu dieser Studie auch *Klausner*, in: Gordon/Ringe (Hrsg.), *The Oxford handbook of corporate law and governance*, 2018, S. 184, 197.

<sup>550</sup> *Cremers/Sepe*, *The Financial Value of Corporate Law. Evidence from (Re)Incorporations*, November 2015, <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2519238](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2519238)> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>551</sup> Die Studie betrachtet drei Schutzmechanismen gegen unliebsame aktivistische Aktionäre oder feindliche Übernahmen, die unter dem sog. *structural regime* zur Verfügung stehen, das für größere Gesellschaften vorgeschrieben ist (*Chirinko/van Ees/Garretsen u. a.*, *German Ec. Rev.* 5 (2004), 119, 123 f.):

(1) *priority shares (Prioriteits-aandelen)*, die vom Management ausgegeben werden, keine Einzahlung erfordern und Sonderrechte in bestimmten Situationen vermitteln, etwa bei der Billigung einer Fusion, einer Satzungsänderung oder der Ausgabe neuer Aktien, dazu allgemein *de Jong/DeJong/Mertens u. a.*, in: Duffhues/Renneboog (Hrsg.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, 2006, S. 199, 207;

(2) sog. *preference shares (prefs)*, die vom Management nach Ermächtigung durch die Aktionäre ausgegeben werden können, neben dem Stimmrecht mit dem Recht auf eine fixe bevorrechtigte Dividende verbunden sind und im Voraus nur mit 25 % des Nominalwertes eingezahlt werden müssen, siehe allgemein *Silverentand*, in: Nieuwenhuijzen (Hrsg.), *Financial Law in the Netherlands*, 2010, S. 19, 21; *de Jong/DeJong/Mertens u. a.*, in: Duffhues/Renneboog (Hrsg.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, 2006, S. 199, 207;

(3) *tradeable depository receipts*/Aktienzertifikate, bei denen die eigentlichen Aktien formal auf eine Art Hinterlegungsstelle (*Administratie-kantoor*) übertragen werden, welche die Stimmrechte ausübt und statt der Aktien Zertifikate ausgibt, welche zur Teilnahme an der Hauptversammlung berechtigen, aber nur noch das Dividendenrecht verbriefen (näher *dies.*, in: Duffhues/Renneboog (Hrsg.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, 2006, S. 199, 206 f.).

<sup>552</sup> *Chirinko/van Ees/Garretsen u. a.*, *German Ec. Rev.* 5 (2004), 119, 132 ff.

<sup>553</sup> *Dies.*, *German Ec. Rev.* 5 (2004), 119, 121, 136.

diesem Hintergrund und angesichts gewichtiger methodischer Kritik an herkömmlichen (Querschnitts-)Untersuchungen sind die Auswirkungen nach wie vor unklar.<sup>554</sup>

Der offene Forschungsstand hat vor allem drei Gründe: Erstens birgt die Untersuchungsmethodik viele Schwierigkeiten, die noch nicht befriedigend gelöst sind und dadurch verschärft werden, dass im Rahmen einer Studie zahlreiche, im Detail letztlich diskretionäre, aber potenziell ergebnisrelevante Entscheidungen über das Studiendesign getroffen werden müssen.<sup>555</sup> Zweitens ist die Erfassung und Kodierung des rechtlich-institutionellen Umfelds in vielen Arbeiten offenbar sehr fehleranfällig. Vor diesem Hintergrund wirkt es sich drittens besonders aus, dass Abwehrinstrumente gegenläufige Folgen für (lohnende) langfristige Investitionen und den Unternehmenswert am Kapitalmarkt (*shareholder wealth*) erzeugen können: Auf der einen Seite verringern sie durch einen „Burggrabeneffekt“ (*entrenchment*) die externe Kontrolle schlechten Managements.<sup>556</sup> Auf der anderen Seite zeigt die *Short-termism*-Theorie, dass Abwehrinstrumente langfristiges Wirtschaften einschließlich vertrauensvoller Beziehungen mit wichtigen Stakeholdern erleichtern und die Verhandlungsposition der Aktionäre der Zielgesellschaft gegenüber einem Erwerber verbessern können. Letzteres hängt davon ab, inwieweit das maßgebliche Übernahmerecht bereits zwingende Schutzmechanismen bereithält, und führt damit über die *Short-termism*-Debatte hinaus.<sup>557</sup>

Herkömmlich meint die Mehrheit der (US-)Studien, dass im Aggregat die Kosten überwiegen.<sup>558</sup> Damit hat sie Aktionärsaktivisten sowie Anbieter von Corporate-Governance-Ratings und Indizes stark beeinflusst.<sup>559</sup> Demgegenüber legen mehrere neuere Studien nahe, dass für bestimmte Arten von Unternehmen die Vorteile stärker ins Gewicht fallen.<sup>560</sup> Insgesamt spricht viel dafür, dass die Wirkung in hohem Maße einzelfallabhängig ist – bei sachgerechter Corporate Governance gibt es hier wie auch sonst kein *one size fits all*. Dies präzise statistisch-ökonomisch zu erfassen, stößt indes auf die erwähnten erheblichen methodischen Schwierigkeiten.<sup>561</sup> Mehrere Arbeiten mit differenzierten Befunden, die etwa an die Struktur des Boards (insbesondere: Anteil unabhän-

<sup>554</sup> Siehe das Fazit des Überblicksaufsatzes von *Straska/Waller*, J. *Financ. Quant. Anal.* 49 (2014), 933, 950: „Despite the considerable amount of time and attention devoted to examining how antitakeover provisions affect shareholders, the net effects of these provisions on shareholder wealth remain uncertain.“

<sup>555</sup> Siehe beispielhaft *Johnson/Rao*, *Fin. Rev.* 32 (1997), 659, 677 f. mit Blick auf ihre eigene Studie im Vergleich zu zwei anderen Arbeiten (unter anderem: Art der Bereinigung der Stichproben, Wahl der Basisperiode bzw. Berechnung des Basiswertes, Eingrenzung und Bereinigung der Kontrollgruppe, wertgewichtete oder gleichgewichtete Messung von Unternehmensvariablen).

<sup>556</sup> Zu diesem Problem bereits *Pugh/Page/Jehara, JR.*, J. *Fin. Serv. Res.* 15 (1992), 57, 67.

<sup>557</sup> Weiterführend dazu *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), *Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017*, § 3 Rn. 25–27, 110–119.

<sup>558</sup> *Straska/Waller*, J. *Financ. Quant. Anal.* 49 (2014), 933, 943 f., 946–950.

<sup>559</sup> *Dies.*, J. *Financ. Quant. Anal.* 49 (2014), 933, 951 f.

<sup>560</sup> *Dies.*, J. *Financ. Quant. Anal.* 49 (2014), 933, 934.

<sup>561</sup> Zu allgemeinen methodischen Problemen siehe bereits 3. Teil, § 4 I., S. 568 ff.; zudem speziell zu den methodischen Problemen von Ereignisstudien, die an Änderungen von Satzungsbestimmungen oder Gesetzen zu Übernahmen anknüpfen *dies.*, J. *Financ. Quant. Anal.* 49 (2014), 933, 942 f., die drei Probleme herausheben: (1) Schwierigkeiten, das Ereignisdatum sauber zu bestimmen und zu erfassen, also den Zeitpunkt ab bzw. in dem der Markt die Entwicklung einpreist; (2) mögliche Auswahlwirkungen (*selection bias*) dadurch, dass bevorzugt Unternehmen, die bestimmte Eigenschaften aufweisen, Gestaltungen zur Abwehr von Übernahmen einführen oder abschaffen, mit der Folge, dass diese Eigenschaften bzw. ihre Signalisierung anstatt der Abwehrmaßnahmen den Kurs beeinflussen können; (3) mögliche Antizipation durch Marktteilnehmer.

giger Direktoren) oder den Aktienanteil des Managements anknüpfen<sup>562</sup> oder nicht lineare Zusammenhänge ermitteln und quantifizieren,<sup>563</sup> sind bereits vorhanden. Inwieweit sie über den zeitlichen und rechtlichen Kontext der Stichprobe hinaus verallgemeinerungsfähig sind, scheint indes fraglich.

#### e) Übernahmen und Investitionen

Sind die Folgen von Übernahmehindernissen für den Unternehmenswert und auf langfristige Investitionen sowie Innovation unklar, liegt es nahe zu untersuchen, wie sich der abzuwehrende Umstand selbst, also Übernahmen, auf langfristige Investitionen und die Innovationstätigkeit auswirken und dies als Prüfstein für einschlägige *Short-termism*-Theorien zu nehmen. Bei genauerer Betrachtung führt ein solcher Ansatz allerdings nur bedingt weiter, vor allem, wenn hinter der Übernahme ein strategischer Investor steht:

Erstens gehen größere strategische Übernahmen oft mit Änderungen in Struktur und Organisation der beteiligten Unternehmen einher, die es erschweren, etwaigen *Short-termism* bei einem Vorher-Nachher-Vergleich festzustellen: Mündet eine Übernahme relativ zeitnah in eine Fusion, können Außenstehende die Entwicklung von Bieter- und Zielgesellschaft nicht mehr eigenständig nachverfolgen. Ähnliches gilt, wenn zwischen Erwerber und Ziel größere Umstrukturierungen stattfinden und/oder die Geschäftstätigkeit in einer Konzernstruktur funktional neu aufgeteilt oder verändert wird – dann ist die Geschäftsentwicklung vor und nach Übernahme nicht mehr ohne Weiteres vergleichbar.

Zweitens stehen hinter einer strategisch motivierten Übernahme meist betriebswirtschaftliche oder wettbewerbliche Motive, die bzw. deren Folgen etwaigen *Short-termism* und dessen Konsequenzen überlagern.<sup>564</sup> Beispielsweise können Kürzungen im (kombinierten) Forschungsbudget oder in Sachinvestitionen nach einer Übernahme ebenso Ausdruck von (angestrebten) Synergien wie kurzfristigem Denken sein. Ähnliches gilt für Entlassungen, hinter denen wiederum (angestrebte) Synergien, Sanierungsmaßnahmen oder ein *breach of trust* im Sinne der *Short-termism*-Theorie stehen könnten.

Drittens ist generell, also bei strategisch wie bei finanziell motivierten Übernahmen, zu beachten, dass die betriebswirtschaftliche Sinnhaftigkeit einer Übernahme von der Frage zu trennen ist, ob sie zum „richtigen“ Preis erfolgt und ob sie die langfristige Perspektive von Managern oder Stakeholdern einer Seite untergräbt, wovon gemäß der ökonomischen *Short-termism*-Theorie die Ex-ante-Anreize des Managements abhängen, kurzfristig zu handeln (Takeover-Threats-, Career-Concerns- und Horizon-Problem-Hypothese, *breach of trust*, *fluid capital*). Insofern schließt selbst eine ex post erfolgreiche Übernahme *Short-termism* nicht aus. Umgekehrt können – praktisch häufige –

<sup>562</sup> Zu solchen Arbeiten *dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 49 (2014), 933, 942, 950.

<sup>563</sup> *Sapra/Subramanian/Subramanian*, J. Financ. Quant. Anal. 49 (2014), 957 ff., die eine U-förmige Beziehung zwischen Übernahmeschutz und Innovation modelltheoretisch begründen und empirisch belegen, die sich aus einem Zusammenspiel von Übernahmepremien und privaten Kontrollvorteilen ergibt. Aufbauend auf einem Index von Anti-Übernahme-Gesetzen soll danach Innovation höher sein, wenn die Übernahmedrohung sehr hoch oder sehr niedrig ist, während sie für mittlere Niveaus einer Übernahmedrohung geringer ausfalle.

<sup>564</sup> Vgl. zu denkbaren Übernahmehindernissen *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 3 Rn. 19–26, 36, 39. Für strategische Bieter kommt etwa die Hebung operativer oder finanzieller Synergien, vertikale Integration, Diversifikation, der Ausbau der eigenen Marktmacht gegenüber Zulieferern, Abnehmern oder Konkurrenten, ein Eintritt in neue räumliche oder benachbarte sachliche Märkte oder der Zugriff auf wertvolle Unternehmensteile eines potenziellen Wettbewerbers in Betracht.

Werteinbußen im Zuge einer Übernahme nicht auf *Short-termism* geschoben werden, solange sich nicht die zahlreichen anderen möglichen Ursachen für einen Misserfolg ausschließen lassen, beispielsweise Selbstüberschätzung der Manager (*hubris hypothesis*<sup>565</sup>), Agency-Konflikte (*empire-building*<sup>566</sup>) oder schlechtes Management bei der Post-Merger-Integration.<sup>567</sup>

Vergleichsweise gut untersuchen lassen sich allerdings rein finanziell motivierte Übernahmen und finanziell motivierter Aktivismus von Private-Equity-Gesellschaften und Hedgefonds, bei denen zumindest die ersten beiden der vorgenannten Schwierigkeiten nicht oder wenig ins Gewicht fallen. Beide Investorengruppen spielen in der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte dies- und jenseits des Atlantiks eine prominente Rolle. Diese Thematik bildet aber einen eigenständigen Forschungsstrang, der hier gesondert behandelt wird.<sup>568</sup>

Damit verbleibt an dieser Stelle ein kurzer Blick auf allgemeine Studien zu den Folgen von Übernahmen für F & E-Investitionen bzw. Innovation. Ein instruktiver Überblicksbeitrag aus dem Jahr 2012<sup>569</sup> bespricht diverse Untersuchungen dieser Frage, die vor allem Daten zu US-amerikanischen, aber auch zu niederländischen, westeuropäischen sowie deutschen Unternehmen verwenden. Er stellt fest, dass die Ergebnisse über die Ex-post-Wirkungen von Übernahmen auf die Innovationstätigkeit gemessen an den Ausgaben für F & E sowie am Patentoutput ebenfalls uneinheitlich sind.

Aus einer breiteren Perspektive ist beispielhaft eine eingehende Studie samt Überblick über andere Untersuchungen zur US-Übernahmewelle der 1980er Jahre zu nennen.<sup>570</sup> Sie zeigt, dass vor allem fremdfinanzierte Übernahmen (LBOs) und feindliche Übernahmen, nicht hingegen freundliche Übernahmen und Fusionen unter Gleichen, damit einhergingen oder potenzielle Ziele vorbeugend dazu veranlassten, ihre Verschuldung zu erhöhen, was mit stark sinkenden Investitionen jeder Art verbunden war. Der Zusammenhang zwischen höherem Verschuldungsgrad und verringerten Investitionen bestand in allen Industrien, besonders ausgeprägt aber in Sektoren mit stabiler Technologie sowie in der petrochemischen Industrie, wo auch die bedeutendsten feindlichen Übernahmen erfolgten.<sup>571</sup> Die Studie sieht den Auslöser dieser Restrukturierungen in erhöhtem Wettbewerb ausländischer kostengünstiger Produzenten und in einem steigenden Zinsniveau, durch das die Nettokapitalrendite unter die realen Kapitalkosten (gemessen an Anleiherenditen) sank und eine Ausschüttung des gebundenen Kapitals an die Aktionäre lohnend wurde (Free-Cash-Flow-Hypothese<sup>572</sup>).<sup>573</sup> Die Ansicht der *raiders*, dass das vorherige Investitionsniveau exzessiv war, habe der Markt geteilt, auch wenn die Studienlage nicht den Schluss zulasse, dass alle aufgegebenen Investitionen unprofitabel gewesen seien.<sup>574</sup> Wohl aber erwiesen sich feindliche wie freundliche Übernahmen

<sup>565</sup> Roll, J. of Bus. 59 (1986), 197 ff.

<sup>566</sup> Stein, in: Constantinides/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, 2003, S. 112, 121 f., 130 f.

<sup>567</sup> Fleischer/Bueren, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 3 Rn. 48.

<sup>568</sup> Dazu unten § 4 II.4., S. 676.

<sup>569</sup> Belloc, J. Ec. Surveys 26 (2012), 835, 839 f., 850 m. w. N.

<sup>570</sup> Hall, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 110 ff.

<sup>571</sup> Dies., Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 110, 132.

<sup>572</sup> Jensen, AEA Papers and Proceedings 76 (1986), 323 ff.

<sup>573</sup> Hall, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 110, 132 f.

<sup>574</sup> Dies., Bus. Hist. Rev. 68 (1994), 110, 118, 121, 121–131.

zumindest kurzfristig oft als effizienzförderlich. Als wahrscheinliche Motive für die erfolgten feindlichen Übernahmen nennt die Studie Missmanagement, exzessive Diversifikation und die Unfähigkeit des Managements, implizite oder explizite Verträge mit Arbeitnehmern oder anderen Stakeholdern aufzukündigen. Sie erkennt aber keine offensichtliche Korrelation von Übernahmen und langfristigen Investmentstrategien. Zumindest in der produzierenden Industrie (*manufacturing*) seien viele Fusionen und Übernahmen offenbar durch Synergien und verbundene Kompetenzen der Beteiligten motiviert gewesen.<sup>575</sup>

Die Studie zeigt damit anschaulich, dass bei Übernahmen und insbesondere Übernahmewellen ein Potpourri von Motiven zusammentrifft, bei dem *Short-termism* eine Rolle spielen kann, ohne dass sich ohne Weiteres allgemeine Aussagen treffen lassen.

### f) Investitionen bei börsennotierten und geschlossenen Gesellschaften

#### aa) Theoretischer Hintergrund

Eine interessante Identifikationsstrategie für *Short-termism*, die in jüngerer Zeit vermehrt Aufmerksamkeit erhalten hat und im Ansatz bereits einer Makrostudie nahekomm, vergleicht das Investitionsverhalten von börsennotierten und nicht börsennotierten Gesellschaften. Sie geht im Ansatz von zwei konkurrierenden Hypothesen aus:<sup>576</sup> Einerseits werden die Anteile bei einem Börsengang typischerweise auf mehr Personen als zuvor verteilt, also Eigentum und Kontrolle stärker getrennt. Das begünstigt neben (anderen) Agency-Problemen kurzsichtiges Verhalten (*Short-termism*). Dadurch könnten börsennotierte Gesellschaften ihr Kapital weniger effizient einsetzen als geschlossene Gesellschaften. Andererseits profitieren börsennotierte Gesellschaften vom öffentlichen Eigenkapitalmarkt, mit dem sich zusätzliche Wachstumschancen nutzen lassen. Zudem kann eine Börsennotierung, soweit der Aktienkurs Informationen zusammenführt, die Investoren sonst unzugänglich sind, optimale Investitionsentscheidungen erleichtern und bei der Überwachung des Managements sowie bei Vertragsschlüssen helfen. All dies könnte börsennotierten Unternehmen eine effizientere Kapitalnutzung ermöglichen. Schließlich könnte die Organisationsform die Kapitalallokation letztlich gar nicht beeinflussen<sup>577</sup> oder die Möglichkeit des Börsengangs könnte komplexe Wechselwirkungen entfalten, etwa indem sie riskante innovative Investitionen junger geschlossener Gesellschaften durch eine attraktive Ausstiegsoption fördert, selbst wenn der Kapitalmarkt an sich *Short-termism*-Druck auf bereits börsennotierte Gesellschaften ausübt.<sup>578</sup>

Vor diesem Hintergrund ist theoretisch mehrdeutig, wie sich eine Börsennotierung auf Unternehmensinvestitionen auswirkt, und daher eine empirische Untersuchung nötig. Diese verspricht zugleich Aufschluss über das Ob von *Short-termism* am Kapitalmarkt.

<sup>575</sup> Dies., *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), 110, 131.

<sup>576</sup> Zum Folgenden *Mortal/Reisel*, *J. Financ. Quant. Anal.* 48 (2013), 77, 77 f.; ganz ähnlich *Asker/Farre-Mensa/Ljungqvist*, *Rev. Financ. Stud.* 28 (2015), 342, 343, 373; *Acharya/Xu*, *J. Fin. Ec.* 124 (2017), 223, 223 f.

<sup>577</sup> In diese Richtung *Demsetz*, 26 *J. Law & Ec.* 375 (1983), der mit Auswahleffekten und leistungsabhängiger Managervergütung argumentiert.

<sup>578</sup> Siehe modelltheoretisch *Ferreira/Manso/Silva*, *Rev. Financ. Stud.* 27 (2013), 256 ff., dazu bereits näher 3. Teil, § 2 IV.1. a)bb), S. 399 ff., Text bei Fn. 77–82 auf S. 401–402.

bb) Pionierstudie zum Vereinigten Königreich

Die soweit ersichtlich erste Studie dieser Art datiert aus der britischen *Short-termism*-Debatte der 1990er Jahre und stammt aus der Feder eines der dortigen Protagonisten, *Colin Mayer*, zusammen mit einem Co-Autor.<sup>579</sup> Die Autoren vergleichen über den Zeitraum von 1980 bis 1987 eine kleine Stichprobe von 56 nicht börsennotierten Gesellschaften aus den Times 1000 des Jahres 1980 mit nach Größe und/oder Branche ähnlichen börsennotierten Gesellschaften.<sup>580</sup> Diese Gruppen untersuchen sie auf systematische Unterschiede in verschiedenen Bereichen,<sup>581</sup> die Rückschlüsse auf die Berechtigung der *Short-termism*-These geben könnten. Die Autoren finden dabei keine Belege für einen negativen Einfluss des Aktienmarktes, im Gegenteil:<sup>582</sup> Börsennotierte Gesellschaften waren deutlich rentabler,<sup>583</sup> ihr Umsatz wuchs stärker und sie investierten absolut mehr.<sup>584</sup> Dafür reinvestierten nicht börsennotierte Gesellschaften einen größeren Anteil ihrer Gewinne, wobei ihr Investitionsvolumen anfälliger für Rezessionen war.<sup>585</sup> Zugleich kürzten sie bei schlechter Lage häufiger Dividenden.<sup>586</sup> Insgesamt finanzierten sie sich stärker über einbehaltene Gewinne, während börsennotierte Gesellschaften brutto (aber nicht netto<sup>587</sup>) mehr Eigenkapital aufnahmen, vor allem, weil sie stärker am Übernahmemarkt aktiv waren.<sup>588</sup> Dies erklärte auch ihr stärkeres Umsatzwachstum.<sup>589</sup> Die Autoren betonen, dass der Befund für den Aktienmarkt zwar günstig erscheine, aber gerade nicht die These widerlege, dass hohe Dividenden börsennotierter Gesellschaften und ein schnelles Wachstum durch Übernahmen Symptome von *Short-termism* seien: Die ermittelten höheren und beständigeren Dividendenzahlungen könnten nötig sein, um Eigenkapital am Aktienmarkt einzuwerben. Daher könnten sie Unternehmen anhal-

<sup>579</sup> *Mayer/Alexander*, Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms, August 1991.

<sup>580</sup> Die Kontrollgruppe wird dabei ebenfalls bezogen auf das Jahr 1980 zusammengestellt. Um beide zu vergleichen, bildet die Studie drei Teilstichproben: zwei Paarungen nach Größe und Industrie, wobei die börsennotierten Gesellschaften um 36 % bzw. 57 % größer waren (*dies.*, Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms, August 1991, S. 3) sowie eine Paarung nur nach Größe (*dies.*, Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms, August 1991, S. 3–4).

<sup>581</sup> Im Einzelnen hinsichtlich der Entwicklung von Investitionen, dies allerdings ohne unternehmensindividuelle F & E-Daten (*Mayer/Alexander*, Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms, August 1991, S. 6), Umsatz, Arbeitsproduktivität, Übernahmeaktivität, Rentabilität, Dividendenpolitik, Finanzierung und Gewinne.

<sup>582</sup> Zusammenfassend *dies.*, Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms, August 1991, S. 57, 62.

<sup>583</sup> *Dies.*, Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms, August 1991, S. 29: Unterschied von 40 %; zudem S. 45.

<sup>584</sup> *Dies.*, Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms, August 1991, S. 21, 27.

<sup>585</sup> *Dies.*, Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms, August 1991, S. 34.

<sup>586</sup> *Dies.*, Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms, August 1991, S. 45, aber auch S. 56: Dieses Ergebnis ist mit Vorsicht zu behandeln.

<sup>587</sup> Also nicht unter Berücksichtigung von Aktienrückkäufen.

<sup>588</sup> *Mayer/Alexander*, Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms, August 1991, S. 40, 57.

<sup>589</sup> *Dies.*, Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms, August 1991, S. 57.

ten, sich auf Investitionen, insbesondere Übernahmen, mit kurzer Amortisationsdauer zu konzentrieren.<sup>590</sup>

Diese Pionierstudie war in verschiedener Hinsicht noch rudimentär: Die Stichprobe war klein und unterlag einem möglichen *selection bias* dadurch, dass die ausgewählten Gesellschaften solche sein sollten, für die über den gesamten Zeitraum vollständige Daten vorlagen<sup>591</sup> und die währenddessen unabhängig und nicht börsennotiert blieben.<sup>592</sup> Zudem verblieben bei der Kontrollgruppe nennenswerte Größen- bzw. Branchenunterschiede.

### cc) Aktuelle Forschung, insbesondere zu den USA

Nachfolgende, ausgefeiltere Studien haben zunächst einzelne Aspekte börsennotierter und nicht börsennotierter Gesellschaften verglichen, etwa die Finanzierung,<sup>593</sup> die Ausschüttungspolitik,<sup>594</sup> die Managervergütung<sup>595</sup> oder Gesellschaften eines bestimmten Industriezweigs.<sup>596</sup> Mehrere dieser Studien mit Daten aus Großbritannien und den USA

<sup>590</sup> *Dies.*, *Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms*, August 1991, S. 65–66.

<sup>591</sup> Dazu *dies.*, *Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms*, August 1991, S. 55 f. mit Versuch eines Kontrolltests.

<sup>592</sup> Also mutmaßlich geringen Kapitalbedarf und damit geringere Wachstumsaussichten hatten sowie gegebenenfalls durch stabile Familienaktionäre geprägt waren, die tendenziell risikoavers sind.

<sup>593</sup> So ermitteln *Saunders/Steffen*, *Rev. Financ. Stud.* 24 (2011), 4091 ff. mit Daten aus Großbritannien einen erheblichen Nachteil geschlossener Gesellschaften bei Darlehenskosten, den sie unter anderem auf höhere Informationskosten, geringere Verhandlungsmacht und Unterschiede bei der Eigentümerstruktur zurückführen.

*Brav*, *J. Fin.* 64 (2009), 263 ff. ermittelt ebenfalls mit britischen Daten, dass sich geschlossene Gesellschaften im Untersuchungszeitraum nahezu ausschließlich über Fremdkapital finanzierten, einen höheren Verschuldungsgrad aufwiesen und dass ihre Kapitalstrukturen stärker von der Gewinnentwicklung abhingen. Diese Befunde führt er auf höhere Eigenkapitalkosten geschlossener Gesellschaften im Vergleich zu börsennotierten Gesellschaften zurück.

<sup>594</sup> *Michaely/Roberts*, *Rev. Financ. Stud.* 25 (2012), 711 ff. vergleichen anhand britischer Daten die Dividendenpolitik geschlossener und börsennotierter Gesellschaften. Sie ermitteln, dass Letztere ihre Dividenden im Untersuchungszeitraum erheblich stärker glätteten. Börsennotierte Gesellschaften schütteten zudem relativ höhere Dividenden aus als geschlossene Gesellschaften mit vergleichbarer Aktionärsstruktur. Nur in geschlossenen Gesellschaften mit konzentriertem Aktionariat veränderten sich die Dividenden stärker mit den Investitionsaussichten, als es bei börsennotierten Gesellschaften der Fall war. Diese Befunde untermauern einige Zweige der *Short-termism*-Theorie (*career concerns, signal jamming, fluid capital*), auf die die Studie aber keinen Bezug nimmt.

<sup>595</sup> *Gao/Li*, *J. Corp. Fin.* 35 (2015), 370 ff. vergleichen mit US-Daten aus dem Zeitraum von 1999 bis 2011 die Vergütung von CEOs börsennotierter Gesellschaften und geschlossener Gesellschaften, die gegenüber der SEC berichtspflichtig waren. Sie ermitteln, dass erstere deutlich höher bezahlt wurden und dass ihre Vergütung stärker vom aktuellen Jahresüberschuss abhing. Dies interpretieren sie als Beleg dafür, dass eine konzentrierte Anteilseignerstruktur eine leistungsabhängige CEO-Vergütung funktional ersetzt. Zugleich bestätigt der Befund *Short-termism*-Bedenken gegen börsennotierte Gesellschaften, ohne dass die Autoren diesen Punkt ansprechen. Zudem *Edgerton*, *J. Fin.* 67 (2012), 2187 ff., der die Nutzung von Firmenflugzeugen in börsennotierten Gesellschaften und Gesellschaften vergleicht, die von Private-Equity-Fonds kontrolliert wurden.

<sup>596</sup> *Gilje/Taillard*, *J. Fin.* 71 (2016), 1733 ff. betrachten Daten zu Förderprojekten US-amerikanischer Gasförderer. Sie ermitteln, dass nicht börsennotierte Gesellschaften ihr Fördervolumen bei kapitalintensiven Wachstumsmöglichkeiten weniger steigerten als börsennotierte Gesellschaften. Stattdessen verkauften sie solche Projekte an diese. Die Autoren sehen hierin einen Beleg für den unterschiedlichen Zugang zu externem Kapital sowie dafür, dass Gasförderer weniger anfällig für *Short-termism* sind. Dies stimmt mit der Erkenntnis der *Short-termism*-Theorie überein, dass eine kurzsichtige Orientierung vor allem bei „unsichtbaren“ Investitionen und weniger bei extern gut sichtbaren Investitionen zu erwarten ist (3. Teil, § 3 II. 1., S. 534 ff.), wie sie Ölfördervorhaben darstellen. *Sheen*, *J. Financ. Quant. Anal.* 55

untermauern die *Short-termism*-Theorie, auch wenn nur einige sie ausdrücklich thematisieren.

Dafür interpretiert eine neuere umfassende Studie mit US-Daten<sup>597</sup> ihre Ergebnisse als deutliche Bestätigung der *Short-termism*-Problematik. Die Studie nutzt eine neue Datenbank, die Bilanzen und Erfolgsrechnungen nicht börsennotierter Unternehmen über Abschlussprüfungsgesellschaften erhebt.<sup>598</sup> Auf diese Weise kann die Studie Daten aus den Jahren von 2001 bis 2011 von gut 99.000 nicht börsennotierten Gesellschaften einbeziehen, die sie mit einer nach Größe und Industriezugehörigkeit ähnlichen Kontrollgruppe börsennotierter Gesellschaften vergleicht.<sup>599</sup> Dabei zeigt sich, dass bei gegebener Größe und Industrie geschlossene Gesellschaften im Betrachtungszeitraum relativ gesehen erheblich mehr investierten<sup>600</sup> als börsennotierte<sup>601</sup> und dass sie deutlich schneller auf veränderte Investitionsmöglichkeiten<sup>602</sup> reagierten.<sup>603</sup> Dieser Unterschied in der Sensitivität hängt in der Stichprobe entscheidend davon ab, wie stark der Aktienkurs in einem bestimmten Industriesektor auf neue Informationen über den Jahresüberschuss

---

(2020), 2530 ff. untersucht das Investitionsverhalten von börsennotierten und geschlossenen Gesellschaften aus der chemischen Industrie in den USA im Zeitraum von 1989 bis 2006 und ermittelt, dass geschlossene Gesellschaften effizienter investierten, indem sie mit höherer Wahrscheinlichkeit ihre Kapazität vor einem Nachfrageanstieg ausweiteten und vor einem Nachfragerückgang senkten. Er sieht dies als Bestätigung dafür, dass börsennotierte Gesellschaften in stärkerem Maße Agency-Problemen unterliegen, wobei die Studie auch *Short-termism* anspricht (dazu a. a. O., S. 2530, 2535).

<sup>597</sup> *Asker/Farre-Mensa/Ljungqvist*, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342 ff.

<sup>598</sup> Näher *dies.*, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 347 f., auch dazu, dass die in der Datenbank erfassten Unternehmen tendenziell größere nicht börsennotierte Unternehmen sind, weil der Datenbankanbieter (Sageworks) mit nationalen und vielen regionalen, aber nicht mit lokalen Abschlussprüfungsgesellschaften zusammenarbeitet. Für den Zweck, nicht börsennotierte und börsennotierte Gesellschaften zu vergleichen, erachtet die Studie diese Verzerrung als unschädlich, da börsennotierte Unternehmen typischerweise größere Unternehmen sind.

<sup>599</sup> *Dies.*, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 349–353. Dieses Matching-Verfahren lässt mehrere systematische Unterschiede unberührt. So waren die nicht börsennotierten Gesellschaften jünger, sie wiesen die höhere Gesamtkapitalrentabilität auf, verfügten über weniger Barmittel und höhere Schulden, sie behielten einen höheren Anteil ihrer Gewinne ein und schütteten weniger Dividenden aus (a. a. O., S. 355). Im Rahmen der Untersuchung bemüht sich die Studie aber, bei den Regressionen zum Investitionsverhalten sowie in einem gesonderten Abschnitt (a. a. O., S. 367–370) zu überprüfen, ob diese Merkmale für die festgestellten Unterschiede des Investitionsverhaltens verantwortlich sind. Dies wird jeweils verneint.

<sup>600</sup> Das Investitionsvolumen misst die Studie in erster Linie anhand der Bruttoanlageninvestitionen, d. h. dem Zuwachs des Anlagenbestands vor Abschreibungen. Dies erfasst sowohl Zuwächse durch organisches Wachstum als auch durch Übernahmen. Ergänzend werden die Nettoanlageninvestitionen sowie die jährliche Veränderung langfristiger Vermögenswerte herangezogen, welche auch immaterielle Anlagen erfasst. Demgegenüber muss die Studie Ausgaben für Forschung & Entwicklung außer Betracht lassen, die typischerweise sofort als Ausgabe bzw. Aufwand verbucht werden, weil sie in der verwendeten Datenbank über geschlossene Gesellschaften nicht gesondert ausgewiesen sind, *dies.*, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 353 f. mit Fn. 12. Die Studie unternimmt aber zumindest einen indirekten Test, um zu prüfen, ob diese Einschränkung ergebnisrelevant ist (a. a. O., S. 368–370).

<sup>601</sup> *Dies.*, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 356–359. Dieser Befund galt vor allem für Durchschnittswerte, unabhängig davon, welches der Investitionsmaße betrachtet wurde. Die Medianwerte unterschieden sich demgegenüber deutlich weniger.

<sup>602</sup> Die Investitionsmöglichkeiten misst die Studie in erster Linie anhand des Umsatzwachstums. Ergänzend nutzt sie einen Industrie-Q-Wert, der anhand börsennotierter Gesellschaften berechnet wird, einen prognostizierten Wert für den Tobin's Q einer nicht börsennotierten Gesellschaft (zum firmenspezifischen Tobin's Q und seiner Problematik oben 3. Teil, § 4 I.3.c), S. 596 ff.) sowie Änderungen der Körperschaftssteuer als exogener Umstand (in volkswirtschaftlicher Terminologie: exogener Schock), der die Investitionsmöglichkeiten änderte. Zum Ganzen *dies.*, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 354 f.

<sup>603</sup> *Dies.*, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 359–367.

reagierte (sog. *industry earnings response coefficients*, *industry ERCs*): Bei einem Industrie-ERC von null bestand kein Unterschied zwischen börsennotierten und geschlossenen Gesellschaften, während mit zunehmendem Industrie-ERC die Sensitivität börsennotierter Gesellschaften für Investitionsmöglichkeiten signifikant sank, während jene geschlossener Gesellschaften unverändert blieb.<sup>604</sup> Zudem war die Sensitivität für Investitionsmöglichkeiten bei börsennotierten Gesellschaften umso geringer, je höher der Anteil kurzfristiger Aktionäre war<sup>605</sup> und je mehr ein Unternehmen geneigt war, die Gewinnprognose der Analysten zu erfüllen oder zu übertreffen.<sup>606</sup> Die Studie untermauert diese Befunde weiter mit einer Untersuchung von Firmen, die zwischen 1990 und 2007 ohne Kapitalaufnahme an die Börse gingen, bei denen sich durch den Börsengang also allein die Eigentümerstruktur änderte. Während diese Gesellschaften in den fünf Jahren vor dem Börsengang eine erheblich höhere Investitions sensitivität aufwiesen als vergleichbare börsennotierte Gesellschaften, sank der Wert in den fünf Jahren nach dem Börsengang auf deren Niveau ab.<sup>607</sup>

Insgesamt sieht die Studie die Hypothese bestätigt, dass kurzfristiger Druck die Mindestrendite (*hurdle rate*) erhöht, welche Manager börsennotierter Gesellschaften bei der Investitionsbewertung anlegen, wodurch ihr Investitionsniveau und ihre Sensitivität für geänderte Investitionsmöglichkeiten leiden. Im deutschen Schrifttum ist die Studie damit – durchaus zu Recht – als besonders gewichtig bewertet worden.<sup>608</sup> Allerdings wird dabei übersehen, dass die vorgenannten Befunde nur für die „kleineren“ 90 % der börsennotierten Gesellschaften der Stichprobe galten, während die größten 10 % erheblich sensitiver auf Investitionsmöglichkeiten reagierten als geschlossene Gesellschaften.<sup>609</sup> Hierfür bietet die ökonomische *Short-termism*-Theorie keine Erklärung. Die Interpretation der Studienverfasser im Sinne dieser Theorie wird dadurch empfindlich geschwächt.

#### dd) Gegenläufige Befunde für Europa

Weiterhin ist unbedingt zu beachten, dass eine methodisch parallel angelegte, wenngleich im Datensatz wohl eingeschränktere und gröbere<sup>610</sup> Untersuchung für Europa, die zwei Jahre zuvor erschienen ist,<sup>611</sup> basierend auf einer anderen Datenbank zu einem gegenteiligen Befund gelangt. Sie untersucht eine Ausgangsstichprobe von 305.664 börsennotierten Gesellschaften (*public listed*), kapitalmarktorientierten, aber nicht börsennotierten (*public unlisted*) und geschlossenen (*private*) Gesellschaften<sup>612</sup> aus Westeuro-

<sup>604</sup> Dies., Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 344, 374 f. mit Grafiken (a. a. O., S. 376 f.).

<sup>605</sup> Dies., Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 375, 377 f.

<sup>606</sup> Dies., Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 375, 377 f.

<sup>607</sup> Dies., Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 379 f.

<sup>608</sup> Siehe noch zur ECGI-Working-Paper-Fassung Klöhn, ZGR 2012, 1, 13: „Diese sehr neue und noch im Review-Verfahren befindliche Studie birgt einigen Sprengstoff. Denn während die bisherigen Arbeiten lediglich belegen konnten, dass einige Manager manchmal suboptimal mit kurzfristiger Perspektive wirtschaften, belegt diese Arbeit, dass managerial short termism ein marktweites Phänomen ist und zu den grundsätzlichen Kosten eines Börsengangs gezählt werden sollte.“

<sup>609</sup> Asker/Farre-Mensa/Ljungqvist, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 342, 345, 363 f.

<sup>610</sup> Siehe die Ausführungen in Fn. 614 auf S. 664 sowie den begleitenden Fließtext.

<sup>611</sup> Mortal/Reisel, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 77 ff.

<sup>612</sup> Die Einordnung erfolgt anhand der Rechtsform gemäß einer Liste des Datenbankanbieters und einer ergänzenden eigenen Klassifizierung der Autoren. Dabei wird etwa die österreichische GmbH als geschlossene Gesellschaft und die österreichische AG als kapitalmarktorientiert (*public*) eingeordnet. Ausgeschlossen werden Personenhandelsgesellschaften mit unbeschränkter Haftung, Einzelkaufleute, Genossenschaften, ausländische Gesellschaften, Stiftungen, staatliche Unternehmen, kleine Unterneh-

pa<sup>613</sup> im Zeitraum von 1996 bis 2006. Hieraus bildet sie anhand von Land, Industriesektor und Gesamtaktiva Vergleichsgruppen börsennotierter und nicht börsennotierter Gesellschaften.<sup>614</sup> Auf dieser Grundlage ermitteln die Autoren, dass – diametral zur parallelen US-Studie – börsennotierte Unternehmen relativ<sup>615</sup> mehr investierten,<sup>616</sup> obgleich ihre Wachstumschancen<sup>617</sup> und Cashflows nicht größer waren als jene nicht börsennotierter Gesellschaften. Dementsprechend wuchsen börsennotierte Gesellschaften im Betrachtungszeitraum in 9 von 15 Ländern stärker, darunter in Deutschland, nicht aber im Vereinigten Königreich. Zugleich reagierten börsennotierte Gesellschaften mit ihren Investitionen erheblich sensibler auf Wachstumsmöglichkeiten.<sup>618</sup> Die Autoren interpretieren dies als Beleg dafür, dass börsennotierte Gesellschaften ihr Kapital effizienter einsetzten als kapitalmarktorientierte nicht börsennotierte oder geschlossene Gesellschaften und dass die Vorteile eines Zugangs zum öffentlichen Aktienmarkt die Kosten einer stärker gestreuten Eigentümerstruktur im Betrachtungszeitraum überwogen.<sup>619</sup>

Alternative Erklärungen versucht diese Studie mit einer Reihe von Robustheitsprüfungen auszuschließen.<sup>620</sup> Den Befund bestätigt etwa eine ergänzende Untersuchung, wie sich die Sensitivität für Wachstumsmöglichkeiten bei einem Börsengang änderte – tatsächlich nahm sie in diesem Fall zu.<sup>621</sup> Außerdem erwiesen sich bei Einschluss osteuropäischer Länder nur solche Gesellschaften mit ihren Investitionen als sensitiver für Wachstumsmöglichkeiten, die in Ländern mit starken Aktionärsrechten<sup>622</sup> saßen. Für börsennotierte Gesellschaften mit hohen Agency-Kosten war demnach ein Vorteil bei

---

men (Anlagen < 10 Mio. USD), Finanzunternehmen, Gesellschaften, die in der Datenbank als „sonstige Unternehmen“ erfasst sind, Unternehmensjahre mit Sachanlagen unter 1 Mio. US-Dollar und Unternehmen mit dreistelligem Umsatz- oder Anlagenwachstum, das als Indiz für ein Ereignis wie eine Fusion gewertet wird, für welches die verwendeten Schätzmodelle nicht passen; zum Ganzen *dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 77, 81.

<sup>613</sup> Osteuropäische Volkswirtschaften schließt die Studie aufgrund der schlechteren Datenlage aus, *dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 77, 81, bezieht sie aber bei Kontrollbetrachtungen ein (etwa a. a. O., S. 87).

<sup>614</sup> *Dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 77, 82 f. Die Studie versäumt es leider, die Größe dieses *matched sample* anzugeben. Vorsichtig stimmt insoweit, dass nur 4 % der Unternehmensjahre in der Ausgangsstichprobe von börsennotierten Gesellschaften stammten. Jedenfalls umfasste das *matched sample* nur die größten geschlossenen Gesellschaften. Dessen ungeachtet waren die börsennotierten Gesellschaften im *matched sample* nach wie vor deutlich größer als die nicht börsennotierten (*total assets* von durchschnittlich 1,666 versus 1,237 Mio. US-Dollar).

<sup>615</sup> Gemessen am Anteil ihres Bruttoanlagevermögens.

<sup>616</sup> Das Investitionsvolumen misst die Studie in erster Linie anhand der Bruttoanlageninvestitionen, siehe dazu bereits Fn. 600 auf S. 662.

<sup>617</sup> Als Maß für Wachstumschancen verwendeten die Autoren in erster Linie das Umsatzwachstum über ein Jahr, *Mortal/Reisel*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 77, 84. Ergänzend nutzten sie einen prognostizierten Wert für das Marktwert-Buchwert-Verhältnis (Tobin's Q) einer nicht börsennotierten Gesellschaft (zum firmenspezifischen Tobin's Q und seiner Problematik oben 3. Teil, § 4 I. 3. c), S. 596 ff.), einen Medianwert für das Kurs-Buchwert-Verhältnis der Industrie, das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Industrie am globalen Kapitalmarkt, Änderungen der Körperschaftssteuer als exogener Umstand (in volkswirtschaftlicher Terminologie: exogener Schock), der die Investitionsmöglichkeiten änderte, sowie eine Untersuchung des Investment-Timings (*duration analysis*), zum Ganzen a. a. O., S. 88–92.

<sup>618</sup> Ein Anstieg des Umsatzwachstums um einen Prozentpunkt erhöhte Investitionen bei börsennotierten Gesellschaften um 0,32 % im Vergleich zu 0,16 % bei nicht börsennotierten Gesellschaften, *dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 77, 86.

<sup>619</sup> *Dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 77, 88.

<sup>620</sup> *Dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 77, 88 ff.

<sup>621</sup> *Dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 77, 94.

<sup>622</sup> Gemessen am *anti-self-dealing index* von *Djankov/La Porta/Lopez-de-Silanes u. a.*, J. Fin. Ec. 88 (2008), 430 ff., der bezogen auf das Jahr 2003 erhoben wurde.

der Kapitalallokation unwahrscheinlicher. Umgekehrt waren die höheren Investitionen börsennotierter Unternehmen offenbar nicht Ausdruck von Überinvestitionen durch Agency-Probleme wie *empire-building*.<sup>623</sup> In ähnlicher Weise waren börsennotierte Gesellschaften mit ihren Investitionen nur dann sensitiver für Wachstumsaussichten, wenn sie in Ländern mit einem relativ entwickelten Aktienmarkt notierten. Ein gut entwickelter Aktienmarkt erhöhte demzufolge die Fähigkeit kapitalmarktorientierter Gesellschaften, Kapital effizient einzusetzen.<sup>624</sup> Schließlich war die Sensitivität des Investitionsverhaltens börsennotierter Gesellschaften in Westeuropa für Wachstumschancen stets in solchen Industriezweigen höher, die relativ stark von externem Eigenkapital abhängig waren. Wo dies nur wenig der Fall war, zeigten sich keine systematischen Unterschiede in Abhängigkeit von der Börsennotierung.<sup>625</sup>

Die Befunde dieser Studie zu Westeuropa und der parallelen US-Studie fügen sich in Ergebnisse einiger weiterer empirischer Arbeiten ein. So deckt sich das differenzierende Ergebnis zum Wachstum börsennotierter im Vergleich zu geschlossenen Gesellschaften – stärker in 9 von 15 Ländern, darunter Deutschland, nicht aber Großbritannien<sup>626</sup> – mit einer recht stark beachteten, methodisch allerdings kritikanfälligen Studie, für die unter anderem der Chefvolkswirt der Bank of England, *Andrew Haldane*, verantwortlich zeichnet.<sup>627</sup> Die Befunde zu *Short-termism* als Kostenfaktor auf angloamerikanisch geprägten Kapitalmärkten können daher nach derzeitigem Forschungsstand nicht ohne Weiteres für Kontinentaleuropa verallgemeinert werden.

<sup>623</sup> *Mortal/Reisel*, J. *Financ. Quant. Anal.* 48 (2013), 77, 95.

<sup>624</sup> *Dies.*, J. *Financ. Quant. Anal.* 48 (2013), 77, 96–98.

<sup>625</sup> *Dies.*, J. *Financ. Quant. Anal.* 48 (2013), 77, 98.

<sup>626</sup> *Dies.*, J. *Financ. Quant. Anal.* 48 (2013), 77, 85.

<sup>627</sup> *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, J. *Fin. Stability* 12 (2014), 16, 22 ff.: Die Autoren untersuchen unter anderem mit Querschnittsdaten (*cross-section*) zu ca. 140.000 börsennotierten und nicht börsennotierten britischen Gesellschaften aus dem Jahr 2010, ob börsennotierte Gesellschaften weniger investieren als geschlossene Gesellschaften. Dazu regressieren sie das Anlagevermögen (*fixed assets*) geteilt durch den Gewinn auf eine Indikatorvariable, ob das Unternehmen börsennotiert ist, sowie mehrere Kontrollvariablen. Auf diese Weise ermitteln sie je nach Spezifikation, dass private Unternehmen ein zwischen vier und acht mal höheres Verhältnis des Anlagevermögens zum Umsatz ausweisen, das die Autoren als „Investitionsmultiplikator“ bezeichnen.

Der Untersuchungsansatz ist allerdings in zweierlei Hinsicht kritikanfällig: Erstens schließen die Autoren von einer Analyse von Querschnittsdaten auf Längsschnitteffekte. Das setzt voraus, dass (1) der Mechanismus, der die abhängige Variable erklärt, über die Untersuchungseinheiten konstant ist (*cross unit invariance*) und (2) dass die modellierte Beziehung über die Zeit hinweg stabil ist (*cross time invariance*) (*Ohr*, in: *Wolf/Best* (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, 2010, S. 639, 642). Gegen beide Punkte spricht, dass die Autoren im gleichen Aufsatz zuvor ermitteln, dass *Short-termism* in Gestalt übermäßiger Diskontierung im Zeitablauf gestiegen sei und je nach Branche teils sehr unterschiedlich ausgeprägt auftrete.

Zweitens beträgt das sog.  $R^2$  der Regression auf zwei Nachkommastellen gerundet null (siehe *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, J. *Fin. Stability* 12 (2014), 16, 23, Table 7). Das bedeutet, untechnisch gesprochen, dass der zu dem signifikanten Koeffizienten gehörende Faktor zwar einen gewissen Einfluss hat, das Modell an sich aber unzureichend spezifiziert ist, also viele wichtige Variablen fehlen. Ein sehr gut spezifiziertes Modell würde es erlauben, einen Kausalzusammenhang zwischen den Variablen zu begründen. In der vorliegenden Form ist der Wert der Indikatorvariable hingegen kaum mehr als ein Korrelationskoeffizient zwischen dem Anlagevermögen und der Nicht-Börsennotierung. Es muss demnach noch andere Faktoren geben, die für das Verhältnis des Anlagevermögens zum Umsatz viel wichtiger sind, im Modell aber nicht erfasst werden. Das steht einer Relevanz von potenziellem *Short-termism* nicht entgegen, wenn er systematisch auftritt. Die Studie erlaubt aber keinen gesicherten Rückschluss darauf, dass er bei britischen börsennotierten Gesellschaften tatsächlich besteht.

ee) *Berücksichtigung des externen Kapitalbedarfs*

Dafür bestätigt eine Studie mit einer großen Stichprobe geschlossener und börsennotierter Gesellschaften in den USA<sup>628</sup> über den Zeitraum von 1994 bis 2004 den auch für Westeuropa festgestellten Zusammenhang zwischen externem Kapitalbedarf sowie Höhe und Effizienz langfristiger Investitionen börsennotierter Gesellschaften. Sie ermittelt, dass börsennotierte Gesellschaften in Industrien mit hoher Abhängigkeit von externem Kapital (*external finance dependent*, EFD)<sup>629</sup> mehr in F & E investierten und Patente in höherer Quantität, Qualität und Neuwertigkeit hervorbrachten als vergleichbare geschlossene Gesellschaften. Demgegenüber wiesen börsennotierte Gesellschaften mit ausreichender Innenfinanzierung (IFD) kein signifikant besseres Innovationsprofil auf.<sup>630</sup> Zudem ermittelt die Studie mehrere Indizien dafür, dass börsennotierte Gesellschaften in EFD-Industrien weniger, in IFD-Industrien hingegen mehr zu kurzfristigem Verhalten neigten, wobei Letzteres mit einem geringeren Innovationsoutput einherging.<sup>631</sup> Die Autoren schließen daraus, dass eine Börsennotierung Gesellschaften in IFD-Industrien stärker zu myopischem Verhalten drängen kann und deshalb für deren Innovationstätigkeit nicht optimal ist.<sup>632</sup> Die Vorteile eines Börsengangs könnten demnach nur für Unternehmen mit hohem Bedarf an externem Kapital überwiegen, während andernfalls die Nachteile kurzfristigen Drucks (*Short-termism*) durchschlagen. Zumindest der erste Teil dieser Aussage lässt sich nach gegenwärtiger Forschungslage auch für Westeuropa halten.

ff) *Verfeinerungen des Befundes*

Eine weitere Studie zum Patentierungserfolg börsennotierter und großer geschlossener Gesellschaften in den USA über den Zeitraum 1997 bis 2008 verfeinert den Befund weiter, indem sie systematische Unterschiede in der Art der Patente aufzeigt: In der Stichprobe<sup>633</sup> erreichten börsennotierte Gesellschaften zwar deutlich mehr Patente und Patentzertifizierungen pro Gesellschaft als geschlossene Gesellschaften (jeweils mehr als dreimal so viele). Allerdings bezog sich bei den börsennotierten Gesellschaften ein prozentual geringerer Anteil der Patente auf neue Erkenntnisse, die das bisherige Wissen des Unternehmens erweiterten (*exploratory patent*), während ein höherer Anteil vor allem bereits in dem Unternehmen vorhandenes Wissen auswertete (*exploitative patent*).<sup>634</sup> Bei

<sup>628</sup> 2.392 geschlossene und 8.863 börsennotierte Gesellschaften.

<sup>629</sup> Definiert als Industrien, in denen die internen Cashflows geringer waren als die getätigten Investitionen, sodass zur Finanzierung auf Kapital von außen zurückgegriffen werden musste.

<sup>630</sup> Acharya/Xu, J. Fin. Ec. 124 (2017), 223 ff. Die Autoren prüfen und verneinen, dass dieser Befund in der Hauptsache durch Übernahmen getrieben ist, *dies.*, J. Fin. Ec. 124 (2017), 223, 241 f.

<sup>631</sup> So ermitteln Acharya/Xu, J. Fin. Ec. 124 (2017), 223, 238–240, dass börsennotierte Gesellschaften in EFD-Industrien mit geringerer Wahrscheinlichkeit verschiebbare Ausgaben (*discretionary spending*) kürzten, während börsennotierte Gesellschaften in IFD-Industrien dies mit höherer Wahrscheinlichkeit taten. Zudem betrieben besonders innovative börsennotierte Gesellschaften in EFD-Industrien tendenziell weniger reale Bilanzpolitik. Außerdem waren börsennotierte Unternehmen in IFD-Industrien bei mehr Wettbewerbsdruck weniger innovativ (*dies.*, J. Fin. Ec. 124 (2017), 223, 240) und bei Gesellschaften in IFD-Industrien ging eine höhere Analystenabdeckung mit einem geringeren Innovationsoutput einher (*dies.*, J. Fin. Ec. 124 (2017), 223, 240 f.).

<sup>632</sup> Acharya/Xu, J. Fin. Ec. 124 (2017), 223, 240 f.

<sup>633</sup> 2.426 börsennotierte Gesellschaften und 829 größere geschlossene Gesellschaften aus dem Zeitraum von 1997 bis 2008 mit Patentierungsaktivität, die im Untersuchungszeitraum stets börsennotiert oder nicht börsennotiert blieben, Gao/Hsu/Li, J. Financ. Quant. Anal. 53 (2018), 1, 6.

<sup>634</sup> *Dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 53 (2018), 1, 9–12. Die Kategorisierung nehmen die Autoren danach vor, ob ein neues Patent einer Gesellschaft zu mehr als 80 % bereits bestehende Patente dieser Ge-

Unternehmen, die in der Betrachtungsperiode an die Börse gingen, nahm zudem der Anteil von *exploratory patents* nach dem Börsengang im Vergleich zu einer Kontrollgruppe ab.<sup>635</sup> Das galt ebenso bei einem Vergleich der Gesellschaften, die an die Börse gingen, mit einer Gruppe von Gesellschaften, die zunächst einen Börsengang vorbereiteten, diesen aber später absagten.<sup>636</sup> Die Autoren erachten diese Befunde als übereinstimmend mit der These, dass börsennotierte Gesellschaften einen kürzeren Investitionshorizont aufweisen. Diese Einschätzung untermauern sie weiter, indem sie zeigen, dass börsennotierte Gesellschaften mit relativ kurzfristig vergüteten CEOs, einer relativ hohen Wahrscheinlichkeit einer feindlichen Übernahme und einem relativ hohen Anteil institutioneller Aktionäre mit hohem Portfolioumschlag (*transient investors*) sich besonders auf die Auswertung bestehenden Wissens konzentrierten und ihre Wissensbasis relativ weniger erweiterten.<sup>637</sup>

Die vorgenannten Studien vergleichen börsennotierte und geschlossene Gesellschaften anhand von Bilanzen, Erfolgsrechnungen oder erreichten Patenten. Eine jüngere Studie greift stattdessen auf Daten zu einzelnen Werken bzw. Betriebsstätten der Fertigungsindustrie (*manufacturing*) in den USA zurück.<sup>638</sup> Hiermit untersucht sie, welche Veränderungen eintraten, wenn eine Gesellschaft im Zeitraum 1981 bis 2005 die Börsennotierung einstellte (*going-private transaction*). Die Autoren argumentieren, dass, falls von den Aktienmärkten *Short-termism*-Druck ausgeht, der Investitionen erschwert, (1) nach einem Verlassen der Börse der Kapitalstock, die Beschäftigung und die Produktivität der Betriebe relativ zu einer Kontrollgruppe steigen müssten und (2) dass zu erwarten wäre, dass Verbesserungen unterdurchschnittlicher Werke mit mehr Geduld angestrebt werden. Die Autoren sehen dies indes nicht bestätigt: Zwar stieg die Produktivität nach dem Delisting (*before-after*), aber dieser Effekt verschwand weitgehend in Relation zu einer Kontrollgruppe, die dazu diente, Industrie-, Alters- und Größeneffekte „herauszurechnen“ (*difference-in-differences*). Firmen, die von der Börse gingen, senkten ihren Kapitalstock, bauten Arbeitnehmer ab und stießen relativ unprofitable Werke schneller ab, vor allem durch Verkauf, worin die Autoren einen gewissen Hinweis auf eine Korrektur von *empire-building* sehen. Demgegenüber lehnen die Autoren eine Erklärung mit *Short-termism* von Private-Equity-Fonds oder Management-Buyouts ab, weil sie qualitativ ähnliche Resultate feststellen, wenn sie solche Transaktionen sowie jene operativ tätiger Unternehmen jeweils separat mit einer Kontrollgruppe vergleichen.<sup>639</sup>

### g) Folgen steigender Aktienliquidität

Börsennotierte und geschlossene Gesellschaften, wie sie die soeben behandelten Studien vergleichen, unterscheiden sich insbesondere in drei Dimensionen, die potenziell bedeutsam für *Short-termism* sind: in der Konzentration bzw. Streuung ihrer Anteile, der

---

sellschaft bzw. in bestehenden Patenten zitierte Patente zitiert (dann *exploitative*) oder ob es zu mehr als 80 % Patente zitiert, die weder der Gesellschaft gehören noch von ihren bisherigen Patenten zitiert wurden (dann *exploratory*), *dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 53 (2018), 1, 6.

<sup>635</sup> Gao/Hsu/Li, J. Financ. Quant. Anal. 53 (2018), 1, 12–14 anhand einer Stichprobe von 392 Gesellschaften.

<sup>636</sup> *Dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 53 (2018), 1, 15–17.

<sup>637</sup> *Dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 53 (2018), 1, 21–24.

<sup>638</sup> Bharath/Dittmar/Sivadasan, Rev. Financ. Stud. 27 (2014), 1929 ff.

<sup>639</sup> *Dies.*, Rev. Financ. Stud. 27 (2014), 1929, 1931–1933, 1952–1954, 1957, 1961 f., 1964–1966, 1972 f.

externen Transparenz ihrer Ergebnisse sowie, eng mit beidem verknüpft, der Liquidität ihrer Anteile. Eine interessante neuere Identifikationsstrategie für *Short-termism* konzentriert sich darauf, wie der letztgenannte Aspekt auf börsennotierte Gesellschaften wirkt: Sie untersucht, ob bzw. wie eine erhöhte Liquidität von Anteilen börsennotierter Gesellschaften mit Anzeichen für *Short-termism* einhergeht, insbesondere, wie sie sich auf Forschung & Entwicklung auswirkt. Dieser Ansatz steht im Kontext eines jüngeren Forschungsstranges, der den Einfluss von Wertpapierliquidität auf Corporate-Finance-Entscheidungen untersucht und dabei uneinheitliche Ergebnisse ermittelt hat.<sup>640</sup>

Die ökonomische *Short-termism*-Theorie legt einerseits nahe, dass eine hohe Liquidität *Short-termism* mittelbar fördern könnte, indem sie Handelsstrategien mit kurzen Haltedauern erleichtert, die sich an kurzfristigen Wertsignalen wie dem aktuellen (Quartals-)Gewinn ausrichten, und/oder indem sie feindliche Übernahmen und damit *take-over threats* sowie einen *breach of trust* fördert. Andererseits kann hohe Liquidität theoretisch ebenso Paketkäufen langfristiger, fundamental orientierter Investoren zugutekommen, die *Short-termism* eindämmen.<sup>641</sup>

Ein empirischer Test wird dadurch erschwert, dass sich nicht nur das Ausmaß der Liquidität auf den Umfang von Innovation auswirken könnte, sondern auch umgekehrt das Ausmaß langfristiger Innovation auf die Liquidität (sog. *simultane Kausalität* oder kurz: Simultanität).<sup>642</sup> Eine neuere Studie knüpft deshalb daran an, dass die US-Börsen auf Anordnung der SEC die kleinstmögliche Preisveränderung (*tick size, minimum price variation*) von September 2000 bis Anfang 2001 in vier Phasen auf einen Penny senkten (sog. *decimalization*).<sup>643</sup> Ergänzend betrachtet sie eine 1997 erfolgte Absenkung der *tick size* von  $\frac{1}{8}$  auf  $\frac{1}{16}$  US-Dollar. Die Studie wertet diese Ereignisse als exogene Liquiditätsschocks:<sup>644</sup> Die Verringerungen der *tick size* wirkten sich direkt auf die Liquidität aus, aber nicht bei allen Aktien einheitlich, ohne dass zugleich mit einer direkten Wirkung auf Innovationen der betroffenen Gesellschaften zu rechnen war.<sup>645</sup> Den Innovationsoutput misst die Studie anhand der erfolgreichen Patentanmeldungen und der Patentzertifizierungen.<sup>646</sup>

Die Autoren dokumentieren zunächst einen negativen Zusammenhang zwischen der Liquidität und dem Innovationsoutput. Um Kausalität zu begründen, zeigen sie, dass Unternehmen mit einem überdurchschnittlich großen exogenen Liquiditätsanstieg in-

<sup>640</sup> Näher bereits Fn. 284 auf S. 613.

<sup>641</sup> Siehe bereits 3. Teil, § 2 VI.2, S. 412 f. sowie die dort genannten Nachweise und Verweise, insbesondere Fn. 419 auf S. 136 zum Modell von Edmans einschließlich seiner teils recht restriktiven Annahmen; zu der eng damit verknüpften Diskussion um die Folgen sinkender durchschnittlicher Haltedauern 3. Teil, § 4 II.1., S. 602 ff., insb. 3. Teil, § 4 II.1.b)cc), S. 608 ff.

<sup>642</sup> Fang/Tian/Tice, J. Fin. 69 (2014), 2085, 2086.

<sup>643</sup> Näher zum schrittweisen Ablauf des Übergangs sowie zur Änderung der maßgeblichen Rule 612 Regulation NMS *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Report to Congress on Decimalization, July 2012, S. 4–6.

<sup>644</sup> Im Detail ist diese Einordnung voraussetzungsvoller, als es auf den ersten Blick scheinen mag: Erstens gibt es eine Reihe unterschiedlicher Maße für Liquidität an einer Börse (eingehender und instruktiver Überblick bei Vayanos/Wang, in: Cōnstantinidēs/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the economics of finance, 2013, S. 1289, 1334–1341), von denen die Studie nur eine Minderheit betrachtet. Zweitens wurden zumindest einige Liquiditätsmaße durch die Dezimalisierung uneinheitlich beeinflusst, siehe dazu den Überblick über einschlägige Studien bei *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Report to Congress on Decimalization, July 2012, S. 8–16.

<sup>645</sup> Fang/Tian/Tice, J. Fin. 69 (2014), 2085, 2087, 2100, 2113.

<sup>646</sup> Dies., J. Fin. 69 (2014), 2085, 2090 f. Zu den Vor- und Nachteilen dieses Ansatz bereits 3. Teil, § 4 I.1.c)bb), S. 577 ff.

folge der Dezimalisierung (oberes Terzil) (1) mit höherer Wahrscheinlichkeit in den nächsten drei Jahren Ziel eines feindlichen Übernahmeangebots wurden und (2) mehr Investoren mit hohem Portfolioumschlag (*transient investors*) und passivem Anlagestil (*quasi-indexer*) anzogen. Die Autoren folgern daraus, dass eine gestiegene Aktienliquidität die Innovationsproduktivität von Unternehmen senkt, indem sie die Gefahr feindlicher Übernahmen sowie den Anteil kurzfristiger Investoren erhöht. Die weitere Forschung zeigt, dass die gestiegene Liquidität im Zuge der Dezimalisierung außerdem die Wahrscheinlichkeit erhöhte, dass eine Gesellschaft Ziel von aktivistischen Investoren wurde.<sup>647</sup>

Offen bleibt dabei jeweils, ob die feindlichen Übernahmen oder aktivistischen Interventionen im Sinne der *Short-termism*-Theorie kurzfristig orientiert oder langfristig effizienzförderlich waren. Dass sie, wie die Studie feststellt, ex ante das Management veranlassten, Forschungsanstrengungen zu reduzieren, beantwortet dies nicht ohne Weiteres.<sup>648</sup> Insofern dürfte das letzte Wort noch nicht gesprochen sein, zumal eine vorherige Studie zur *decimalization* in anderer Hinsicht positive Effekte reklamiert.<sup>649</sup> Daneben gibt es über die *Short-termism*-Debatte hinausgehende, teils aber mit ihr verknüpfte Bedenken, dass die Dezimalisierung Aktien kleiner und mittlerer Gesellschaften benach-

<sup>647</sup> Norli/Ostergaard/Schindele, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 486 ff. untersuchen, wie die erhöhte Liquidität einer Aktie die Wahrscheinlichkeit beeinflusst, dass die Gesellschaft Ziel von Aktionärsaktivismus in Form einer Einreichung eines Aktionärsvorschlages zur Abstimmung auf der Hauptversammlung und/oder eines *proxy contest* wird. Liquidität messen die Autoren anhand verschiedener Maße für Handelskosten sowie in einer Kontrollspezifikation unter Rückgriff auf die Einführung der Dezimalisierung an NYSE, AMEX und NASDAQ im Jahr 2001 (S. 504 f.). Die Autoren ermitteln für den Zeitraum von 1997 bis 2007 einen signifikanten Effekt: Ein diskreter Anstieg der Liquidität vom 10 zum 90ten Perzentil verdoppelte die Wahrscheinlichkeit von Aktivismus (a. a. O., S. 487 f.; allerdings war diese Wahrscheinlichkeit absolut gering: Der Anteil von Unternehmen in der Stichprobe, die in einem bestimmten Jahr Ziel von Aktivismus wurden, schwankte zwischen 0,11 und 0,83 %, siehe a. a. O., S. 494). Eine Ausnahme galt für Unternehmen, bei denen verschiedene Indikatoren der Autoren eine Überbewertung andeuteten: Hier war der Einfluss höherer Liquidität erheblich geringer. Die Autoren interpretieren das als Zeichen dafür, dass Liquidität die Wahrscheinlichkeit von Aktivismus für überbewertete Unternehmen senkt (a. a. O., S. 511), weil ein Verkauf attraktiver ist (a. a. O., S. 488). Den durchschnittlich positiven Effekt erklären die Autoren damit, dass höhere Liquidität es ermöglichte, durch strategische Käufe im Vorfeld der Intervention Gewinne zu erzielen und damit die Kosten des Aktivismus einzuspielen. Die Autoren ermitteln dazu, dass 76 % der Aktivisten im Jahr vor ihrer Intervention mit der Aktie des Zielunternehmens handelten, wobei sie in aller Regel zukaufen (95 %). In diesem Jahr bauten Aktivisten im Schnitt 54 % ihrer Bestände auf (a. a. O., S. 488), und zwar im Wesentlichen im Zeitraum ca. 40 Tage vorher (Grafik a. a. O., S. 498).

Die Studie lässt bei alledem die mittel- oder langfristigen Effekte für die betroffenen Unternehmen außen vor, sie trifft also keine Aussage darüber, welche Folgen der betrachtete Aktivismus kurz- oder langfristig hatte.

<sup>648</sup> Hier sind drei Szenarien denkbar: Erstens könnte die Innovationstätigkeit gar nicht verringert, sondern nur stärker als zuvor auf Bereiche verlagert worden sein, in denen Innovation nicht patentierbar ist, wie im Bereich Prozessinnovation (dazu Fang/Tian/Tice, J. Fin. 69 (2014), 2085, 2123). Zweitens könnte die zuvor bestehende Patentierungsaktivität ineffizient hoch, also lediglich ein Kostenfaktor gewesen und die Kürzung damit effizienzsteigernd gewesen sein. Drittens könnte die Kürzung, wie von den Autoren der Studie vertreten, eine Reaktion auf *takeover threats* im Sinne der *Short-termism*-Theorie gewesen sein, also eine ineffiziente Einsparung, um in der Gegenwart einen höheren Gewinn auszuweisen und so einen höheren Wert der Gesellschaft zu signalisieren bzw. vorzuspiegeln.

<sup>649</sup> Fang/Noe/Tice, J. Fin. Ec. 94 (2009), 150 ff. ermitteln, dass die erhöhte Liquidität im Zuge der Dezimalisierung mit einem höheren Tobin's Q einherging (Markwert-Buchwert-Verhältnis; zu dieser umstrittenen Kennzahl, die *Short-termism* übersehen kann, bereits 3. Teil, § 4 I.3.c), S. 596 ff.). Die Autoren erklären dies damit, dass die gestiegene Liquidität einen Einstieg informierter Investoren förderte und die Effizienz leistungsabhängiger Managervergütung steigerte. Demgegenüber sehen sie keine Anhaltspunkte für einen Einfluss von Manager-Myopia (a. a. O., S. 151, 158, 161).

teiligt und daher als One-Size-fits-All-Lösung ungeeignet ist.<sup>650</sup> Die SEC versucht hier seit einiger Zeit, mit Pilotprogrammen nähere Erkenntnisse zu gewinnen.<sup>651</sup>

Ebenfalls als Analyse der Folgen steigender Liquidität lassen sich Studien interpretieren, die untersuchen, wie sich eine Zurücknahme von Leerverkaufsbeschränkungen auf Aktienkurse und das Investitionsverhalten der betroffenen Unternehmen auswirkte.<sup>652</sup> Diese Arbeiten deuten ebenfalls auf einen negativen Zusammenhang von höherer Liquidität und Investitionen hin, allerdings wiederum ohne dass sich unmittelbar sagen lässt, ob dahinter *Short-termism* stand oder die Korrektur einer Fehlbewertung bzw. ineffizienten Verhaltens.<sup>653</sup> Zudem reklamieren auch hier Studien in anderer Hinsicht positive Effekte.<sup>654</sup>

#### h) Folgen sinkender Kosten für langfristige Spekulation

Gleichsam spiegelbildlich zu den Folgen steigender Aktienliquidität, die insbesondere kurzfristige Spekulation verbilligt, könnte man untersuchen, wie es sich auswirkt, wenn gerade die Kosten für langfristige Spekulation sinken. Allerdings ist es ungleich schwieriger, hierfür einen geeigneten Ansatzpunkte zu finden. Einen interessanten Versuch unternimmt eine Ereignisstudie aus dem Jahr 2009.<sup>655</sup> Sie knüpft daran an, dass die Chicago Board Options Exchange (CBOE) ab 1990 schrittweise langfristige Optionen, sog. *long*

<sup>650</sup> Dazu eingehend *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Report to Congress on Decimalization, July 2012 mit Übersicht über die Regelung von *tick sizes* und die Anzahl von IPOs in zahlreichen anderen Rechtsordnungen (a. a. O., S. 17 f.).

<sup>651</sup> Dazu bereits 3. Teil, § 4 II. 1. b) cc) (3), S. 612, Fn. 285 auf S. 613.

<sup>652</sup> Dazu, dass eine konzentrierte Präsenz von Leerverkäufern die Liquidität einer Anlage erhöht. *Vayanos/Wang*, in: Cōnstantinidēs/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 1289, 1332; zu Beschränkungen von Leerverkäufen als eine Grenze für Arbitrage allg. *Klöhn*, *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance*, 2011, S. 127–129.

<sup>653</sup> *Grullon/Michenaud/Weston*, *Rev. Financ. Stud.* 28 (2015), 1737 ff. untersuchen die Folgen eines regulatorischen Experiments der SEC, das für eine zufällige Pilotgruppe von Russel-3000-Gesellschaften die sog. *uptick rule* aussetzte, welche die Platzierung von Leerverkäufen bei fallenden Kursen untersagte und dadurch Leerverkäufe erschwerte. Zwei Jahre später hob die SEC die *uptick rule* insgesamt auf. Die Autoren ermitteln einen negativen Kurseffekt zwei Wochen vor der Bekanntgabe der Gesellschaften in der Pilotgruppe. Zudem ermitteln die Autoren, dass vor allem kleine, finanziell eingeschränkte Gesellschaften, Wachstumsunternehmen, Firmen mit hohen *discretionary accruals* (Erträge bzw. Aufwendungen mit Bilanzierungsspielraum), einer hohen Streuung der Analystenempfehlungen und Firmen mit einer besonders starken negativen Marktreaktion ihre Investitionen deutlich einschränkten, wobei offen bleibt, ob eher lang- oder kurzfristige Investitionen betroffen waren. Auch Firmen in der Pilotgruppe, bei denen die Leerverkaufsaktivität stark anstieg, schränkten Investitionen und Eigenkapitalemissionen ein. Zudem erwiesen sich die Preise von Pilotfirmen als sensibler für marktweiten und firmenspezifischen Verkaufsdruck.

Die Resultate lassen sich mit zwei Hypothesen erklären, zwischen denen die Autoren nicht unterscheiden können: Gemäß der *overvaluation hypothesis* sind kleine, wenig liquide Firmen bei Leerverkaufsbeschränkungen eher überbewertet – die Befunde wären dann Ausdruck einer effizienten Korrektur. Gemäß der alternativen *bear raid hypothesis* können Investoren (*bear raiders*), indem sie den Aktienkurs etwa durch Leerverkäufe nach unten drücken, den Vorstand veranlassen, wertsteigernde Investitionen zu beenden. Dieser Effekt von Aktienkursen auf Investitionsentscheidungen der Gesellschaften gibt *bear raiders* einen Anreiz, Aktien leer zu verkaufen, selbst wenn die *raidern* uninformiert sind – dies wäre Ausdruck ineffizienten kurzfristigen Drucks, also von *Short-termism*.

<sup>654</sup> So ermitteln *Massa/Zhang/Zhang*, *Rev. Financ. Stud.* 28 (2015), 1701 ff. mit einem weltweiten Datensatz, dass ein hohes Potenzial für Leerverkäufe, gemessen anhand des Volumens leihbarer Aktien von ETFs, mit weniger Bilanzpolitik (*earnings management*) einhergeht, ebenso wie Erleichterungen für Leerverkäufe im Zuge des SEC-Pilotexperiments vor der Aufhebung der *uptick rule* sowie die regulierte Zulassung von Leerverkäufen für ausgewählte Gesellschaften in Hongkong.

<sup>655</sup> *Holden/Lundstrum*, *J. Empirical Fin.* 16 (2009), 126 ff.

*term equity appreciation securities* (LEAPS), in Bezug auf einzelne Unternehmen eingeführt. Konkret greift die Studie 94 Unternehmen heraus, für welche dies zwischen Oktober 1990 und Ende 2002 erfolgte. LEAPS sind standardisierte amerikanische<sup>656</sup> börsengehandelte Optionen auf eine bestimmte Aktie. Der einzige Unterschied zu kurzfristigen Optionen besteht darin, dass ihre Maximaldauer bis zum Verfallsdatum mit 39 Monaten deutlich über jener kurzfristiger Optionen (zwölf Monate) liegt. Die Autoren gehen aufbauend auf vorherigen Studien davon aus, dass LEAPS die Kosten von Handelsstrategien, die auf langfristigen Informationen basieren, verringern, weil sie eine implizite Hebelwirkung im Vergleich zu der zugrunde liegenden Aktie aufweisen. Eine Investition in LEAPS ermöglicht also mit dem gleichen Kapitaleinsatz eine deutlich größere langfristige Wette als eine Investition des gleichen Betrags in die zugrunde liegende Aktie.<sup>657</sup> Die dadurch bedingte Verringerung der (Kapital-)Kosten langfristig orientierten Handelns sollte, so die Hypothese der Autoren, einen Anreiz bieten, langfristige Informationen zu erwerben, in den Handel einfließen zu lassen und somit zu einer erhöhten langfristigen informationellen Effizienz zu führen. Dies wiederum sollte gemäß der *Short-termism*-Theorien, die an *takeover threats* (Stein)<sup>658</sup> und *costly trade* (Shleifer/Vishny)<sup>659</sup> anknüpfen, den Anreiz des Managements steigern, in langfristige Projekte zu investieren. Als Proxy für solche Projekte nutzen die Autoren im Anschluss an vorherige Studien die F&E-Ausgaben jeweils in Relation zum Umsatz, zu den Anlagen (*assets*) sowie zu den Nettosachanlagen (*net property, plant and equipment*). Durch eine Gegenüberstellung mit vergleichbaren Unternehmen<sup>660</sup> versucht die Studie, den Effekt der Einführung von LEAPS zu isolieren. Auf diese Weise ermitteln die Autoren, dass Firmen mit LEAPS im Vergleich zu solchen ohne LEAPS über einen Zeitraum von zwei Jahren ihr Verhältnis von F&E zum Umsatz je nach Matching-Technik zwischen 23 % und 28 % anhoben.<sup>661</sup> Ähnliche Anstiege ermitteln sie für zwei andere Proxys langfristiger Investitionen. Der Anstieg stand dabei in positivem Zusammenhang mit dem LEAPS-Volumen. Zudem fiel er bei Unternehmen stärker aus, die eine hohe F&E-Intensität aufwiesen.<sup>662</sup> Weiterhin testeten die Autoren, ob ein Unternehmen nach der LEAPS-Einführung mit geringerer Wahrscheinlichkeit als Vergleichsunternehmen die Quartalsergebnisvorhersagen der Analysten erfüllte, wofür sie gewisse, allerdings zumeist insignifikante Indizien

<sup>656</sup> Eine amerikanische Option kann jederzeit bis zu einem festgelegten Zeitpunkt, dem Verfallsdatum, ausgeübt werden. Demgegenüber ist bei einer sog. europäischen Option die Ausübung nur zu einem bestimmten Zeitpunkt möglich, Rudolph/Schäfer, *Derivative Finanzmarktinstrumente*<sup>2</sup>, 2010, S. 21.

<sup>657</sup> Zwar war es laut Holden/Lundstrum, *J. Empirical Fin.* 16 (2009), 126, 128 schon vor der Einführung von LEAPS möglich, im direkten Handel zwischen Marktteilnehmern (*over the counter*) langfristige Optionen auf einzelne Aktien zu kaufen. Zudem können langfristige Optionen mit einer komplexen Kombination von kurzfristigen Optionen und Geldmarktwertpapieren nachgebaut werden. Beide Möglichkeiten seien aber kostspieliger als der börsenmäßige Handel mit standardisierten LEAPS.

<sup>658</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV.1. a), S. 398 ff.

<sup>659</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV.2, S. 412 ff.

<sup>660</sup> Die Vergleichbarkeit bestimmt die Studie anhand Industrie, Kurs-Buchwert-Verhältnis (*market-to-book equity*) und dem Verhältnis von liquiden Mitteln (*cash*) zu Anlagen (*assets*), Holden/Lundstrum, *J. Empirical Fin.* 16 (2009), 126, 129.

<sup>661</sup> Dies entsprach 125 Mio. \$ bis 152 Mio. \$ jährlich.

<sup>662</sup> Eine hohe F&E-Intensität werten die Autoren als Indikator dafür, dass F&E in dem betreffenden Unternehmen eine höhere und stärker strategische Bedeutung hatte. Zu beachten ist allerdings, dass solche Unternehmen gerade weniger von *Short-termism* betroffen sein können. Bei Unternehmen, deren Wert und Geschäftsmodell stark von Innovation und Forschungsanstrengungen abhängt, ist nämlich weniger damit zu rechnen, dass Marktteilnehmer kurzfristige Gewinnzahlen heranziehen, um auf den inneren Wert des Unternehmens zu schließen, siehe im Einzelnen oben 3. Teil, § 4 I.1. c), S. 570 ff.

ermitteln. Insgesamt interpretieren die Verfasser der Studie ihre Ergebnisse als statistisch und ökonomisch signifikante Belege für die *Short-termism*-Theorien zu *takeover threats* and *costly trade* (Grenzen der Arbitrage).

*i) Folgen stärkerer Analystenbeobachtung*

Ein Aktienanalyst soll als Informationsintermediär jene, die seine Research nachfragen, besser über den Wert der Anteile einer Gesellschaft ins Bild setzen, also Informationsasymmetrien abbauen. Da letztere ein zentraler Baustein vieler *Short-termism*-Modelle sind, wäre zu erwarten, dass eine hohe Analystenabdeckung *Short-termism* eindämmt. Indes werden ausgerechnet Analysten seit mehreren Jahrzehnten dies- wie jenseits des Atlantiks besonders häufig als *Short-termism*-Treiber kritisiert.<sup>663</sup> Insbesondere wirft man ihnen vor, sich auf Quartalsgewinne zu fokussieren und Unternehmen übermäßig abzustrafen, wenn sie kurzfristige Zielmarken unterschreiten. In der Tat zeigen mehrere Studien, dass eine Verfehlung der Konsens-Quartalsergebniserwartung von Analysten für die betroffene Gesellschaft überproportionale Kursabschläge und für ihre Geschäftsleitung Vergütungs- bzw. Karriere Nachteile zur Folge hat und dass die Geschäftsleitung deshalb bereit ist, Investitionen und andere Ausgaben zu kürzen oder zu verschieben, um Quartalsziele knapp zu erreichen.<sup>664</sup> Weiterhin ist zu beachten, dass professionelle Aktienresearch vorrangig Gesellschaften beleuchtet, deren Aktien börsennotiert und besonders liquide sind.<sup>665</sup> Es geht also in mehrfacher Hinsicht mit Umständen einher, die ihrerseits in *Short-termism*-Verdacht stehen.

Vor diesem Hintergrund liegt es nahe zu überprüfen, wie eine stärkere Analystenbeobachtung Indikatoren für eine langfristige Orientierung beeinflusst. In diesem Sinne untersucht eine neuere US-Studie,<sup>666</sup> wie sich eine stärkere Beobachtung durch Analysten auf den Innovationsoutput auswirkt. Letzteren misst sie anhand der Zahl der Patentierungen und der späteren Zitierungen dieser Patente, ein Ansatz, der sich rasch als Standard etabliert hat.<sup>667</sup> Die Autoren testen zwei konkurrierende Hypothesen: Nach der *information hypothesis* verringern Finanzanalysten *managerial myopia* und fördern Unternehmensinnovationen, indem sie Informationsasymmetrien in Bezug auf innovative Unternehmen abmildern. Demgegenüber steht die *pressure hypothesis*, der zufolge Finanzanalysten *managerial myopia* verstärken und Unternehmensinnovation behindern, indem sie kurzfristigen Druck auf Manager ausüben. Die Autoren bestätigen Letzteres: Unternehmen, die von einer größeren Zahl von Analysten beobachtet werden, erwerben weniger Patente und Patente mit geringerem Einfluss. Um auszuschließen, dass hierfür

<sup>663</sup> Siehe 1. Teil, § 2 II.2., S. 69 bei Fn. 32 auf S. 69, Fn. 47 auf S. 71; 2. Teil, § 1 I.4.b)aa), S. 141 und 4.d), S. 158, 2. Teil, § 1 II.3.b)aa), S. 188, Text bei und in Fn. 809 auf S. 194, 2. Teil, § 1 II.3.b)bb)(3), S. 198, Text bei und in Fn. 856–859 auf S. 202, 2. Teil, § 1 II.3.b)bb)(5), S. 208 mit Fn. 890, 2. Teil, § 1 II.3.c)bb), S. 240, 3. Teil, § 1 II.2., S. 386, Text bei Fn. 20 auf S. 386, 3. Teil, § 4 III.1.a)aa)(1), S. 627 bei Fn. 368 auf S. 630, § 4 III.1.a)bb)(1) und (3), S. 630, 635, 4. Teil, § 3 I.2.a)aa), S. 747, 4. Teil, § 3 II.2.a), S. 763 Fn. 154 auf S. 765, 4. Teil, § 3 III., S. 775, Text bei Fn. 239 auf S. 777, 4. Teil, § 4 I.1., S. 780, 4. Teil, § 6 VIII.1., S. 872.

<sup>664</sup> Siehe *Mergenthaler/Rajgopal/Srinivasan*, CEO and CFO Career Penalties to Missing Quarterly Analysts Forecasts, August 2012, <<https://ssrn.com/abstract=1152421>> (geprüft am 11.06.2020); *Shon/Yan*, Eur. Acc. Rev. 24 (2014), 147 ff. sowie die im 3. Teil, § 4 III.1., S. 626 ff. besprochenen Umfragestudien.

<sup>665</sup> *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2011, S. 228 f.

<sup>666</sup> *He/Tian*, J. Fin. Ec. 109 (2013), 856 ff.

<sup>667</sup> *Dies.*, J. Fin. Ec. 109 (2013), 856, 857.

statt der Analysten eine unbeobachtete dritte Variable verantwortlich ist (*omitted variable bias*), versuchen die Autoren auf zweierlei Weise, Kausalität zu belegen: Erstens vergleichen sie Unternehmen, deren Analystenabdeckung unmittelbar aufgrund von Schließungen und Fusionen von Brokerage-Anbietern abnahm, mit einer Kontrollgruppe, deren Analystenbeobachtung konstant bleibt (Difference-in-Differences-Schätzung). Zweitens konstruieren die Autoren eine Instrumentvariable für die erwartete Analystenabdeckung und führen eine zweistufige Kleinste-Quadrate-Regression durch. Beide Ansätze bestätigen die *pressure hypothesis*.

Im Anschluss geht die Studie den Ursachen für den Befund nach. Hierzu stellen die Autoren zwei Auswirkungen einer exogenen Verringerung der Analystenabdeckung fest: Erstens stieg der Anteil langfristiger engagierter institutioneller Aktionäre (*dedicated institutional investors*). In dem Maße, in dem diese Unternehmensinnovation mehr fördern als andere institutionelle Investoren, könnte eine hohe Analystenabdeckung also Innovation behindern, indem sie gerade Letztere anzieht.<sup>668</sup> Zweitens ging ein exogener Rückgang der Analystenabdeckung damit einher, dass die Gesellschaft weniger Übernahmeversuchen ausgesetzt war. Gemäß dem Takeover-Threats-Modell<sup>669</sup> kann das *Short-termism* verringern.<sup>670</sup> Ergänzend argumentieren die Autoren, dass eine hohe Analystenabdeckung anderen Studien zufolge buchmäßige Bilanzpolitik erschwert und deshalb Manager veranlassen könnte, ersatzweise mehr reale Bilanzpolitik auf Kosten langfristiger Forschungsaktivitäten zu betreiben.<sup>671</sup> Die Autoren zeigen weiterhin, dass zusätzliche Patente und Patentzitiierungen den Unternehmenswert gemessen an der Kennzahl Tobin's Q im Schnitt erhöhten. Das spricht dafür, dass Analysten nicht lediglich Überinvestment der Manager in langfristige Projekte eindämmten, der negative Effekt auf Innovation also tatsächlich schädlich war.<sup>672</sup>

Zu beachten ist freilich, dass Analysten den Unternehmenswert noch auf vielfältige andere positive Weise beeinflussen könn(t)en. Die Studie lässt daher keinen Schluss darauf zu, ob Analysten insgesamt förderlich oder schädlich für Aktionäre und die soziale Wohlfahrt sind.<sup>673</sup> Bekanntlich stehen Analystenempfehlungen herkömmlich in der Kritik, weil sie oft Interessenkonflikten unterliegen und zu positiv ausfallen.<sup>674</sup> Inwieweit die grundlegenden Änderungen durch MiFID II<sup>675</sup> eine Besserung bringen, muss sich

<sup>668</sup> Dies., J. Fin. Ec. 109 (2013), 856, 872 f.

<sup>669</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV. 1. a), S. 398.

<sup>670</sup> He/Tian, J. Fin. Ec. 109 (2013), 856, 873 f. Ergänzend verweisen die Autoren darauf, dass eine höhere Analystenabdeckung die Liquidität einer Aktie erhöht, anderen Studien zufolge aber gerade Illiquidität positiv mit Innovation verknüpft ist (a. a. O., S. 875 f.). Dies lässt sich ebenfalls mit der Takeover-Threats-Hypothese erklären, weil Übernahmen leichter umzusetzen sind, wenn die Anteile der Zielgesellschaft liquide sind.

<sup>671</sup> Dies., J. Fin. Ec. 109 (2013), 856, 875.

<sup>672</sup> Dies., J. Fin. Ec. 109 (2013), 856, 876.

<sup>673</sup> Dies., J. Fin. Ec. 109 (2013), 856, 876.

<sup>674</sup> Dazu empirisch Malmendier/Shanthikumar, Rev. Financ. Stud. 27 (2014), 1287 ff.; aus dem deutschen Schrifttum etwa Fischer, Insiderrecht und Kapitalmarktcommunication, 2006, S. 23 f.; Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2011, S. 229.

<sup>675</sup> Das Regelungspaket MiFID II behandelt substanzielle Analysen von Dritten als offenzulegende Zuwendung, sofern die Analysen nicht aus Eigenmitteln der Bank oder aus einem speziellen Analysekonto bezahlt werden, das hohen regulatorischen Anforderungen unterliegt. Institute werden deshalb meist dazu neigen, externe Analysen selbst zu bezahlen oder – bei vorhandener Expertise – durch interne Analysen zu ersetzen, näher Roth/Blessing, CCZ 2017, 163, 165 f. Dies führt zu der Schwierigkeit, Research zu bepreisen, und bedingt erhebliche Umwälzungen des bisherigen Geschäftsmodells von Ak-

noch zeigen.<sup>676</sup> Daneben mag man generell zweifeln, ob Analysten wirklich Informationen aufturn können, mit denen sich der Markt dauerhaft schlagen lässt.<sup>677</sup> Dessen ungeachtet haben sich Finanzanalysen als Instrument der Informationspolitik auch in Deutschland seit den 1990er Jahren fest etabliert.<sup>678</sup>

Schließlich könnte das Ergebnis der Studie, dass Analysten für Innovation hinderlich sind, auch schlicht damit zusammenhängen, dass Investitionen in Innovation besonders riskant und schwer zu bewerten sind. In diese Richtung deutet eine qualitative Untersuchung dazu, wie Analysten bei sechs marktführenden Unternehmen Strategien und Produkte während eines radikalen Technologiewandels beurteilten. Konkret betrachtet wird der Wechsel von filmbasierter zu digitaler Fotografie und das Aufkommen des Voice-over-Internet-Protokolls (VoIP) in der Telefonbranche.<sup>679</sup> Die Studie ermittelt, dass Analysten aufmerksamer und positiver auf Strategien und Produktangebote reagierten, welche die alte Technologie erweiterten, als auf solche, die unmittelbar die neue Technologie nutzten. Die Autorin erklärt das damit, dass radikal neue Strategien nicht in die etablierten Bewertungsmuster der Analysten passen, die auf eine Industrie spezialisiert sind, und deshalb als wertschmälernde, unverbundene Diversifikation erscheinen können. Hinzu kommt, dass Investitionen in neue Strategien den kurzfristigen Gewinn verringern, typischerweise nicht sofort profitabel sind und dass der zukünftige Wert eines etablierten Unternehmens unsicher ist, während eine radikal neue Technologie aufkommt.<sup>680</sup>

#### j) Folgen aktionärszentrierter Corporate Governance

Zu den Problemen der empirischen Messung, die sich bei *Short-termism*-Tests stellen, gehören der Umgang mit Endogenität und Interdisziplinarität. Beides birgt unter anderem erhebliche Zweifel an der Aussagekraft vieler Tests, die auf Governance-Indizes aufbauen.<sup>681</sup> Besonders bekannt sind Arbeiten, insbesondere die Legal-Origins-These, die gestützt auf solche Tests eine Überlegenheit angloamerikanisch geprägter Governance-Prinzipien behaupten, die sie als besonders aktionärs- bzw. gläubigerschützend einstufen.<sup>682</sup> Andere Untersuchungen setzen indes gerade diese Prinzipien in Verbindung mit *Short-termism*. So ermittelt eine jüngere Studie anhand unbalancierter Paneldaten zu 48

---

tenresearch in der EU, dazu *Preece/Spinner*, Kreditwesen 2018, 86 ff.; *Schwerdtfeger*, WiWo vom 29.09.2017, 76 ff.

<sup>676</sup> Skeptisch die bei *Schwerdtfeger*, WiWo vom 29.09.2017, 76, 79 zitierten Stimmen, die davon ausgehen, dass Research nicht kostendeckend bezahlt und daher weiterhin implizit subventioniert werden wird.

<sup>677</sup> Bejahend *Baule/Wilke*, Die Bank 2016, 12 ff. mit einer empirischen Untersuchung zum US-amerikanischen S&P 100; dagegen die Ergebnisse von *So*, J. Fin. Ec. 108 (2013), 615 ff. ebenfalls zum US-Aktienmarkt sowie von *Capstaff/Paudyal/Rees*, J. Bus. Fin. & Acc. 22 (1995), 67 ff. zum britischen Aktienmarkt (zu diesem auch bereits im Kontext der britischen *Short-termism*-Debatte der 1980er und 1990er Jahre 2. Teil, § 1 II.3.b)bb)(3), S. 198 ff.; zu verhaltensökonomischen Verzerrungen (Bias) bei Analystenprognosen grundlegend *de Bondt/Thaler*, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), 52 ff.; aus dem deutschen Schrifttum, auch zu rationalem Herdenverhalten *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2011, S. 118 mit Fn. 491, S. 126, 230.

<sup>678</sup> *Fischer*, Insiderrecht und Kapitalmarktkommunikation, 2006, S. 21 f.

<sup>679</sup> *Benner*, Org. Science 21 (2010), 42 ff.

<sup>680</sup> *Dies.*, Org. Science 21 (2010), 42, 45.

<sup>681</sup> Dazu oben 3. Teil, § 4 I.2. b) und c)bb), S. 581 ff., 588 f.

<sup>682</sup> Zu dieser 2. Teil, § 2 II.3., S. 324, Text bei Fn. 416 auf S. 326 und die dortigen Nachweise sowie zu Defiziten der empirischen Methodik 3. Teil, § 4 I.2. c)bb), S. 588 ff. und § 4 I.3. a)bb), S. 594 ff.

Ländern über den Zeitraum von 1993 bis 2006, dass ein stärkerer Schutz von (Minderheits-)Aktionären gemessen anhand eines *shareholder anti-director rights index*, der auf den Arbeiten von *La Porta* und anderen<sup>683</sup> aufbaut, mit einer höheren Aktienmarktkapitalisierung, aber auch mit geringerer Innovationstätigkeit einherging, die die Studie anhand der gewährten Patente und der F&E-Ausgaben im privaten Sektor misst.<sup>684</sup> Diesen Befund führt die Studie darauf zurück, dass sich kleine diversifizierte Aktionäre bei starken (Blockade-)Rechten leichter opportunistisch gegenüber undiversifizierten Aktionären verhalten können, nachdem die Gesellschaft eine spezifische Investition getätigt hat, also eine solche, die für das Unternehmen und damit den undiversifizierten Aktionär wertlos wird, wenn das Unternehmen sie aufgibt. Ein undiversifizierter Aktionär, der diese Ausbeutungsstrategie der Minderheit voraussieht, wird dann vorausschauend weniger Geld für Investitionen in Innovation bereitstellen, da diese in hohem Maße spezifisch sind. Stattdessen werde er kurzfristige Produktionsstrategien mit einem geringeren, aber sicheren Gewinn verfolgen.<sup>685</sup> In der Sache geht es hier um eine Variante der *Breach-of-Trust-These*, die üblicherweise bezogen auf Arbeitnehmer oder andere Stakeholder vorgetragen wird.<sup>686</sup> Diesen Aspekt will die Studie durch Indizes von Arbeitnehmerschutz- und -beteiligungsrechten kontrollieren.<sup>687</sup>

Eine weitere Studie kommt mit Daten zu einzelnen Unternehmen im Kern zu dem gleichen Ergebnis. Sie untersucht anhand einer – recht kleinen – Stichprobe von 177 Gesellschaften aus dem Vereinigten Königreich, Irland, Deutschland, Frankreich, Belgien und Luxemburg für den Zeitraum von 2003 bis 2007 den Zusammenhang zwischen bestimmten Elementen eines Governance-Ratings der französischen CSR-Ratingagentur *Vigeo* und der F&E-Intensität. Dabei wählen die Autoren Score-Werte, die höher ausfallen, wenn das Management in stärkerem Maße den Aktionären und (kurzfristigen) Erwartungen des Kapitalmarktes verantwortlich ist. Die Autoren ermitteln, dass hohe Governance-Scores in diesem Bereich in einem negativen Zusammenhang mit der F&E-Intensität stehen. Sie schließen daraus, dass solche Governance-Praktiken langfristigen F&E-Investitionen abträglich sind.<sup>688</sup>

In ähnlicher Weise untersucht eine dritte Arbeit anhand einer kleinen Stichprobe von britischen Unternehmen aus der produzierenden Industrie und dem Dienstleistungssektor mit den im Durchschnitt höchsten F&E-Ausgaben die Bestimmungsfaktoren dieser Ausgaben im Zeitraum von 2000 bis 2005. Sie bildet für jede Gesellschaft einen *Corporate-Governance-Indexwert* aus sechs Komponenten und ergänzend in einer Modellspezifikation Indikatorwerte für Merkmale der Eigentümerstruktur. Auf dieser Grundlage berichtet sie einen negativen Zusammenhang zwischen F&E und „besserer“ *Corporate Governance*.<sup>689</sup>

Diese Studien deuten vorbehaltlich der dargelegten Methodenprobleme darauf hin, dass Unternehmen mit hohen Anstrengungen im Bereich Forschung & Entwicklung we-

<sup>683</sup> Dabei berücksichtigt die Studie in einer Kontrollspezifikation auch dessen nachträgliche Verbesserungen, *Belloc*, Cambridge J. Ec. 37 (2013), 863, 877.

<sup>684</sup> *Ders.*, Cambridge J. Ec. 37 (2013), 863 ff.

<sup>685</sup> *Ders.*, Cambridge J. Ec. 37 (2013), 863, 867 f., 874, 885 f., dort (S. 886) auch ausdrücklich zur Bedeutung für die Debatte um *Short-termism*.

<sup>686</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV.3.a), S. 418 ff.

<sup>687</sup> *Belloc*, Cambridge J. Ec. 37 (2013), 863, 874.

<sup>688</sup> *Honoré/Munari/van Pottelsberghe de La Potterie*, Res. Pol. 44 (2015), 533 ff.

<sup>689</sup> *Driver/Guedes*, Res. Pol. 41 (2012), 1565 ff.

gen der damit einhergehenden hohen Spezifität, Unsicherheit und Informationsasymmetrie eine Corporate Governance erfordern, die sich von derjenigen für weniger forschungsintensive Geschäftsmodelle unterscheidet. Allerdings sind auch alternative Erklärungen denkbar. Beispielsweise kontrollieren die Studien nicht für das Alter der unmittelbar bzw. über den Landesdurchschnitt untersuchten Gesellschaften, wengleich teilweise für den Eigentumsanteil des Managements. Insofern könnte sich der negative Zusammenhang zwischen F & E-Intensität und aktionärsbezogenen Corporate-Governance-Scores (auch) daraus erklären, dass F & E-intensive Unternehmen überproportional häufig jung bzw. gründergeführt sind und deshalb noch keine ausgefeilte Corporate Governance haben.

#### 4. Studien zu Aktionärsaktivismus, vor allem von Hedgefonds

Aus theoretischer Warte ist ein naheliegender Prüfstein für viele prominente *Short-termism*-Theorien, wie sich Übernahmen auf langfristige Investitionen und die Innovationstätigkeit auswirken. Bei strategischen Übernahmen erschweren es allerdings strategische und/oder strukturelle Veränderungen im neuen Konzernverbund sowie andere Umstände, die über den Erfolg der Akquisition entscheiden, etwaigen *Short-termism* ökonomisch zu identifizieren.<sup>690</sup> Demgegenüber lassen sich finanziell motivierte Übernahmen und finanziell motivierter Aktivismus von Private-Equity-Gesellschaften und Hedgefonds leichter untersuchen. Sie bieten sich aus drei Gründen für empirische Studien an: Erstens sind solche Investoren mit ähnlichem Geschäftsmodell in größerer Zahl vorhanden. Vor allem im angloamerikanischen Raum ist das bereits seit Längerem der Fall. Zweitens erwerben sie Anteile an operativ tätigen Unternehmen nur vorübergehend aus finanziellem Interesse, sodass die Zielgesellschaften ungeachtet etwaiger Einsparungen oder Abspaltungen vorerst getrennt (er-)halten bleiben. Drittens sind Private-Equity-Gesellschaften und Hedgefonds in der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte dies- wie jenseits des Atlantiks besonders heftiger Kritik wegen übermäßig kurzfristigem Verhalten ausgesetzt. Dementsprechend steht dieser Bereich auch in der empirischen Forschung zu *Short-termism* besonders im Fokus.

Die Anzahl der Studien zu Übernahmen und Aktivismus von Private-Equity- und Hedgefonds ist mittlerweile Legion. Dabei sind sowohl methodische Aspekte als auch die Befunde selbst heftig umstritten. Hier sind viele Probleme relevant, die bereits behandelt wurden, insbesondere interdisziplinäre Fallstricke bei der Beurteilung von Instrumenten zur Abwehr von Übernahmen<sup>691</sup> und der Konstruktion von Governance-Indizes,<sup>692</sup> die Interpretation von Mittelwerten,<sup>693</sup> der Umgang mit „atypischen“ Fällen<sup>694</sup> sowie die Aussagekraft der Kennzahl Tobin's Q.<sup>695</sup> Da es im Übrigen bereits umfangreiche Beiträge zu Aktivismus der genannten Investorengruppen sowohl aus juristischer Sicht als auch zum Stand der empirischen Forschung gibt,<sup>696</sup> genügen an dieser Stelle wenige

<sup>690</sup> Dazu 3. Teil, § 4 III.3.e), S. 657 ff.

<sup>691</sup> Dazu 3. Teil, § 4 I.2.c)aa), S. 585 ff.

<sup>692</sup> Dazu 3. Teil, § 4 I.2.c)bb), S. 588 ff.

<sup>693</sup> Dazu 3. Teil, § 4 I.3.a)bb), S. 592 ff.

<sup>694</sup> Dazu 3. Teil, § 4 I.3.b), S. 595 f.

<sup>695</sup> Dazu 3. Teil, § 4 I.3.c), S. 596 ff.

<sup>696</sup> Siehe aus den USA einerseits tendenziell skeptisch *Coffee, Jr./Palia*, ACG 1 (2016), 1 ff. und andererseits dezidiert wohlwollend *Bebchuk/Brav/Jiang*, 115 Colum. L. Rev. 1085 (2015); übergreifend *Athanassiou* (Hrsg.), *Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments*,

zusammenfassende Bemerkungen. Insofern lautet das nüchterne Fazit eines aktuellen Literaturüberblicks, dass die Antworten auf fundamentale Fragen über Hedgefonds-Aktivismus selbst für die USA, wo die Datenlage am besten ist,<sup>697</sup> uneinheitlich ausfallen.<sup>698</sup> Zwar ermitteln viele Studien zumindest für gewisse Jahre und bezogen auf kurze Ereignisfenster rund um das Bekanntwerden eines aktivistischen Engagements im Schnitt eine erhebliche Überrendite von Hedgefonds-Aktivismus.<sup>699</sup> Es ist aber heftig umstritten, ob diese Ergebnisse auf wenigen Ausreißern beruhen, die eine schlechte Median-Performance kaschieren,<sup>700</sup> ob sie Ausdruck ökonomischer Wertschöpfung durch reale Verbesserungen,<sup>701</sup> einer geschickten Auswahl der Ziele und geschickten Timings<sup>702</sup> oder einer kurzfristigen Ausbeutung anderer Stakeholder qua *breach of trust* sind,<sup>703</sup> ob sie nur für eine kleine Untergruppe langfristig positiv bleiben<sup>704</sup> und ob die verwendeten Maßzahlen sowie andere methodische Aspekte sachgerecht sind.<sup>705</sup>

Auch für Europa liegt mittlerweile eine wachsende Zahl von Studien vor,<sup>706</sup> zu denen einige vergleichende Untersuchungen hinzutreten.<sup>707</sup> Die Interpretationsfragen und methodischen Schwierigkeiten, welche in den USA diskutiert werden, bestehen dabei im Grunde in gleicher Weise. Für Deutschland ergeben die Studien wiederum einen gemischten Befund: Eine relativ frühe Studie, die eine Stichprobe von 153 Private-Equity- und Hedgefonds-Engagements in Deutschland aus den Jahren 1998 bis 2007 vergleicht, gelangte zwar zu dem Schluss, dass beide Agency-Probleme abmilderten, wobei Ersterer langfristiger und Letztere kurzfristig agierten. Die Studie erachtete bei Private-Equity-Fonds aber auch eine Umverteilung zulasten der Stakeholder durch höhere Verschuldung für ein wahrscheinliches Problem. Bei Hedgefonds seien Nachteile für den lang-

---

2012; *Fung/Hsieh*, in: Constantinidēs/Harris/Stulz (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 1063 ff. Aus dem deutschen Schrifttum übergreifend etwa *Schmidt/Spindler*, *Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive*, 2008; *Heuser*, *Shareholder activism*, 2012, S. 19–78; für eine eingehende Auswertung bis dato erschienener empirischer Studien zu Hedgefonds-Aktivismus *Stadler*, *Shareholder-Aktivismus durch Hedge Fonds*, 2010, S. 27–59. Vorrangig unter juristischen Gesichtspunkten etwa *Weninger*, *Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts*, 2009; *Schmies*, *Die Regulierung von Hedgefonds*, 2010; *Brass*, *Hedgefonds als aktive Investoren*, 2010.

<sup>697</sup> In Europa ergeben sich Abstriche daraus, dass es herkömmlich keine zentrale Datenbank für die Offenlegung von Beteiligungen gibt, die mit der EDGAR-Datenbank der SEC vergleichbar wäre, dass es bis 2007 keine einheitliche Form der Offenlegung wie gemäß dem *form 13D* in den USA gab und dass es kein EU-weites Offenlegungsdokument für Fonds vergleichbar zu dem *form 13F* der SEC gibt. Zudem findet Aktivismus oft hinter verschlossenen Türen statt und kann dann mangels Daten nicht untersucht werden, siehe *Becht/Franks/Grant*, *Hedge Fund Activism in Europe*, May 2010, S. 28 Fn. 8; *dies.*, in: Hill/Thomas (Hrsg.), *Research handbook on shareholder power*, 2015, S. 116, 116 f.; zudem können Untersuchungen in Deutschland bei älteren Daten nicht auf Angaben zum Zweck des Engagements zurückgreifen, *Stadler*, *Shareholder-Aktivismus durch Hedge Fonds*, 2010, S. 158 (nun aber § 27a I 1 WpHG ab Überschreiten der 10-%-Schwelle).

<sup>698</sup> *Partnoy*, in: Hill/Thomas (Hrsg.), *Research handbook on shareholder power*, 2015, S. 99, 100 f.

<sup>699</sup> *Ders.*, in: Hill/Thomas (Hrsg.), *Research handbook on shareholder power*, 2015, S. 99, 103.

<sup>700</sup> Dazu 3. Teil, § 4 I.3.a)bb), S. 592 ff.

<sup>701</sup> In diesem Sinne *Brav/Jiang/Kim*, *Rev. Financ. Stud.* 28 (2015), 2723 ff.

<sup>702</sup> So der Befund von *Cremers/Giambona/Sepe/Wang*, *Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value*, December 13, 2018 <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.269323>>, (geprüft am 11.06.2020)

<sup>703</sup> Dazu allgemein 3. Teil, § 2 IV.3.a), S. 418 ff. sowie speziell mit Blick auf Hedgefonds *Coffee, Jr./Palia*, *ACG 1* (2016), 1, 62–69; *Allaire/Dauphin*, *Int. J. Discl. & Gov.* 13 (2016), 279, 288 ff.

<sup>704</sup> *Coffee, Jr./Palia*, *ACG 1* (2016), 1, 59–62.

<sup>705</sup> *Allaire/Dauphin*, *Int. J. Discl. & Gov.* 13 (2016), 279–283.

<sup>706</sup> Überblick über einige Arbeiten zu verschiedenen Ländern bei *Becht/Franks/Grant*, in: Hill/Thomas (Hrsg.), *Research handbook on shareholder power*, 2015, S. 116, 117 f.

<sup>707</sup> *Becht/Franks/Grant u. a.*, *Rev. Financ. Stud.* 30 (2017), 2933 ff.

fristigen Shareholder-Value möglich.<sup>708</sup> Eine jüngere Studie bestätigt dies im Kern, wenngleich differenzierend, anhand einer Stichprobe von 231 Hedgefonds-Engagements aus den Jahren 2000 bis 2006. Sie ermittelt, dass nicht aggressive Fonds den Shareholder-Value kurz- und langfristig steigerten, teilweise wegen einer guten Aktienausswahl, während aggressive Hedgefonds dies nur kurzfristig taten, um sodann rasch zu verkaufen. Damit, so die Studie, beuteten sie langfristige Aktionäre (wohl die Käufer) sowie Gläubiger aus.<sup>709</sup>

Zu einer anderen Interpretation gelangt allerdings eine Dissertation, die eine bereinigte Stichprobe von 136 Hedgefonds-Ereignissen aus den Jahren von 2000 bis 2008 untersucht.<sup>710</sup> Sie ermittelte bei Haltedauern von gut einem Jahr<sup>711</sup> zwar ebenfalls nur bei einer „kurzfristigen Eventstudie“ signifikant positive Überrenditen,<sup>712</sup> während diese in der „langfristigen Eventstudie“ überwiegend verschwanden oder sich sogar in leichte, indes oft insignifikante, Unterrenditen umkehrten.<sup>713</sup> Allerdings sieht die Studie ausdrücklich keine Grundlage für die Schlussfolgerung, dass langfristige Aktionäre Nachteile hätten.<sup>714</sup>

Den längsten Zeitraum deckt eine Studie ab, die 249 Fälle untersucht, in denen deutsche Gesellschaften zwischen 1993 und 2009 Ziel von Private-Equity- oder Hedgefonds wurden. Auch sie bestätigte für beide Gruppen kurzfristig positive Kursreaktionen. Zudem ermittelte sie unter anderem, dass die Zielgesellschaften von Hedgefonds im zweiten und dritten Jahr nach dem Einstieg verglichen mit den Wettbewerbern ihre Ausschüttungsquote signifikant steigerten, Hedgefonds also typischerweise Barmittel abzogen, und zudem die Investitionen senkten. Währenddessen reagierten die Kurse der Wettbewerber der Zielgesellschaften von Hedgefonds kurzfristig schlechter, langfristig aber deutlich besser.<sup>715</sup> Eine Parallelstudie nur zu Private-Equity-Gesellschaften fällt hier positiver aus.<sup>716</sup>

Generell ist schließlich zu bedenken, dass das Niveau von Aktivismus mit den gesamtwirtschaftlichen Bedingungen schwankt und dass sich das Vorgehen mit den Usancen der Geschäftswelt sowie dem regulatorischen Rahmen wandelt.<sup>717</sup> Insofern liegt es nahe, dass die Bewertung je nach Rechtsordnung, Zeitraum, der gewählten Strategie und ihrem Zeithorizont unterschiedlich ausfallen kann, wonach allerdings nicht alle Studien unterscheiden, und wenn doch, dann meist in unterschiedlicher Weise.<sup>718</sup>

<sup>708</sup> *Achleitner/Betzer/Gider*, Eur. Financial Management 16 (2010), 805 ff., zusammenfassend a. a. O., S. 826.

<sup>709</sup> *Bessler/Drobtz/Holler*, Eur. Financial Management 21 (2015), 106 ff.

<sup>710</sup> *Stadler*, Shareholder-Aktivismus durch Hedge Fonds, 2010, 106 ff.

<sup>711</sup> *Ders.*, Shareholder-Aktivismus durch Hedge Fonds, 2010, S. 138: Median 252 Handelstage, Durchschnitt 290 Handelstage.

<sup>712</sup> *Ders.*, Shareholder-Aktivismus durch Hedge Fonds, 2010, S. 138–143; kurzfristig meint hier ein Zeitfenster von 20 Tagen vor und nach dem Ereignis. Interessanterweise trat dabei ein Großteil der Überrendite bereits vor Veröffentlichung des Events auf (a. a. O., S. 171).

<sup>713</sup> *Ders.*, Shareholder-Aktivismus durch Hedge Fonds, 2010, S. 144–148; eine langfristig positive Überrendite blieb nur, wenn der Hedgefonds einen Verkauf von Unternehmensteilen anstrebte. Langfristig meint dabei eine Betrachtung von einem Monat vor bis sechs Monaten nach dem Ereignis.

<sup>714</sup> *Ders.*, Shareholder-Aktivismus durch Hedge Fonds, 2010, S. 166.

<sup>715</sup> *Mietzner/Schweizer/Tyrell*, Schmalenbach Bus. Rev. 63 (2011), 151 ff.

<sup>716</sup> *Mietzner/Schweizer*, in: Cumming (Hrsg.), The Oxford Handbook of Private Equity, 2012, S. 495 ff. bestätigen für Private-Equity-Investoren den Befund kurz- und längerfristig positiver Kursergebnisse, allerdings auch einen positiven Kurseffekt auf Wettbewerber.

<sup>717</sup> Vgl. den Überblick bei *Ringe*, in: Gordon/Ringe (Hrsg.), The Oxford handbook of corporate law and governance, 2018, S. 387, 395–405, 410–422.

<sup>718</sup> *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 308, 310 (2012).

### 5. Studien zu kurzen oder verkürzten CEO-Entscheidungshorizonten

Die *Short-termism*-Theorien zu *career concerns* und zu dem *horizon problem* eröffnen zusammen mit dem rechtstatsächlichen Befund zu Manageramtszeiten<sup>719</sup> einen naheliegenden Ansatz, um auf *Short-termism* zu testen: Soweit sich das Verhalten leitender Manager, insbesondere des CEO (Vorstandsvorsitzenden), mit Rechnungslegungsdaten nachvollziehen lässt, könnten typische Situationen, in denen sich der persönliche Horizont des CEO verkürzt, Aufschluss darüber geben, ob Manager deswegen aus Unternehmenssicht kurzfristig handeln. Die Forschung hat hierzu verschiedene Konstellationen untersucht. Einige wichtige werden im Folgenden kurz vorgestellt.

#### a) Folgen steigenden Alters von CEOs

Allgemein sollten Manager, die das Unternehmen in absehbarer Zeit verlassen werden, gemäß der Prinzipal-Agenten-Theorie geringere Anreize haben, im Interesse des Unternehmens zu handeln, als ein Manager ohne einen solchen Plan,<sup>720</sup> weil sie die Früchte langfristiger Maßnahmen nicht mehr ernten werden. Das könnte sich auf unterschiedliche Weise niederschlagen, etwa in kurzfristigem Investitionsverhalten oder in buchmäßiger Bilanzpolitik. Zudem sollte der Effekt bei Managern besonders ausgeprägt sein, die in den Ruhestand gehen anstatt auf dem Arbeitsmarkt zu verbleiben.<sup>721</sup> Da diese Entwicklung absehbar ist, kann das Aufsichtsorgan ihr allerdings mit der Gestaltung der Vergütung entgegenwirken.

Die Forschung zu diesem *horizon problem* hat zunächst vor allem untersucht, ob CEOs in den letzten Jahren ihrer Amtszeit stärker kurzfristige Investitions- und Bilanzierungsentscheidungen treffen.<sup>722</sup> Eine viel beachtete Pionierstudie von *Dechow/Sloan*<sup>723</sup> ermittelte mit US-Daten zu 58 CEO-Wechseln in forschungsstarken Unternehmen zwischen 1974 und 1988, dass CEOs im Jahr des Amtswechsels und im Vorjahr in geringerem Umfang nicht aktivierungsfähige Ausgaben für F & E tätigten, wobei das umso weniger ausgeprägt war, je mehr Aktien oder Aktienoptionen der Gesellschaft der CEO hielt, und ferner geringer ausfiel, wenn der amtierende CEO die Verantwortung über einen längeren Zeitraum schrittweise an den Nachfolger übergab (*relay process*). Insgesamt lieferte die Studie ein Indiz für die *Horizonhypothese*, auch wenn sie andere Erklärungen nicht ausschließen konnte.<sup>724</sup>

Die nachfolgende Forschung hat den Befund mit gemischten Ergebnissen überprüft und weiter eruiert.<sup>725</sup> Neuere Studien bestätigen die Grundaussage, dass eine bevorstehen-

<sup>719</sup> Dazu 3. Teil, § 2 V.1.c) und d), S. 439, 442.

<sup>720</sup> *Kalyta*, 84 Acc. Rev. 1553, 1553 f. (2009); ebenso *Cassell/Huang/Sanchez*, 88 Acc. Rev. 1909, 1910 (2013).

<sup>721</sup> *Kalyta*, 84 Acc. Rev. 1553, 1555 (2009); *Cassell/Huang/Sanchez*, 88 Acc. Rev. 1909, 1910 (2013).

<sup>722</sup> *Cassell/Huang/Sanchez*, Acc. Rev. 88 (2013) 1909, 1910 (2013) m. w. N.

<sup>723</sup> *Dechow/Sloan*, J. Accounting & Ec. 14 (1991), 51 ff.

<sup>724</sup> Insbesondere ergab die Studie auch, dass F&E-Ausgaben im ersten Jahr unter dem neuen CEO anstiegen. Der Rückgang im letzten Jahr des alten CEO könnte insofern ganz oder teilweise Ausdruck von Verzögerungen gewesen sein, *dies.*, J. Accounting & Ec. 14 (1991), 51, 78.

<sup>725</sup> Für kurze Überblicke siehe *Kalyta*, Acc. Rev. 84 (2009) 1553, 1555 f. m. w. N.; *Huson/Tian/Wiedman u. a.*, Acc. Rev. 87 (2012) 231, 232 m. w. N.; *Roe*, 68 Bus. Law. 977, 996 f. (2013). Für einzelne Arbeiten siehe etwa einerseits neben den sogleich im Text besprochenen Studien *Lundstrum*, J. Corp. Fin. 8 (2002), 353 ff., der – vor einem anderen theoretischen Hintergrund – einen negativen Zusammenhang zwischen dem Alter des CEO und dem Niveau von F & E-Ausgaben ermittelt; andererseits etwa *Murphy/Zimmerman*, J. Accounting & Ec. 16 (1993), 273 ff., die keine Belege für Managerermessen in

de Pensionierung des Managers bilanzielle Ermessensentscheidungen beeinflusst, wobei kurzfristige Handlungen dann besonders attraktiv sind, wenn die Vergütung bzw. die Pension gute Ergebnisse in den letzten Jahren stark gewichtet.<sup>726</sup> Vergleichbare Ergebnisse zeigen neuere Studien für Prognosen von CEOs: Sie enthalten im letzten Jahr der Amtszeit vermehrt gute Neuigkeiten und fallen optimistischer aus, vor allem wenn die Vergütung dies belohnt, es keine starken internen Kontrollmechanismen gibt und der CEO keine Stelle im Unternehmen behält.<sup>727</sup> Ähnliches gilt für Akquisitionsentscheidungen im Vorfeld der Pensionierung: Sie weisen kurzfristig relativ hohe, langfristige aber vergleichsweise niedrige abnormale Renditen auf.<sup>728</sup> Vergütungsausschüsse<sup>729</sup> bzw. andere interne Kontrollmechanismen<sup>730</sup> versuchen allerdings teils erfolgreich, dem entgegenzuwirken.<sup>731</sup>

---

sehr profitablen (*strongly performing*) Unternehmen ermitteln, wenn CEOs im Rahmen des gewöhnlichen Ablösungsprozesses in den Ruhestand gehen, d. h. wenn der Managerwechsel ein gewöhnliches und gut geplantes Ereignis ist, das oft damit abschließt, dass der vormalige CEO im Board of Directors bleibt.

<sup>726</sup> So Kalyta, 84 Acc. Rev. 1553 (2009) anhand einer Stichprobe von CEOs von Fortune-1000-Unternehmen, die zwischen 1997 und 2006 in den Ruhestand gingen.

<sup>727</sup> Cassell/Huang/Sanchez, 88 Acc. Rev. 1909 (2013) untersuchen das Vorhersageverhalten von CEOs im letzten Jahr ihrer Amtszeit vor der Pensionierung im Vergleich zu vorherigen Jahren für die Jahre von 1997 bis 2009 anhand einer Stichprobe von – je nach Test – 862 bzw. 272 CEO-Wechseln in den Ruhestand. Die Autoren ermitteln, dass CEOs in ihrem letzten Jahr mit höherer Wahrscheinlichkeit Vorhersagen über zukünftige Gewinne veröffentlichen (gemessen in Relation zum Durchschnittswert des betrachteten CEOs während seiner Amtszeit, S. 1917), und dies mit höherer Häufigkeit. Zudem enthalten die Vorhersagen zukünftiger Gewinne im letzten Jahr eines CEOs vor dem Ruhestand mit größerer Wahrscheinlichkeit als in den Vorjahren gute Neuigkeiten (gemessen an (1) der Differenz von Managementprognose und der jüngsten Median-Analystenvorhersage, skaliert mit dem Aktienkurs zu Jahresbeginn; (2) der Berechnung, ob die Prognose in einem Zeitfenster von einem Tag vor und nach ihrer Veröffentlichung zu einer positiven Überrendite führt, und der Differenz des Anteils solcher Prognosen im letzten Amtsjahr von dem entsprechenden durchschnittlichen Anteil der Vorjahre, S. 1917) und sind stärker optimistisch. Eine optimistische Verzerrung messen die Autoren anhand der Differenz zwischen den vorhergesagten und den tatsächlichen Gewinnen, skaliert mit dem Aktienkurs des Unternehmens zu Beginn des Fiskaljahres. Eine Veränderung dieses Vorhersagefehlers messen sie anhand des durchschnittlichen Fehlers im letzten Jahr minus des durchschnittlichen Fehlers in den Vorjahren. Dieses Verhalten erwies sich den Regressionen zufolge als besonders ausgeprägt, wenn die CEOs höhere aktienbasierte Anreize erhielten und wenn ermessensabhängige Ausgabenkürzungen im letzten Jahr stattfanden (S. 1925). Umgekehrt erwies es sich als weniger ausgeprägt, wenn Kontrollmechanismen, namentlich die institutionelle Eigentümerschaft, stärker waren (S. 1922, 1925). Behielt der CEO nach der Pensionierung eine Stelle im Unternehmen, wiesen mehrere Indikatoren auf einen signifikanten Rückgang opportunistischen Vorhersageverhaltens hin (S. 1922). Die Autoren führen verschiedene Robustheitstests durch, um auszuschließen, dass die Ergebnisse von übergreifenden Trends bei Managerprognosen (z. B. Auswirkung der CEO-Amtdauer, *secular trends*, Einführung von Regulation Fair Disclosure (FD) durch die SEC) oder einer Präferenz für konservative Bilanzierung neuer CEOs beeinflusst sind (S. 1925–1933).

<sup>728</sup> Gao, Financial Management 39 (2010), 833 ff. zeigt, dass CEOs nahe der Pensionierung Akquisitionsentscheidungen treffen, die höhere abnormale Renditen bei der Ankündigung der Akquisition erzeugen, aber eine geringere langfristige Post-Merger-Aktienkursentwicklung. Dieses Ergebnis wird als Anzeichen dafür interpretiert, dass niedrigere *career concerns* älterer CEOs zu Akquisitionsentscheidungen mit einem kurzen Zeithorizont anhalten.

<sup>729</sup> Huson/Tian/Wiedman u. a., 87 Acc. Rev. 231 (2012) ermitteln ausgehend von einer Stichprobe von 190 freiwilligen CEO-Wechseln in 175 großen US-Unternehmen im Zeitraum von 1995 bis 2007, dass *compensation committees* versuchten, im Vorfeld des Weggangs des alten CEOs bei der Bemessung von dessen variabler Barvergütung unerwünschten Anreizen infolge des *horizon problem* entgegenzuwirken; gleichsinniger Befund bei Gibbons/Murphy, J. Appl. Corporate Finance 5 (1992), 99 ff.

<sup>730</sup> Dikolli/Kulp/Sedatole, J. Manage. Acc. Res. 25 (2013), 199 ff.

<sup>731</sup> Im Ergebnis gleichsinnige Einschätzung bei Roe, 68 Bus. Law. 977, 996–998 (2013); Bizjak/Brickley/Coles, J. Accounting & Ec. 16 (1993), 349, 360.

Daneben legen jüngere Studien nahe, dass CEOs allgemein mit zunehmendem Alter weniger riskant agieren und (auch) deshalb weniger für F&E ausgeben, wobei umstritten ist, ob das im Sinne der Unternehmen ist oder bei guter Corporate Governance durch die Vergütungsgestaltung ausbleibt.<sup>732</sup>

Indes ist bei verallgemeinernden Aussagen aus zwei Gründen Vorsicht angebracht:

Erstens geht von *career concerns* und einer nahenden Pensionierung eine gegenläufige Wirkung aus. Dies spricht dafür, dass die Amtszeit bzw. das Alter eines CEO in einer U-förmigen Beziehung zu seiner zeitlichen Orientierung steht: Zu Karrierebeginn steht das Motiv im Vordergrund, schnell mit guten Ergebnissen hohe Fähigkeiten zu signalisieren, um auf dieser Grundlage intern oder extern aufzusteigen. Junge Manager ohne gesicherte Beförderungsperspektive im Unternehmen sind demnach eher kurzfristig orientiert. Das Karrieremotiv nimmt aber mit der Zeit ab und die langfristige Orientierung entsprechend zu. Durch langfristige Investitionen können Manager zudem gegebenenfalls ihre gegenwärtige Position festigen (Hold-up-Losses-Hypothese). Mit Heranrücken des Ruhestands nehmen die Vorteile einer intern gefestigten Position indes wieder ab und der Manager profitiert nicht mehr von langfristigen Projekten, wodurch seine zeitliche Orientierung wieder kurzfristiger werden sollte.<sup>733</sup> Demnach kann es etwa sein, dass die Abmilderung kurzfristiger *career concerns* mit zunehmender Verweildauer im Unternehmen durch den kurzfristigkeitsverstärkenden Effekt des nahenden Amtszeitendes (ganz oder teilweise) aufgezehrt wird.<sup>734</sup> Hinzu kommt, dass ältere Manager offenbar tendenziell risikoaverser, jüngere hingegen tendenziell risikofreudiger sind,<sup>735</sup> was ebenfalls (langfristige) Investitionen in F&E betrifft. All diese Effekte können zusammenwirken, etwa wenn ein relativ alter Manager neu eingestellt wird. Alles in allem ist also ein im Zeitablauf veränderlicher Zusammenhang zu erwarten, der zwar abstrakt einschätzbar, im konkreten Detail aber stark einzelfallabhängig ist.

Zweitens hat eine jüngere Studie gewichtige methodische Kritik an bisherigen Untersuchungen angemeldet. Ihre Einwände beruhen im Kern darauf, dass zwei Faktoren die Beziehung zwischen CEO-Alter bzw. Amtsdauer und Unternehmensausgaben für F&E in einer Querschnittsbetrachtung verzerren: erstens ein sog. *survivorship bias* sowie zweitens ein Zusammenhang von CEO-Alter und F&E-Intensität der Gesellschaft.<sup>736</sup>

<sup>732</sup> Indizien (auch) für Ersteres sieht *Serfling*, J. Corp. Fin. 25 (2014), 251 ff.; dagegen für Letzteres *Chowdhury/Fink*, Asia Pac. J. Fin. Stud. 46 (2017), 381 ff.

<sup>733</sup> *Mitchell/Bromiley/Souder*, A Comparison of Explanations for Firm Temporal Orientations <[http://gfr-mo.dauphine.fr/fileadmin/mediatheque/masters/crepa/A\\_Comparison\\_of\\_Explanations\\_-\\_Org\\_Science\\_with\\_Cover.pdf](http://gfr-mo.dauphine.fr/fileadmin/mediatheque/masters/crepa/A_Comparison_of_Explanations_-_Org_Science_with_Cover.pdf)>, S. 10 (geprüft am 11.06.2020), die diese Hypothese in ihrer empirischen Untersuchung bestätigen (a. a. O., S. 20).

<sup>734</sup> Dies würde sich mit dem allgemeinen Befund decken, dass sich die (Un-)Geduld mit zunehmendem Alter wiederholt verändert, dergestalt, dass Menschen im mittleren Alter am geduldigsten sind, während junge und ältere Menschen relativ ungeduldig sind, *Falk/Becker/Dohmen u. a.*, QJE 133 (2018), 1645, 1667.

<sup>735</sup> Diese Aussage gilt allgemein für ältere im Vergleich zu jüngeren Menschen, siehe *dies.*, QJE 133 (2018), 1645, 1669.

<sup>736</sup> *Cazier*, J. Corp. Fin. 17 (2011), 584 ff. überprüft die Befunde der vorangehenden Literatur und kommt zu dem Ergebnis, dass Studien, die in einer Querschnittsbetrachtung F&E-Ausgaben mit CEO-Alter oder Amtsdauer in Beziehung setzen, gewöhnlich Belege für eine negative Verbindung ermitteln, übereinstimmend mit der Sicht, dass CEOs F&E-Ausgaben mit sinkender Restamtsdauer in der Firma schrittweise kürzen. Umgekehrt ermittelt *Cazier*, dass Studien, die F&E-Ausgaben desselben CEOs über die Zeit verfolgen, im Allgemeinen über keine Belege berichten, dass CEOs Investitionen in F&E kürzen, wenn sie näher an die Pensionierung heranrücken. Das führt zu der Frage, ob ein Teil der vorhandenen Belege für F&E-Einschränkungen bei CEOs mit kurzen Zeithorizonten ein Artefakt des gewähl-

Das erklärt der Studie zufolge die bisherigen uneinheitlichen Befunde. Demnach erlauben Studien, welche die Auswirkungen eines verkürzten Karrierehorizonts auf Investitionsentscheidungen eines CEO untersuchen, nur dann sichere Schlüsse, wenn sie Ausgaben einzelner CEOs im Zeitablauf verfolgen. Sofern nur Querschnittsdaten verfügbar sind, sollten Studien über das *horizon problem* versuchen, bei der Analyse die mutmaßlich beeinflussenden Unternehmens- und CEO-Eigenschaften zu berücksichtigen.<sup>737</sup>

*b) Folgen längerer im Vergleich zu kürzerer Amtsdauer von CEOs*

Die nahende Ruhestandsgrenze eines CEO oder Vorstandsvorsitzenden ist ein leicht feststellbares Indiz für einen verkürzten Horizont, mit den aufgezeigten Besonderheiten, dass Manager unmittelbar vor dem Ruhestand keinen *career concerns* mit Blick auf eine Anschlussbeschäftigung als CEO mehr unterliegen<sup>738</sup> und dass Manager mit fortschreitendem Alter womöglich außerdem generell risikoaverser werden. Daneben gibt es viele weitere, zumindest grob vorhersehbare Gründe, aus denen die Amtszeit eines CEO oder Vorstandsvorsitzenden enden kann und die einen Manager daher veranlassen könnten, seine Anstrengungen für eine Weiter- oder Anschlussbeschäftigung kurzfristig auszurichten. Auf der Hand liegt das Ende der Bestelldauer bzw. des Anstellungsvertrags. Je kürzer die Laufzeit gefasst ist, desto öfter muss der Manager um seine Verlängerung fürchten bzw. umso häufiger steht er unter Druck, für eine Verlängerung gute Zahlen zu präsentieren. Umgekehrt gilt Entsprechendes – je länger die Laufzeit, umso langfristiger kann der Manager seine Planungen ausrichten. Allerdings können die Kontrollorgane ähnlich wie im Vorfeld der Pensionierung versuchen, unerwünschten Anreizen entgegenzuwirken, etwa mit der Gestaltung der Vergütung.

Eine jüngere Studie bestätigt beides anhand von US-Daten aus den Jahren 1995 bis 2008. Sie ermittelt weniger F & E-Kürzungen zur Vermeidung eines Gewinnrückgangs und weniger reale Bilanzpolitik, wenn CEOs länger laufende Verträge hatten oder durch Abfindungszahlungen vor wirtschaftlichen Nachteilen einer Kündigung geschützt waren.

---

ten Untersuchungsdesigns ist. Cazier ermittelt in der Tat zwei Faktoren, die die Beziehung zwischen CEO-Alter bzw. Amtsdauer und Unternehmensausgaben für F & E in einer Querschnittsbetrachtung überlagern (*confound*): Erstens korreliert die F & E-Intensität eines Unternehmens positiv mit der Wahrscheinlichkeit, dass das Unternehmen in zukünftigen Jahren seine Börsennotierung einstellt, zum einen aufgrund eines erhöhten Risikos zu scheitern und zum anderen aufgrund einer höheren Übernahmewahrscheinlichkeit (S. 586). Hieraus kann in Stichproben ein sog. *survivorship bias* unter den CEOs entstehen, die den Ruhestand ohne ein Delisting ihres Unternehmens erreichen. Die „überlebenden“ CEOs bzw. Firmen sind solche mit einer im Mittel geringen F & E-Intensität (S. 596). Zweitens zeigt Cazier, dass die F & E-Intensität eines Unternehmens negativ mit dem CEO-Alter zum Anstellungszeitpunkt korreliert – Unternehmen mit hoher F & E-Intensität stellen also tendenziell jüngere CEOs ein, mutmaßlich, so die Studie, weil F & E-intensive Unternehmen Wachstumsstrategien verfolgen, die einen tatkräftigeren, jüngeren CEO erfordern (S. 597 f.). Nahe liegt auch, dass Unternehmen mit hoher F & E-Intensität, insbesondere in den USA, überdurchschnittlich häufig in neuen Industrien wie Internet und Biotechnologie tätig sind und deshalb eine tendenziell jüngere Arbeitnehmerschaft und/oder jüngere Gründer haben, die als CEOs agieren.

Beide Faktoren erzeugen eine negative Verzerrung der Beziehung von CEO-Alter und Unternehmens-F & E-Ausgaben in der Querschnittsbetrachtung. Cazier bestätigt dies mit zwei exemplarischen Studien, bei denen eine negative Beziehung in der Querschnittsbetrachtung bei einer Längsschnittbetrachtung einzelner CEOs verschwindet.

<sup>737</sup> Ders., J. Corp. Fin. 17 (2011), 584, 593.

<sup>738</sup> Womöglich aber mit Blick auf eine Anschlussbeschäftigung als Aufsichtsratsmitglied (*non-executive director, outside director*) in der bisherigen oder einer anderen Gesellschaft, siehe Fn. 207 auf S. 772.

Dies galt vor allem für Gesellschaften mit einem relativ hohen Anteil kurzfristiger institutioneller Investoren.<sup>739</sup> In die gleiche Richtung geht der Befund einer anderen Studie mit US-Daten, die ermittelt, dass Verträge von CEOs, bei denen der Ruhestand oder ein Stellenwechsel bevorstand oder deren Gesellschaft Verluste oder Gewinnrückgänge zu verzeichnen hatte, die also mutmaßlich einen relativ kurzen Horizont hatten, bei stärkerer interner Überwachung durch das Board vorausschauende Informationen stärker gewichteteten.<sup>740</sup> Eine weitere Studie mit US-Daten aus dem Zeitraum 1996 bis 2003 könnte dafür sprechen, dass bei einem längeren Entscheidungshorizont des CEO auch bestimmte andere Agency-Kosten im Verhältnis zu den Aktionären geringer ausfallen.<sup>741</sup>

Demnach gibt es insbesondere aus den USA empirische Belege für eine *Short-termism*-Bedeutung kurzer Amtszeiten. Zugleich zeigen die Studien, dass solcher *Short-termism* durch eine gute interne und/oder externe Corporate Governance eingedämmt werden kann, insbesondere durch geschickt gestaltete Vergütungsvereinbarungen.

Allerdings ist unbedingt zu beachten, dass (stark) verlängerte Amtszeiten der Leitungsorgane zwar ein *Short-termism*-Problem verringern, aber ihrerseits Nachteile haben können. So ermittelt eine jüngere Studie mit einer großen Stichprobe von US-Unternehmen, dass Desinvestitionen (Verkäufe von Unternehmensteilen als *asset* oder *share deal* oder Einstellung eines bestimmten Bereichs der Geschäftstätigkeit) am Anfang der Amtszeit eines CEO relativ hoch sind, während Investitionen (gemessen als Sachinvestitionen (*capital expenditure*) und Übernahmen) am Anfang relativ niedrig sind und mit steigender Amtszeit zunehmen, wenn der CEO mehr Kontrolle über das Board gewinnt, gemessen an Board-Mitgliedern, die während seiner Amtszeit ernannt wurden. Zugleich nimmt die Qualität der Investitionen gemessen an der Marktreaktion auf Übernahmeankündigungen mit zunehmender Amtszeit ab und schlägt ins Negative um.<sup>742</sup> Mit langen Amtszeiten der Leitungsorgane kann man also zwar einerseits *Short-termism* eindämmen, riskiert aber andererseits, dass interne Kontrollmechanismen an Kraft verlieren, weil die Leitung mit der Zeit ihr gewogene Personen um sich schart, wodurch die interne Corporate Governance leiden und etwa *empire-building* begünstigt werden kann. Hinzu kommt das generelle Problem, dass lange Bestellungs- bzw. Anstellungslaufzeiten jedenfalls dann nachteilig sind, wenn sich der auserkorene Kandidat als ungeeignet

<sup>739</sup> Chen/Cheng/Lo u. a., 90 Acc. Rev. 1871 (2015).

<sup>740</sup> Dikolli/Kulp/Sedatole, J. Manage. Acc. Res. 25 (2013), 199 ff.

<sup>741</sup> Antia/Pantzalis/Park, J. Corp. Fin. 16 (2010), 288 ff. nutzten das Alter des CEO und die Länge der laufenden Amtszeit als relatives Maß der erwarteten Amtszeit und damit als Proxy für die Länge des Entscheidungshorizonts. Auf dieser Grundlage ermitteln sie, dass Unternehmen, deren CEOs einen relativ langfristigen Entscheidungshorizont hatten, gemessen an einem im Branchenvergleich niedrigen Alter des CEO und einer erst relativ kurzen Dauer der laufenden Amtszeit, in geringerem Umfang unter sog. Agency-Kosten des freien Cashflows litten. Konkret hielten sie in geringerem Umfang Barmittel bei geringen Wachstumsaussichten gemessen an Tobin's Q vor. Zudem fielen bei ihnen Maße für das Informationsrisiko eines Investors geringer aus, gemessen unter anderem anhand der Vorhersagbarkeit der Erlöse sowie einem Indikator für Informationsasymmetrien zwischen Investoren. Außerdem waren Unternehmen der Stichprobe mit Managern, die relativ alt waren und ihre Stelle schon lange innehatten, die also mutmaßlich eine eher geringe Restamtszeit vor sich hatten, gemessen an ihrem Tobin's Q tendenziell geringer bewertet als Unternehmen mit jüngeren CEOs bzw. CEOs, die noch nicht so lange amtierten.

Diese Befunde sind potenziell für die *Short-termism*-Forschung relevant, vermischen allerdings mehrere Effekte, wodurch die Interpretation der Autoren nicht zwingend erscheint. Insbesondere fließt bei der gewählten Identifikationsstrategie der Zeithorizont aus dem Anstellungsvertrag mit einer möglicherweise sich verändernden Diskontierungsrate aufgrund steigenden Alters zusammen.

<sup>742</sup> Pan/Wang/Weisbach, Rev. Financ. Stud. 29 (2016), 2955 ff.

erweist. Im Übrigen ist seit Langem umstritten und nicht letztlich geklärt, inwieweit der Managerarbeitsmarkt Prinzipal-Agenten-Probleme zwischen Aktionären und Geschäftsleitung abmildert und Manager mit kurzen Horizonten diszipliniert, etwa auch durch die Aussicht auf Mandate als externer Direktor nach der Pensionierung.<sup>743</sup>

### c) *Cliffs bei variabler Vergütung, Vergütungskürzung*

Bereits behandelt wurde der gut belegte Punkt, dass eine kurzfristig leistungsabhängige Vergütung Manager tendenziell zu kurzfristigem Verhalten animiert, vor allem soweit Aktien, Aktienoptionen oder gewinnabhängige Boni relativ geballt zu bestimmten Zeitpunkten gewährt werden (*cliff vesting*). Dann greifen Manager vermehrt zu buchmäßiger und realer Bilanzpolitik, etwa indem sie langfristig orientierte Ausgaben wie solche für F&E kürzen, um vergütungsrelevante Kennzahlen opportunistisch zu steuern.<sup>744</sup> Einen ähnlichen Zusammenhang ermittelt eine aktuelle Studie bei der Kürzung von CEO-Vergütungen:<sup>745</sup> CEOs griffen im Anschluss daran vermehrt zu Bilanzpolitik, um kurzfristig wieder gute Ergebnisse zu erzielen, sofern es nicht langfristig engagierte institutionelle Investoren gab, die den jeweiligen CEO effektiv kontrollierten. Die langfristigen Ergebnisse verbesserten sich nach einer Vergütungskürzung nur in solchen Unternehmen, in denen das Niveau der Bilanzpolitik gering blieb. Das deutet darauf hin, dass die Vergütungskürzungen über die dadurch ausgelöste Bilanzpolitik zwecks schneller Ergebnissteigerung unbeabsichtigt wertvernichtende Folgen zeitigten, wenn der CEO intern nicht effektiv überwacht wurde.

Generell gibt es zahlreiche Studien, die mehrheitlich belegen, dass Geschäftsleiter in unterschiedlicher Weise kurzfristige Bilanzpolitik betreiben, um ihre Vergütung zu steigern, den Zeitpunkt der Zuteilung von Optionen opportunistisch festlegen und Veröffentlichungen opportunistisch um den Zeitpunkt einer Optionsgewährung terminieren.<sup>746</sup>

## 6. Folgen eines kurzfristigen Aktionariats

### a) *Grundüberlegungen zur Investorenklassifikation (insbesondere Müller-Erbach, Porter)*

Einige Studien zu den bisher behandelten Identifikationsstrategien für *Short-termism* haben im Detail danach differenziert, wie lang- oder kurzfristig die Aktionärsbasis einer Gesellschaft ausgerichtet ist. Damit bauen sie auf Arbeiten auf, die untersuchen, wie es

<sup>743</sup> Siehe dazu *Antia/Pantzalis/Park*, J. Corp. Fin. 16 (2010), 288, 290 m. w. N.

<sup>744</sup> Näher 3. Teil, § 4 III. 3. c), S. 648 ff.

<sup>745</sup> *Lobo/Manchiraju/Sridharan*, J. Accounting & Public Policy 37 (2018), 1 ff.

<sup>746</sup> Für kurze Überblicke siehe *Bebchuk/Fried*, Pay without performance, 2004, S. 183–185; *Kalyta*, 84 Acc. Rev. 1553, 1555 f. (2009); 1272 f.; *Edmans/Gabaix*, 54 J. Econ. Lit. 1232, 1272 f. (2016). Für eine aktuelle Studie *Edmans/Goncalves-Pinto/Groen-Xu u. a.*, Rev. Financ. Stud. 31 (2018), 4099–4141, die ermitteln, dass CEOs ermessensabhängige Pressemeldungen ihres Unternehmens strategisch auf Monate legen, in denen der CEO Aktien oder Optionen zur freien Verfügung erhält. Dies führt zu positiver Medienberichterstattung und einem steigenden Kurs, der sich mit verringerter Informationsasymmetrie oder erhöhter Beachtung durch Investoren erklären lässt. Ausgehend von jährlichen Durchschnittswerten gewinnt ein CEO durch Timing der ermessensabhängigen Pressemitteilungen 21.040 \$ pro Jahr, eine Summe, die für den CEO bedeutsam, bezogen auf den Unternehmenswert aber gering ist. Die Autoren folgern daraus, dass es hier weniger um ein großes Agency-Problem zwischen CEO und aktuellen Aktionären geht. Die Hauptwirkung könne vielmehr Stakeholder treffen, die vor Anfall der Optionen Entscheidungen mit weniger Informationen getroffen haben, sowie die Verteilung von Vermögen zwischen Aktionären, die in vorherigen Monaten Aktien gehandelt haben.

sich auf *short-termism*-verdächtige Parameter auswirkt, wenn eine Gesellschaft in besonderem Maße einflussreiche kurz- oder langfristige Anteilseigner hat. Diese Identifikationsstrategie für *Short-termism* liegt im Lichte der Ideengeschichte der Debatte nahe. In ihr spielen – tatsächlich oder vermeintlich – exzessiv kurzfristig agierende institutionelle Investoren eine große Rolle, sei es breitflächig wie in den USA<sup>747</sup> und Großbritannien<sup>748</sup> oder punktueller wie im Rahmen der deutschen und europäischen Heuschreckendebatte.<sup>749</sup>

Die Umsetzung eines solchen *Short-termism*-Tests ist freilich deutlich schwieriger, als es auf den ersten Blick erscheinen mag, weil es keineswegs trivial ist, einzelne Investoren als kurz- oder langfristig einzustufen. Entsprechende Einordnungen finden sich in der *Short-termism*-Debatte zwar vielfach. Oft gehen sie aber nicht über eine bloße Denunziation bestimmter Aktionäre oder Aktionärsgruppen hinaus. Heutzutage gelten gemeinhin – mit abnehmender Ausprägung – Family Offices, Stiftungen, Staatsfonds, Pensionsfonds und Lebensversicherer als langfristige Investoren, unter anderem mit Blick auf ihre Bereitschaft und Fähigkeit, in illiquide Anlagen zu investieren.<sup>750</sup> Demgegenüber werden etwa Hedgefonds<sup>751</sup> und Hochfrequenzhändler<sup>752</sup> verbreitet für ihr kurzfristiges Handeln kritisiert. Für eine Identifikationsstrategie, die nicht nur einzelne Investorengruppen betrachten soll, sind solche abstrakten Gruppencharakterisierungen allerdings unzureichend. Erstens ist damit die große, in ihren Anlagemethoden vielfältige Gruppe der offenen Aktienfonds noch nicht beschrieben. Zweitens handeln keineswegs alle Akteure der oben genannten Gruppen einheitlich, selbst wenn ein gewisser Schwerpunkt besteht.<sup>753</sup> Da einzelne Investoren ungleichmäßig an Aktiengesellschaften beteiligt sind, könnte daher eine pauschale Zuordnung nach dem Gruppenimage einen falschen Eindruck von der zeitlichen Orientierung des Aktionariats einer bestimmten Gesellschaft vermitteln. Hinzu kommt, dass die genannten Investorengruppen in verschiedenen Ländern nicht nur unterschiedlich bedeutsam sind, sondern auch unterschiedliche Anlageansätze verfolgen. So haben die (quasi-)obligatorische und freiwillige private Altersvorsorge und damit Pensionsfonds je nach Land einen sehr unterschiedlichen Stellenwert – ausgerechnet im herkömmlich als sehr langfristig geltenden Deutschland ist er vergleichsweise gering.<sup>754</sup> Zudem legen öffentliche und private Pensionsfonds in verschiedenen Ländern in sehr unterschiedlichem Ausmaß in Aktien an – in Deutschland ist das Niveau wiederum sehr gering.<sup>755</sup>

<sup>747</sup> Siehe 2. Teil, § 1 I.3.b), S. 98.

<sup>748</sup> Siehe 2. Teil, § 1 II.2.b)aa), S. 172 ff., § 1 II.3.a)bb), S. 183 ff., § 1 II.3.b)bb)(3), S. 198 ff., § 1 II.3.b)cc)(2)(c), S. 217 ff.

<sup>749</sup> Siehe 2. Teil, § 2 V., S. 354 ff.

<sup>750</sup> Siehe die Grafik bei *World Economic Forum*, Future of Long-term Investing, 2011, S. 17.

<sup>751</sup> Dazu 3. Teil, § 4 III.4., S. 676 ff.

<sup>752</sup> Dazu 3. Teil, § 4 II.2., S. 614 ff.

<sup>753</sup> *Bushee*, J. Appl. Corporate Finance 16 (2004), 28, 29, 31 mit grafischer Aufbereitung, zu welchem Anteil in den USA im Zeitraum von 1983 bis 2002 innerhalb der Gruppe der Banken, Versicherungen, Investmentberater, Pensionsfonds und Stiftungen jeweils kurzfristige, langfristig engagierte und langfristig passive Investoren vertreten waren. In jeder Gruppe waren alle Stile vertreten; in der Sache ebenso *Hotchkiss/Strickland*, J. Fin. 58 (2003), 1469, 1470 („However, within these classifications of manager types, there is likely to be significant variation in investment objectives and trading behavior.“).

<sup>754</sup> Dazu *OECD*, Renten auf einen Blick 2017, 2018, S. 163 (Erfassungsgrad), S. 167 (Vermögen der Pensionsfonds und öffentlichen Pensionsreservefonds: in Deutschland 6,8 % des BIP, in den Niederlanden 180,3 %, laut *dies.*, Renten auf einen Blick 2013, 2014, S. 207 in den USA 72,2 % des BIP sowie im Vereinigten Königreich 95,8 %).

<sup>755</sup> Siehe die Grafik bei *OECD*, Renten auf einen Blick 2017, 2018, S. 169: private Altvorsorgepläne in Deutschland zu circa 5 %, in den USA zu knapp 50 %, der gewichtete Durchschnitt beträgt etwa 40 %.

Vor diesem Hintergrund ist zunächst ein abstraktes Klassifikationsschema vonnöten, das man in einem zweiten Schritt im Lichte der vorhandenen Daten operationalisieren muss, um einzelne institutionelle Investoren konkret empirisch zuzuordnen.

Den ersten Schritt hat man in der *Short-termism*-Debatte früh unternommen: Bereits in der Diskussion zur Zeit der Weimarer Republik hat *Müller-Erbach* im Ansatz die bis heute herrschende Einteilung herausgearbeitet, indem er Aktionäre unterschied, (1) die eine dauernde Beteiligungsabsicht und das Ziel haben, auf die Verwaltung Einfluss zu nehmen, (2) die lediglich eine Anlage ohne Bereitschaft zu Engagement suchen und (3) die teilweise sogar nur kurzfristig auf eine Kurssteigerung spekulieren.<sup>756</sup> Dabei fasste *Müller-Erbach* die letzten beiden Gruppen formal zusammen, weil er nur die langfristig engagierten Aktionäre herausheben wollte. Gut 60 Jahre später hat *Michael Porter* im Rahmen der US-*Short-termism*-Debatte eine gleichsinnige Unterscheidung mit einer griffigen Terminologie begründet.<sup>757</sup> Er unterschied zwei Gruppen: *Fluid capital* bzw. *transient owners* verschieben auch dann, wenn sie Hauptkapitalgeber sind, ihre Gelder rapide von Gesellschaft zu Gesellschaft, je nachdem, wie sie die kurzfristigen Aussichten der Gesellschaften gestützt auf externe Informationsquellen einschätzen. Demgegenüber bleiben *dedicated capital* bzw. *permanent owners* als dominierende Eigentümer über längere Zeiträume in Gesellschaften investiert, reinvestieren neues Kapital und nehmen bei Bedarf erheblichen Einfluss auf die Geschäftsleitung.

*Porter* legte mit seiner Terminologie die Grundlage für die heute herrschende Begrifflichkeit, auch wenn die Definitionen im Detail abweichen.<sup>758</sup> Hinzu kommt, dass heutzutage mit dem Aufstieg von Indexfonds passive Investoren eine größere Rolle spielen, die zwar über lange Zeiträume investieren, also *permanent owners* sind, aber sehr breit diversifizieren und deshalb schon aus Kostengründen nicht überall vertieftes Engagement im Sinne von *dedicated capital* pflegen können. *Porter* beschrieb dies bereits,<sup>759</sup> fügte die Anlageform aber nicht in seine Terminologie ein.

#### b) Empirische Operationalisierung

Der zweite Schritt – die empirische Operationalisierung des abstrakten Klassifikationschemas und damit eine konkrete Zuordnung einzelner institutioneller Investoren – birgt erhebliche Schwierigkeiten. Erstens gibt es zahlreiche Variablen und Variablenvarianten, mit denen man die klassifikationsrelevanten Eigenschaften eines Investorenportfolios und seine Veränderungen im Zeitablauf beschreiben kann. Dabei ergeben sich Abweichungen ebenso wie erhebliche Überschneidungen (Korrelationen). Beides erschwert eine sinnvolle Auswahl, die letztlich auch mit diskretionären Festlegungen einhergeht. Zweitens und vor allem können empirische Studien Portfolios einzelner Fonds typischer-

<sup>756</sup> Näher im Kontext 2. Teil, § 2 I.2. b) ff), S. 292 ff., Text ab Fn. 173 auf S. 294.

<sup>757</sup> *Porter*, *Capital choices*, 1992, S. 42–50; dazu im größeren Zusammenhang bereits eingehend 2. Teil, § 1 I.3. c) aa), S. 119, Text bei Fn. 312–339 auf S. 121–124, zu der Unterscheidung der Investorengruppen bei Fn. 327 auf S. 122, 328 auf S. 122.

<sup>758</sup> Insbesondere greifen die *transient owners* in Porters Konzeption vorrangig auf unternehmens-externe Informationsquellen zurück und haben nur geringen direkten Einfluss auf das Management (siehe *ders.*, *Capital choices*, 1992, S. 49). Demgegenüber fassen die heutigen, sogleich zu behandelnden Klassifikationen unter *transient owners* auch kurzfristig aktivistische Investoren, die auf direkte Gespräche mit dem Management setzen, sich also nicht nur mit externen Informationsquellen begnügen und die – nicht selten erfolgreich – versuchen, direkten Einfluss auf das Management zu nehmen.

<sup>759</sup> *Ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), 65, 70; *ders.*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), 4, 8, 14; eher andeutend *ders.*, *Capital choices*, 1992, S. 49.

weise nur unvollkommen nachverfolgen. Die Anbieter selbst schaffen insoweit keine volle Transparenz. Regulatorische Pflichten, die Portfoliozusammensetzung offenzulegen, greifen erst ab bestimmten Mindestschwellen, nicht unbedingt auf der (untersten) Fondsebene, sondern gegebenenfalls erst auf einer übergeordneten Institutionenebene und sie bestehen zudem nur in periodischen Abständen. Auch dies ist bei der Auswahl und der Interpretation der charakterisierenden Variablen zu bedenken. Trotz oder vielleicht gerade wegen dieser Einschränkungen gibt es aber breit akzeptierte Lösungen.

aa) *Der US-Pionier: Brian Bushee*

(1) *Umsetzung der Porterschen Klassifikation*

Pionierarbeit hat in den USA *Brian Bushee* geleistet, der inhaltlich auf *Porter* aufbaut. *Bushee* nutzt Daten aus sog. 13F filings,<sup>760</sup> mit denen institutionelle Investoren ab einem verwalteten Vermögen von 100 Mio. US-Dollar vierteljährlich bestimmte Wertpapierbestände ihres Portfolios an die SEC melden müssen. Die SEC veröffentlicht die 13F-Angaben elektronisch in der sog. EDGAR<sup>761</sup>-Datenbank.<sup>762</sup> Auf dieser Grundlage hat *Bushee* einen wegweisenden Ansatz entwickelt, um institutionelle Investoren anhand ihres bisherigen Investitionsverhaltens mittels Faktoren- und Clusteranalyse in drei Gruppen einzuordnen.<sup>763</sup> Zu diesem Zweck konstruiert *Bushee* zunächst neun Variablen, die das bisherige Investitionsverhalten eines institutionellen Investors beschreiben. Dabei sollen vier Variablen die Portfoliodiversifikation charakterisieren, zwei den Umfang beschreiben, in dem Einfluss vermittelnde Beteiligungen bestehen (> 5 %), zwei Variablen sollen die Geschwindigkeit des Portfolioumschlags abbilden und drei Variablen sollen messen, inwieweit die betreffende Institution mit ihrem Handelsverhalten auf die aktuelle Gewinnentwicklung reagiert. Mittels Hauptkomponentenanalyse<sup>764</sup> werden die neun Ausgangsvariablen auf drei zugrunde liegende Faktoren (Variablen) zurückgeführt, die sich aus den Ausgangsvariablen zusammensetzen, diese also zusammenfassen bzw. sparsamer beschreiben:<sup>765</sup> Ein erster Faktor misst, wie hoch sich eine Institution im Durchschnitt an ihren Portfoliogesellschaften beteiligt, ein zweiter, wie häufig sie ihr Portfolio umschlägt, und ein dritter, wie sensibel sie bei ihrem Handelsverhalten auf Neuigkeiten über die laufende Gewinnentwicklung reagiert.<sup>766</sup>

<sup>760</sup> *Bushee*, 73 Acc. Rev. 305, 317 (1998).

<sup>761</sup> EDGAR steht für Electronic Database Gathering and Retrieval (EDGAR) system.

<sup>762</sup> Grundlage hierfür ist die 1975 nachträglich eingefügte Section 13 (f) Securities Exchange Act 1934, 15 U.S.C. § 78m(f). Die Vorschrift wird durch Durchführungsvorschriften der SEC ergänzt, Commission Rule 13f-1, 17 CFR 240.13f-1. Welche Wertpapiere offenzulegen sind, bestimmt eine offizielle Liste von Section 13(f) Securities. Sie umfasst je nach Jahr und Quartal zwischen gut 15.000 und 16.700 Wertpapiere (*Anderson/Brockman*, J. of Fin. Res. early view (2018), 1, 5), darunter insbesondere Aktien, die an US-Börsen gehandelt werden, Anteile an geschlossenen Investmentgesellschaften und Anteile an *exchange-traded funds* (ETFs). Kritisch zur Reichweite noch *Hu/Black*, 61 Bus. Law. 1011, 1043 f. (2006).

<sup>763</sup> *Bushee*, 73 Acc. Rev. 305, 316, 324–328 (1998); zusammenfassende Beschreibung bei *Bushee*, J. Appl. Corporate Finance 16 (2004), 28, 29 f.

<sup>764</sup> Eingehend zu diesem Verfahren *Wolff/Bacher*, in: *Wolf/Best* (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, 2010, S. 333 ff.

<sup>765</sup> Dies dient bei *Bushee* dazu, mit Korrelationen zwischen den neun Ausgangsvariablen umzugehen, und ermöglicht zugleich eine zusammengefasste, sparsamere Beschreibung der Variablenmenge durch eine geringere Anzahl an Faktoren, siehe *dies.*, in: *Wolf/Best* (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, 2010, S. 333, 325 f. und allgemein *dies.*, a. a. O., S. 334.

<sup>766</sup> *Bushee*, 73 Acc. Rev. 305, 326 (1998).

Anhand dieser drei Faktoren und einer Clusteranalyse<sup>767</sup> teilt *Bushee* US-Institutionen basierend auf Daten aus dem Zeitraum 1983 bis 1994 in drei Gruppen ein: (1) *Dedicated institutions* haben relativ konzentrierte Portfolios, schlagen diese relativ selten um und reagieren kaum auf Neuigkeiten über den aktuellen Gewinn; im Untersuchungszeitraum 1983 bis 1994 machten sie 4 % der Investoren aus. (2) *Quasi-indexer* sind breit diversifiziert, schlagen ihr Portfolio aber selten um und reagieren ebenfalls kaum auf aktuelle Gewinnneuigkeiten, praktizieren also indexnahes „Kaufen und Halten“; hierunter fielen 70 % der betrachteten US-Institutionen. (3) *Transient institutions* schlagen ihr Portfolio am häufigsten um, nutzen am ausgeprägtesten Momentum-Strategien und sind relativ stark diversifiziert, halten also wenig Blockbeteiligungen; in der Studie fielen hierunter 26 % der betrachteten Institutionen, wobei sich ihre Zusammensetzung jährlich zu mehr als der Hälfte änderte.<sup>768</sup>

## (2) Empirische Befunde

In seiner Pionierstudie ermittelt *Bushee* mit einer Regressionsanalyse, dass im Untersuchungszeitraum ein hoher Anteil institutioneller Investoren am Aktionariat einer Gesellschaft mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit einherging, dass Manager F & E-Ausgaben kürzten, um einen (kleinen) Ergebnismrückgang umzukehren – allgemein kamen also die besseren Kontrollmöglichkeiten institutioneller Investoren langfristigem Management zugute. Bei einem hohen Anteil von *transient institutions* kam es allerdings mit überdurchschnittlich hoher Wahrscheinlichkeit zu solchen Kürzungen. Mit gewissen *caveats* sieht *Bushee* die Sorgen in der damaligen US-*Short-termism*-Debatte durch diesen Befund bestätigt.<sup>769</sup> Auch heutzutage wird die Studie weiter als Hinweis auf kurzfristiges Verhalten verstanden, etwa dergestalt, dass kurzfristige Investoren in einer unterbewerteten Gesellschaft, bei der sich der potenzielle Wert eines langfristigen Investitionsprojekts nicht voll im aktuellen Kurs widerspiegelt, eine Cash-Auszahlung statt eine Projektfortführung bevorzugen, während langfristigen Investoren eine vorübergehende Fehlbewertung eher gleichgültig ist.<sup>770</sup>

*Bushees* innovativer Ansatz hat in der Forschung großen Widerhall gefunden: Eine Vielzahl von Corporate-Governance- und Corporate-Finance-Studien haben seine Klassifizierung übernommen, bis heute wird sie verbreitet verwendet. Dabei haben zahlreiche Untersuchungen bestätigt, dass ein hoher Anteil von *transient institutions* in unterschiedlichen Varianten tendenziell entsprechendes Verhalten auf Unternehmensseite auslöst.<sup>771</sup> *Bushee* selbst hat in Anschlussarbeiten empirisch argumentiert,

- dass *transient institutions* Unternehmen mit kurzfristigen Gewinnen bevorzugen, deren Realisierung im kommenden Jahr erwartet wird, und dass ein hoher Beteiligungs-

<sup>767</sup> Zu diesem Verfahren näher *Wiedenbeck/Züll*, in: Wolf/Best (Hrsg.), Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse, 2010, S. 525 ff.

<sup>768</sup> *Bushee*, 73 Acc. Rev. 305, 326, 328 (1998).

<sup>769</sup> *Ders.*, 73 Acc. Rev. 305, 322, 328, 330 f. (1998).

<sup>770</sup> *World Economic Forum*, Future of Long-term Investing, 2011, S. 42.

<sup>771</sup> Gute Überblicke mit vielen Nachweisen etwa bei *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 304 f. (2012) sowie etwas knapper *Gaspar/Massa/Matos u. a.*, Rev. of Finance 17 (2013), 261, 265 Fn. 5; Nachweise zu einzelnen Studien mit Kurzbesprechung etwa auch bei *Pozen*, Curbing Short-Termism in Corporate America: Focus on Executive Compensation, May 2014, S. 4; *Coffee, Jr./Palia*, The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications, September 2014, S. 40 f.

anteil von *transient institutions* mit einer Überbewertung kurzfristiger und einer Unterbewertung langfristiger Erlösbestandteile einhergeht;<sup>772</sup>

- dass ein Zusammenhang zwischen der Unternehmenskommunikation, der Investorenbasis und damit letztlich der Volatilität des Aktienkurses einer Gesellschaft besteht: Gesellschaften, die detaillierte historische Informationen in ihren Jahresberichten offenlegen, ziehen mit höherer Wahrscheinlichkeit beständigere Aktionäre (*dedicated, quasi-indexer*) an, während Gesellschaften mit starken Investor-Relations-Aktivitäten, insbesondere vorausschauenden Informationen mit Schwerpunkt auf kurzfristigen Vorhersagen und *news events*, tendenziell *transient investors* anziehen, die den Aktienkurs volatiler werden lassen.<sup>773</sup>

Studien anderer Autoren mit US-Daten haben etwa ermittelt,

- dass Gesellschaften mit einem relativ hohen Anteil von *transient institutional investors* mit höherer Wahrscheinlichkeit die Analystenvorhersagen erfüllen oder übertreffen, indem sie Erwartungsmanagement oder ergebnissteigernde Bilanzpolitik betreiben;<sup>774</sup>
- dass ein hoher Anteil von *transient investors* am Aktionariat einer Gesellschaft mit einer höheren Wahrscheinlichkeit von Buchungsfehlern und Bilanzberichtigungen (*financial restatements*) einhergeht, während dies bei einem hohen Anteil von *dedicated investors* nicht der Fall ist;<sup>775</sup>
- dass ein hoher Anteil von *transient institutional investors* mit einer höheren Wahrscheinlichkeit einhergeht, dass die Unternehmensleitung wesentliche interne Kontrollschwächen im Sinne von Section 302 und 404 des Sarbanes-Oxley Act 2002 feststellt, also unzureichende Kontrollen, die nicht geeignet sind, Falschaussagen in der Finanzberichterstattung zu erkennen und zu verhindern;<sup>776</sup>
- dass *transient investors* eine Aktie in relativ hohem Umfang kaufen, solange eine Serie von Quartalergebnissteigerungen anhält, während sie ab einem Monat vor dem Ende dieser Serie besonders massiv verkaufen, wobei sie ihre Vorabinformation offenbar aus Telefonkonferenzen mit dem Management erhalten; *quasi-indexer* und *dedicated investors* halten die Aktie hingegen weiterhin;<sup>777</sup>

<sup>772</sup> Bushee, *Contemporary Accounting Research* 18 (2001), 207, 214, 216 f., 229, 232–234; zusammenfassend Bushee, *J. Appl. Corporate Finance* 16 (2004), 28, 32; siehe dazu die kritische Besprechung von Cready, *Contemporary Accounting Research* 18 (2001), 247 ff., der den methodischen Ansatz von Bushee weitgehend billigt, sich aber gegen die These einer dauerhaften Unterbewertung langfristiger Ertragspotenziale bzw. die dafür angeführte Erklärung des *Short-termism* wendet (a. a. O., S. 252 f.). Cready verweist stattdessen auf die Möglichkeit, dass Diskontraten der Investoren aufgrund von Liquiditätspräferenz und Risikoaversion mit der Projektlaufzeit steigen.

<sup>773</sup> Bushee/Noe, *J. Acc. Res.* 38, Supplement (2000), 171 ff.; zusammenfassend Bushee, *J. Appl. Corporate Finance* 16 (2004), 28, 33 f.

<sup>774</sup> Matsumoto, *77 Acc. Rev.* 483 (2002); im Ansatz auch Koh, *J. Accounting & Public Policy* 26 (2007), 267 ff. sowie für Australien Hsu/Koh, *Corporate Governance* 13 (2005), 809 ff.

<sup>775</sup> Burns/Kedia/Lipson, *J. Corp. Fin.* 16 (2010), 443 ff.

<sup>776</sup> Tang/Xu, *Quarterly Journal of Finance and Accounting* 49 (2010), 93 ff.; zu diesen Vorgaben des Sarbanes-Oxley Act 2002 instruktiv Thomaschewski/Glaum/Weber, *Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen*, 2006, S. 22 f., 50–57.

<sup>777</sup> Ke/Petroni, *J. Acc. Res.* 42 (2004), 895 ff. mit anschaulicher Grafik (a. a. O., S. 903).

- dass bei einer Fusion (unter anderem) der Zeithorizont der institutionellen Aktionäre des Bieters in Verbindung damit steht, ob die Fusion geschäftlich erfolgreich verläuft;<sup>778</sup>
- dass *dedicated institutional investors* dazu beitragen, Nachteile durch kurzfristige Verhaltensanreize aus der CEO-Vergütung zu vermeiden;<sup>779</sup>
- und dass ein hoher Anteil von nicht engagierten Investoren nach *Bushees* Kategorisierung zu einem höheren Einfluss von Stimmrechtsberatern führt.<sup>780</sup>

### (3) Schwächen und Einschränkungen

#### (a) Betrachtungsebene und Verlässlichkeit der Daten

Der Ansatz von *Bushee* ist allerdings nicht frei von Schwächen und Einschränkungen. Sie ergeben sich vor allem aus der Datengrundlage, also dem *form 13F* der SEC.

Erstens ist daran zu erinnern, dass das *form 13F* nur institutionelle Investoren bzw. Vermögensverwalter betrifft. Untersuchungen bzw. Klassifikationsansätze, die auf Daten aus dem *form 13F* aufbauen, ignorieren also alle Handelsaktivitäten anderer Anlegergruppen. Folglich eignen sie sich nur zur Charakterisierung des Aktionariats solcher Gesellschaften, bei denen institutionelle Investoren stark vertreten sind. Andere Papiere sollten aus der Analyse ausgeschlossen werden. Das betrifft vor allem Aktien relativ kleiner börsennotierter Gesellschaften.<sup>781</sup>

Zweitens erfassen 13F-Eingaben herkömmlich keine Leerverkaufspositionen.<sup>782</sup> Deshalb ist es zumindest theoretisch möglich, dass ein Investor mit Blick auf seinen gemel-

<sup>778</sup> *Chen/Harford/Li*, J. Fin. Ec. 86 (2007), 279 ff. untersuchen die Auswirkungen institutioneller Eigentümerschaft des Bieters im Zusammenhang mit US-Fusionen. Die institutionelle Eigentümerschaft ermitteln sie anhand von Angaben aus dem *form 13F*. Die Autoren betrachten verschiedene Maße konzentrierten institutionellen Anteilsbesitzes, insbesondere den Anteil der fünf größten institutionellen Investoren. Institutionelle Investoren klassifizieren sie zunächst anhand ihrer geschäftlichen Verbindung bzw. der Interessenverquickung mit dem Unternehmen sowie der Dauer des Investments. Hiervon filtern sie mithilfe von *Bushees* Kategorisierung *dedicated investors* und *quasi-indexer* heraus (S. 286). Sie ermitteln, dass unabhängige Institutionen mit einem großen Aktienanteil an der Gesellschaft und einer langfristigen Orientierung (> 1 Jahr) mit einer besseren Entwicklung der Fusion korreliert sind. Zudem verkaufen solche Investoren vor besonders schlechten Unternehmenskäufen, der Überwachungsaufwand erlaube ihnen also günstige Portfolioanpassungen. Während der größte Teil des Monitoring-Aufwands auch den anderen Aktionären zugutekomme, ernteten die Investoren einige private Gewinne ihrer Information (S. 281 f.). Die Autoren vergleichen die Höhe dieser Effekte mit jener in den 1990er und 1980er Jahren (S. 302).

<sup>779</sup> *Lobo/Manchiraju/Sridharan*, J. Accounting & Public Policy 37 (2018), 1 ff. ermitteln, dass CEOs nach einer Kürzung ihrer Vergütung vermehrt zu Bilanzpolitik greifen, um kurzfristig wieder gute Ergebnisse zu erzielen. Die langfristigen Ergebnisse verbessern sich nach einer Vergütungskürzung nur in solchen Unternehmen, in denen nach der Vergütungskürzung ein relativ geringes Niveau von Bilanzpolitik bestand. Dabei führen Vergütungskürzungen mit höherer Wahrscheinlichkeit zu unbeabsichtigten, wertvernichtenden Folgen, wenn *dedicated institutional investors* keinen hohen Anteil der Aktionäre stellen oder wenn der CEO hinreichend „verschanzt“ ist, worunter die Effektivität der internen Überwachung durch das Board leide.

<sup>780</sup> Dazu *Larcker/McCall/Ormazabal*, 58 J. Law & Ec. 173, 183 (2015).

<sup>781</sup> Dazu *Cremers/Pareek*, Rev. of Finance 19 (2015), 1649, 1653 f., 1656, die aus diesem Grund aus ihrer Ausgangsstichprobe das Drittel der Aktien mit dem relativ geringsten Anteil institutioneller Investoren als Aktionäre sowie die kleinsten 20 % der Gesellschaften, deren Aktien an der NYSE gehandelt werden, ausschließen. Danach verblieben ca. die 1.300 größten Aktiengesellschaften, die im Untersuchungszeitraum am häufigsten von institutionellen Investoren gehalten wurden und etwa 90 % der CRSP-Marktkapitalisierung ausmachten.

<sup>782</sup> *Gaspar/Massa/Matos*, J. Fin. Ec. 76 (2005), 135, 142.

deten Aktienbestand als *dedicated* oder *quasi-indexer* erscheint, tatsächlich aber durch Leerverkäufe oder andere Derivategeschäfte eher im Sinne eines *transient investor* anlegt bzw. nicht im gleichen Maße wie ein „normaler“ langfristiger Aktionär auf eine langfristige positive Entwicklung angewiesen ist.

Drittens werden, weil das *form 13F* nur jedes Quartal einzureichen ist, unterperiodische Handelsaktivitäten nicht sicher bzw. nicht vollständig erfasst. Wenn ein institutioneller Investor beispielsweise innerhalb von zwei Monaten eines Quartals Aktien einer bestimmten Gesellschaft verkauft und wieder kauft, zeigt das *form 13F* einen Umschlag von null, also langfristiges Anlageverhalten, obgleich der Investor tatsächlich äußerst kurzfristig agiert hat. Dieser blinde Fleck dürfte angesichts zunehmender Umschlagraten in den letzten Jahrzehnten immer größer und bedeutender geworden sein. Namentlich der hinsichtlich seiner *Short-termism*-Relevanz umstrittene Hochfrequenzhandel<sup>783</sup> bleibt vollkommen außen vor.<sup>784</sup>

Hinzu kommt viertens, dass sich das *form 13F* nicht auf einzelne Fonds bezieht, sondern auf die gesamte Fondsfamilie,<sup>785</sup> welche anhand ihres Schwerpunktes eingeordnet wird. Zwar könnte man alternativ auch die Fondsebene betrachten. Dazu müsste man statt auf das *form 13F* auf Angaben aus dem *form N-CSR* bzw. dem *form N-Q* zurückgreifen, mit dem Investmentfonds ihre Bestände quartalsweise bzw. halbjährlich offenlegen müssen.<sup>786</sup> Das *form 13F* bietet aber die umfassenderen Pflichtangaben, indem es auch Banken und Versicherungen einbezieht,<sup>787</sup> ohne die das Aktionariat nur ausschnittsartig beschrieben wäre. Der Preis für die größere Reichweite ist ein Verlust an Genauigkeit, weil innerhalb einer Fondsfamilie die Portfolios zahlreicher verschiedener Fonds mit womöglich sehr unterschiedlichen Anlagestilen und gegenläufigen Aktiengeschäften innerhalb eines Quartals zusammengefasst sind.<sup>788</sup> Das fällt umso mehr ins Gewicht, als der Markt institutioneller Investoren hochkonzentriert ist, in den USA ebenso wie in vielen europäischen Ländern, darunter Deutschland.<sup>789</sup> Nur die Fondsfamilie zu charakterisieren, erscheint vor diesem Hintergrund bedenklich grob.

<sup>783</sup> Dazu bereits 3. Teil, § 4 II.2., S. 614 ff.

<sup>784</sup> *Cremers/Pareek*, Rev. of Finance 19 (2015), 1649, 1653.

<sup>785</sup> Zum Begriff der Fondsfamilie siehe *Morley*, 123 Yale L. J. 1228, 1239 (2014): „Management companies often market their many funds under a single brand name, such as Fidelity, BlackRock, Cerberus, or D.E. Shaw, and funds that share a common management company are often said to be part of the same ‘family’ or ‘complex’.“ Das bedeutet allerdings nicht notwendig, dass ein Markenname für eine Fondsfamilie steht, die in einem einzigen *form 13F* gemeldet wird. Beispielsweise meldete BlackRock für das erste Quartal 2015 seine Anteile an einzelnen Gesellschaften des DOW 30 in mehreren *forms 13F*, *Anderson/Brockman*, J. of Fin. Res. early view (2018), 1, 27.

<sup>786</sup> Auf Fondsebene schreiben das *form N-CSR* und das *form N-Q* vor, dass die Wertpapierbestände quartalsweise bzw. halbjährlich offengelegt werden müssen, *Anderson/Brockman*, J. of Fin. Res. early view (2018), 1, 9.

<sup>787</sup> Siehe die bei *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 303 Fn. 270 (2012) wiedergegebene Erläuterung Bushees aus einer privaten E-Mail.

<sup>788</sup> *Hotchkiss/Strickland*, J. Fin. 58 (2003), 1469, 1474.

<sup>789</sup> *Kirkpatrick/Lehuedé/Hoki*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, S. 29; *OECD Steering Group on Corporate Governance*, Corporate Governance and the Financial Crisis, June 2009, S. 50: Das Management und damit die Macht der offenen Investmentfonds ist in den USA ungeachtet ihrer absolut großen Zahl von ca. 4.000 auf wenige Fondsfamilien konzentriert. Die fünf größten offenen Investmentfonds-Familien hielten in 2006 ca. 37 % aller Anlagen, die größten zehn ca. 48 % und die größten 25 ca. 70 %. Ähnliches galt für das Vereinigte Königreich, die Niederlande, Frankreich u. a. In Italien, Deutschland und Portugal betrieben tatsächlich nur eine kleine Anzahl von Banken offene Investmentfonds.

Dieser auf den ersten Blick gravierende Einwand verliert bei genauerer Betrachtung allerdings aus zwei Gründen zumindest etwas an Kraft: Zum einen kann man ihm durch Robustheitstests Rechnung tragen, etwa indem man prüft, ob sich die Ergebnisse ändern, wenn die größten 20 Institutionen (Fondsfamilien) außer Acht bleiben. In einer der oben genannten Studien sind die Autoren so vorgegangen. Ihre Befunde hatten auch danach Bestand.<sup>790</sup> Zum anderen könnte sich ein Fokus auf die Fondsfamilie unter Corporate-Governance-Gesichtspunkten durchaus begründen lassen. So berichten führende US-Praktiker, dass große Investmentmanager wie BlackRock und Fidelity gesondert Angestellte beschäftigen, die damit befasst sind festzulegen, wie bei allen Portfoliogesellschaften hinsichtlich wiederkehrender Corporate-Governance-Fragen abgestimmt werden soll. Dieses zentrale Corporate-Governance-Team ist typischerweise vollständig von den Portfoliomanagern getrennt, unabhängig von deren Ansichten und berichtet auch nicht diesen, sondern dem Rechtsvorstand oder dem Senior Compliance Officer des Investmentmanagers.<sup>791</sup> Dies deutet darauf hin, dass innerhalb einer Fondsfamilie in Corporate-Governance-Fragen tendenziell eine einheitliche Linie zur zeitlichen Orientierung vertreten wird, selbst wenn es dem Fondsmanagement freisteht, von den zentralen Empfehlungen abzuweichen. Nähere Aufklärung hierzu verspricht ein neuerer Forschungsstrang zum Abstimmungsverhalten bestimmter Arten von Investmentfonds, der bislang auf einen gemischten Befund hindeutet.<sup>792</sup> In eine ähnliche Richtung gehen Befunde aus Europa, dass sich einige Investoren je nach Höhe ihrer Beteiligung eher geduldig bzw. eher ungeduldig verhalten.<sup>793</sup>

Zu den Aspekten der Betrachtungsebene kommen schließlich fünftens Zweifel daran, dass die im *form 13F* gemeldeten Daten hinreichend verlässlich sind. Bereits 2010 hatte ein SEC-Report zu den Berichtsanforderungen aus Section 13(f) gemahnt, dass die Angaben der Meldepflichtigen in keiner Weise überprüft werden.<sup>794</sup> Stimmen aus der Literatur haben zudem darauf verwiesen, dass das Entleihen und Verleihen von Wertpapieren zu Doppelzählungen führen kann, und, übereinstimmend mit dem SEC-Bericht, dass Hedgefonds Meldepflichtigen temporär mit Vertraulichkeitsanträgen hinauszögern,

<sup>790</sup> *Chen/Harford/Li*, J. Fin. Ec. 86 (2007), 279, 303.

<sup>791</sup> Näher *Strine, Jr.*, 114 Colum. L. Rev. 449, 477–479 (2014) mit Fn. 85, 89; *Nathan*, Observations on Short-Termism and Long-Termism, October 12, 2015 <<https://corp.gov.law.harvard.edu/2015/10/12/observations-on-short-termism-and-long-termism/>> (geprüft am 11.06.2020); konzis *Bebchuk/Cohen/Hirst*, J. Econ. Persp. 31 (2017), 89, 95 („[...] the voting and stewardship decisions of mutual fund families are commonly concentrated in a single corporate governance department or proxy voting department of the investment manager [...]“.)

<sup>792</sup> Siehe *Iliev/Lowry*, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), 446, 447, 474, die ermitteln, dass Fondsmanager einige, wenn auch insgesamt eher weniger Abstimmungsentscheidungen beeinflussen. Fondsbezogene Charakteristika haben in ihrer Studie eine Vorhersagekraft neben und über Charakteristika der Fondsfamilie hinaus. Bei umstrittenen Themen, bei denen ISS eine Abstimmung gegen das Management empfiehlt, stimmten Fonds innerhalb derselben Familie in 6,2–7,4 % der Fälle nicht überein, bezogen auf alle Direktorenwahlen waren es 1,39 %. *Iliev/Lowry* untersuchen, inwieweit dies auf den Einfluss des Fondsmanagers zurückgeht, und ermitteln, dass der Koeffizient der durchschnittlichen Stimmabgabe desselben Managers einen erheblich größeren Erklärungswert hat als derjenige der durchschnittlichen Stimmabgabe verschiedener Manager. Die Autoren schließen hieraus, dass Fondsmanager einen signifikanten Einfluss auf den Abstimmungsprozess haben.

<sup>793</sup> *Brossard/Lavigne/Erdem Sakinc*, Industrial and Corporate Change 22 (2013), 1031, 1050: Investment advisor, Private Equity Fonds, Banken und Trusts waren als fünft- oder zehntgrößter Anteilseigner „ungeduldiger“, hatten also eine höhere Umschlagsrate, und als größter Anteilseigner „geduldiger“.

<sup>794</sup> *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Review of the SEC’s Section 13(f) Reporting Requirements, September 27, 2010, S. 6–13.

ohne dass dies immer nachvollziehbar bzw. ausreichend begründet ist.<sup>795</sup> Vor diesem Hintergrund hat eine aktuelle Untersuchung die *form 13F*-Angaben der 15 größten US-Bankenholdings aus dem vierten Quartal 2012 und 2016 überprüft und dabei eine erhebliche Fehlerquote festgestellt. Die Abweichungen waren zwar in den meisten Fällen trotz beachtlicher Summen prozentual gering. Zugleich waren viele Diskrepanzen aber durchaus wesentlich, sowohl wirtschaftlich als auch mit Blick auf ihre individuelle und aggregierte Höhe. Eine ergänzende Gegenüberstellung der Anteilsmeldungen von Investoren (*form 13F*) und Unternehmen (*schedule 13G*) ergab zudem mehrfach große, nicht aufklärbare Abweichungen.<sup>796</sup> Inwieweit die Meldungsfehler die Klassifikation von Investoren nach ihrem Anlagehorizont verzerren können, lässt sich nach derzeitigem Forschungsstand nicht einschätzen.

Im Übrigen ermöglichen Daten aus dem *form 13F* nur Untersuchungen zu den USA. Zwar müssen auch ausländische Investmentmanager ein *form 13F* einreichen, sofern sie Mittel des *interstate commerce* nutzen, Section 13(f)(1) Securities Exchange Act 1934. Die offizielle Liste der Section 13(f) securities erfasst aber nur Aktien, die an einer der US-Börsen gehandelt werden.

#### (b) Interpretation der Befunde

Die Schwächen der Datengrundlage bedingen zwar, dass man aus ihr abgeleitete Befunde mit einem gesunden Maß Skepsis betrachten sollte. Allerdings gibt es nun einmal keine bessere, ähnlich umfassende Datenbasis.<sup>797</sup> Ebenso steht weder ein alternatives Maß noch eine Datenbank zur Verfügung, um direkte Vergleiche oder Robustheitsprüfungen durchzuführen.<sup>798</sup> Schwerer wiegt insofern inhaltliche Kritik daran, wie *Bushee* die Ergebnisse seiner Pionierstudie interpretiert. Dies, so ist eingewandt worden, sei in Bezug auf die mutmaßlich ausgelöste Kurzsichtigkeit problematisch.<sup>799</sup> *Bushee* nehme implizit an, dass das vorbestehende Niveau der F&E-Ausgaben eines Unternehmens „optimal“ sei. Wenn man aber davon ausgehe, dass Unternehmen mit einem hohen Anteil (bestimmter) institutioneller Aktionäre geringe F&E-Ausgaben tätigen, weil diese Aktionäre F&E-Ausgaben drücken, dann würden solche Unternehmen über einen geringeren Spielraum verfügen, F&E-Investitionen als Reaktion auf einen Gewinnrückgang (weiter) zu kürzen. In diesem Fall ergäbe eine logistische Regression, wie *Bushee* sie verwendet,<sup>800</sup> dass Unternehmen mit hoher institutioneller Eigentümerschaft mit geringerer Wahrscheinlichkeit F&E-Ausgaben kürzten, obgleich (bestimmte) institutionelle Investoren im Allgemeinen die Unternehmensausgaben für F&E drücken würden. Daher könnten *Bushees* Tests zwar eine Aussage über Bilanzpolitik treffen, aber nicht

<sup>795</sup> *Dies.*, Review of the SEC’s Section 13(f) Reporting Requirements, September 27, 2010, S. 19–25; aus der Literatur dazu *Agarwal/Jiang/Baozhonh*, *J. Fin.* 68 (2013), 739 ff.; zusammenfassend *Anderson/Brockman*, *J. of Fin. Res. early view* (2018), 1, 7 f.

<sup>796</sup> Im Einzelnen *Anderson/Brockman*, *J. of Fin. Res. early view* (2018), 1 ff.

<sup>797</sup> *Dies.*, *J. of Fin. Res. early view* (2018), 1, 9: „But among all the mandatory disclosures based on ownership, Form 13F is the most comprehensive because it is not restricted to 5 % ownership thresholds, passive ownership, insiders, or mutual funds.“

<sup>798</sup> *Dies.*, *J. of Fin. Res. early view* (2018), 1, 29.

<sup>799</sup> *Wahal/McConnell*, *J. Corp. Fin.* 6 (2000), 307, 312.

<sup>800</sup> Logistische Regression, bei der die abhängige Variable den Wert eins annimmt, wenn das betrachtete Unternehmen F&E-Ausgaben kürzt, wobei die Stichprobe aus Unternehmen besteht, bei denen es einen Ergebnismrückgang in einem Jahr gab, der anschließend durch eine Kürzung von F&E-Ausgaben umgekehrt werden konnte.

beantworten, ob institutionelle Investoren bewirken, dass Unternehmen weniger in Projekte mit langfristigen Auszahlungen wie F&E investieren.

Dieser Kritikpunkt ist im Ansatz berechtigt, greift im Ergebnis aber nicht durch. Er würde nämlich nur dazu führen, dass *Bushee* die negative Wirkung kurzfristiger institutioneller Aktionäre unterschätzt. Insofern entwertet er nicht die Bedeutung oder die Interpretation des Ergebnisses, dass eine negative Wirkung besteht.<sup>801</sup>

Richtig ist allerdings: Hinsichtlich der Frage, ob (bestimmte) institutionelle Aktionäre im Vergleich zu anderen (Einzel-)Aktionären mit größeren Anzeichen für kurzfristiges Wirtschaften einhergehen (worin man ein Indiz für eine entsprechende Neigung der institutionellen Aktionäre sehen kann), untersuchen Tests oft nur die *relative* Kurzsichtigkeit. Sie sagen hingegen meist nicht unmittelbar etwas über die *absolute* Kurzsichtigkeit aus, also darüber, ob die betrachteten Unternehmen zu viel oder zu wenig im Vergleich zu einer wertmaximierenden Strategie investieren.<sup>802</sup> Dies führt letztlich wieder zu den vorab behandelten methodischen Fragen zurück, insbesondere inwieweit F&E-Ausgaben, Patente und Patentzitationen geeignete Proxies für sinnvolle langfristige Investitionen sind.<sup>803</sup>

#### *bb) Alternative: Portfolioumschlagsrate und Investorenumschlag*

*Bushees* Klassifikation ist sehr komplex – sie bezieht zahlreiche Kennzahlen ein, die sodann aufwendig verdichtet werden. Eine deutlich einfachere Alternative haben 2005 *Gaspar/Massa/Matos* im Rahmen einer Untersuchung darüber angewendet, wie sich der Zeithorizont von Aktionären bei Übernahmen auswirkt.<sup>804</sup> *Gaspar/Massa/Matos* bauen wie *Bushee* auf US-Daten aus dem *form 13F* der SEC auf – insofern gelten also die gleichen Einschränkungen. Den Zeithorizont eines institutionellen Investors definieren sie aber nur anhand einer der neun Variablen, die *Bushee* verwendet,<sup>805</sup> nämlich danach, wie oft der Investor sein Portfolio umschlägt. Die Portfolioumschlagsrate (*churn rate*) messen *Gaspar/Massa/Matos* dabei – bezogen auf die Fondsfamilie – anhand einer Formel, die allgemein zur Beurteilung des Handelsverhaltens von Investoren genutzt wird,<sup>806</sup> etwa für einzelne Fonds<sup>807</sup> und Individualanleger.<sup>808</sup> Anschließend konstru-

<sup>801</sup> Denkbar wäre allerdings der umgekehrte Fall, dass (bestimmte) institutionelle Investoren generell höhere Investitionen veranlassen, sodass ein größerer Spielraum für kurzfristige Kürzungen in diesem Bereich besteht. Dann könnte man einen negativen Effekt bei kurzfristig orientierten Investoren auch dann finden, wenn ihre Wirkung auf F&E-Ausgaben im Allgemeinen positiv ist. Dieses Szenario erscheint allerdings nur bedingt plausibel. Namentlich wäre es widersprüchlich, wenn kurzfristig orientierte institutionelle Investoren einerseits F&E-Ausgaben fördern, andererseits aber Druck ausüben würden, kurzfristige Ergebnisrückgänge zu vermeiden. Zudem kann man solchen Druck in jedem Fall als schädlichen *Short-termism* einordnen, wenn und soweit er suboptimale reale oder buchhalterische Bilanzpolitik erfordert.

<sup>802</sup> Vgl. *Wahal/McConnell*, J. Corp. Fin. 6 (2000), 307, 311.

<sup>803</sup> Dazu 3. Teil, § 4 I., S. 568 ff.

<sup>804</sup> *Gaspar/Massa/Matos*, J. Fin. Ec. 76 (2005), 135 ff.

<sup>805</sup> Allerdings mit einer etwas anderen mathematischen Definition, vgl. *Bushee*, 73 Acc. Rev. 305, 325 (1998) versus *Gaspar/Massa/Matos*, J. Fin. Ec. 76 (2005), 135, 143.

<sup>806</sup> *Gaspar/Massa/Matos*, J. Fin. Ec. 76 (2005), 135, 142 f.

<sup>807</sup> Vgl. *Carhart*, J. Fin. 52 (1997), 57, 59, allerdings ohne Angabe einer Formel zur Berechnung der Umschlagsrate, die er offenbar direkt aus der genutzten Datenbank entnimmt und um einen berechneten *modified turnover* ergänzt.

<sup>808</sup> Siehe *Barber/Odean*, J. Fin. 55 (2000), 773, 779, 781 sowie im Überblick *dies.*, in: Cōnstantinidēs/Harris/Stulz (Hrsg.), Handbook of the economics of finance, 2013, Bd. 2, S. 1533, 1539–1542, 1546 f., 1549.

ieren sie aus den Portfolioumschlagsraten der einzelnen Investoren ein Maß für den „Investorenumschlag“ (*investor turnover*) einer bestimmten Gesellschaft, definiert als gewichteter Durchschnitt der Portfolioumschlagsraten ihrer Aktionäre über vier Quartale. Hierdurch wollen die Autoren den Investitionshorizont der institutionellen Aktionäre einer Gesellschaft vor der Ankündigung einer Übernahme abbilden.<sup>809</sup> Auf dieser Grundlage ermitteln sie mit Daten zu allen Übernahmeankündigungen zwischen Januar 1980 und Dezember 1999, die Zielgesellschaften in den USA betrafen,

- dass die Übernahmeprämie umso geringer ausfiel, je stärker die Aktionäre der Zielgesellschaft kurzfristig orientiert waren (d. h. umso häufiger sie ihr jeweiliges Portfolio umschlugen);
- dass die abnormale Rendite des Bieters im zeitlichen Umfeld um die Ankündigung der Übernahme umso negativer ausfiel, je kurzfristiger die Aktionäre der Bietergesellschaft waren;
- dass kurzfristige Investoren eine Übernahme wahrscheinlicher machten;
- und dass sich Bietergesellschaften, die vor der Fusion relativ kurzfristige Aktionäre hatten, nach der Übernahme signifikant schlechter entwickelten<sup>810</sup> als Erwerber, die vergleichsweise langfristige Aktionäre hatten.

*Gaspar/Massa/Matos* erklären diese Befunde erstens damit, dass Aktionäre mit einem kurzen Anlagehorizont geringere Anreize haben, das Management zu überwachen, und weniger Zeit, um die Gesellschaft kennenzulernen. Dies erleichtere es Managern einer Zielgesellschaft, bei den Verhandlungen eigene Interessen über jene der Aktionäre zu stellen, und Managern von Bietergesellschaften, *empire-building* zu betreiben, jeweils auf Kosten der Aktionäre. Zweitens argumentieren *Gaspar/Massa/Matos*, dass die Investitionshorizonte der Aktionäre die Verhandlungsmacht des Managements beeinflussen. Bei einer freundlichen Übernahme hätten Manager von Gesellschaften mit kurzfristigen Aktionären eine schwächere Verhandlungsposition, weil eher damit zu rechnen sei, dass ihre Aktionäre verkaufen statt abzuwarten.<sup>811</sup>

Auch der Qualifikationsansatz von *Gaspar/Massa/Matos* ist in der weiteren Forschung – teils modifiziert – aufgegriffen und in seiner Aussagekraft weiter untermauert worden. Die Verfasser selbst haben in einer Folgestudie ermittelt, dass Gesellschaften mit einem hohen Anteil kurzfristiger institutioneller Investoren entsprechend deren Präferenz Mittel verstärkt durch Aktienrückkäufe anstatt durch Dividenden ausschütteten, wobei die Marktreaktion auf die Aktienrückkäufe relativ schwach ausfiel.<sup>812</sup> Die Autoren bieten hierfür die Erklärung an, dass unterbewertete Firmen ihren Wert durch Aktienrückkäufe signalisieren, wobei aber Unternehmen mit vielen kurzfristigen Aktionären häufiger Rückkäufe tätigen, weil solchen Aktionären besonders viel an kurzfristigen

<sup>809</sup> *Gaspar/Massa/Matos*, J. Fin. Ec. 76 (2005), 135, 143. Dabei messen die Autoren den *investor turnover* mit Daten, die mindestens zwei Monate vor der Ankündigung der Übernahme liegen, um Aktivitäten während der sog. *run-up period* auszuschließen, in der schon Gerüchte über den bevorstehenden Erwerb kursieren. Für den *investor turnover* nutzen sie Informationen über das Handelsverhalten der Investoren während eines vollen Jahres.

<sup>810</sup> Um  $-0,7\%$  pro Monat oder  $-8\%$  pro Jahr über eine Haltedauer von drei Jahren.

<sup>811</sup> *Gaspar/Massa/Matos*, J. Fin. Ec. 76 (2005), 135, 137, 139 f.; dazu auch *World Economic Forum*, Future of Long-term Investing, 2011, S. 42: Erwartung, dass kurzfristige Investoren das Unternehmen drängen werden, die Offerte anzunehmen und kurzfristigen Wert zu realisieren, selbst wenn dies nicht den wahrscheinlichen langfristigen Unternehmenswert widerspiegelt.

<sup>812</sup> *Gaspar/Massa/Matos u. a.*, Rev. of Finance 17 (2013), 261 ff.

Kursreaktionen liegt. Dementsprechend diskontiere der rationale Markt das Wertsignal. Genau dies besagen das Signal-Jamming-Modell *Steins*<sup>813</sup> sowie *Short-termism*-Modelle, in denen Aktionäre das Management zu kurzfristigen spekulativen Kurssteigerungen drängen.<sup>814</sup>

Eine im selben Jahr erschienene Studie von *Derrien/Kecskés/Thesmar* zu „Investor Horizons and Corporate Policies“<sup>815</sup> modifiziert den Ansatz etwas: Die Autoren berechnen zunächst wiederum den Investitionshorizont eines Investors anhand des Portfolioumschlags, allerdings weiter zurückschauend. Sodann klassifizieren sie Investoren mit einer Umschlagsrate von maximal 35 % innerhalb von (wohl) drei Jahren als langfristig – dies entsprach einem Viertel der Stichprobe mit Daten von 1984 bis 2009 – und alle anderen als kurzfristig. Den Investorenhorizont einer Gesellschaft bestimmen sie anhand des Aktienanteils lang- und kurzfristiger Aktionäre, wobei letzterer im Aggregat ab 2004 rasch stieg. Auf dieser Grundlage und ausgehend von der Annahme, dass jeder Aktionär in der Entscheidungsfindung der Manager ein gewisses Gewicht hat, das mit dem Aktienanteil steigt,<sup>816</sup> ermitteln die Autoren, dass bei unterbewerteten Unternehmen mit zunehmendem Zeithorizont der Aktionäre Investitionen und Eigenkapitalfinanzierung steigen, während Auszahlungen sinken. Dies spricht dafür, dass langfristige Investoren die Auswirkungen einer Fehlbewertung abmildern, während kurzfristige Investoren bei einer Fehlbewertung (Investitionsentscheidungen der Manager schlagen sich nicht voll im Aktienkurs nieder) weniger Investitionen und höhere Auszahlungen bevorzugen. Methodisch spricht für diese Studie, dass sie einem möglichen Problem sog. unbeobachteter Heterogenität<sup>817</sup> Rechnung trägt.<sup>818</sup>

Weitere US-Studien, die Investoren anhand ihrer Umschlagsrate qualifizieren, haben unter anderem empirisch argumentiert,

<sup>813</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV.1. b), S. 402 ff.

<sup>814</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV.2. c), S. 417 f. inkl. Fn. 179 auf S. 417.

<sup>815</sup> *Derrien/Kecskés/Thesmar*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 1755 ff.

<sup>816</sup> *Dies.*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 1755, 1759 Fn. 5.

<sup>817</sup> Unbeobachtete Heterogenität liegt vor, wenn nicht statistisch-ökonomisch erfasste (unbeobachtete) Eigenschaften den Zusammenhang beeinflussen, den man ökonomisch untersuchen möchte. Der nicht berücksichtigte Umstand fließt dann in den Fehlerterm der Regressionsschätzung ein, der dadurch nicht mehr normalverteilt ist. Dies kann die Schätzergebnisse verzerren (anschauliche verbale Erklärung an einem konkreten Beispiel bei *Stein*, in: Wolf/Best (Hrsg.), Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse, 2010, S. 805, 805 f.). Vor allem für Paneldaten gibt es verschiedene ökonomische Techniken, um diesem Problem Rechnung zu tragen, näher *Schröder*, in: Albers/Klapper/Konradt u. a. (Hrsg.), Methodik der empirischen Forschung<sup>3</sup>, 2009, S. 315, 317 f. mit tabellarischem Überblick über Korrekturverfahren sowie eingehend *Brüderl*, in: Wolf/Best (Hrsg.), Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse, 2010, S. 963 ff.

<sup>818</sup> *World Economic Forum*, Future of Long-term Investing, 2011, S. 43; dazu *Derrien/Kecskés/Thesmar*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 1755, 1767: Bis dato erschienene Studien über Investorenhorizonte verwendeten als abhängige Variable (Regressand) typischerweise eine solche, die die Unternehmenspolitik beschreibt (*corporate policy variable*, CPV), und als erklärende Variable (Regressor) den Aktienanteil langfristiger Investoren (LTIO), wobei für möglichst viele andere CPVs kontrolliert wurde. Allerdings könnte der LTIO mit unbeobachteter Heterogenität korreliert sein, d. h., es könnte eine unbeobachtete Variable geben, die sowohl die abhängige als auch eine oder mehrere unabhängige Variable(n) beeinflusst. *Derrien et al.* wollen diese Schwachstelle beseitigen, indem sie nicht den Effekt von LTIO auf eine CPV betrachten, sondern den marginalen Effekt, den langfristige Aktionäre auf die Unternehmenspolitiken haben, wenn eine Fehlbewertung gegeben ist. Dies lässt sich durch einen sog. Interaktionsterm abbilden (LTIO x Unterbewertungsproxy). Ergänzend verwenden die Autoren Kontrollvariablen und entsprechende Interaktionsterme.

- dass im Zeitraum 1996 bis 2008 in US-Firmen mit relativ kurzfristigem Aktionariat mit geringerer Wahrscheinlichkeit mehrjährige (> 12 Monate), an Rechnungslegungsdaten orientierte Anreize als Element einer leistungsabhängigen Vergütung eingeführt wurden,<sup>819</sup> während US-Gesellschaften mit volatilere Ergebnissen und relativ langfristigen Aktionären bei solchen Vergütungselementen längere Bewertungsperioden bevorzugten,<sup>820</sup> dabei ergaben sich mit dem Maß von *Gaspar/Massa/Matsos* und alternativen Varianten von Umschlagsraten vergleichbare Ergebnisse;<sup>821</sup>
- dass kurzfristige institutionelle Investoren auf extreme – positive wie negative – Analystenempfehlungen überreagieren und dadurch temporär erhebliche Fehlbewertungen verursachen,<sup>822</sup> wie es die *Short-termism*-Theorie vorhersagt;<sup>823</sup>
- dass ein hoher Anteil kurzfristiger Aktionäre, gemessen anhand der Umschlagsrate der Aktie einer Gesellschaft, bewirkt, dass das Management verstärkt in (kurzfristig) überbewertete Investitionsprojekte investiert;<sup>824</sup>
- und dass in einer Stichprobe von US-Unternehmen aus dem Zeitraum 1985 bis 2012 langfristige Investoren im Sinne von *Derrien/Kecskés/Thesmar* Prinzipal-Agenten-Probleme zwischen Aktionären und Managern abbauten und dabei diverse Unternehmensvariablen beeinflussten: Sie verringerten Bilanzpolitik und Finanzbetrug von Managern, erhöhten die Qualität des Boards und die Zahl der Aktionärsvorschläge. Zugleich sorgten sie für häufigere Managerwechsel und sinkende Investitionen in materielle und immaterielle Anlagen, während Innovation gemessen an Patenten qualitativ und quantitativ stieg. In ähnlicher Weise sank das Finanzierungsvolumen, während Dividenden und Aktienrückkäufe zunahmen. Insgesamt stieg der Umsatz und Erlöse und Kosten schwankten weniger, wodurch die Aktienrendite stieg.<sup>825</sup>

Wie erwähnt bedingt das Abstellen auf den Portfolioumschlag, soweit er wie beim *form 13F* der SEC bezogen auf die Fondsfamilie berechnet wird, Unsicherheit, weil Anlagestrategien und Aktiengeschäfte ganz unterschiedlich ausgerichteter Fonds einer Familie saldiert betrachtet werden.<sup>826</sup> Soweit, wie in der letztgenannten Studie bestimmte Cor-

<sup>819</sup> Umgekehrt galt das allerdings nicht: Ein größerer Anteil langfristiger Aktionäre war nicht signifikant mit einer höheren Wahrscheinlichkeit solcher langfristiger Vergütungselemente verbunden (*Li/Wang*, Rev. Financ. Stud. 29 (2016), 1586, 1588, 1606). Allerdings hatten Gesellschaften, die solche Anreize besonders früh einführten, die längsten Aktionärshorizonte, während Firmen, die solche Anreize nicht einführten, die kürzesten Aktionärshorizonte aufwiesen (a. a. O., S. 1588 f., 1615, 1617).

<sup>820</sup> *Dies.*, Rev. Financ. Stud. 29 (2016), 1586 ff.

<sup>821</sup> *Dies.*, Rev. Financ. Stud. 29 (2016), 1586, 1602, 1606.

<sup>822</sup> *Cremers/Pareek/Sautner*, J. Acc. Res. 59 (2021), Advance Access.

<sup>823</sup> Dazu 3. Teil, § 2 III., S. 394 ff., insb. Text bei sowie in Fn. 48 auf S. 396 f.

<sup>824</sup> *Polk/Sapienza*, Rev. Financ. Stud. 22 (2009), 187 ff.; die Autoren bauen dabei auf dem Modell auf, demzufolge die Über- bzw. Unterbewertung einer Aktie das Investitionsverhalten der Manager beeinflusst, wenn das Unternehmen auf neues Eigenkapital angewiesen ist.

<sup>825</sup> *Harford/Kecskés/Mansi*, J. Corp. Fin. 50 (2018), 424 ff. Kausalität versuchen die Autoren dadurch nachzuweisen, dass sie innerhalb der Gruppe langfristiger Aktionäre sog. *indexer* gesondert betrachten, definiert als Investoren, die zu maximal 25 % von ihrem Benchmark-Index abweichen (a. a. O., S. 430), deren Portfolio also ganz überwiegend nicht auf Auswahl von Aktien anhand ihrer Qualität basiert, insofern also nicht von den untersuchten Parametern des Unternehmensverhaltens abhängt. Den Investitionshorizont eines Investors messen die Autoren unter Bezugnahme unter anderem auf *Gaspar/Massa/Matsos* basierend auf dem Portfolioumschlag. Den Investitionshorizont von Unternehmen messen sie anhand des Aktienanteils ihrer langfristigen Investoren (a. a. O., S. 428 f.).

<sup>826</sup> *Derrien/Kecskés/Thesmar*, J. Financ. Quant. Anal. 48 (2013), 1755, 1773 Fn. 13 i. V. m. S. 1761. An einem Beispiel verdeutlicht: Wenn Fonds A des institutionellen Investors (der Fondsfamilie) F im Quartal 100 Aktien der Gesellschaft G verkauft, während Fonds B von F in demselben Quartal 100 Ak-

porate-Governance-Elemente als erwünscht oder unerwünscht bewertet werden, lässt sich zudem mitunter trefflich über die Interpretation streiten. Beispielsweise begünstigen häufigere Managerwechsel *Short-termism* durch *career concerns*. Trotz dieser Einschränkungen bleibt aber der Befund, dass mehrere Studien darauf hindeuten, dass Aktionäre, die gemäß ihres Portfolioumschlags als relativ langfristig einzustufen sind, eine positive Wirkung haben.

*cc) Alternative: Gewichtete Umschlagsrate einer Aktie (stock duration)*

Eine jüngere Studie von *Cremers/Pareek* hat mit der sog. *stock duration* eine interessante dritte Variante entwickelt und diese mit den vorgenannten Klassifikationsmethoden verglichen.<sup>827</sup> Die Autoren betrachten insgesamt vier Indikatoren dafür, wie kurzfristig das Aktionariat einer Gesellschaft bzw. ein bestimmter Investor orientiert ist: (1) den Aktienumschlag, definiert als das Handelsvolumen einer Aktie geteilt durch die Zahl der ausgegebenen Aktien, (2) den Prozentsatz von *transient investors* gemäß der Definition *Bushees*,<sup>828</sup> (3) die Umschlagsrate der Fondsgesellschaft (Fondsfamilie) basierend auf Quartalsbeständen nach *Gaspar/Massa/Matsos*<sup>829</sup> sowie (4) die *stock duration*, ein von den Autoren neu entwickeltes Maß institutioneller Haltedauer, das ebenfalls auf dem *form 13F* der SEC basiert, also Quartals-Bestandsmeldungen der Fondsfamilien nutzt. Hierzu berechnen die Autoren in einem ersten Schritt für die einzelnen Investoren (Fondsfamilien), die 13F-Meldungen einreichen, jeweils die mit dem (gegebenenfalls veränderlichen) Bestand gewichtete Haltedauer jeder Aktie im Portfolio.<sup>830</sup> In einem zweiten Schritt aggregieren sie dann für jede Aktie die errechneten Haltedauern zu der *stock duration*. Diese gibt somit die wertgewichtete durchschnittliche Haltedauer einer bestimmten Aktie in den betrachteten Investorenportfolios an.<sup>831</sup>

Der wichtigste Unterschied zur Klassifikation *Bushees* und der (Fondsfamilien-)Umschlagsrate besteht darin, dass die *stock duration* für die Aktien in dem Portfolio einer Fondsfamilie unterschiedliche Anlagehorizonte zulässt. Dadurch ist es möglich, dieselbe Fondsfamilie bezüglich einiger Aktien als kurz- und bezüglich anderer Aktien als langfristig einzustufen und so unterschiedlichen Anlagestrategien einzelner Fonds der Familie Rechnung zu tragen. Demgegenüber charakterisieren der Portfolioumschlag und die Einordnung als *transient investor* das Portfolio bzw. die Fondsfamilie insgesamt.<sup>832</sup> Dieser Unterschied wirkt sich auch bei der Einordnung aus: Eine Prüfung der Rangkorrelationen zeigt, dass die verschiedenen Maße relativ wenig miteinander korreliert sind.<sup>833</sup>

---

tien der Gesellschaft G kauft, würde der Portfolioumschlag auf Grundlage des *form 13F* mit null erscheinen, obgleich die jeweiligen Fondsmanager kurzfristig orientiert sind.

<sup>827</sup> *Cremers/Pareek*, Rev. of Finance 19 (2015), 1649, 1650.

<sup>828</sup> Dazu 3. Teil, § 4 III.4. b)aa)(1), S. 687.

<sup>829</sup> Dazu 3. Teil, § 4 III.4. b)bb), S. 694 ff.

<sup>830</sup> Die Gewichtung mit der Bestandshöhe bzw. dem Wert ist bedeutsam, wenn der Bestand einer Aktie im Portfolio im Laufe des Betrachtungszeitraums schwankt. Die Autoren bringen dazu das folgende Beispiel (übersetzter Auszug): Man nehme an, das Portfolio von Fidelity enthalte 5 % der gesamten Aktien von IBM, wobei 2 % vor drei Quartalen gekauft wurden und die übrigen 3 % der Aktien vor fünf Quartalen. Die gewichtete Haltedauer von IBM im Portfolio von Fidelity beträgt dann  $(2\% : 5\% \cdot 3 \text{ Quartale} + 3\% : 5\% \cdot 5 \text{ Quartale}) = 4,22 \text{ Quartale}$  (*Cremers/Pareek*, Rev. of Finance 19 (2015), 1649, 1660).

<sup>831</sup> *Dies.*, Rev. of Finance 19 (2015), 1649, 1650 mit Fn. 2, 1656–1661.

<sup>832</sup> *Dies.*, Rev. of Finance 19 (2015), 1649, 1654, 1664 f.

<sup>833</sup> *Dies.*, Rev. of Finance 19 (2015), 1649, 1653.

Auf Grundlage der *stock duration* ermitteln *Cremers/Pareek* mit US-Daten aus dem Zeitraum 1980 bis 2010 für Aktien von Gesellschaften mit einem hohen Anteil institutioneller Aktionäre, dass kurzfristiger Handel in erheblichem Ausmaß mit mehreren sog. Anomalien bei der Preisbildung von Aktienrenditen einhergeht,<sup>834</sup> also mit Abweichungen von dem Preis, der auf einem effizienten Kapitalmarkt zu erwarten wäre. Dabei tragen der Studie zufolge die Umschlagsrate der Fondsgesellschaft sowie die *stock duration* am meisten dazu bei, die betrachteten Anomalien zu erklären. Demgegenüber verlieren der Aktienumschlag und der Prozentsatz von *transient investors* der Studie zufolge typischerweise ihren Erklärungswert, sobald die *stock duration* berücksichtigt wird.

Den ermittelten Zusammenhang zwischen kurzfristiger Haltedauer und den betrachteten Anomalien erklärt die Studie verhaltensökonomisch mit *overconfidence* und einem *self-attribution bias*: Alle betrachteten Anomalien fielen relativ stark für Aktien aus, die von kurzfristigen Investoren gehalten wurden, welche in der Vergangenheit eine besonders gute Rendite erwirtschaftet hatten und deshalb offenbar anschließend ihre Fähigkeiten überschätzten. Die dazugehörige *Short-termism*-Theorie wurde bereits behandelt.<sup>835</sup>

Eine Folgestudie der gleichen Autoren mit einem weiteren Verfasser verwendet wiederum den Aktienumschlag, *transient institutions* sowie die *stock duration* als Maße zur Identifikation kurzfristiger Investoren und prüft, welche Folgen es hat, dass im Zuge des Aufstiegs einer Gesellschaft in den Russell-2000-Index vorübergehend ihr Anteil kurzfristiger Aktionäre zunimmt.<sup>836</sup> Die Studie ermittelt anhand aller drei Indikatoren, dass der Einstieg kurzfristiger institutioneller Investoren mit einer höheren Wahrscheinlichkeit damit einhergeht, dass die betreffenden Gesellschaften F & E-Investitionen kürzen, um höhere Erlöse zu berichten und beim Gewinn positiv zu überraschen, und dass der Einstieg außerdem temporär mit einer höheren Bewertung verbunden ist. Wenn die kurzfristigen Investoren später aussteigen, verschwinden diese Effekte wieder.<sup>837</sup> Die Autoren sehen hierdurch das *Short-termism*-Modell von *Bolton/Scheinkman/Xiong* bestätigt, das bereits behandelt wurde<sup>838</sup> und daher hier nur kurz zu rekapitulieren ist. Es geht davon aus, dass die Preisbildung im Aktienhandel auf dem Sekundärmarkt zugunsten kurzfristiger und zulasten langfristiger Entwicklungen verzerrt ist, weil einige Investoren *overconfidence* in Bezug auf Informationen anheimfallen, die sie über bestimmte Investitionsprojekte erhalten. Infolgedessen veranlassen kurzfristige rationale Aktionäre den Manager durch (Um-)Gestaltung seiner Vergütung, kurzfristige spekulative (Options-)Komponenten des Aktienkurses der Gesellschaft hochzutreiben, um ihre Aktien überteuert an andere naive Investoren verkaufen zu können. Damit knüpfen *Bolton/Scheinkman/Xiong* zum einen an *Short-termism*-Modelle an, die auf Informationsasymmetrien bzgl. der Rentabilität von Unternehmen sowie der Fähigkeiten von Arbitrageuren

<sup>834</sup> Die Studie betrachtet den Momentum-Effekt, Umkehrungen des Momentum-Effektes (*return reversals*) sowie die Aktienemissionsanomalie.

<sup>835</sup> Zu *overconfidence* und *Short-termism* bereits 3. Teil, § 2 VIII.5. und 6., S. 512 ff., 521 ff.

<sup>836</sup> Die Autoren knüpfen an diesen Umstand an, um ein sog. Endogenitätsproblem auszuschließen. Allgemein liegt es nämlich nahe, dass der Anteil kurz- bzw. langfristiger Aktionäre einer Gesellschaft von deren Investitionspolitik abhängt (und umgekehrt). Um den Einfluss kurzfristiger Aktionäre ökonomisch sauber zu isolieren, muss daher nach einem von außen kommenden (exogenen) Ereignis gesucht werden, das den Anteil kurzfristiger Aktionäre einer Gesellschaft steigen lässt, ohne sich zugleich (unmittelbar) auf deren Investitionspolitik auszuwirken.

<sup>837</sup> *Cremers/Pareek/Sautner*, *Management Science* 66 (2020), 4535.

<sup>838</sup> Siehe 3. Teil, § 2 IV.2.c), S. 417 ff., Text bei und in Fn. 179 auf S. 417 sowie 3. Teil, § 2 VIII.5.b)aa), S. 515 ff.

basieren. Zum anderen erweitern sie einen neueren Forschungsstrang, der *Short-termism* verhaltensökonomisch erklärt.

Eine dritte Studie des Autorenteam verwendet vorrangig die Umschlagsrate, um zu zeigen, dass kurzfristige institutionelle Investoren auf extreme Analystenempfehlungen überreagieren und dadurch temporär Fehlbewertungen verursachen.<sup>839</sup>

#### *dd) Alternative: Kommerzielle Datenbanken*

Die bisher behandelten US-amerikanischen Ansätze zur Einordnung von Investoren nach ihrem Zeithorizont sind trotz der erörterten Schwächen und Einschränkungen mittlerweile recht ausgereift. Allerdings lassen sie sich nicht unmittelbar auf andere Länder übertragen, da sie entscheidend auf Quartalsangaben institutioneller Investoren im *form 13F* der SEC aufbauen. In Europa fehlen herkömmlich vergleichbare Quartalsdaten zu Investorenportfolios, die einheitlich gefasst und reguliert, mit einer gewissen offiziellen Gewähr versehen, zentral kostenfrei abrufbar und obendrein von kommerziellen Anbietern weiter nutzerfreundlich aufbereitet sind.<sup>840</sup> MiFID II und die Einführung eines EU-einheitlichen digitalen Berichtsformates,<sup>841</sup> welches unter anderem vergleichbare Möglichkeiten wie die EDGAR-Datenbank der SEC eröffnen soll,<sup>842</sup> können die Datenlage zukünftig verbessern. Allerdings muss auch dann erst noch ein hinreichend großer Datenbestand entstehen. Hinzu kommt, dass sich die Zusammensetzung des Aktionariats in Kontinentaleuropa jedenfalls abseits der größten börsennotierten Gesellschaften von jener in den USA unterscheidet, selbst wenn in jüngerer Zeit eine gewisse Angleichung stattgefunden hat.<sup>843</sup> Insbesondere haben strategische Investoren eine höhere Bedeutung.<sup>844</sup> Deshalb würde man in Europa ungleich größere blinde Flecken in Kauf nehmen, wenn man, wie typischerweise einschlägige US-Studien, nur institutionelle Investoren bzw. Gesellschaften betrachten würde, an denen vorwiegend solche Investoren beteiligt sind.

Angesichts dieser Schwierigkeiten verwundert es nicht, dass die Studienlage zu Kontinentaleuropa noch relativ dünn ist.<sup>845</sup> Die bisher vorliegenden Arbeiten nutzen Angaben kommerzieller Datenbanken. Dies ist allgemein gängige Praxis. Bei komplexeren Merkmalen wie der Bestimmung von Zeithorizont oder Haltedauer kann eine unreflektierte Übernahme allerdings Probleme verdecken. Zumindest erläutern die einschlägigen Aufsätze nicht, wie die Datenbankanbieter zu den angegebenen Haltedauern gelangen (insbesondere: mit Quartals- oder Halbjahresdaten oder engmaschigeren Angaben?), worauf sie sich beziehen (insbesondere: Fondsfamilie oder einzelne Fonds?)<sup>846</sup> und ob

<sup>839</sup> *Cremers/Pareek/Sautner*, J. Acc. Res. 59 (2021), Advance Access.

<sup>840</sup> Vgl. *de lege lata* §§ 101–107 KAGB sowie zu den uneinheitlichen Berichtsfrequenzen (quartalsweise oder halbjährlich) den rudimentären Überblick bei *Ferreira/Matos*, J. Fin. Ec. 88 (2008), 499, 503 Fn. 5.

<sup>841</sup> *Jödicke/Jödicke*, DB 2018, 713 ff.; *Berger/Lieck*, KoR 2018, 109 ff.

<sup>842</sup> Siehe *Berger/Lieck*, KoR 2018, 109, 111 f.

<sup>843</sup> Siehe mit besonderem Blick auf Deutschland 3. Teil, § 3 III.2.a), S. 550 ff.

<sup>844</sup> *Brossard/Lavigne/Erdem Sakinc*, Industrial and Corporate Change 22 (2013), 1031, 1033.

<sup>845</sup> Siehe *dies.*, Industrial and Corporate Change 22 (2013), 1031, 1032, 1037.

<sup>846</sup> Im Vergleich dazu vorbildlich allerdings *Dupuy/Lavigne/Nicet-Chenaf*, Economic Geography 86 (2010), 75, 81 Fn. 4 und 5, S. 84, die untersuchen, inwieweit Investoren aus bestimmten Rechtsordnungen tendenziell eine relativ hohe oder niedrige Portfolioumschlagsrate aufweisen, worin die Studie ein Anzeichen für ungeduldiges bzw. geduldiges Anlageverhalten sieht, und ob sich die beobachteten Unterschiede mit der Einstufung des dazugehörigen Kapitalismusmodells gemäß Michel Albert und dem Va-

es dabei Unterschiede zwischen den Daten aus einzelnen Ländern gibt. Insoweit bleibt dann offen, ob die Studienverfasser etwaige Schwächen der Angaben ökonomisch und rechtlich kritisch hinterfragt haben. Mit diesem Vorbehalt liefern die einschlägigen Studien interessante erste Hinweise, die sich im Wesentlichen mit den Erkenntnissen aus den USA decken.

Eine frühe EU-Studie betrachtet 325 besonders innovative europäische Gesellschaften, die über die Jahre 2002 bis 2009 durchgängig im EU Industrial R&D Investment Scoreboard<sup>847</sup> vertreten waren. Die daraus entnommenen F&E-Ausgaben kombiniert sie mit Angaben zu Finanzen und Eigentümerstruktur aus den Datenbanken Worldscope Fundamentals und Thomson One Banker Ownership (TOBO) des kommerziellen Anbieters Thomson Financial.<sup>848</sup> Auf dieser Grundlage testet die Studie, wie verschiedene Eigenschaften des Aktionariats mit F&E-Ausgaben zusammenhängen. Im Einzelnen betrachtet sie den Typus der Investoren,<sup>849</sup> ihren bisherigen Portfolioumschlag,<sup>850</sup> ihre Nationalitäten und die Konzentration der Anteilseigner. Sie ermittelt, dass Gesellschaften höhere F&E-Intensitäten berichteten, wenn ihr Aktionariat allgemein von institutionellen Investoren dominiert wurde,<sup>851</sup> aber geringere, wenn speziell „ungeduldige“ institutionelle Investoren vorherrschten. Allgemein wirkte sich der Studie zufolge eine Dominanz institutioneller Investoren also positiv auf F&E aus, sofern die Aktienpakete, die „ungeduldige“ Investoren hielten, nicht zu groß waren.<sup>852</sup>

Eine aktuelle Studie mit internationalen Daten greift ebenfalls auf die Worldscope-Datenbank zurück, die sie um Patentdaten der U. S. Patent and Trademark Office (USPTO) sowie Daten zu den Portfolios institutioneller Investoren aus einer Datenbank von Wharton Research Data Services (The FactSet/LionShares database) ergänzt.<sup>853</sup> Dabei stufen die Autoren Investoren unter Berufung auf den US-Ansatz von *Gaspar/Massa/Matos* in Abhängigkeit von ihrem Portfolioumschlag ein: Solche mit einem Umschlag unter dem Median definieren sie als langfristig, solche mit einem Umschlag über dem Median als kurzfristig.<sup>854</sup> Auf dieser Grundlage ermitteln sie in einer Stichprobe von knapp 31.000

---

rieties-of-Capitalism-Ansatz decken. Die Studie bejaht eine solche Übereinstimmung. Sie geht aber nicht der hier vorrangig interessierenden Frage nach, welche Folgen ein hoher oder niedriger Portfolioumschlag bzw. die daraus abgeleitete Einstufung als geduldig oder ungeduldig für Unternehmen hat, ob also ein ungeduldiger Anlagestil auch *Short-termism* begünstigt.

<sup>847</sup> Zu diesem Indikator auch bereits 3. Teil, § 3 III. 1. b), S. 546 ff., Text bei Fn. 78–80 auf S. 548, 3. Teil, § 4 I. 1. c) bb), S. 577 ff., Text bei Fn. 54–56 auf S. 577.

<sup>848</sup> *Brossard/Lavigne/Erdem Sakinc*, *Industrial and Corporate Change* 22 (2013), 1031, 1043.

<sup>849</sup> Institutioneller versus strategischer Investor, Investoren mit und ohne Geschäftsbeziehung zu der Gesellschaft.

<sup>850</sup> „Ungeduldig“ = Portfolioumschlag  $\leq$  24 Monate; „geduldig“ = Portfolioumschlag  $>$  24 Monate, *Brossard/Lavigne/Erdem Sakinc*, *Industrial and Corporate Change* 22 (2013), 1031, 1048 f., die dazu ausführen, dass die TOBO-Datenbank den Portfolioumschlag in *high* ( $<$  12 Monate), *moderate* (12 bis 124 Monate) und *low* ( $>$  24 Monate) einteilt. Abweichend allerdings noch die Angaben von *Dupuy/Lavigne/Nicet-Chenaf*, *Economic Geography* 86 (2010), 75, 84, 86, die andere Grenzwerte für die Einteilung in der TOBO-Datenbank berichten (*high* ( $<$  18 Monate), *moderate* (18–26 Monate), *low* ( $>$  36 Monate) und *zero*). Für die ökonomische Untersuchung mit einer binären Dummy-Variablen reduziert auch diese Studie die Vierer-Einteilung auf eine binäre Einteilung (a. a. O., S. 86).

<sup>851</sup> Dies ist der Studie zufolge dann der Fall, wenn die Proxys unter den zehn größten Aktionären einen größeren Anteil halten als strategische Investoren, *Brossard/Lavigne/Erdem Sakinc*, *Industrial and Corporate Change* 22 (2013), 1031, 1057.

<sup>852</sup> *Dies.*, *Industrial and Corporate Change* 22 (2013), 1031, 1034, 1057.

<sup>853</sup> Näher zu den Inhalten und Quellen dieser Datenbank *Ferreira/Matos*, *J. Fin. Ec.* 88 (2008), 499, 502–504.

<sup>854</sup> *Bena/Ferreira/Matos u. a.*, *J. Fin. Ec.* 126 (2017), 122, 138.

Gesellschaften aus 30 Ländern im Zeitraum von 2001 bis 2010 unter anderem, dass langfristige ausländische institutionelle Anteilseigner eine stärkere positive Korrelation mit langfristigen Investitionen,<sup>855</sup> dem Innovationsoutput<sup>856</sup> und Arbeitsplätzen aufwiesen als kurzfristige ausländische institutionelle Investoren, deren Korrelation ebenfalls positiv, aber niedriger war.<sup>857</sup> Ein Endogenitätsproblem dadurch, dass (bestimmte) ausländische Aktionäre langfristiges Wirtschaften fördern, aber auch einfach bevorzugt in Gesellschaften mit besseren langfristigen Aussichten anlegen könnten, versucht die Studie dadurch zu bewältigen, dass sie einen mutmaßlich exogenen Anstieg ausländischer Aktionäre betrachtet, der dann eintritt, wenn eine Gesellschaft in den MSCI All Country World Index aufgenommen wird. Insgesamt interpretieren die Autoren ihre Befunde als Bestätigung für die Hypothese, dass ausländische institutionelle Investoren, insbesondere, aber nicht nur, solche mit langfristigem Horizont, zum einen eine Abschottung des Managements (*managerial entrenchment*) verringern, indem sie Manager überwachen, die andernfalls ein „ruhiges Leben“ (*quiet life*) genießen würden, und zum anderen Insider-Blockaktionäre disziplinieren, die sich andernfalls private Kontrollvorteile (*private benefits of control*) aneignen würden.

Auch in den USA gibt es Studien, die Einstufungen kommerzieller Anbieter verwenden und damit ähnliche Ergebnisse erzielen.<sup>858</sup>

### c) Gegenteilige Studien

Der Befund der vorgenannten Studien, dass langfristig orientierte Investoren positiv wirken, kurzfristig orientierte Investoren hingegen negativ oder zumindest weniger positiv, wird nicht einhellig geteilt. Ihm gegenüber steht eine bereits aus der Geschichte der englischen *Short-termism*-Debatte wohlbekannte Ansicht, die argumentiert, dass institutionelle Investoren durch ihre Kenntnisse (*sophistication*) und ihr Engagement einen längerfristigen Horizont fördern.<sup>859</sup> Einige Studien sehen hier insbesondere keine Unterschiede mit Blick auf den Portfolioumschlag als Indikator für die Kurzfristigkeit des Investors.

<sup>855</sup> Gemessen anhand der Proxies „Ausgaben für Sachinvestitionen (CAPEX)“ und „F&E“.)

<sup>856</sup> Gemessen an Patentzahlen bei der USPTO. Dies erscheint problematisch. Es ist nämlich denkbar, dass der positive Effekt ausländischer institutioneller Investoren auf Innovation gemessen anhand von Patenten, der der Studie zufolge bei Investoren aus dem Common-Law-Rechtskreis besonders ausgeprägt war (*Bena/Ferreira/Matos u. a.*, J. Fin. Ec. 126 (2017), 122, 124, 139), dadurch entstand, dass Investoren aus dem Common Law darauf drängten, dass entwickelte Patente verstärkt auch in den USA angemeldet wurden. Die von der Studie gemessene positive Korrelation könnte mit anderen Worten einfach dadurch entstanden sein, dass Firmen mit Investoren aus Common-Law-Ländern ihre Patente vermehrt auch in den USA anmeldeten, ohne mehr Patente zu entwickeln.

<sup>857</sup> *Dies.*, J. Fin. Ec. 126 (2017), 122, 124, 138 f. Tabellarische Statistik über die betrachteten Gesellschaften nach Land (a. a. O., S. 126): Mit 8.657 Gesellschaften sind die USA mit Abstand am stärksten vertreten, es folgen Japan (4.152), das Vereinigte Königreich (2.199) und China (1.904). Aus Deutschland stammen 919 Gesellschaften der Stichprobe.

<sup>858</sup> So greifen *Hotchkiss/Strickland*, J. Fin. 58 (2003), 1469 ff. auf die Charakterisierung institutioneller Investoren durch den Finanzdienstleister *Georgeson & Co.* zurück. Auf dieser Grundlage ermitteln sie, dass dann, wenn eine Gesellschaft Gewinne unter der Analystenerwartung berichtete, die Aktienkursreaktion besonders negativ ausfiel, wenn ein relativ hoher Anteil des Aktionariats der Gesellschaft aus Momentum-Tradern oder aggressiven Wachstumsinvestoren bestand, also Gruppen, die als kurzfristig orientiert gelten.

<sup>859</sup> Siehe gegenüberstellend *Chen/Lin/Yang*, J. Bus. Res. 68 (2015), 845, 846.

Ein Beispiel hierfür bildet eine viel zitierte, zur Jahrtausendwende veröffentlichte Studie von *Wahal/McConnell*, die für mehr als 2.500 US-Gesellschaften im Zeitraum von 1988 bis 1994 den Zusammenhang zwischen dem Aktienanteil institutioneller Investoren und Ausgaben eines Unternehmens für Sachanlagen sowie F & E untersuchte. Auch *Wahal/McConnell* verwendeten Quartalsangaben aus den *form 13F*, die sich auf Vermögensverwalter (die Fondsfamilie) beziehen.<sup>860</sup> Die Autoren ermitteln einen statistisch signifikant positiven Zusammenhang zwischen institutioneller Eigentümerschaft und Ausgaben für Sachanlagen sowie F & E, den sie zudem für wirtschaftlich bedeutsam (ökonomisch signifikant) erachten.<sup>861</sup> Um zu prüfen, ob hierbei Unterschiede je nach Anlagehorizont bestehen, ordnen sie die institutionellen Investoren nach ihrem Portfolioumschlag im vierten Quartal eines Jahres in Quantile. Auch danach ermittelten die Autoren einen positiven und oft signifikanten Zusammenhang zwischen den Ausgaben für Sachanlagen bzw. F & E sowie dem Aktienanteil institutioneller Investoren mit dem höchsten Portfolioumschlag (solche im vierten und fünften Quantil).<sup>862</sup> Damit ist zwar, wie die Autoren zu Recht einräumen, die *Short-termism*-Theorie nicht widerlegt, weil die untersuchten Ausgaben für Sachanlagen und F & E die „einfachsten“ und vor allem bilanziell sichtbare Investitionskategorien darstellen. Demgegenüber sagt die *Short-termism*-Theorie ein Myopia-Problem eher bei Investitionen vorher, die schwer beobachtbar sind, etwa solchen zur Entwicklung von Humankapital oder für die Kundenbindung.<sup>863</sup> Dessen ungeachtet bleibt der widersprechende Befund zur Umschlagsrate.

Gleichsinnig fällt eine jüngere Studie aus dem hoch angesehenen *American Economic Review* aus,<sup>864</sup> die theoretisch und für die USA empirisch untersucht, wie sich institutionelle Anteilseignerschaft auf Innovation gemessen anhand der Anzahl zitationsgewichteter Patente auswirkt. Sie ermittelt einen positiven Zusammenhang. Zudem hängt die Entscheidung, den CEO zu entlassen, bei hoher institutioneller Eigentümerschaft (mehr als 25 %<sup>865</sup>) weniger von einem Rückgang der Profitabilität ab. Die Autoren ermitteln dabei aufbauend auf der Qualifikation von *Bushee* einen positiven Einfluss sowohl von langfristig engagierten (*dedicated*) als auch von kurzfristig aktiven Aktionären (*transient*), nicht aber von *quasi-indexers*.<sup>866</sup> Als eine denkbare Erklärung führen die Autoren an, dass institutionelle Investoren entweder über eine starke *Voice-Option* oder eine starke *Exit-Option* verfügen müssen, um Einfluss zu haben. *Quasi-indexers* scheine beides zu fehlen.<sup>867</sup> Den positiven Einfluss von *dedicated* sowie *transient investors* erklären die Autoren mit einem *career concerns model*:<sup>868</sup> Danach ist Innovation für den Manager risikobehaftet, wenn bzw. weil ihm bei einem unverschuldeten Fehlschlag und dadurch bedingtem Gewinnrückgang die Entlassung droht. Das kann von Innovation

<sup>860</sup> *Wahal/McConnell*, J. Corp. Fin. 6 (2000), 307, 312 f.

<sup>861</sup> *Dies.*, J. Corp. Fin. 6 (2000), 307, 319 f.

<sup>862</sup> *Dies.*, J. Corp. Fin. 6 (2000), 307, 321–325; die zweistufige Kleinste-Quadrate-Regression, die im ersten Teil der Studie eingesetzt wird, um ein Endogenitätsproblem zu vermeiden, erschien den Autoren dabei allerdings nicht durchführbar (a. a. O., S. 323).

<sup>863</sup> *Dies.*, J. Corp. Fin. 6 (2000), 307, 327.

<sup>864</sup> *Aghion/van Reenen/Zingales*, Am. Ec. Rev. 103 (2013), 277 ff.

<sup>865</sup> *Dies.*, Am. Ec. Rev. 103 (2013), 277, 294 f.

<sup>866</sup> *Dies.*, Am. Ec. Rev. 103 (2013), 277, 296 f.

<sup>867</sup> Die Argumentation, dass Einfluss aus einer starken *Exit-Option* folgt, kann sich auf das theoretische Modell von *Edmans*, J. Fin. 64 (2009), 2481 ff. stützen; zu diesem einschließlich der teils recht restriktiven Annahmen bereits eingehend Fn. 419 auf S. 136.

<sup>868</sup> Zu *Career-Concerns-Modellen* in der *Short-termism*-Theorie bereits eingehend 3. Teil, § 2 V.1., S. 430 ff.

abhalten. Ein institutioneller Investor, der besser als der Markt in der Lage ist, einen unverschuldeten Fehlschlag von schlechter Managerleistung zu unterscheiden, sichert den Manager gegen dieses Risiko ab, indem der Markt nun nicht nur aus dem Gewinn- bzw. Innovationserfolg der Periode auf die Fähigkeit des Managers schließen kann, sondern auch aus dem Verhalten des institutionellen Investors. Denn nur bei einem schlechten Manager würde der Investor auf Entlassung dringen oder verkaufen, sodass der Kurs fiel. Dadurch hat der Manager keine Nachteile, falls ihm ein Innovationsprojekt unverschuldet misslingt, wodurch sein Innovationsanreiz steigt. Der institutionelle Investor regt also Innovation an, indem er den Manager vor dem reputationellen Risiko einer schlechten Erlösrealisation abschirmt.

#### IV. „Makrostudien“: Short-termism auf dem gesamten Aktienmarkt

##### 1. Einführung

Die hier als Makrostudien bezeichneten Arbeiten versuchen, das Ausmaß von etwaigem *Short-termism* auf dem Aktienmarkt einer Volkswirtschaft gesamthaft zu quantifizieren und gegebenenfalls mit anderen Volkswirtschaften zu vergleichen. Dazu müssen sie prüfen, ob kurz- wie langfristige Gewinnerwartungen „richtig“ eingepreist sind, also der tatsächlichen Bewertung von Aktien am Kapitalmarkt den „wahren“ inneren Wert gegenüberstellen. Da Letzterer unbekannt ist, kann er allerdings nur geschätzt werden. Zu diesem Zweck entwickeln die Studien Bewertungsmodelle, die, vereinfacht formuliert, erwartete zukünftige Dividenden auf Gegenwartswerte abzinsen (diskontieren). Die Diskontanten werden dabei aus einem Näherungswert (Proxy) für den risikofreien Zins und einem Risikozuschlag bestimmt, der sich aus beobachtbaren Merkmalen des finanziellen Risikos der einzelnen Gesellschaften ableitet. In dem Maße, wie die tatsächlichen Aktienkurse geringer sind als jene Kurse, die aufgrund der (geschätzten) zukünftigen Dividenden mit „sachgerechten“ Diskontfaktoren zu erwarten wären, erfolgt dann der Schluss, dass der Markt zukünftige Erträge zu gering bewertet. Die Investoren handeln dann, so man der Schätzung folgt, kurzfristig in dem Sinne, dass sie zukünftigen Zahlungsströmen einen zu geringen Gegenwartswert beimessen.<sup>869</sup>

Studien, die einen wesentlichen Teil des Aktienmarktes einer Volkswirtschaft beschreiben wollen, müssen dabei statt einer Einzelfallanalyse ein allgemeines Bewertungsmodell verwenden, damit sie eine größere Zahl von Gesellschaften betrachten können. Sie stehen also vor der großen Herausforderung, mit einem einheitlichen Bewertungsmodell, das ökonometrisch und mit Blick auf die benötigten Daten handhabbar bleiben muss, rational zu erwartende zukünftige Dividenden und Kalkulationssätze für Gesellschaften unterschiedlicher Größe und aus ganz verschiedenen Branchen<sup>870</sup> einschließlich ihrer Schwankungen über längere Zeiträume zu schätzen. Die Studien setzen hierzu meist auf dem bekannten Capital Asset Pricing Model (CAPM) bzw. seinen Abwandlungen und Erweiterungen auf. Es wird in Forschung und Praxis nach wie vor verbreitet genutzt und stellt gleichsam die beste verfügbare Option dar, auch wenn es aufgrund verschiedener Unzulänglichkeiten zunehmend als diskreditiert gilt.<sup>871</sup> Tatsäch-

<sup>869</sup> Hughes, Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK, December 2013, S. 89.

<sup>870</sup> Unternehmen der Finanzwirtschaft werden allerdings meist ausgeschlossen.

<sup>871</sup> Kothari/Warner, in: Eckbo (Hrsg.), Handbook of corporate finance, 2007, S. 3, 22 („thoroughly discredited“).

lich ist es schon bei einer unternehmensindividuellen Betrachtung äußerst anspruchsvoll, die für den Diskontfaktor maßgeblichen Kapitalkosten zu bestimmen,<sup>872</sup> und weitere erhebliche Schwierigkeiten birgt eine entsprechende Schätzung langfristiger risikoadjustierter Renditen.<sup>873</sup> Die nachfolgend skizzierten Befunde für gesamte Aktienmärkte sind mit entsprechenden Vorbehalten zu sehen.

## 2. Die 1990er Jahre bis zur Jahrtausendwende

### a) Großbritannien und USA

Die Pionierstudie<sup>874</sup> in dieser Tradition erschien Anfang der 1990er Jahre und testete auf *Short-termism* im britischen Aktienmarkt. Ihre Stichprobe umfasst 477 Nicht-Finanzunternehmen, die ca. 50 % des Wertes aller in Großbritannien gelisteten Gesellschaften auf sich vereinigen, mit Daten aus dem Zeitraum von 1975 bis 1989.<sup>875</sup> Als Maßstab nutzt die Studie ein modifiziertes CAPM.<sup>876</sup> Die Analyse ergab – naturgemäß abhängig von den teils starken Annahmen – bis auf das Jahr 1981 ein beständiges Muster von *Short-termism* in Form exzessiver Diskontierung weiter in der Zukunft gelegener Erträge: Cashflows, die in sechs Monaten anfielen, wurden der Studie zufolge um 5 % unterschätzt, Cashflows, die nach fünf Jahren anfielen, gar systematisch um fast 40 %. Projekte mit fünfjähriger Amortisationsdauer müssten danach um 40 % profitabler sein als im Optimalzustand nicht kurzfristiger Diskontierung.<sup>877</sup>

Der Studie sind nachfolgend vor allem zwei Punkte vorgehalten worden:<sup>878</sup> Erstens nimmt sie vereinfachend an, dass die Risikoprämie pro Zeiteinheit zwar je nach Unternehmen variiert, aber im Zeitablauf konstant ist – schon die Studie selbst räumte dies als weitgehend ein.<sup>879</sup> Insoweit ist kritisiert worden, diese Annahme passe nicht zu der Tätigkeit institutioneller Investoren, die spezifische Risikoprämien laufend neu bewer-

<sup>872</sup> Dazu bereits 1. Teil, § 2 II.1.b), S. 66 ff., Text bei Fn. 13–20 auf S. 66–67, zudem § 2 III., S. 72 ff.

<sup>873</sup> Dazu bereits 3. Teil, § 4 I.2.a), S. 580 ff.

<sup>874</sup> Sechs Jahre zuvor wurde als Diskussionspapier eine Untersuchung von *Nickell/Wadhvani*, *Myopia, the „Dividend Puzzle“, and Share Prices*, February 1987 veröffentlicht, die ermittelten, dass Investoren am Aktienmarkt Dividenden (Ausschüttungen) höher bewerteten als Kapitalerträge (Kurszuwächse) und dass sie gegenwärtigen Dividenden ein zu hohes Gewicht relativ zum Standard eines Effizienzmarktmodells zumaßen. *Marsh*, *Short-termism on Trial*, October 1990, S. 105 Endnote 3 bezeichnet diese Studie ohne Begründung unter Verweis auf einen Leserbrief an die *Financial Times* vom 16.03.1987 als „fundamentally flawed“. Die Untersuchung von *Nickell/Wadhvani* ist soweit ersichtlich nicht in einer Zeitschrift veröffentlicht worden. Nachfolgende Studien haben sich methodisch an der hier im Text als Pionierstudie gekennzeichneten Arbeit orientiert.

<sup>875</sup> *Miles*, *Ec. J.* 103 (1993), 1379 ff.

<sup>876</sup> Um die Wirkungen von *myopia* zu ermitteln, vergleicht die Studie die geschätzten Koeffizienten der zukünftigen Einkommensströme im Bewertungsmodell mit einem Diskontsatz, der auf einer um das Unternehmensrisiko angepassten Marktdiskontrate beruht. Den Aktienkurs einer Periode erklärt die Studie im Ansatz durch zukünftige Dividenden und den Aktienkurs am Jahresende. Für diese stehen in der Schätzgleichung der Bestimmungsfaktoren des Aktienkurses einer Periode mehrere Instrumentvariablen, die auf Aktienkursen und Dividenden sowie dem Gewinn pro Aktie vergangener Perioden basieren, *Hughes*, *Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in UK*, March 2014, S. 85; siehe auch *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, *J. Fin. Stability* 12 (2014), 16, 17 („augmented version of a basic asset pricing framework“).

<sup>877</sup> *Miles*, *Ec. J.* 103 (1993), 1379, 1394.

<sup>878</sup> *Satchell/Damant*, *Ec. J.* 105 (1995), 1218 ff.

<sup>879</sup> *Miles*, *Ec. J.* 103 (1993), 1379, 1394 räumt ausdrücklich ein, dass seine Ergebnisse von der getroffenen Annahme abhängen, dass die unternehmensspezifischen Risikoprämien im Zeitablauf konstant sind. Nehme man variable und mit der Zeit steigende Risikoprämien an, so sei der Befund mit einem

teten. Zweitens hat man eine mögliche Verzerrung durch ein sog. *survivorship bias* ausgemacht, bedingt dadurch, dass die Stichprobe von 477 Unternehmen danach ausgewählt wurde, dass vollständige Bilanzdaten über den gesamten Betrachtungszeitraum vorlagen. Der Verfasser der Studie ist beidem umgehend entgegengetreten.<sup>880</sup> Andere Literaturstimmen haben sich vermittelnd geäußert.<sup>881</sup>

Nachfolgende Studien zu Großbritannien und den USA haben den Befund der Ausgangsstudie auch mit variablen unternehmensspezifischen Risikoprämien weiter eruiert. Dabei konnte eine Folgestudie anhand von Daten zu einem britischen Aktienindex aus dem Zeitraum 1918 bis 1993 mit einem CAPM-Modell, das eine variable statt feste Risikoprämie zulässt, *Short-termism* im Sinne der ersten Studie weder eindeutig bestätigen noch widerlegen. Sie wertete die Ergebnisse aber als übereinstimmend mit der Existenz von *Short-termism*.<sup>882</sup>

Drei Jahre darauf testete eine Studie für den US-Aktienmarkt, ob kurzfristige Gewinne überbewertet und langfristige Gewinne unterbewertet werden.<sup>883</sup> Die Regressionsergebnisse ließen sich wiederum entweder im Sinne einer so verstandenen Myopia-These oder als Folge von Messfehlern interpretieren. Die Autoren folgten letztlich der zweiten Interpretation, räumten aber ein, dass damit andere Ursachen von *Short-termism* nicht ausgeschlossen seien, namentlich solche, bei denen der Kapitalmarkt zwar bezüglich öffentlicher Informationen effizient ist, Informationsasymmetrien zwischen Managern und Investoren aber zu Unterinvestment in langfristige Projekte führen. Zudem betonten die Autoren, dass Vorsicht angebracht sei, multiple Regressionen zur Identifizierung von etwaiger Fehlbewertung zu interpretieren, wenn mehrere der unabhängigen Variablen wahrscheinlich mit erheblichen Messfehlern behaftet sind.

#### b) *Vergleichung verschiedener Volkswirtschaften*

Eine Studie aus dem Jahr 2002 hat bislang als einzige versucht, für Aktienmärkte mehrerer Volkswirtschaften, konkret Australien, Deutschland, Japan, die USA und das Vereinigte Königreich, vergleichend zu quantifizieren, inwieweit sie langfristige Cashflows

---

effizienten Markt vereinbar. Miles erachtet dies allerdings angesichts des Ausmaßes der ermittelten Kurz-sichtigkeit für implausibel.

<sup>880</sup> *Ders.*, *Ec. J.* 105 (1995), 1224 ff.

<sup>881</sup> *Nickell*, *The performance of companies*, 1995, S. 31: „Of course, the major difficulties with obtaining convincing evidence are modelling the risk premium and finding valid instruments to deal with the expectational regressors. Miles may not have solved these problems to everyone’s satisfaction but if we take his results at face value, they indicate that projects with a five-year horizon need to be around 40 per cent more profitable than would be optimal, in order to satisfy the market. This of course implies serious stock-market inefficiency. This numbers are consistent with the fact [...] that UK companies continue, in the main, to use crude pay-back methods for investment appraisal.“

<sup>882</sup> *Cuthbertson/Hayes/Nitzsche*, *Ec. J.* 107 (1997), 986, 999 f., 1002. Ebenso konnte die Alternative „Markteffizienz“ gegenüber der allgemeinen Alternative „Ineffizienz“ nicht widerlegt werden. Die Autoren schlussfolgern aber (a. a. O., S. 1003): „Hence while the evidence on efficiency using the CAPM and the VAR metrics is not clear cut against the general alternative of inefficiency, tests based on the specific alternative of short-termism provide stronger evidence against efficiency [...]. Thus, our results yield evidence of short-termism, even when we relax the key assumption of a time-invariant discount rate. [...] It is also important to bear in mind that, in contrast to the CAPM, the short-termism model tested here is not derived from a formal economic optimisation problem. Nevertheless, our overall conclusion must echo that of Miles (1993), in that although we have not demonstrated that short-termism certainly exists, the data display characteristics that are consistent with the short-termism hypothesis, and which cannot be explained by our equilibrium models of returns.“

<sup>883</sup> *Abarbanell/Bernard*, *J. Acc. Res.* 38 (2000), 221 ff.

unterschätzen.<sup>884</sup> Dabei ermittelte die Studie in jeder betrachteten Volkswirtschaft ein gewisses Maß kurzfristiger (*Short-termist*) Aktienbewertungen. Allerdings waren der Studie zufolge zukünftige Cashflows im Vereinigten Königreich bei Weitem am stärksten unterbewertet, während die Markterwartung in den USA vor allem für lange Zeithorizonte kurzfristig ausfiel und in Japan, Deutschland sowie Australien laut Studie auch längerfristig nahe am rationalen „richtigen“ Wert lag.<sup>885</sup> Ergänzend betrachtete die Studie für Großbritannien einzelne Sektoren, wobei sie die relativ größten Anzeichen für *Short-termism* im Finanzsektor und die relativ geringsten im Rohstoffsektor ausmachte.<sup>886</sup> Indes war das festgestellte Ausmaß von mutmaßlichem *Short-termism* in Großbritannien derart groß,<sup>887</sup> dass, wie die Autoren einräumen mussten, möglicherweise noch andere Faktoren eine Rolle spielen könnten, welche das verwendete Bewertungsmodell nicht erfasste.<sup>888</sup>

### 3. Aktuelle Arbeiten

#### a) Großbritannien und USA

In der *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise hat vor allem eine Untersuchung viel Aufsehen erregt, die ein Autorenteam um *David Haldane*, seines Zeichens Chefvolkswirt der Bank of England und einer der Protagonisten der englischen *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise,<sup>889</sup> aufbauend auf einer viel beachteten Rede<sup>890</sup> erarbeitet hat.<sup>891</sup> Diese Studie argumentiert, dass dann, wenn Investoren zukünftige Einnahmen exzessiv diskontieren, ein Manager, der den Unternehmenswert maximieren will, nahe Mittelzuflüsse bevorzugen und Dividendenauszahlung einer Reinvestition vorziehen wird, was die sog. *dividend irrelevance hypothesis* verletze. Die Autoren präsentieren ihrer Einschätzung nach erhebliche Belege dafür, dass Investoren im Vereinigten Königreich und in den USA genau so handeln, bei mit der Zeit angestiegener Kurzsichtigkeit.

Hierzu stellt die Studie zunächst ein Bewertungsmodell nach dem eingangs skizzierten Grundmuster auf.<sup>892</sup> Durch eine übermäßige Abzinsung (*Short-termism*) kann ein

<sup>884</sup> *Black/Fraser*, *Journal of Multinational Financial Management* 12 (2002), 135 ff. Die Methodik dieser Studie bezogen auf die einzelnen Länder orientiert sich an der oben skizzierten Arbeit von *Cuthbertson/Hayes/Nitzsche*, *Ec. J.* 107 (1997), 986 ff., dazu *Black/Fraser*, *Journal of Multinational Financial Management* 12 (2002), 135, 137.

<sup>885</sup> *Black/Fraser*, *Journal of Multinational Financial Management* 12 (2002), 135, 143 f. Mathematisch gesprochen ermittelte die Studie für alle diese Länder einen *Short-termism*-Koeffizienten kleiner eins, sodass jeder Markt kurzfristige Eigenschaften aufwies.

<sup>886</sup> *Dies.*, *Journal of Multinational Financial Management* 12 (2002), 135, 150 f.

<sup>887</sup> *Dies.*, *Journal of Multinational Financial Management* 12 (2002), 135, 143 ermittelten für das Vereinigte Königreich, dass der am Markt herrschende Erwartungswert für in fünf Jahren anfallende Cashflows nur 13,2 % des „korrekten“ rationalen Wertes ausmache.

<sup>888</sup> *Dies.*, *Journal of Multinational Financial Management* 12 (2002), 135, 153.

<sup>889</sup> Dazu noch 4. Teil, § 4 II., S. 798 ff. und § 4 IV.1., S. 803 ff.

<sup>890</sup> *Haldane/Davies*, *The Short Long*, 2011.

<sup>891</sup> *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, *J. Fin. Stability* 12 (2014), 16 ff.

<sup>892</sup> In dem Modell zeigt sich *Short-termism* in einem Parameter  $x^i$  mit  $x < 1$ , um den die Dividendenzahlung in jeder Periode  $i$  zusätzlich zum risikofreien Zins diskontiert wird. Allgemein erfolgt die Diskontierung im Modell bei  $i = 1$  rational. Bei  $i < 1$  ist der Investor kurzfristig. Der Unternehmenswert für den Investor steigt dann durch Ausschüttung von mehr Dividenden bis zur maximalen Dividende pro Periode, wobei der entsprechende Anreiz in frühen Perioden besonders hoch ist, wenn die maximale Dividendenzahlung im Zeitablauf konstant ist (*dies.*, *J. Fin. Stability* 12 (2014), 16, 18 rechte Spalte). Bei  $i > 1$  ist der Investor weitsichtig (vorausschauend), sodass Ausschüttungen aufgeschoben werden sollten.

Projekt, das bei „richtiger“ Diskontierung einen positiven Kapitalwert (Barwert) hätte, einen negativen Kapitalwert erhalten, sodass es – volkswirtschaftlich ineffizient – nicht durchgeführt wird.<sup>893</sup> In einem formalen Modell für den empirischen Test nehmen die Autoren an, dass sich der erwartete Ertrag aus dem risikofreien Zins und einer unternehmensspezifischen Risikoprämie zusammensetzt.<sup>894</sup> Unter der Annahme eines effizienten Marktes weicht der tatsächliche Ertrag aus Kurszuwachs und Dividende vom erwarteten Ertrag nur um einen Vorhersagefehler ab, der unkorreliert mit dem erwarteten Ertrag ist. Der gegenwärtige Aktienkurs ist dann eine Funktion der zukünftigen Dividendenzahlungen und der Endauszahlung, jeweils diskontiert mit der risikofreien Rate der Periode zuzüglich der als konstant angenommenen unternehmensspezifischen Risikoprämie. In dieses Modell fügen die Autoren zu Testzwecken wiederum einen Myopia-Koeffizienten ein, der bei fehlender Kurzsichtigkeit eins betragen müsste. Ihre Hypothese ist, dass *Short-termism* die Bereitschaft der Unternehmen zu Investitionsausgaben beschädigen kann, und zwar durch (1) eine suboptimale Erhöhung der marginalen Kosten neuen Kapitals und (2) den Anreiz, einen suboptimal hohen Anteil der Gewinne an Aktionäre auszuschütten zulasten von (Re-)Investitionen in zukünftige Wachstumschancen.

Sie testen ihre These anhand eines Paneldatensatzes von 624 Gesellschaften, die im Zeitraum von 1980 bis 2009 im britischen FTSE und im US-amerikanischen S&P-Index notiert waren. Mittels Regressionsanalyse schätzen sie einen *Short-termism*-Parameter, der anzeigt, in welchem Maß Aktienkurse von den Werten abweichen, die basierend auf dem zukünftigen Pfad erwarteter Dividenden und angesichts des Risikoprofils der Gesellschaft sowie einer Schätzung der risikofreien Diskontrate sachgerecht wären.<sup>895</sup> Dabei ergeben sich in elf von 20 Jahren signifikante Myopia-Koeffizienten ungleich eins, davon in neun Jahren kleiner als eins, wobei diese konzentriert in der letzten Dekade auftreten.<sup>896</sup> Die Schätzungen liegen zwischen 0,9 und 0,95, d. h., sie ergeben exzessi-

---

Dass im Modell eine Verzinsung mit der risikofreien Diskontrate ( $i = 1$ ) richtig ist, ergibt sich daraus, dass Auszahlungen annahmegemäß sicher sind und dass einbehaltene Periodenerträge in das Forschungsprogramm des Unternehmens fließen, wo sie den risikofreien Zins erbringen (*dies.*, J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 18 linke Spalte oben). Die Autoren stellen in Fn. 6 klar, dass ein Unternehmen in der Realität eine höhere Verzinsung anstreben würde. Diese Erweiterung soll aber die Schlussfolgerung nicht ändern.

<sup>893</sup> *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 18.

<sup>894</sup> *Dies.*, J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 19 linke Spalte oben; dies entspricht dem Ansatz des CAPM.

<sup>895</sup> Kernbestandteil der Untersuchung sind Unternehmenswerte von Dividenden und Aktienkursen. Die unternehmensspezifische Risikoprämie wird basierend auf firmenspezifischen Merkmalen modelliert, vor allem dem Unternehmensbeta (berechnet aus täglichen Kursdaten) sowie dem Verschuldungsgrad. Als risikofreier Zins wird der Zins von Staatsanleihen genutzt, basierend auf Daten der Federal Reserve und der Bank of England. Als Instrumente für zukünftige Gewinne und Aktienkurse werden vergangene Kurse, Dividenden pro Aktie und Gewinne pro Aktie genutzt. Zum Ganzen *dies.*, J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 19 rechte Spalte unten. In der Sache aktualisieren *Davies/Haldane/Nielsen u. a.* damit die Untersuchung von Miles (oben 3. Teil § 4 IV.2.a), S. 705, Text bei Fn. 875–881 auf S. 705–706). Da die Autoren die Ergebnisse für das Vereinigte Königreich nicht separat berichten, sind sie allerdings nicht direkt mit jenen von Miles für die 1980er Jahre vergleichbar; siehe zur vorherigen Redeversion der Studie *Hughes*, *Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in UK*, March 2014, S. 85 f.

<sup>896</sup> Als denkbare Gründe für die Verstärkung des *Short-termism* nennen *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 20 einen gesunkenen Anteil der Anlagen, die langfristige institutionelle Investoren halten, den Hochfrequenzhandel, einen gestiegenen Fokus auf Quartalsergebnisse sowie einen Anstieg der Portfolioumschlagsrate. Diese Aussagen in der Studie müssen aber als rein spekulativ bezeichnet werden, da weder die empirische Untersuchung noch das eingangs skizzierte Modell hierfür eine Stütze enthalten. Auch fehlt eine anderweitige nähere Begründung.

ves Diskontieren zukünftiger Cashflows zwischen 5 % und 10 % pro Jahr.<sup>897</sup> Die Autoren zeigen in Beispielrechnungen, dass sich solche Raten dramatisch auf die Amortisationsdauer bzw. Rentabilität von Projekten auswirken.<sup>898</sup> Ihr ergänzender Vergleich der Investitionen geschlossener und börsennotierter Gesellschaften wurde als Identifikationsstrategie bereits behandelt.<sup>899</sup>

#### b) Westeuropa

Für Westeuropa lässt sich beispielhaft eine jüngere deutschsprachige Untersuchung zur kapitalmarktorientierten Bewertung von Wachstumsstrategien nennen.<sup>900</sup> Sie untersucht, wie kurz- und langfristige Wachstumserwartungen sowie deren Veränderung die Bewertung einer Gesellschaft am Aktienmarkt beeinflussen. Dabei nimmt sie vereinfachend an, dass sich der Marktwert des Eigenkapitals aus zwei Komponenten zusammensetzt: (1) dem Wert der drei- bis fünfjährigen Detailplanungsphase, der im Wesentlichen den Zeitraum der Konzentration auf das bestehende Geschäft widerspiegelt, also den Barwert kurzfristiger, explizit planbarer Cashflows, sowie (2) dem Endwert, der den Wert der Optionen auf langfristige Cashflows darstellt.<sup>901</sup> Aus Sicht der Investoren teilt die Studie die Wachstumsprofile potenzieller Anlageunternehmen in vier Kategorien ein, basierend auf ihren relativ zum Marktdurchschnitt über- oder unterdurchschnittlichen kurz- und langfristigen Wachstumserwartungen.<sup>902</sup>

Das Management eines Unternehmens muss gegebenenfalls entscheiden, ob es (vorrangig) den kurzfristigen freien Cashflow zu steigern versucht, etwa indem es sich auf das bestehende, planbare Geschäft konzentriert und Investitionen in Wachstumsoptionen beschränkt oder ob es in ebensolche investiert. Dabei kann das Management die Sicht der Investoren zur strategischen Orientierung heranziehen. Es muss dies sogar, soweit die Nutzung langfristiger Wachstumsoptionen zusätzliches Kapital erfordert.<sup>903</sup> Dabei, so die Hypothese, besteht die Möglichkeit, dass Investoren nur dann bereit sind, Wachstumsoptionen zu finanzieren, wenn das Management beim bestehenden, planbaren Geschäft einen vertrauensfördernden Beleg seiner Fähigkeiten liefert. Gelingt das nicht, kann ein Austausch des Managements oder Zerschlagung drohen.<sup>904</sup> Das Management muss also erst mit überdurchschnittlicher kurzfristiger Leistung Kompetenz signalisieren, damit am Kapitalmarkt unsichere langfristige Wachstumserwartungen berück-

<sup>897</sup> Dies., J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 20 rechte Spalte.

<sup>898</sup> So würde bei einem Beispielprojekt die Rückzahlung der Anfangsauszahlung mit einem rationalen Diskontierungssatz von 8,5 % nach neun Jahren erreicht, mit zusätzlich 5%-Punkten Kurzsichtigkeit erst nach 15 Jahren und mit starker Kurzsichtigkeit nie (dies., J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 22 chart 2 i. V.m. S. 20). Der Barwert des Projekts gerechnet über 50 Jahre fällt von 56 \$ auf -11 \$, sodass ein Projekt mit positivem Barwert unter starker Kurzsichtigkeit abgelehnt würde (dies., J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 20). Anders ausgedrückt würden sogar Cashflows, die 50 Jahre in der Zukunft liegen, bei rationalem Diskontieren mehr als 1 % ihres Wertes behalten, während die Schwelle unter stark kurzfristigem Diskontieren bereits nach 25 Jahren erreicht wäre. Dabei wären Cashflows, die mehr als 35 Jahre in der Zukunft liegen, dann mit 1/1.000 ihres Wertes praktisch irrelevant (dies., J. Fin. Stability 12 (2014), 16, 20 f.).

<sup>899</sup> Dazu 3. Teil, § 4 III.3. f) dd), S. 663 ff., Text bei und in Fn. 627 auf S. 665, mit eingehender Besprechung und Kritik.

<sup>900</sup> Elsner, CF 2014, 453 ff. (theoretischer Rahmen); ders., CF 2014, 501 ff. (empirische Evidenz).

<sup>901</sup> Elsner, CF 2014, 453, 454.

<sup>902</sup> Elsner, CF 2014, 453, 454 f.

<sup>903</sup> Elsner, CF 2014, 453, 455 f.

<sup>904</sup> Elsner, CF 2014, 453, 456.

sichtigt werden. Dies entspricht verschiedenen Modellen der *Short-termism*-Theorie, in denen kurzfristige Erträge als Indikator (Signal) für die Unternehmens- bzw. Managementqualität dienen.<sup>905</sup> Daran anknüpfend entwickelt die Studie unter anderem die Hypothesen, (1) dass Unternehmen mit überdurchschnittlichen kurz- und langfristigen Wachstumserwartungen höher bewertet sind als solche mit unterdurchschnittlichen Wachstumserwartungen, (2) dass Unternehmen mit überdurchschnittlicher kurzfristiger, aber unterdurchschnittlicher langfristiger Gewinnerwartung im Vergleich zu Unternehmen mit umgekehrter Relation höhere Bewertungen aufweisen, überdurchschnittliche kurzfristige Wachstumserwartungen also wertvoller sind als überdurchschnittliche langfristige, und (3) dass Veränderungen der Bewertung durch Veränderungen kurzfristiger Wachstumserwartungen erklärt werden, (4) nicht aber durch Veränderungen der allgemeinen Markterwartungen.

Um diese Hypothesen zu prüfen, entwickelt die Studie ein Modell zur quantitativen Bewertung kurz- und langfristiger Wachstumserwartungen, das sie anhand von Daten zu den Unternehmen im STOXX Europe Total Market Index, welche im Untersuchungszeitraum ungefähr 95 % der im Streubesitz befindlichen Marktkapitalisierung Westeuropas umfassten, für die Jahre 2006 bis 2014 testet.<sup>906</sup> Auf dieser Grundlage bestätigt sie Hypothese 1 und Hypothese 2 klar: Überdurchschnittliche kurzfristige Wachstumserwartungen haben demnach eine hohe Bedeutung für die Bewertung, während überdurchschnittliche langfristige Wachstumserwartungen nur zu verhältnismäßig moderaten Unterschieden im Bewertungsniveau führen.<sup>907</sup> Veränderungen der Bewertung einzelner Unternehmen erklären sich größtenteils durch Veränderungen der allgemeinen Markterwartungen sowie der kurzfristigen unternehmensspezifischen Wachstumserwartungen, hingegen nur deutlich nachrangig durch Veränderungen der langfristigen unternehmensspezifischen Wachstumserwartungen.<sup>908</sup>

Die Studie folgert daraus, dass ein Management, das die Bewertung erhöhen möchte, anstreben sollte, kurzfristige Ergebnisse zu steigern, die innerhalb der Detailplanungsphase von drei Jahren erzielbar sind, um so ein Wachstumsniveau oberhalb des Marktdurchschnitts zu erreichen, das die aktuellen Erwartungen des Kapitalmarktes übertrifft.<sup>909</sup> Damit liefert die Untersuchung ein interessantes Indiz dafür, dass kurzfristig orientiertes Management lohnen kann, auch wenn ihr Bewertungsmodell stellenweise ausbaufähig erscheint und nicht alle genutzten Proxys unmittelbar einleuchten.<sup>910</sup> Im Übrigen

<sup>905</sup> Dazu 3. Teil, § 2 IV.1., 2., S. 398 ff., 412 ff. (Übernahmen, Aktienmarkt), 3. Teil, § 2 V.1., S. 430 ff. (*career concerns*), § 2 VI., S. 452 ff. (*fluid capital*).

<sup>906</sup> Unternehmen mit einem erwarteten Cashflow von null oder einem Jahresfehlbetrag wurden ausgeschlossen. Für die Detailplanungsphase stellt die Studie auf drei Jahre ab (*Elsner*, CF 2014, 501, 503). Kurzfristige Wachstumserwartungen leitet sie aus Analystenerwartungen über zukünftige Jahresüberschüsse ab (*ders.*, CF 2014, 501), langfristige Wachstumserwartungen aus einer Methode zur impliziten Eigenkapitalkostenbestimmung und unternehmensspezifische Eigenkapitalkosten basierend auf dem CAPM (*ders.*, CF 2014, 501, 503).

<sup>907</sup> *Elsner*, CF 2014, 501, 505.

<sup>908</sup> *Ders.*, CF 2014, 501, 506 f.

<sup>909</sup> *Ders.*, CF 2014, 501, 507.

<sup>910</sup> Namentlich kontrolliert die Studie nicht für die Industrie- und Länderzugehörigkeit einer Gesellschaft, obgleich es naheliegt, dass beides einen gewissen Erklärungsgehalt für die Bewertung haben kann. Außerdem scheint fraglich, ob Analystenerwartungen über künftige Jahresüberschüsse ein geeigneter Indikator (Proxy) für kurzfristige Wachstumserwartungen sind (siehe Fn. 906 auf S. 710). Es liegt nahe, dass Analysten auch längerfristige Wachstumschancen einbeziehen, nicht zuletzt vor dem Hintergrund, dass ihnen verbreitet eine zu optimistische Sichtweise unterstellt wird (dazu 3. Teil, § 4 III.3.h),

ist die Untersuchung aber rein deskriptiv angelegt: Sie untersucht die Bestimmungsfaktoren des aktuellen Wertes, trifft aber keine Aussage darüber, ob der aktuelle Wert zu hoch, zu niedrig oder fundamental angemessen ist.

---

S. 672 ff., Text bei Fn. 674–676 auf S. 673–674). Überdies ist im empirischen Test ein starker Einfluss der Finanzkrise ablesbar. Angesichts der nachfolgenden Staatsschuldenkrise und der extrem expansiven Geldpolitik der Notenbanken könnte es sein, dass die Gewichtung der drei Bewertungsfaktoren im untersuchten Zeitraum nicht repräsentativ ist bzw. von langjährigen Durchschnitten abweicht.

## § 5 Diskussion der Befunde

### I. Zusammenfassung zur empirischen Evidenz

Die Debatte darüber, ob es überzeugende empirische Belege für *Short-termism* gibt, wird sowohl in wirtschaftswissenschaftlichen Fachartikeln als auch in einem breiteren Forum geführt, das von interdisziplinären Beiträgen im rechtswissenschaftlichen Schrifttum über rechtspolitische Dokumente öffentlicher und privater Institutionen bis zu Publikationen von Interessengruppen reicht. Empirische Befunde gelten dabei verbreitet als besonders harte argumentative Währung. Allerdings ist es äußerst diffizil, etwaigen *Short-termism* verlässlich zu messen, worin sich teilweise allgemeine Schwierigkeiten der empirischen Corporate-Governance-Forschung widerspiegeln. Sie beginnen schon mit Einschränkungen beim Datenzugang, die es erforderlich machen, unbeobachtbare (latente) Variablen mit imperfekten Stellvertretern (Proxys) zu messen. Hinzu kommen methodische Schwierigkeiten und Grenzen im Bereich der Ökonometrie, namentlich bei der Schätzung langfristiger abnormaler risikoadjustierter Renditen und bei dem Umgang mit den nahezu ubiquitären Wechselwirkungen zwischen verschiedenen Corporate-Governance-Elementen (Endogenität). Außerdem leidet die interdisziplinäre Analyse komplexer Corporate-Governance-Zusammenhänge mitunter an mangelndem Rechtsverständnis bei der Datenkodierung und Modellspezifikation. Schließlich bestehen Fallstricke und Irreführungsgefahren bei der Aggregation und Interpretation der Befunde, die sich wiederum aus ökonometrischen Aspekten (Beispiel: Länderdurchschnitte statt Firmendaten), der strittigen Eignung bestimmter Kennzahlen (insbesondere: Tobin's Q; Mittelwerte) sowie abweichenden Bewertungsrastern in Ökonomie und Recht ergeben, insbesondere bei dem Umgang mit atypischen Fällen und der Definition von „lang“ und „kurz“.

Im Einzelnen fallen die vorgetragenen empirischen Argumente in zwei Gruppen:

Vor allem abseits wirtschaftswissenschaftlicher Fachbeiträge verweisen nicht wenige Stimmen auf allgemeine Entwicklungen, die als populäre Evidenz für ein zunehmendes *Short-termism*-Problem dienen, namentlich sinkende durchschnittliche Haltedauern börsengehandelter Aktien, steigende Handelsvolumina am Aktienmarkt, den Hochfrequenzhandel und verbreitete Aktienrückkäufe. Diese Phänomene sind an sich gesichert und scheinen auf den ersten Blick einen Zusammenhang mit kurzfristiger Orientierung nahezulegen. Bei genauerem Hinsehen sind sie aber schwierig zu interpretieren und als Prüfsteine für *Short-termism*-Wirkungsketten wenig geeignet. Theoretisch können sie zwar zu solchen beitragen, ob dies tatsächlich der Fall ist, lässt sich aus ihrem Vordringen aber nicht ableiten.

Vielversprechender sind die zahlreichen Identifizierungsstrategien für übermäßig (suboptimal) kurzfristiges Handeln, welche die empirische ökonomische Forschung entwickelt hat. Allerdings sind keine allzu großen Hoffnungen darauf angebracht, dass die empirische Forschung die Streitfragen entscheiden könnte, welche die Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte aufgeworfen hat. Die *Short-termism*-Theorie und die Corporate Governance von Gesellschaften sind so vielfältig und komplex, dass eine systematische Überprüfung aller möglichen Wirkungsketten ein sehr ambitioniertes Unterfangen darstellt, zumal dies jeweils rechtsordnungsbezogen gesondert erfolgen muss und sich die Rahmenbedingungen in Recht und Gesellschaft beständig wandeln. Hinzu kommt, dass die mannigfachen Probleme der empirischen Messung uneinheitliche Befunde begünstigen.

Nimmt man mit diesem Vorwissen die reichhaltige Studienlage zusammenfassend in den Blick, zeigt sich ein buntes, nur teilweise ausgefülltes Mosaik, das ähnlich wie große Kathedralen vermutlich niemals vollständig fertig sein und stets irgendwo Reparaturbedarf aufweisen wird. Umfragen bei Unternehmensmanagern, die für verschiedene Rechtsordnungen und Zeiträume vorliegen, untermauern überwiegend Sorgen vor *Short-termism*, kämpfen aber mit geringen Rücklaufquoten und Zweifeln an der Glaubwürdigkeit der Antworten. Studien, die untersuchen, wie bestimmte Aspekte der Corporate Governance mit Ausgaben für Forschung & Entwicklung (F&E, engl. R&D) sowie anderen Ausgabenarten zusammenhängen, die kurzfristig Kosten und erst langfristig (unsicheren) Nutzen erbringen, liegen in zahlreichen Varianten vor und weisen in mehrfacher Hinsicht auf problematisches kurzfristiges Verhalten hin. Zentrale Felder, insbesondere die Bewertung von Übernahmehindernissen sowie ein Vergleich des Investitionsverhaltens börsennotierter und geschlossener Gesellschaften sind allerdings umstritten bzw. noch nicht abschließend geklärt, Letzteres insbesondere für Kontinentaleuropa. Ebenso anhaltend umstritten sind die kurz- und längerfristigen Effekte von Aktionärsaktivismus. Zur Managervergütung ist gut belegt, dass manche Gestaltungen kurzsichtiges Verhalten fördern. Für andere Umstände, die Entscheidungshorizonte von Managern verkürzen, ist das hingegen weniger klar, weil Korrekturmechanismen der Corporate Governance offenbar besser eingreifen können. Bei der zeitlichen Orientierung des Aktionariats deutet die Studienlage in den USA überwiegend auf Vorteile langfristig engagierter institutioneller Aktionäre im Vergleich zu kurzfristigen und passiven institutionellen Anlegern. Allerdings gibt es auch einzelne prominent veröffentlichte Arbeiten mit einem gegenteiligen Befund und insgesamt stehen die Ergebnisse dieses Forschungsstranges unter dem Vorbehalt der Grenzen einer exakten Investorenklassifikation. Hinzu tritt die bisher weitgehend offene Frage, wie es sich in Kontinentaleuropa mit seiner abweichenden Aktionärsstruktur verhält. Schließlich haben Makrostudien überwiegend Anzeichen für – teils äußerst starken – *Short-termism* ermittelt, erscheinen damit aber wenig verlässlich.

Alles in allem liefert die empirische Forschung viele Befunde, die Modelle der *Short-termism*-Theorie untermauern. Genauere Aussagen zu Reichweite, Ausmaß und Folgen sind aber nur punktuell möglich. Zudem sagen empirische Tests auf *Short-termism* für sich genommen meist nichts darüber, ob, und wenn ja, welche Gegenmaßnahmen angebracht sind, insbesondere weil sie nicht gleichzeitig etwaige Zielkonflikte beleuchten können. Hier ist eine sorgfältige Beachtung der theoretischen Grundlagen und der daraus abgeleiteten Schlussfolgerungen anzumahnen.<sup>1</sup>

## II. Einordnung und Interpretation

Im Lichte des Vorstehenden und der Ideengeschichte verwundert es nicht, dass die *Short-termism*-Debatte, auch soweit sie vorrangig mit empirischen Argumenten geführt wird, sehr kontrovers ist. Begünstigt wird dies erstens dadurch, dass in der *Short-termism*-Debatte ideengeschichtlich oft diametrale Positionen schroff aufeinanderprallen.<sup>2</sup> Zweitens wird die im Detail komplexe ökonomische *Short-termism*-Theorie nicht immer ausreichend mitbedacht, obgleich sie der Schlüssel zur Interpretation der empirischen Be-

---

<sup>1</sup> Dazu 3. Teil, § 2 und § 3.

<sup>2</sup> Dazu 2. Teil, § 2 I.2.e), S. 316 ff., sowie unten Schlussbetrachtung § 2 I., S. 1028 ff.

funde und zur Beurteilung möglicher Gegenmaßnahmen ist. Infolgedessen reden beide Seiten mitunter aneinander vorbei, etwa wenn Kritiker argumentativ eine (Schein-)Aussage bekämpfen bzw. widerlegen, die die ökonomische *Short-termism*-Theorie gar nicht trifft. Drittens werden die intrikatsten Probleme der empirisch-ökonomischen Messung oder Widerlegung von *Short-termism*<sup>3</sup> oft übergangen. Dadurch neigen beide Seiten dazu, ausgewählte Befunde anekdotischer oder empirischer Evidenz überzubetonen.

Vor diesem Hintergrund ist ein Blick auf einige Einwände gegen *Short-termism*-Thesen angezeigt, die im Ansatz berechnete Punkte aufgreifen, aber Fallstricke der vorgenannten Art bergen. Zumindest die nicht in ideologischen Grabenkämpfen gefangenen Kritiker räumen mittlerweile ein, dass wissenschaftliche Studien empirische Belege für suboptimal kurzfristiges Verhalten (*Short-termism*) ermittelt haben.<sup>4</sup> Sie wenden sich aber gegen die Reichweite dieser Befunde und bestreiten, dass aus ihnen Reformbedarf folgt.<sup>5</sup> Hierauf ist im Folgenden einzugehen. Im Übrigen werden aktuelle Meinungsstände einschließlich weiterer Argumente beider Seiten im 4. Teil rechtsvergleichend aufgearbeitet.

### 1. *Short-termism* und anekdotischer *Long-termism*?

#### a) Der Einwand: Gelegentliche Überbewertung, Internetwirtschaft

Ein erster wichtiger Einwand der Kritiker von *Short-termism*-Thesen hebt hervor, dass Belege sowohl für eine gelegentliche Unterbewertung der langen Frist als auch für ihre Überbewertung vorliegen, etwa bei Technologiefirmen. Dies sei bei einer unvollkommenen (Preisbildungs-)Institution wie dem Aktienmarkt zu erwarten und deshalb kein Zeichen von systematischem *Short-termism*.<sup>6</sup> Gerade große börsennotierte Unternehmen, wird betont, tätigen massiv langfristige Investitionen, in den USA in jüngerer Zeit etwa im Bereich der Schieferöl- und Schiefergasförderung. Außerdem haben die Finanzmärkte führende börsennotierte Technologieunternehmen wie Amazon, Apple und Google offensichtlich nicht von langfristigen Investitionen und einer langfristigen Strategie abgeschreckt.<sup>7</sup>

In eine ähnliche Richtung gehen Stellungnahmen im deutschen Schrifttum aus der Zeit der Finanzkrise, empirische Belege dafür, dass die Kapitalmärkte „kurzsichtig“ seien, also langfristige Maßnahmen nicht honorierten, seien „sehr dünn“.<sup>8</sup>

<sup>3</sup> Zu diesen siehe 3. Teil, § 4 I., S. 568 ff.

<sup>4</sup> Siehe *Roe*, 68 *Bus. Law.* 977, 986 (2013); für *managerial myopia* sogleich die Nachweise in Fn. 37 auf S. 720 sowie im Kontext der aktuellen US-Debatte 4. Teil, § 3 II.2.c), S. 770 ff.; anders etwa nach wie vor *Dent, Jr.*, 35 *Del. J. Corp. L.* 97, 122 (2010).

<sup>5</sup> Vgl. die Nachweise in Fn. 4 auf S. 714 sowie aus dem deutschen Schrifttum *Schmolke*, ZGR 2007, 701, 712: „Zwar gibt es tatsächlich Hinweise für eine tendenzielle Kurzsichtigkeit des Kapitalmarktes. Die bisher zu diesem Thema durchgeführten empirischen Studien ergeben aber keinen klaren Befund über Ausmaß und Größe dieser Kurzsichtigkeit. Vielmehr werden inzwischen Tendenzen einer stärkeren Orientierung der Kapitalmärkte an einem langfristigeren Ansatz bei der Unternehmensführung beobachtet.“ (Nachweise gekürzt).

<sup>6</sup> *Roe*, 68 *Bus. Law.* 977, 980, 993–996 (2013); ihm folgend *Strand*, 22 *Colum. J. Eur. L.* 15, 28 (2015); *Mauboussin/Callahan*, *J. Appl. Corporate Finance* 27 (2015), 70, 76 f.

<sup>7</sup> *Roe*, 68 *Bus. Law.* 977, 1001 f. (2013); *Strand*, 22 *Colum. J. Eur. L.* 15, 26 (2015); *Mauboussin/Callahan*, *J. Appl. Corporate Finance* 27 (2015), 70, 71 f., 76–78.

<sup>8</sup> So *Eidenmüller*, *DSrR* 45 (2007), 2116, 2118; im Ansatz ebenso, aber vorsichtiger *Fleischer*, ZGR 2008, 185, 215: „Theoretische Modellierungen hierzu [Kurzsichtigkeit der Kapitalmärkte] liegen vor; empirische Belege sind aber bislang vereinzelt geblieben.“, allerdings auch die Möglichkeit offenlassend, dass „der Vorwurf des ‚short termism‘ mitunter berechtigt ist“.

## b) Kritische Würdigung

Zu diesen Einwänden ist zunächst anzumerken, dass der Hinweis auf die hohen Investitionen und Bewertungen sowie die langfristigen Strategien von Amazon und Google tatsächlich eher geeignet ist, *Short-termism*-Thesen zu untermauern als sie zu widerlegen, weil sich diese Unternehmen gerade massiv vom Einfluss des Aktienmarktes abgeschottet und das insbesondere mit einem kurzfristigen Fokus des Kapitalmarktes begründet haben. Ihr Mittel der Wahl hierzu sind in erster Linie verschiedene Aktienklassen mit Mehrstimmrechten, die den Gründern einen anhaltend hohen Einfluss sichern.<sup>9</sup> Diese Strategie hat im Silicon Valley viele Nachahmer gefunden.<sup>10</sup> Überdies gehören einige der genannten Unternehmen zu jenen, die bereits frühzeitig Quartalsergebnisprognosen mit dem Argument verweigert haben, sie beförderten einen schädlichen kurzfristigen Fokus.<sup>11</sup> Apple ist schließlich zeitweilig fundamental eher niedrig als hoch bewertet<sup>12</sup> und hat finanziell eine sehr wechselvolle Geschichte.

Außerdem sind anekdotische Hinweise auf eine hohe Bewertung zukünftiger Ertragspotenziale in einzelnen prominenten Unternehmen der Internetwirtschaft ohnehin nicht geeignet, Modelle und Studien zu widerlegen, die in bestimmten Zusammenhängen eine systematische Tendenz zur Unterbewertung langfristiger Werttreiber ermitteln. Die ökonomische *Short-termism*-Theorie und die auf ihr aufbauende empirische Forschung behaupten nämlich nicht, dass Investoren und/oder Manager ausnahmslos kurzfristig handeln würden. Vielmehr ist ein solches Verhalten nur unter bestimmten Voraussetzungen zu erwarten, insbesondere wenn kurzfristige Gewinne aus Investorensicht einen wesentlichen, aber unvollkommenen Prognosewert für zukünftige Gewinne und damit zukünftige Aktienkurse bzw. den inneren Wert der betreffenden Gesellschaft haben. Das gilt oft für Unternehmen in reifen Industrien, weniger hingegen für solche in hochdynamischen, innovativen Märkten wie der Internetwirtschaft. Erst recht greift diese *Short-termism*-Wirkungskette nicht bei Unternehmen, die – wie etwa viele Start-ups oder lange Zeit Amazon – kaum Gewinne erwirtschaften.<sup>13</sup> Außerdem prognostizieren *Short-termism*-Modelle kurzfristige Kürzungen (allgemeiner: Einschränkungen) vorrangig bei

<sup>9</sup> Cooper, 2014 Colum. Bus. L. Rev. 512–547, 540 inkl. Fn. 105 (2014) („Several high-profile technology companies, including Google, Facebook, and Groupon, have opted for IPOs with dual-class stock structures.“); kritisch zu den Gestaltungen bei LinkedIn, Facebook, Zynga und Google Wen, 162 U. Penn. L. Rev. 1495–1516, 1509 f. (2014); Ganor, 10 Ohio State Bus. L. J. 147, 166–169 (2016) mit instruktiver Beschreibung der Strukturen bei Facebook und Google; Wong, Rethinking „One Share, One Vote“, 19.04.2013 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2013/04/19/rethinking-one-share-one-vote/>> (geprüft am 11.06.2020) zu Facebook, LinkedIn, Groupon, Google und anderen Gesellschaften aus dem Silicon Valley; eingehend zu Google Bueren/Crowder, in: Fleischer/Mock (Hrsg.), Große Gesellschaftsverträge aus Geschichte und Gegenwart, 2021, § 19.

<sup>10</sup> Bell, Corporate Governance Practices and Trends, 2014, S. 33; ders., Corporate Governance Practices and Trends, 2017, S. 32; eingehend zu nationalen wie internationalen Wirkungen der Gestaltung von Google Bueren/Crowder, in: Fleischer/Mock (Hrsg.), Große Gesellschaftsverträge aus Geschichte und Gegenwart, 2021, § 19 V.

<sup>11</sup> Barton, Harv. Bus. Rev. 89 (2011), 85, 87 berichtet, dass unter anderem Unilever, Coca-Cola und Ford die Veröffentlichung von *earnings guidance* eingestellt haben; Google hat sie nie veröffentlicht, mit dem Argument, dass dies *Short-termism* fördere; zu Google und der gleichsinnigen Argumentation von Porsche Edmans/Heinle/Huang, Rev. of Finance 20 (2016), 2151, 2153; zu Porsche im Kontext der Entwicklung des Rechts der Quartalsberichterstattung in Deutschland noch eingehend 4. Teil, § 7 II.2., S. 924 ff., 4. Teil, § 7 II.4., S. 931 ff., 4. Teil, § 7 II.5. a), S. 935 ff., 4. Teil, § 7 II.6. a), S. 938 ff.

<sup>12</sup> Fundamental war die Bewertung von Apple zwischenzeitlich sogar so niedrig, dass der bekannte Value-Investor Warren Buffett in großem Stile Apple-Aktien erworben hat.

<sup>13</sup> Dazu 3. Teil, § 3 II.2., S. 536 ff.

unsichtbaren und/oder sehr unsicheren Investitionen – Investitionen im Rohstoffsektor oder in herausgehobenen Forschungsabteilungen sind hingegen extern gut sichtbar und schon aus diesem Grund wenig anfällig für *Short-termism*.<sup>14</sup>

Der scheinbare Widerspruch daraus, dass Geschäftsleiter häufig über die Kurzsichtigkeit des Kapitalmarktes und über mangelndes Interesse der Anleger an der langfristigen Geschäftsstrategie klagen, Anleger aber auch immer wieder bereit sind, Unternehmen ohne laufende Gewinne nur aufgrund einer Wachstumshoffnung großzügig zu finanzieren, löst sich also auf, wenn man erkennt, dass der Kapitalmarkt die langfristigen Aussichten eines Unternehmens zwar beachtet, seine Prognosen insoweit aber relativ wenig fundiert sein können, wenn und weil sich Marktteilnehmer unter bestimmten Umständen stark auf kurzfristige Wertänderungen als Indikator (auch) für den langfristigen Fundamentalwert konzentrieren.<sup>15</sup> Dass es am Aktienmarkt Fälle von Über- wie Unterbewertungen der langen Frist gibt, schließt deshalb keineswegs ein *Short-termism*-Problem aus.

Davon zu trennen ist die Frage, wie mit einem *Short-termism*-Problem rechtspolitisch sachgerecht umzugehen ist. Abstrakt-generelle Regelungen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts gelten unabhängig davon, wie anfällig ein Bereich (Branche, Unternehmen) für *Short-termism* ist. Dies muss bei möglichen Nebenwirkungen rechtspolitischer Gegenmaßnahmen bedacht werden. Hierzu geben die ökonomische *Short-termism*-Theorie und die rechtsvergleichende Untersuchung der Ideengeschichte reichhaltige Hinweise.

## 2. *Short-termism* und systematischer *Long-termism*?

### a) Der Einwand: Bewertungsblasen

Nach dem Vorstehenden lassen sich *Short-termism*-Thesen nicht mit dem Hinweis auf einzelne Fälle entkräften, in denen langfristige Ertragspotenziale mutmaßlich hoch oder gar übertrieben bewertet worden sind. Mehr Gewicht könnte allerdings das Argument haben, der Aktienmarkt neige periodisch zu Blasen mit exorbitanten Bewertungen und damit, so Kritiker von *Short-termism*-Thesen, zu exzessivem *Long-termism*. Als Beispiel wird insbesondere die sog. Dotcom- oder Internetblase angeführt, die ab Ende der 1990er Jahre bis zur Jahrtausendwende Unternehmen der Internetwirtschaft (New Economy) erfasste und in Deutschland insbesondere die Kurse am Neuen Markt<sup>16</sup> hochtrieb.<sup>17</sup> Diese Blase habe jeweils den gesamten Aktienmarkt ergriffen und die Durchführung andernfalls nicht finanzierbarer Projekte ermöglicht. Folglich, so die Argumentation, sei der Aktienmarkt offenbar nicht kurzfristig.<sup>18</sup>

### b) Kritische Würdigung

Diese Argumentation verbindet zwei Aspekte: Zum einen behauptet sie implizit, dass hinter den überhöhten Bewertungen in der New-Economy-Blase nicht kurzfristiges, sondern langfristig orientiertes Anlageverhalten gestanden habe. Zum anderen knüpft sie

<sup>14</sup> Dazu 3. Teil, § 3 II.1., S. 534 ff.

<sup>15</sup> Engert, ZIP 2006, 2105, 2106 f.

<sup>16</sup> Dazu noch 4. Teil, § 7 II.2. und 3., S. 924 ff., 928 ff.

<sup>17</sup> Historisch wird zudem öfter die sog. Tulpenmanie im Holland des 17. Jahrhunderts genannt.

<sup>18</sup> Roe, 68 Bus. Law. 977, 995 (2013).

an die wirtschaftswissenschaftliche Forschung dazu an, wie sich Überbewertungen am Aktienmarkt auf das Investitionsverhalten von Unternehmen auswirken, inwieweit also zunächst „virtuelle“ Aktienbewertungen realwirtschaftliche Folgen zeitigen.<sup>19</sup> Tatsächlich spricht dieser Forschungszweig dafür, dass eine Aktienblase finanziell beschränkten Firmen mehr Investitionen ermöglichen kann, und zwar durch Spillover-Effekte sogar außerhalb des boomenden Sektors. Im Boomsektor selbst können Unternehmen zu Mehrinvestitionen statt einer Hortung von Barmitteln neigen, um die Blase intakt zu halten.<sup>20</sup> All dies spricht aber wiederum nicht gegen *Short-termism*-Thesen, und zwar aus mehreren Gründen.

Erstens sind (ineffiziente) Mehrinvestitionen, um eine Blase am Leben zu erhalten, gerade Ausdruck von *Short-termism*,<sup>21</sup> ebenso wie das Einwerben von Kapital zugunsten aktueller kurzfristiger Aktionäre und zulasten zukünftiger Aktienerwerber.<sup>22</sup> *Overinvestment* ist also nicht mit *Long-termism* gleichzusetzen, sondern kann, wie theoretische Arbeiten verdeutlichen, gerade Ausdruck von *Short-termism* sein.<sup>23</sup> Auch die Forschung zu Überbewertungen am Aktienmarkt zeigt, dass finanziell nicht beschränkte Firmen eine Überbewertung nur dann kurzfristig ausnutzen sollten, wenn sie kurzfristige Aktionäre haben. Demgegenüber sollten Manager, deren Aktionäre langfristig orientiert sind, gemäß ihrer fundamentalen Einschätzung handeln, die typischerweise auf überlegenen Informationen gründet.<sup>24</sup>

Zweitens ist die implizite Annahme, hinter den überhöhten Bewertungen in der New-Economy-Blase habe langfristig orientiertes Anlageverhalten (*Long-termism* statt *Short-termism*) gestanden, offensichtlich verfehlt. Zwar bot das Aufkommen des Internets mit seinem revolutionären Potenzial für viele Geschäftsfelder durchaus eine gewisse Grundlage, um rational zu hohen Bewertungen zu gelangen.<sup>25</sup> Das bestätigen einige heute sehr erfolgreiche und hochprofitable Unternehmen wie Google, die in dieser Zeit entstanden. Dessen ungeachtet handelten die Anleger während der Dotcom-Blase, in Deutschland in der Boomphase des Neuen Marktes, keineswegs langfristig orientiert. Im Gegenteil

<sup>19</sup> Überblick dazu bei *Blanchard/Rhee/Summers*, QJE 108 (1993), 115, 116–119; *Campello/Graham*, J. Fin. Ec. 107 (2013), 89, 89 f.; *Baker/Stein/Wurgler*, QJE 118 (2003), 969, 970; *Thakor/Whited*, Rev. of Finance 15 (2011), 277, 279 f.

<sup>20</sup> *Campello/Graham*, J. Fin. Ec. 107 (2013), 89, 92, 107, 109.

<sup>21</sup> Siehe dazu 3. Teil, § 2 IV. 1. d) aa), S. 407, Text bei und Nachweise in Fn. 119 auf S. 407.

<sup>22</sup> Siehe dazu 3. Teil, § 2 IV. 2. c), S. 417, Text bei und in Fn. 179 auf S. 417, 3. Teil, § 2 VIII. 5. b) aa), S. 515 ff.

<sup>23</sup> Dies erkennt *Strand*, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 32–35 (2015), die zudem viele unverbundene Aspekte vermengt, indem sie bei ihrer Darstellung von *Long-termism* viele implizite Annahmen über die Corporate-Governance-Gestaltung zugrunde legt, welche ihrerseits nichts mit der zeitlichen Orientierung zu tun haben (etwa: Ausgestaltung von Minderheitenschutz und Arbeitnehmerrechten). Außerdem verkennt sie den Inhalt der *Short-termism*-These, die nicht behauptet, dass alle (langfristigen) Investitionen positiv seien.

<sup>24</sup> *Blanchard/Rhee/Summers*, QJE 108 (1993), 115, 119.

<sup>25</sup> So argumentiert *Kurzweil*, *The singularity is near*, 2005, dass die Wachstumsaussichten zur Zeit des Dotcom-Booms tatsächlich enorm waren (und weiterhin sind), die Finanzmärkte aber eine Realisierung in unrealistisch kurzer Zeit erwarteten. In der Folge seien die hohen Bewertungen, die Kurzweil für nach wie vor berechtigt hält, vorschnell eingebrochen, als sich die Wachstumserwartung nicht in der erwünschten Geschwindigkeit materialisierte. Tatsächlich hat sich die Erwartung der rasanten technologischen Fortentwicklung im Internetbereich im Wesentlichen bestätigt. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von Google und Apple liegt infolge des großen Wachstums dieser Unternehmen mittlerweile im üblichen Rahmen amerikanischer Aktien.

Allgemein sind Unternehmen, die neue Technologien einsetzen und/oder in neuen Branchen tätig sind, besonders schwer zu bewerten.

war diese Phase davon gekennzeichnet, dass Neuemissionen gerade deshalb so gefragt waren, weil die Anleger fest mit einer anhaltend hohen Nachfrage anderer Investoren nach den Internetaktien rechneten und darauf setzten, unabhängig von den Fundamentaldaten schnelle, scheinbar risikolose (Zeichnungs-)Gewinne erzielen zu können. In der Boomphase der New Economy richteten sich die Marktteilnehmer also danach, wie andere die begehrten Aktien in naher Zukunft bewerten würden, und schalteten die Orientierung an realen Fakten aus.<sup>26</sup> Der Boom der Dotcom-Blase speiste sich aus einer kurzfristigen Renditejagd, nicht aus fundamental orientiertem *Long-termism*.<sup>27</sup> Allgemein sind Blasen kurzfristig in dem Sinne, dass Kaufentscheidungen nicht vom inneren Wert, sondern entscheidend von der kurzfristig steigenden Bewertung durch andere Marktteilnehmer getrieben werden, wie es *Keynes'* bekannte Metapher vom Aktienmarkt als Schönheitswettbewerb beschreibt,<sup>28</sup> welche die *Short-termism*-Forschung vielfach rezipiert hat.

Im Übrigen gilt wiederum drittens, dass die Möglichkeit temporärer branchenweiter Überbewertungen selbst dann, wenn dahinter wirklich einmal langfristig orientiertes Anlageverhalten statt eine kurzfristige Blase stehen sollte, als solche nichts darüber aussagt, ob am Kapitalmarkt bzw. in Aktiengesellschaften unter bestimmten (anderen) Bedingungen systematisch eine Neigung zu exzessiv kurzfristigem Verhalten (*Short-termism*) auftritt. Das eine ist ohne Weiteres mit dem anderen vereinbar, da die *Short-termism*-Theorie nicht besagt, dass am Kapitalmarkt ausnahmslos kurzfristiges Verhalten vorherrschen würde.

Schließlich folgt viertens daraus, dass der Markt – zweifellos – eine unvollkommene Institution ist, die neben *Short-termism* wiederholt auch branchenbezogene Überbewertungen hervorbringt, keineswegs, dass es nicht vorzugswürdig wäre, zumindest Ausschläge in die *Short-termism*-Richtung einzudämmen. Per se abraten müsste man davon nur, wenn sich begründen ließe, dass ein Markt, der in beide Richtungen imperfekt ist, bessere Ergebnisse erzielt als ein Markt, der zumindest weniger kurzfristig (stärker langfristig) orientiert ist. Vergleichbares ist zwar in anderen Bereichen der Wirtschaftswissenschaften als Gegengifthese bekannt,<sup>29</sup> zur *Short-termism*-Problematik aber bislang nicht behauptet geschweige denn begründet worden. Eine andere Frage ist wiederum, wie sich *Short-termism* sachgerecht mit abstrakt-generellen Regelungen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts entgegneten lässt, die womöglich unabhängig davon gelten, wie anfällig ein Bereich für *Short-termism* ist.

### 3. *Short-termism* trotz Finanzierung von Wachstumsunternehmen am Aktienmarkt?

Eng mit den soeben behandelten Argumenten verbunden ist der Einwand, dass Wachstumsaussichten am Aktienmarkt mitunter durchaus hoch bewertet werden, etwa im Segment der sog. *growth stocks*. Die hohe Streubreite der Kurs-Gewinn-Verhältnisse von börsennotierten Gesellschaften zeige, dass der Aktienmarkt offensichtlich mehr einpreist

<sup>26</sup> Fenzl, Die Massenpsychologie der Finanzmarktkrise, 2009, S. 36.

<sup>27</sup> Kay, Kay Review Final Report, July 2012, S. 33–34 Rn. 4.6; beispielhaft auch Bolton/Scheinkman/Xiong, Rev. Ec. Stud. 73 (2006), 577, 579 Fn. 7.

<sup>28</sup> Zu dieser 1. Teil, § 1 III. 1. d), S. 52 ff., Text bei und in Fn. 244 auf S. 55; zu massenpsychologischen Effekten an Finanzmärkten instruktiv Fenzl, Die Massenpsychologie der Finanzmarktkrise, 2009, S. 29 ff.

<sup>29</sup> Siehe bereits Fn. 791 auf S. 522.

als aktuelle, kurzfristige Gewinne.<sup>30</sup> In ähnlicher Weise verweist man darauf, dass es auch Start-up-Unternehmen mit beschränkten bisherigen oder aktuellen Gewinnen gelingt, ihre Aktien – mitunter sehr erfolgreich – am Kapitalmarkt zu platzieren. Bereits während der ersten großen Welle der US-*Short-termism*-Debatte in den 1980er Jahren traten am US-amerikanischen Neuemissionsmarkt relativ junge, riskante Gesellschaften auf, die wenig operative Erfahrung und nur begrenzte Aussichten hatten, in naher Zukunft eine Dividende zahlen zu können, ohne dass dies institutionelle Investoren davon abgehalten hätte, erhebliche Summen in IPOs solcher Gesellschaften zu investieren.<sup>31</sup>

Hierzu gilt im Kern wiederum das oben unter 1. und 2. Gesagte: Diese Argumentation übergeht, dass die Modelle der ökonomischen *Short-termism*-Theorie und die darauf aufbauende empirische Forschung nicht behaupten, Investoren und/oder Manager würden durchweg kurzfristig handeln. Vielmehr zeigt sie, unter welchen Umständen eine solche Neigung systematisch auftritt – wie dargelegt betrifft das vorwiegend reife Industrien, während Start-ups das prototypische Gegenbeispiel bilden. Zwar ist bei ihnen kurzfristiges Handeln hinsichtlich anderer Wertindikatoren anstelle des Gewinns denkbar. Das liegt aber weniger nahe, weil die Einschätzung solcher Indikatoren einzelfallabhängiger ist als jene des standardisiert ermittelten Bilanzgewinns. Entsprechend geringer ist der Signalisierungswert und damit ein etwaiger Anreiz oder Druck zu kurzfristigem Retuschieren. Deshalb ist eine systematisch ausgeprägte, nachteilige kurzfristige Orientierung im Sinne von *Short-termism* in erster Linie dort zu erwarten, wo der aktuelle Gewinn eine prominente Stellung als Wertindikator einnimmt und Investitions- oder Innovationsprozesse zumindest teilweise eher im Hintergrund ablaufen.<sup>32</sup>

Soweit schließlich nach wie vor argumentiert wird, dass Studien im Schnitt positive Kursreaktionen auf die Ankündigung höherer Investitionsausgaben und negative Reaktionen auf entsprechende Senkungen zeigten<sup>33</sup> und dass ein größerer Anteil institutioneller Investoren mit höheren Ausgaben für Forschung & Entwicklung einhergehe,<sup>34</sup> wurde bereits dargelegt, dass beides nicht dem Stand der Forschung entspricht: Studien, die Kursreaktionen auf den sehr geringen Anteil ausdrücklich angekündigter Investitionen untersucht haben, leiden unter durchgreifenden Schwächen, allen voran einem verzerrenden Auswahlereffekt (*selection bias*) sowie daran, dass eine positive Kursreaktion gerade auch dann zu erwarten ist, wenn die Geschäftsleitung generell kurzfristig handelt, also zukünftige Erträge übermäßig gering bewertet.<sup>35</sup> Soweit es darum geht, wie sich ein hoher Anteil institutioneller Investoren am Aktionariat auswirkt, ist mit dem *state of the art* (auch) nach dem Zeithorizont der Investoren zu unterscheiden. Hierzu fällt

---

<sup>30</sup> Jensen, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets*, 1988, S. 314, 320.

<sup>31</sup> Logue, *Cal. Management Rev.* 28 (1985), 169, 174, der ausführt, dass Investoren in den USA zwischen 1978 und 1983 Aktien im Wert von mehr als 14,75 Mrd. US-Dollar von Gesellschaften erwarben, die erstmalig Aktien der Öffentlichkeit anboten; Jensen, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets*, 1988, S. 314, 320.

<sup>32</sup> Dazu 3. Teil, § 3 II. 1., S. 534 ff., 3. Teil, § 3 II. 2., S. 536 ff.

<sup>33</sup> Jensen, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets*, 1988, S. 314, 320; Strand, *22 Colum. J. Eur. L.* 15, 27 (2015).

<sup>34</sup> Strand, *22 Colum. J. Eur. L.* 15, 30 f. (2015).

<sup>35</sup> Siehe 2. Teil, § 1 I.3.b)bb)(1), S. 109 ff., Fn. 270 auf S. 115 sowie 3. Teil, § 4 I.1.b), S. 568 Text bei Fn. 17, 18 auf S. 570.

die Studienlage uneinheitlich aus, überwiegend ermittelt sie aber negative Folgen kurzfristiger Investoren.<sup>36</sup>

#### 4. *Short-termism am Aktienmarkt versus am Managerarbeitsmarkt*

Insbesondere im einflussreichen US-Schrifttum ist *Short-termism* von Managern als Phänomen seit jeher deutlich breiter anerkannt als *Short-termism* von Investoren bzw. des Aktienmarktes. Dies erklärt sich ideengeschichtlich daraus, dass die US-*Short-termism*-Debatte im Kern vor allem um das richtige Maß an Einflussrechten für Aktionäre kreist. Am einen Ende des Meinungsspektrums stehen dabei Befürworter einer starken Rolle der Direktoren (*director primacy*), am anderen Ende Befürworter einer starken Aktionärskontrolle (*shareholder primacy*). *Short-termism* der Investoren bzw. des Kapitalmarktes ist seit der *takeover controversy* der 1980er Jahre bis heute ein zentrales Argument jener, die managerfreundlich und übernahmekritisch argumentieren. Zwar können Anhänger von *director primacy* auch gewisse Karrieremotive von Managern kaum bestreiten. Sie sehen sich hierdurch aber nicht getroffen, weil sie implizit zugrunde legen, dass kurzfristige Einflüsse des Kapitalmarktes stärker sind und systematischer auftreten.

Die aktionärsfreundliche Gegenposition muss *Short-termism* der Aktionäre bzw. des Kapitalmarktes bestreiten. Hingegen lässt sich ein Erklärungsansatz, der *Short-termism* gleichsam aus Quellen innerhalb der Aktiengesellschaft herleitet, nicht anführen, um Einflussrechte der Aktionäre zu beschneiden. Im Gegenteil passt *Short-termism* von Managern jedenfalls auf den ersten Blick gut zu der Forderung, aktiven bzw. aktivistischen Aktionären starke Rechte einzuräumen. Dies trifft sich zudem damit, dass in den 1980er Jahren *Short-termism* als Managementfehler einen wichtigen Strang der US-*Short-termism*-Debatte bildete. Daher sind Modelle zu *managerial Short-termism* oft (auch) für jene gut akzeptabel, die dem Vorwurf kurzfristiger Aktionäre entschieden entgegenzutreten, weil sie die bestehenden Kontrollrechte von Aktionären im US-Gesellschaftsrecht für zu schwach halten. Aus diesem Grund erkennen in den USA namhafte aktionärsfreundliche Stimmen seit Längerem *Short-termism*-Bedenken hinsichtlich des Managements an.<sup>37</sup>

Indes ist diese Position latent widersprüchlich. Denn *Manager-Short-termism*, wie ihn die *Career-Concerns*-Modelle (oder die *costly trade theory*) beschreiben, setzt voraus, dass die Investoren die Handlungen des Managers im Unternehmen (bzw. eines Fondsmanagers) nicht im Detail beobachten können und deshalb seine Fähigkeit anhand kurzfristiger Ergebnisse einschätzen.<sup>38</sup> Bei solchen Informationsasymmetrien liegt es aber nahe, dass Investoren auch den inneren Wert der Gesellschaft in gleicher Weise nur unvollkommen beurteilen und dadurch den Manager direkt oder indirekt zu kurzfristigem Handeln veranlassen können.<sup>39</sup> Ähnlich verhält es sich mit dem allgemeiner

<sup>36</sup> Dazu 3. Teil, § 4 III. 6, S. 684 ff.

<sup>37</sup> Siehe *Jensen*, in: Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg.), *Knights, Raiders, and Targets*, 1988, S. 314, 319 f. und aus der aktuellen Debatte etwa *Roe*, 68 *Bus. Law.* 977, 996–998 (2013), die sich beide zwar gegen *stock market myopia* wenden, *managerial myopia* aber als Problem anerkennen. Zur aktuellen US-Diskussion noch eingehend 4. Teil, § 3 II. 2. c), S. 770 ff.

<sup>38</sup> Siehe 3. Teil, § 2 V. 1. a), S. 431 ff.

<sup>39</sup> Indirekt etwa mit Blick auf *signal jamming*, direkt, um dessen Fähigkeiten schneller erkennen zu können (3. Teil, § 2 V. 1. b), S. 436 ff.) oder um den Kurs vorübergehend hochzutreiben und ihre Aktien gewinnbringend an andere Investoren zu verkaufen (siehe 3. Teil, § 2 IV. 2. c), S. 417 ff., Text bei und in Fn. 179 auf S. 417 sowie 3. Teil, § 2 VIII. 5. b) aa), S. 515 ff.).

formulierten *horizon problem* des Managements: Es ergibt sich im Kern daraus, dass Manager mit ihrer Tätigkeit zukünftige Gewinne beeinflussen, aber nur für gegenwärtige Gewinne bezahlt werden.<sup>40</sup> Könnten die Aktionäre (bzw. deren Vertreter im Aufsichtsrat) die Gesellschaft und damit die Handlungen der Manager umfassend beobachten und bewerten, würden sie die Manager exakt nach ihren Wertschöpfungsbeiträgen bezahlen und so kurzfristiges Verhalten unattraktiv machen.

Mit anderen Worten: Im Kern beruhen Manager-*Short-termism* und Investoren-*Short-termism* auf ähnlichen Informationsasymmetrien zwischen der Geschäftsleitung und dem Aufsichtsorgan bzw. den Investoren, selbst wenn die Wirkungen teilweise über andere Märkte (Managerarbeitsmarkt, Aktienmarkt) vermittelt werden. Ersteres einzuräumen und Letzteres rundheraus in Abrede zu stellen, erscheint daher wenig plausibel. Davon zu trennen ist die Frage, ob, und wenn ja, wo geeignete Ansatzpunkte zur *Short-termism*-Bekämpfung liegen. Hier kann die Antwort für Manager und Aktionäre bzw. Investoren unterschiedlich ausfallen, in Abhängigkeit von dem gegebenen Corporate-Governance-Rahmen und möglichen Nebenwirkungen.<sup>41</sup>

### III. Einschränkungen

Die *Short-termism*-Theorie verdeutlicht, dass Maßnahmen zur Bekämpfung von *Short-termism* schwierige Zielkonflikte mit sich bringen können. So sind zur Bekämpfung von *Short-termism*-förderlichen *takeover threats* oft stärkere Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen oder finanzielle Absicherungen der Geschäftsleitung vorgeschlagen worden. Beides kann zwar diese *Short-termism*-Quelle eindämmen, aber zugleich Prinzipal-Agenten-Probleme zwischen Aktionären und Management verstärken bzw. das Management im Fall einer Entlassung wegen schlechter Leistung unverdient bereichern. Ähnliches gilt für den Rat, *Short-termism* infolge von *career concerns* durch langfristige Vergütungsprogramme und längere Anstellungsperioden einzudämmen – beides eignet sich, solchen *Short-termism* zu verringern, wirkt aber nachteilig, wenn sich der eingestellte Manager als Fehlgriff erweist. Die Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte einschließlich der noch zu behandelnden Auseinandersetzung nach der Finanzkrise<sup>42</sup> bietet für solche Diskussionen um und Erfahrungen mit möglichen Gegenmaßnahmen und ihren ambivalenten Wirkungen reiches Anschauungsmaterial.

Daher sind Nebenwirkungen sorgfältig zu prüfen, bevor man *Short-termism*, der nur unter bestimmten Bedingungen zu erwarten ist, mit abstrakt-generellen Regelungen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts entgegentritt. Zudem stellt sich vorgelagert die Frage, inwieweit überhaupt Bedarf für rechtspolitische Maßnahmen gegen *Short-termism* besteht. Wenn sie gewichtige Zielkonflikte bergen, könnten sie im Ergebnis hinter den – wenngleich unvollkommenen – Lösungen zurückbleiben, welche die Marktteilnehmer aus eigenem Antrieb privatautonom entwickeln (sogleich 1.). Hinzu kommt die Überlegung, ob die Intensität, mit der ein *Short-termism*-Problem wahrgenommen wird, auf technologisch-gesellschaftlichen Veränderungen beruht, die außerhalb des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts stehen (2.).

<sup>40</sup> Siehe 3. Teil, § 2 V. 1. c), S. 439 ff.

<sup>41</sup> Umfang der Aktionärsrechte und Kompetenzen der Geschäftsleitung, Grad der Informationseffizienz eines bestimmten Aktienmarktes, Intensität des Übernahmemarktes usw.

<sup>42</sup> Dazu 4. Teil, S. 729 ff.

## 1. Korrekturmechanismen

### a) Argumentation

Optimistische Stimmen argumentieren, dass die Folgen von *Short-termism* bereits durch Korrekturmechanismen des Marktes abgefedert werden. Wenn Druck kurzfristiger Aktienmärkte Firmen dazu bringe, langfristige Werte zu opfern, dann würden die Betroffenen Anreize haben, Institutionen und Mechanismen zu entwickeln, die langfristige Profitabilität erleichtern. Dahingehende Bemühungen könnten unvollkommen sein, aber das Marktsystem werde gehalten, sich in diese Richtung zu bewegen. Wenn beispielsweise kurzfristige Handelsaktivitäten die Zeithorizonte der Unternehmen in schädlicher Weise verkürzten, könnten Fonds davon profitieren, indem sie sich glaubwürdig verpflichten, langfristig zu handeln und profitable langfristige Unternehmungen dauerhaft zu halten. Wenn sich dergleichen für kleine Anteilseigner nicht lohne, dann bestünden Anreize, Mechanismen hervorzubringen, die das Halten größerer Aktienpakete für längere Zeiträume erleichtern, selbst wenn dies bei regulatorischen Hindernissen unzureichend bleiben könne.<sup>43</sup>

Weiterhin könne Private Equity in gewissem Maße *Short-termism* korrigieren. Wenn sich öffentliche Märkte auf Quartalsergebnisse fokussierten oder neue Technologien unterschätzten und dadurch börsengehandelte Gesellschaften drängten, übermäßig kurzfristig zu agieren, dann könnten Private-Equity-Investoren mit längeren Zeithorizonten Unternehmen von der Börse nehmen, ihr Geschäftsmodell langfristig ausrichten und so auf Dauer höhere Gewinne erzielen.<sup>44</sup> Wenn dieser Weg jene langfristige Orientierung biete, welche Aktienmärkten (angeblich) fehle, Aktienmärkte aber wichtige andere Vorteile eröffneten – insbesondere Diversifikation, Liquidität und die Einwerbung von Kapital vieler Investoren –, dann könnte *Short-termism* angesichts der Komplementarität des Systems zwar ein Problem für diese oder jene Gesellschaft darstellen, aber nicht für die gesamte Wirtschaft.<sup>45</sup>

Schließlich wird argumentiert, dass auch der Produktmarktwettbewerb kurzfristige Finanzmärkte teilweise korrigieren könne. Bei einigen Formen von *Short-termism* werde das Unternehmen technologisch oder anderweitig hinterherhinken und dann einen Anreiz haben, aufzuholen.<sup>46</sup>

### b) Kritische Würdigung

Dass Akteure, die von *Short-termism* nachteilig betroffen sind, im Rahmen des gesellschafts- und kapitalmarktrechtlich Zulässigen sowie des faktisch Möglichen Anreize haben, Gegenmaßnahmen zu entwickeln, liegt nahe und ist unbestritten. Zwei Beispiele wurden im Rahmen der empirischen Evidenz zur *Short-termism*-Debatte erwähnt: So zeigen Studien, dass die Praxis das *horizon problem*, welches mit dem herannahenden Ruhestand des CEO auftritt, durch eine sachgerechte Gestaltung der Vergütung sowie

<sup>43</sup> Roe, 68 Bus. Law. 977, 987 (2013), der insoweit in den USA Regeln und Politiken ausmacht, welche die Bildung von Blockpositionen behinderten. Aber ausgleichende Marktanziehe seien zumindest aktiv gewesen.

<sup>44</sup> Ders., 68 Bus. Law. 977, 987 f. (2013), der hierzu auf Studien verweist, die höhere Forschungsaufwendungen nach Private-Equity-Übernahmen sowie eine positive Wirkung von Hedgefonds-Aktivismus ermitteln.

<sup>45</sup> Ders., 68 Bus. Law. 977, 993 (2013).

<sup>46</sup> Ders., 68 Bus. Law. 977, 989 (2013).

einen gleitenden Übergang mit anschließender Einbindung des CEO in Beratungs- und Aufsichtsfunktionen eindämmt.<sup>47</sup> Außerdem können Gesellschaften durch eine entsprechende Unternehmenskommunikation lang- oder kurzfristige Investoren als Aktionäre anziehen, die zur gewünschten Unternehmensstrategie passen.<sup>48</sup>

Allerdings bestehen hier Grenzen. Die *Short-termism*-Theorie zeigt gerade Situationen auf, in denen Gegenmaßnahmen der Akteure das Problem exzessiv kurzfristigen Handelns nicht vollständig beheben können. Im Rahmen der Managervergütung ergibt sich das etwa daraus, dass die Rechtsordnung und die üblichen Vermögensverhältnisse nur in begrenztem Maße eine langfristige Bindung des Managers durch negative Vergütungselemente zulassen.<sup>49</sup> Abwehrinstrumente gegen Übernahmen (*takeover threats*) können Gesellschaften in Abhängigkeit von dem gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Rahmen gegebenenfalls nur in Grenzen einführen, ebenso wie Frequenz und (Mindest-)Inhalte der Unternehmensberichterstattung in oberen Börsensegmenten herkömmlich detailliert vorgegeben sind. Daher besteht rechtspolitisch meist Raum dafür, den Kreis möglicher Gegenmaßnahmen zu erweitern oder eine bestimmte Praxis mit Soft-Law-Instrumenten anzuregen. Vor diesem Hintergrund lässt sich schwerlich pauschal argumentieren, dass der bestehende Spielraum für private Gegenmaßnahmen rechtspolitischen Handlungsbedarf per se ausschließt. Vielmehr ist dies in jeden Einzelfall zu prüfen, wobei unerwünschten Nebenwirkungen besondere Aufmerksamkeit gelten muss.

Ein rechtspolitisches Eingreifen wird eher naheliegen, wenn private Maßnahmen gegen *Short-termism* mit neuen Nachteilen verbunden sind, also ihrerseits nur eine zweitbeste Lösung darstellen. Ein gutes Beispiel hierfür liefert die erwähnte Möglichkeit eines Rückzugs von der Börse. Die Börsenkapitalisierung deutscher Unternehmen liegt in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bereits erheblich unter den Vergleichswerten anderer Industriestaaten,<sup>50</sup> ähnlich wie die Anzahl börsennotierter Gesellschaften pro Million Einwohner.<sup>51</sup> Dies wird seit Längerem mit Sorge betrachtet, weil es darauf hindeuten könnte, dass die Aktiengesellschaft ihre ureigene Funktion als Kapitalpumpe nicht wie gewünscht erfüllt und deshalb die Wirtschaft weniger gedeiht. Außerdem kann die breite Bevölkerung ohne einen lebhaften Aktienmarkt nicht unmittelbar am wirtschaftlichen Wachstum teilhaben. Die These von der „Krise der AG“,<sup>52</sup> die bereits im Umfeld des 55. Juristentages 1984 breit diskutiert wurde,<sup>53</sup> erscheint zwar zumindest als eine erhebliche Verkürzung. Soweit ihre Vertreter auf niedrigere Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen im Vergleich zu Ländern mit großem Aktienmarkt wie Großbritannien verweisen,<sup>54</sup> dürften die Gründe hierfür zu einem wesentlichen Teil außerhalb der Rechts-

<sup>47</sup> Dazu 3. Teil, § 4 III. 5. a), S. 679 ff.

<sup>48</sup> Dazu 3. Teil, § 4 III. 6. b) aa) (2), S. 688 ff., Text bei Fn. 773 auf S. 689.

<sup>49</sup> Dazu 3. Teil, § 2 V. 1. a) cc), S. 434 f.

<sup>50</sup> Siehe *DAI*, *DAI-Factbook*, S. 05–3–a (Stand: Oktober 2011); dazu eingehend *Schanz*, *Börseneinführung*<sup>4</sup>, 2012, § 1 Rn. 1–8.

<sup>51</sup> Siehe, auch aus historischer Perspektive, *Rajan/Zingales*, *J. Fin. Ec.* 69 (2003), 5, 17 mit Zahlen bis 1999.

<sup>52</sup> Eingehend *GK AktG<sup>4</sup>/Assmann*, Einl. Rn. 291–330, insb. Rn. 291–315; tendenziell zuversichtlicher *Schanz*, *Börseneinführung*<sup>4</sup>, 2012, § 1 Rn. 8–11; wohl auch schon *Kübler/Assmann*, *Gesellschaftsrecht*<sup>6</sup>, 2006, S. 166–175.

<sup>53</sup> Siehe namentlich *Kübler*, *AG* 1981, 5 ff.; *Lutter*, *AG* 1981, 21 ff.; *Reuter*, *Gutachten* 55. *DJT*, 1984; *Schmidt*, *JZ* 1984, 771 ff.; *Reuter*, *FS Stimpel*, 1985, S. 645 ff.

<sup>54</sup> So *GK AktG<sup>4</sup>/Assmann*, Einl. Rn. 298–303; *Kübler*, *AG* 1981, 5, 5, 7; *Schmidt*, *JZ* 1984, 771, 772–773; *Reuter*, *Gutachten* 55. *DJT*, 1984, S. 8–11; dazu auch die Begründung zum Gesetz über kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts, *BT-Drucks.* 12/6721 vom 01.02.1994, S. 5.

form der AG liegen.<sup>55</sup> Außerdem ist die Börsenkapitalisierung allein kein geeignetes Maß für den Entwicklungsstand eines Kapitalmarktes, weil sie bei sehr guter Entwicklung wichtiger notierter Unternehmen einen zu positiven Eindruck vermitteln kann.<sup>56</sup> Betrachtet man statt der relativen Größe des Aktienmarktes konkret dessen Finanzierungsfunktion, so stellt in allen wichtigen OECD-Staaten die Innenfinanzierung die bei Weitem dominierende Quelle, gefolgt von Bankkrediten, während Neuemissionen im Mittel nur einen prozentual klein anmutenden Teil des Finanzierungsbedarfs decken.<sup>57</sup>

Allerdings erscheint der in Deutschland ebenso wie in den Niederlanden und zeitweise in den USA und Großbritannien geäußerte Hinweis auf eine sinkende Zahl börsennotierter Gesellschaften nicht unberechtigt.<sup>58</sup> Diese Entwicklung besteht zwar nicht in allen Industriestaaten.<sup>59</sup> Allerdings ist seit 2004 ein genereller Trend zu verzeichnen, dass sich der Schwerpunkt von Erstemissionen (IPOs) nach Anzahl und Volumen zunehmend von den OECD-Staaten in Nicht-OECD-Staaten verlagert; das wesentlich größere Volumen von *Secondary Offerings* betrifft dies nur abgeschwächt. Für den Trend im IPO-Markt werden zahlreiche Erklärungen diskutiert, die von diversen makroökono-

<sup>55</sup> Siehe für den Zeitraum von 1971 bis 1983 – wenn auch nicht mehr in allen Punkten aktuell – *Deutsche Bundesbank*, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank November 1984, 35, 37–45, wo neben unattraktiven Elementen der Aktiengesellschaft im Vergleich zu konkurrierenden Rechtsformen (Mitbestimmung, Transparenzvorgaben, zwingende Aufsichtsratsbildung) historische Gründe, unterschiedliche Börseninfrastrukturen, unterschiedliche Alterssicherungssysteme (Umlageverfahren vs. Pensionskassen mit hohem Anlagebedarf), Bilanzierungssysteme (Fair-Value-Bewertung mit der Folge höherer Aktiva vs. Bilanzierung zu Anschaffungskosten), unterschiedliche Wirtschaftsstrukturen (hohe Bedeutung kleiner und mittlerer Privatfirmen in Deutschland) sowie steuerliche Rahmenbedingungen genannt werden; ebenso gegen einen direkten länderübergreifenden Vergleich von Verschuldungsgraden *Edwards/Fischer*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 257, 259.

Dementsprechend diskutieren auch die soeben zitierten Beiträge von K. Schmidt, Kübler und Reuter zahlreiche dieser Aspekte mit Blick auf Maßnahmen zur Förderung der AG. Hierfür spricht nicht zuletzt, dass die Anzahl der Aktiengesellschaften vor allem ab Ende der 1990er Jahre bis Mitte 2005 erheblich zunahm, auch wenn nur ein sehr kleiner und prozentual gesunkener Teil davon börsennotiert ist (Zahlenmaterial bei *Bayer*, Gutachten 67. DJT, 2008, E1–E129, E19–E21).

<sup>56</sup> *Rajan/Zingales*, *J. Fin. Ec.* 69 (2003), 5, 11.

<sup>57</sup> Zur Einordnung *Tirole*, *The theory of corporate finance*, 2006, S. 97; beachte aber die Kritik von *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, in: *Constantinides/Harris/Stulz* (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, 2013, S. 425, 469–472 an der Genauigkeit und Aussagekraft der Daten dieser Studie; in der Sache ebenso aber das Zahlenmaterial bei *Mayer*, in: *Dimsdale/Prevezer* (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 179, 181–183.

Siehe zudem für Deutschland und Großbritannien in den 1980er Jahren *Deutsche Bundesbank*, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank November 1984, 35, 40, deren Zahlen zeigen, dass Gesellschaften in beiden Ländern im betrachteten Zeitraum relativ gesehen nur in geringem Maße auf frisches Eigenkapital von außen zurückgriffen (UK 4–5 %, BRD 2 %).

<sup>58</sup> Für Deutschland GK AktG<sup>4</sup>/*Assmann*, Einl. Rn. 294–295; *Lutter*, AG 1981, 21, 22; für die Niederlande *Frentrop*, *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 17 (geprüft am 11.06.2020); für Großbritannien *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 24–25; für die USA *Jensen*, *Harv. Bus. Rev.* 67 (1989), 61 ff.; zudem *Lauer*, *Testimony on „Computerized Trading: What Should the Rules of the Road Be?“*, 2012 <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-112shrg80168/pdf/CHRG-112shrg80168.pdf>>, S. 28, 33–35 (geprüft am 11.06.2020), der einen starken Abfall der Zahl der IPOs in den USA aufzeigt und dies namentlich auf ein schwindendes Investorenvertrauen zurückführt; zur Berechtigung von Jensens Prognose aus heutiger Sicht *Martin*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 36; *Kahle/Stulz*, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), 67, 67 f., 81–87.

<sup>59</sup> Siehe die Tabelle bei *Frentrop*, *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 17 (geprüft am 11.06.2020); für umfassende Daten siehe *Worldbank*, *Listed domestic companies, total* <<http://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.lcom.no>> (geprüft am 11.06.2020).

nomischen Faktoren<sup>60</sup> bis hin zu erhöhten regulatorischen Pflichten reichen, namentlich im Zuge des Sarbanes-Oxley Act; spiegelbildlich werden zudem Erleichterungen für Finanzierungen durch privates Kapital ohne Börsengang genannt.<sup>61</sup> Ein Ausweichen von *Short-termism* gehört bisher nicht zu den vorrangig diskutierten Gründen und erscheint als Haupttreiber auch nicht unbedingt naheliegend.<sup>62</sup> Dessen ungeachtet zeigen die Diskussionen um die „Krise der AG“ (Deutschland) bzw. „the eclipse of the public corporation“ (USA), dass es jedenfalls nicht wünschenswert wäre, wenn Unternehmen aus Sorge vor *Short-termism* einen Börsengang meiden. Entsprechende Ausweichstrategien würden dementsprechend rechtspolitischen Handlungsbedarf nicht entfallen lassen.

In anderen Bereichen kann die Beurteilung unterschiedlich ausfallen. Wenn etwa bei der Managervergütung *Short-termism* schon privatautonom so weit wie möglich entgegengetreten werden kann, erscheint es eher wenig erfolgversprechend, gesetzgeberisch eine bessere Gestaltung finden und vorgeben zu wollen, die einerseits hinreichend genau ist, um effektiv zu sein, und andererseits hinreichend flexibel ist, um für alle (Aktien-)Gesellschaften zu passen, die in jungen oder reifen Märkten, in Branchen mit ganz unterschiedlichen Investitionshorizonten sowie, vom Start-up bis zum Traditionskonzern, in ganz unterschiedlichen Phasen ihres Lebenszyklus tätig sind.

## 2. *Short-termism* oder technologisch bedingte Verkürzung wirtschaftlicher Zyklen

### a) *Argumentation*

Sehr bedenkenswert ist schließlich ein allgemeiner Punkt, der die Intensität betrifft, mit der Marktteilnehmer, insbesondere Geschäftsleiter, ein *Short-termism*-Problem wahrnehmen. Im Rahmen der *Short-termism*-Theorie wurde die Hypothese vorgestellt, dass eine übermäßig kurzfristige Orientierung das Ergebnis eines sozialen Prozesses sein

---

<sup>60</sup> Etwa der demografische Wandel, eine Veränderung der Profitabilität der Unternehmen oder ihrer Wachstumsstrategien, fallende Nominalzinssätze, eine Veränderung des Handelsgeschehens sowie eine höhere Verfügbarkeit privaten Kapitals.

<sup>61</sup> Zum Ganzen eingehend *Isaksson/Çelik*, *Corporate Governance in Equity Markets*, 2013, S. 10–25; zum empirischen Befund über die Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act auf Zahlen von Going-Private-Transaktionen *Coates*, *IV*, *J. Econ. Persp.* 21 (2007), 91, 108, der insgesamt einen geringen Effekt konstatiert und betont, dass dieser positiv zu bewerten sein könne, sofern er vorrangig betrugsanfällige Gesellschaften betroffen habe; ähnlich *Coffee*, 97 *Cornell L. Rev.* 1019, 1077–1078 inkl. Fn. 245 (2012); zu Erleichterungen für privates Kapital in den USA und der gestiegenen Verfügbarkeit privaten Kapitals als eine Ursache für geringere Anreize zu einem Börsengang *Brown/Grabow/Holmes u. a.*, *Looking behind the declining number of public companies*, May 2017, S. 13–15.

<sup>62</sup> Intuitiv naheliegend ist eher die These, dass die Finanzierungsaufgabe durch den Kapitalmarkt im Vordergrund steht, solange eine Industrie – wie gegenwärtig in den Nicht-OECD-Staaten – noch aufgebaut wird und nicht genügend Finanzkraft vorhanden ist, während sich im Zustand der Hochindustrialisierung infolge gestiegener Profitabilität die Finanzierung zu einem guten Teil gleichsam innerhalb der Industrie automatisiert (so bereits aus deutscher Sicht *Wiethölter*, *Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht*, 1961, S. 4; in der Sache ähnlich auch *Lutter*, *AG* 1981, 21, 22 (rechte Spalte oben)). Des Weiteren weisen Studien jedenfalls für die USA auf eine Verdrängungswirkung staatlicher Kreditaufnahme für die Fremdkapitalfinanzierung börsennotierter Gesellschaften hin, siehe *Graham/Leary/Roberts*, *J. Fin. Ec.* 118 (2015), 658 ff. Schließlich ist zu bedenken, dass die Zahl der börsennotierten Gesellschaften pro Million Einwohner auch von Konsolidierungsprozessen und dem Konzentrationsgrad der Wirtschaft abhängt (*Rajan/Zingales*, *J. Fin. Ec.* 69 (2003), 5, 11), also Faktoren, aus denen man nicht auf eine Krise der AG oder ein Ausweichen von *Short-termism* des Kapitalmarktes schließen kann. Soweit man in dem beschriebenen Trend gleichwohl eine Krise der AG sieht, liegt nach alledem nahe, dass gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Aspekte nur einen Teil des Problems ausmachen.

könnte, bei dem, gleich einer Fata Morgana, eine Wahrnehmungstäuschung realen Schaden verursacht, indem sie Marktakteure vom rechten Weg abbringt.<sup>63</sup> Gleichsam umgekehrt wird auch argumentiert, dass Unternehmen und Gesellschaft heutzutage tatsächlich verstärkt für die kurze Frist planen müssen, aber nicht aufgrund von Finanzmärkten oder internen Strukturen großer börsennotierter Unternehmen. Vielmehr liege die Ursache schlicht darin, dass sich technologische Lebenszyklen verkürzt, die Wettbewerbsbedingungen mit der Globalisierung rapide verändert haben und verändern und dass auch die Politik unbeständiger geworden sei.<sup>64</sup> Die Vertreter dieser Ansicht verweisen auf ausschnitthafte Erhebungen, denen zufolge neue Techniken in den letzten Jahrzehnten zunehmend schneller bei den Verbrauchern angekommen sind und die Lebensdauer von Anlagen in der Wirtschaft tendenziell abgenommen hat.<sup>65</sup> Weiterhin wird darauf verwiesen, dass die Ausbreitung von Mitteln zur Echtzeit-Kommunikation den Zeitrahmen des Entscheidens in Unternehmen grundlegend geändert hat und dass Marketingzyklen tendenziell kürzer geworden sind.<sup>66</sup>

### b) Kritische Würdigung

Der Gedanke, dass sich die Zeitrahmen in der Wirtschaft verkürzen und immer schnelleres Agieren gefordert ist, ist populär und angesichts des rasanten technischen Fortschritts der letzten Jahrzehnte plausibel, auf breiter Front aber schwer zu belegen.<sup>67</sup> Der Economist ist der Frage 2015 für die USA in einem längeren Artikel nachgegangen, der zahlreiche Indikatoren unternehmerischer Zeithorizonte betrachtet, von verschiedenen Haltedauern und Umschlagsraten über das Alter von Unternehmen und Wechsel in Aktienindizes bis zur Wachstumsrate von Patenten. Während einige dieser Maße eine Beschleunigung anzeigen, ist das bei vielen anderen nicht der Fall. Der Artikel folgert hieraus, dass sich der wirtschaftliche Takt in der Unternehmenswelt im Grunde kaum verändert habe.<sup>68</sup> Die gleichwohl bestehende Wahrnehmung vieler Manager, dass sich das Geschäftsleben beständig beschleunige, führt der Artikel stattdessen vorrangig auf die stark gestiegene Verfügbarkeit von aktuellen Daten über die geschäftliche Entwicklung und über Kundeninteraktionen zurück, auf die Manager schnell reagieren müssen, die aber ebenso langfristige Planungen verlangen können.<sup>69</sup> Diese These ist plausibel, lässt sich aber kaum objektiv verifizieren. Hier stellt sich im Kern das gleiche Problem wie bei der These, dass die Verfügbarkeitsheuristik eine übertriebene Wahrnehmung von *Short-termism* erzeuge: Um von einer irrigen Wahrnehmung kurzfristigen Drucks bzw.

<sup>63</sup> Dazu 3. Teil, § 2 VIII.4., S. 504 ff.

<sup>64</sup> Roe, 68 Bus. Law. 977, 1003 (2013). Ders. (a. a. O., S. 1) verweist dazu beispielhaft auf Presseberichte, eine Schätzung von Vanguard sowie eine umstrittene Studie, die besagen, dass die Unsicherheit in Bezug auf die „Fiskalklippe“ (*fiscal cliff*) in den USA 2012 und 2013 zu Sorgen vor einer Rezession führte und Unternehmen veranlasste, Investitionen einzuschränken (a. a. O., S. 1002).

<sup>65</sup> Mauboussin/Callahan, J. Appl. Corporate Finance 27 (2015), 70, 72 f.; das präsentierte Schaubild zu der Geschwindigkeit, mit der neue Technologien die Verbraucher erreichen, bezieht sich dabei auf den Bereich Telekommunikation und Unterhaltung; Daten zur Lebensdauer von Anlagen listen die Autoren gestützt auf eine Bankenstudie für 2013 auf und ergänzen einzelne Vergleichswerte für das Jahr 1980 im Fließtext.

<sup>66</sup> Institut de l'entreprise, Favoriser une meilleure prise en compte du long terme, Janvier 2010, S. 8.

<sup>67</sup> O. A., The Economist vom 05.–11.12.2015, 22.

<sup>68</sup> O. A., The Economist vom 05.–11.12.2015, 22, 22 f.; noch entschiedener gegen eine Beschleunigung im Wirtschaftsleben o. A., The Economist vom 16.02.2017.

<sup>69</sup> O. A., The Economist vom 05.–11.12.2015, 22, 24.

kurzfristiger Orientierung sprechen zu können, muss man die tatsächliche Ausprägung der kurz- oder langfristigen Orientierung und ihre Folgen kennen. Dies setzt das zu Beweisende im Grunde voraus. Dass eine kurzfristige Einstellung und eine langfristige Orientierung beide kontextabhängig Vor- und Nachteile haben können, abhängig von der Entwicklung des konkreten Wirtschaftsbereichs, liegt aus Managementsicht auf der Hand.<sup>70</sup> Für die rechtspolitische Debatte ist mit diesem Gemeinplatz aber wenig gewonnen.

---

<sup>70</sup> Siehe o. A., *The Economist* vom 22.11.2014. Auf übergeordneter Ebene findet diese Argumentation eine enge Parallele in der Gegenüberstellung von Governance-Systemen, die eher schnelle Wandlungsfähigkeit oder stabile Beziehungen begünstigen, siehe *Gilson*, in: Gordon/Ringe (Hrsg.), *The Oxford handbook of corporate law and governance*, 2018, S. 3 ff.; *Nickell*, *The performance of companies*, 1995, S. 32.



#### 4. Teil:

## Die *Short-termism*-Diskussion und rechtliche Bewältigungsstrategien nach der Finanzkrise

Seit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2007 ist die Problematik kurzfristiger Orientierung (*Short-termism*) in den westlichen Industrienationen praktisch in aller Munde. Die *Short-termism*-Debatte hat, getragen von der Bugwelle der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise, ein erhebliches rechtspolitisches Momentum erstmals nahezu zeitgleich im angloamerikanischen und kontinentaleuropäischen Rechtskreis entwickelt und gehört nun zu den am heftigsten diskutierten Gegenwartsthemen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts. Demgegenüber neigten frühere *Short-termism*-Diskussionen zu einer zeitlich asymmetrischen Verteilung, weil sie meist in einem Rechtskreis aus Abstiegsorgen oder Abwehrbestrebungen gegenüber Volkswirtschaften oder Governance-Praktiken aus einem anderen Rechtskreis entbrannten, vor allem dann, wenn der eigene (scheinbar) deszendierte, während ein anderer (scheinbar) prosperierte.

Den Ausgangspunkt der *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise bilden die USA und Großbritannien, wo auch die Finanzkrise zuerst ausbrach. Die prägenden Züge der angloamerikanischen Debatte erfassen nun durch internationale und supranationale Multiplikatoren, insbesondere global agierende Beratungsunternehmen, Denkfabriken sowie die OECD und die EU, verstärkt auch das kontinentale Zentraleuropa. Dort vermischen sie sich mit wieder auflebenden nationalen Diskussionssträngen, die teils, etwa in Frankreich, ihren eigenen Charakter behalten,<sup>1</sup> während andernorts, namentlich in Deutschland,<sup>2</sup> nun äußere Triebkräfte dominieren. Der Vergleich der deutschen und französischen Diskussion um kurzfristige Orientierung nach der Finanzkrise spricht dafür, dass der Einfluss der jeweiligen nationalen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen dergestalt fortbesteht, dass bei relativ guter Verfassung der nationalen Wirtschaft äußere, insbesondere unionsrechtliche Antreiber dominieren, während bei Problemen eher nationale Triebkräfte und Themen die Oberhand behalten.

Dass die Finanzkrise die Diskussionswellen um kurzfristige Orientierung synchronisiert und die diskutierten Themen stärker angeglichen hat, bedeutet nicht, dass alle unter dieser Flagge durchgesetzten Maßnahmen in der Sache allein der *Short-termism*-Bekämpfung dienen. Vielmehr zeigen sich hier wieder die bereits aus der Geschichte bekannten Überlagerungen, so mit der Debatte um Übernahmen in den USA, oder mit protektionistischen Anliegen, etwa in Frankreich. Die Europäische Kommission hat das Ziel der *Short-termism*-Bekämpfung nahtlos mit Harmonisierungsbemühungen im europäischen Gesellschaftsrecht und zur Schaffung einer Kapitalmarktunion verbunden, wenn nicht gar stellenweise hierfür instrumentalisiert.

---

<sup>1</sup> Nachfolgend 4. Teil, § 5, S. 810 ff.

<sup>2</sup> Nachfolgend 4. Teil, § 7, S. 919 ff.

## § 1 Private Trendsetter und -verstärker

Bereits im unmittelbaren Vorfeld der Finanzkrise rückten in den USA große Wirtschaftsverbände die Problematik kurzfristiger Orientierung wieder in den Vordergrund. Mit der Finanzkrise erschienen entsprechende Papiere geradezu prophetisch und fanden enorme Beachtung. Das gilt vor allem für eine Initiative des Chartered Financial Analysts (CFA) Institute, einer traditionsreichen, mittlerweile weltweit tätigen Organisation von Finanzanalysten, in Zusammenarbeit mit dem Business Roundtable, einer politisch einflussreichen Vereinigung von Chief Executive Officers großer US-amerikanischer Gesellschaften. Beide sponserten ab Ende 2005 eine „Symposium Series on Short-Termism“ und veröffentlichten darauf aufbauend 2006 einen viel beachteten, häufig zitierten Aufruf, „Breaking the Short-Term Cycle“.<sup>3</sup> Das gut 20-seitige, agendaprägende Papier konzentrierte sich auf fünf Bereiche: Ergebnisprognosen (*earnings guidance*), Managervergütung, Führung (*leadership*), Investorenkommunikation und Ausbildung. Quartalergebnisprognosen attackierte das Papier als aufwendige, unproduktive und auf die kurze Frist fokussierende Praxis, die aufgegeben bzw. in der Übergangszeit durch ein Berichtskonzept ersetzt werden sollte, das sich an der Reife des Unternehmens orientiert.<sup>4</sup> Anreize und Vergütung von Unternehmens- sowie Fondsmanagern sollten in stärkerem Maße langfristig – industriespezifisch definiert – ausgestaltet werden und Aktionäre bzw. Kunden dies aufmerksam prüfen.<sup>5</sup> Unternehmensmanager rief das Papier auf, eine Führungsrolle dabei zu übernehmen, langfristige Aktionärsbeziehungen und Bewertungspraktiken zu fördern<sup>6</sup> sowie die Unternehmenskommunikation auf langfristige Ziele auszurichten.<sup>7</sup> Zudem sollten sie Unternehmensmanager über die Bewertungsmethodik von Analysten fortbilden und institutionelle Investoren, deren Berater sowie Kleinanleger über *Short-termism*, langfristige Treuepflichten (*fiduciary duties*) sowie die Vorteile langfristiger Wertschöpfung aufklären.<sup>8</sup>

Ähnlich frühzeitig startete eine analoge Initiative des Aspen Institute, einer US-amerikanischen Denkfabrik.<sup>9</sup> 2007 veröffentlichte das Institut die „Aspen Principles on Long-Term Value Creation“<sup>10</sup> als Ergebnis einer Zusammenarbeit mit Vertretern der wichtigsten US-Pensionsfonds, namhafter Banken, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und einzelner Unternehmen.<sup>11</sup> Überdies hatte sie ein führender Richter, der damalige Vice Chancellor des Delaware Chancery Court, *Leo Strine, Jr.*, maßgeblich unterstützt.<sup>12</sup> Inhaltlich stimmten die Aspen Principles im Wesentlichen mit dem Aufruf des CFA Institute überein.

<sup>3</sup> *Krehmeyer/Orsagh/Schacht*, *Breaking the Short-Term Cycle*, 2006.

<sup>4</sup> *Dies.*, *Breaking the Short-Term Cycle*, 2006, S. 5–9.

<sup>5</sup> *Dies.*, *Breaking the Short-Term Cycle*, 2006, S. 9–10.

<sup>6</sup> *Dies.*, *Breaking the Short-Term Cycle*, 2006, S. 11–13.

<sup>7</sup> *Dies.*, *Breaking the Short-Term Cycle*, 2006, S. 14–16.

<sup>8</sup> *Dies.*, *Breaking the Short-Term Cycle*, 2006, S. 17–18.

<sup>9</sup> Nach *Rappaport*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 14 Note 1 begann das „Business and Society Program“, in dessen Rahmen die Initiativen angesiedelt waren, bereits im Jahr 2004.

<sup>10</sup> *Aspen Institute*, *Long-Term Value Creation*, June 2007.

<sup>11</sup> Siehe die Liste der Unterzeichner der Aspen Principles sowie die Auflistung der Mitglieder der Corporate Values Strategy Group in *dass.*, *Long-Term Value Creation*, June 2007, S. 2, 5.

<sup>12</sup> Dazu *dass.*, *Overcoming Short-termism*, 09.09.2009, S. 6.

Angesichts von Überschneidungen bei den eingebundenen Organisationen überrascht das nicht.<sup>13</sup>

Im November 2008 klagte auch das International Corporate Governance Network (ICGN)<sup>14</sup> in einem „Statement on the Global Financial Crisis“, es treffe zu, dass Aktionäre Gesellschaften manchmal veranlassten, kurzfristige Renditen durch Verschuldung zu steigern. Neben einer regulatorischen Antwort forderte das ICGN, die Märkte mit Governance-Mechanismen zu einer längerfristigen Perspektive anzuhalten.<sup>15</sup> Institutionelle Investoren müssten ihre Verantwortung erkennen, langfristige Werte für ihre Letztbegünstigten zu schaffen.<sup>16</sup>

Genau diesen Ansatzpunkt verfolgte ein sehr stark beachteter neunseitiger Appell, „Overcoming Short-termism“, der im September 2009 unter Federführung des bereits erwähnten Aspen Institute veröffentlicht wurde.<sup>17</sup> Der Aufruf prangerte hohe Portfolioumschlagraten auf Kosten der Endanleger an, kurzfristige Handelsaktivitäten von Fondsmanagern unter anderem zum Schaden angemessener Corporate Governance sowie einen Fokus kurzfristiger Investoren auf kurzfristige (Quartals-)Ergebnisse. Er forderte Maßnahmen, um geduldiges Kapital (*patient capital*) zu fördern, eine strengere Handhabung von Treuepflichten (*fiduciary duties*) in der Intermediationskette sowie eine größere Beteiligungstransparenz.<sup>18</sup> Besonderes Gewicht erhielt all dies durch den illustren Kreis der Unterzeichner, darunter der weltbekannte, hoch angesehene Value-Investor *Warren Buffett*, der Vanguard-Gründer *John C. Bogle*, der CEO von CalSTRS als einem der weltgrößten Pensionsfonds, zwei Professoren der Harvard Business School,<sup>19</sup> führende Kanzleipartner, ein ehemaliger Weltbankpräsident sowie ehemalige hochrangige Führungskräfte aus der Wirtschaft (IBM, Xerox, Lucent, Goldman Sachs).<sup>20</sup>

2010 warnte gar der Ökonomie-Nobelpreisträger *Edmund Phelps*: „Short-termism Is Undermining America“. In etablierten Unternehmen habe *Short-termism* rapide zugenommen. Manager mieden zukunftsweisende Projekte, egal wie vielversprechend, aus Sorge, dass geringere kurzfristige Gewinne den Aktienkurs sinken lassen würden. Manager offener Investmentfonds drohten Aktien von Gesellschaften abzustößen, die Quar-

---

<sup>13</sup> Insbesondere war der Business Roundtable auch mit zwei Vertretern in der Arbeitsgruppe des Aspen Institute vertreten; zudem waren die Bank Citigroup, das Unternehmen Xerox sowie der Pensionsfonds TIAA-CREF in beiden Arbeitsgruppen präsent.

<sup>14</sup> Überblick über dessen Geschichte, Mitglieder und Aktivitäten bei *Leblanc*, in: Idowu/Capaldi/Zu u. a. (Hrsg.), *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility*, 2013, S. 1494, 1494–1495.

<sup>15</sup> *International Corporate Governance Network (ICGN)*, Statement on the Global Financial Crisis, 10.11.2008 <[www.iasplus.com/de/binary/resource/0811icgn.pdf](http://www.iasplus.com/de/binary/resource/0811icgn.pdf)>, S. 1–2 Rn. 2.1 und 2.3 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>16</sup> *Dass.*, Statement on the Global Financial Crisis, 10.11.2008 <[www.iasplus.com/de/binary/resource/0811icgn.pdf](http://www.iasplus.com/de/binary/resource/0811icgn.pdf)>, S. 2, 4 (geprüft am 11.06.2020), Rn. 2., Rn. 3.2 und Rn. 5.3.

<sup>17</sup> *Aspen Institute*, *Overcoming Short-termism*, 09.09.2009.

<sup>18</sup> *Dass.*, *Overcoming Short-termism*, 09.09.2009, S. 3–5.

<sup>19</sup> *Jay Lorsch* und *Bill George*; als weitere akademisch renommierte Unterzeichnerin ist Prof. *Lynn Stout* von der UCLA Law School zu nennen, die als Begründerin der „Team Production Theory“ of Corporate Law und dezidierte Shareholder-Value-Kritikerin schon in früheren *Short-termism*-Diskussionen in Erscheinung getreten ist (siehe oben Fn. 520 auf S. 153 und den begleitenden Text).

<sup>20</sup> Im Einzelnen *Aspen Institute*, *Overcoming Short-termism*, 09.09.2009, S. 2. Vielfach waren Vertreter dieser Institutionen bereits in die Corporate Values Strategy Group des Aspen Institute und/oder in die „Symposium Series in Short-termism“ des CFA eingebunden gewesen. Neu war aber nicht nur die prominente Vereinigung der Unterstützer, sondern vor allem die Unterzeichnung durch *Warren Buffett*, die der entscheidende Grund für die starke Beachtung des Dokuments sein dürfte, sowie ferner auch die starke Unterstützung durch Professoren hochrenommierter Universitäten.

talsgewinnziele verfehlten.<sup>21</sup> Als Abhilfemaßnahmen forderte *Phelps* unter anderem eine verbesserte Corporate Governance durch Vergütung anhand langfristiger Ergebnisse sowie staatliche Innovationsförderung.<sup>22</sup>

Bald darauf erreichte die Diskussion mit dem *World Economic Forum* ein globales Spitzentreffen privater Wirtschaftsführer. Es veröffentlichte 2011 einen ausführlichen Bericht über „The Future of Long-term Investing“, der unter dem Eindruck der Finanz- und Wirtschaftskrise untersuchte, ob kurzfristige Ziele und Erwägungen zunehmend langfristiges Wachstum und langfristige Wertschöpfung überlagerten.<sup>23</sup> Er behandelte eingehend Grundlagen, individuelle und soziale Vorteile sowie die Aussichten langfristigen Investierens nach der Finanzkrise. Hierzu erörterte der Bericht unter anderem den Forschungsstand zu den Auswirkungen langfristiger Investoren auf Aktienrenditen,<sup>24</sup> auf Unternehmen<sup>25</sup> und zu den Kosten von *Short-termism*.<sup>26</sup> Seine Autoren befanden, dass eine Reihe von Faktoren Bereitschaft und Möglichkeiten zu Investitionen in illiquide und volatile Anlagen gesenkt hätten.<sup>27</sup> Der Bericht knüpfte hieran sechs Empfehlungen, um Einschränkungen für langfristiges Investieren zu lockern und dessen Vorteile zu erhöhen.<sup>28</sup> Unter anderem sollten politische Entscheidungsträger unbeabsichtigte Folgen von Regulierung für langfristige Investitionen bedenken, langfristige Investoren zeitlich ausgewogene Systeme der Leistungsmessung und Vergütung entwickeln und politische Entscheidungsträger ebenso wie langfristige Investoren eine engagierte Ausübung von Aktionärsrechten fördern.<sup>29</sup>

Im selben Jahr sprang mit dem Global Managing Director von McKinsey & Company, *Dominic Barton*, die erste große Beratungsgesellschaft auf den Zug auf. *Barton* startete eine mehrjährige Kampagne gegen kurzfristiges Denken, eingeleitet durch einen Aufsatz in der *Harvard Business Review* 2011.<sup>30</sup> *Barton* mahnte pathetisch, nach der Finanzkrise drohe der Sozialvertrag zwischen dem kapitalistischen System und der Bürgerschaft zu zerbrechen und die Wirtschaft entsprechend hart reguliert zu werden.<sup>31</sup> Sie müsse deshalb selbst einen Übergang von „quarterly capitalism“ zu „long-term capitalism“ anführen. Die westliche Wirtschaft solle erstens ihre kurzfristige Einstellung aufgeben, welche sie im Gegensatz zur ostasiatischen präge („Fight the Tyranny of Short-Termism“),<sup>32</sup> zweitens die Interessen aller wichtigen Stakeholder beachten („Serve Stakeholders, Enrich Shareholders“<sup>33</sup>) und drittens die Fähigkeit des Verwaltungsrates stärken,

<sup>21</sup> *Phelps*, *New Perspectives Quarterly* 27 (2010), 17.

<sup>22</sup> *Ders.*, *New Perspectives Quarterly* 27 (2010), 17, 19.

<sup>23</sup> *World Economic Forum*, *Future of Long-term Investing*, 2011, S. 5.

<sup>24</sup> *Dass.*, *Future of Long-term Investing*, 2011, S. 39–41.

<sup>25</sup> *Dass.*, *Future of Long-term Investing*, 2011, S. 42.

<sup>26</sup> *Dass.*, *Future of Long-term Investing*, 2011, S. 43.

<sup>27</sup> Sie nannten veränderte Regulierungs- und Bilanzierungsvorschriften, kurzfristige Leistungs- bzw. Renditebewertungen, strengere Kapitalvorgaben sowie eine geringere Risikotoleranz institutioneller Investoren, *dass.*, *Future of Long-term Investing*, 2011, S. 10, 52–57, 67–70.

<sup>28</sup> *Dass.*, *Future of Long-term Investing*, 2011, S. 73–76.

<sup>29</sup> Hierzu verwies der Bericht als mögliches Muster auf den britischen Stewardship Code, *dass.*, *Future of Long-term Investing*, 2011, S. 76.

<sup>30</sup> *Barton*, *Harv. Bus. Rev.* 89 (2011), 85 ff.

<sup>31</sup> *Ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 89 (2011), 85, 86: „Business leaders today face a choice: We can reform capitalism, or we can let capitalism be reformed for us, through political measures and the pressures of an angry public.“

<sup>32</sup> *Ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 89 (2011), 85, 86.

<sup>33</sup> *Ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 89 (2011), 85, 88.

wie ein Eigentümer zu handeln („Act Like You Own the Place“<sup>34</sup>). Hierauf folgte eine gemeinsame Initiative mit *Mark Wiseman*, Präsident des Canada Pension Plan Investment Board, unter dem Schlachtruf „Focusing Capital on the long term“, in deren Rahmen die 2011 skizzierten Gedanken weiterentwickelt und mit diversen Publikationen verbreitet wurden,<sup>35</sup> unter anderem in der *Harvard Business Review*<sup>36</sup> und zuletzt in der *Oxford Review of Economic Policy*.<sup>37</sup>

Bereits zuvor und auch abseits dieser Initiative agierte die *Harvard Business Review* wie schon in den 1980er/1990er Jahren als wichtiger Proponent der *Short-termism*-Debatte: Anfang 2006 feierte sie, insoweit aus der Feder von Mitarbeitern des Aspen Institute, eine stärker langfristige Orientierung und die Bekämpfung von *Short-termism* als eine von 20 „Breakthrough Ideas“.<sup>38</sup> Hierauf folgten Beiträge weiterer Autoren, teils unterstrichen durch Kommentare der Herausgeber,<sup>39</sup> zu *Short-termism* in der *Manager-*

<sup>34</sup> *Ders.*, *Harv. Bus. Rev.* 89 (2011), 85, 89.

<sup>35</sup> Dies geschah zuerst in einer Rede vor dem Institute of Corporate Directors im Mai 2013, *Barton/Wiseman*, *Focusing Capital on the Long Term*, 2013 <[https://cdn2.cppinvestments.com/wp-content/uploads/migrated/documents/794/Address\\_to\\_the\\_ICD\\_Focusing\\_Capital\\_on\\_the\\_Long\\_Term\\_May\\_22\\_2013\\_k6eF0tc.pdf](https://cdn2.cppinvestments.com/wp-content/uploads/migrated/documents/794/Address_to_the_ICD_Focusing_Capital_on_the_Long_Term_May_22_2013_k6eF0tc.pdf)> (geprüft am 11.06.2020). In der Rede erörtern Barton/Wiseman zunächst verschiedene anekdotische und aus Studien entnommene Belege für problematische kurzfristige Orientierung (*Short-termism*) und abnehmendes Vertrauen in die Wirtschaft (S. 3–6), anschließend das Ziel einer langfristigen Ausrichtung und positive Beispiele (S. 7–10) sowie abschließend denkbare Maßnahmen für Verwaltungsräte und institutionelle Investoren, um gegenwärtige Missstände anzugehen (S. 11–13; für Verwaltungsräte: eine narrative integrierte Berichterstattung anstatt Quartalergebnisprognosen, langfristiger, dafür aber höhere Vergütung, Komitees für langfristige Strategiefragen; für institutionelle Investoren: Koordinationsplattformen für Kooperation und Engagement, vereinbarte Prinzipien für Engagement sowie „aktivierte“ passive Beteiligungen).

<sup>36</sup> Ein erster Beitrag von Anfang 2014 (*dies.*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 44 ff.) wies deutliche inhaltliche Parallelen zur Rede von 2013 auf (zu dieser siehe Fn. 35 auf S. 733), beschränkte sich aber auf Empfehlungen für große institutionelle Investoren wie Pensionsfonds, offene Investmentfonds, Versicherungen und Staatsfonds, die, so die Autoren, eine beispielgebende Führungsrolle dabei übernehmen sollen, Strategien zur langfristigen Wertmaximierung zu entwickeln und dadurch *Short-termism* zu stoppen (S. 46–47). Im Einzelnen empfahlen Barton/Wiseman, dass diese Investoren (1) langfristige Ziele und Risikoexpositionen festlegen und ihre Portfolios darauf ausrichten, (2) ihre Aktionärsrechte engagiert und koordiniert ausüben, (3) von Gesellschaften Kennzahlen mit Aussagekraft für die längerfristige Entwicklung einfordern (dazu konkrete Beispiele a. a. O., S. 50) und (4) ihre eigene interne Governance so aufstellen, dass sie eine langfristige Ausrichtung durchhalten und kosteneffizient umsetzen kann, gegebenenfalls auch durch Zusammenschlüsse (zum Ganzen S. 47–51).

Ein zweiter Beitrag von 2015 (*dies.*, *Harv. Bus. Rev.* 93 (2015), 99 ff.) konzentrierte sich spiegelbildlich zu demjenigen von 2014 auf Boards. Die Autoren empfahlen Boards, mehr in Expertise von Managern und – nicht ganz uneigennützig – Beratern zu investieren, langfristigen strategischen Fragen im Tagesgeschäft mehr Beachtung einzuräumen, engagierter mit langfristigen Schlüsselinvestoren zu kommunizieren und die Bezahlung von Direktoren zu erhöhen und dafür langfristiger auszugestalten.

Im selben Jahr erschien zudem ein Sammelband mit Kurzbeiträgen namhafter Praktiker (*Barton/Wiseman/Kuntz*, *Perspectives on the Long Term*, 2015).

Flankierend veröffentlichte McKinsey eine Umfragestudie bei Führungskräften in Nordamerika, Europa und den Emerging Markets zu *Short-termism* (*Bailey/Bérubé/Godsall u. a.*, *Short-termism: Insights from business leaders*, January 2014; zuvor auch schon die Auswertung von *Bailey/Godsall*, *Short-termism: Insights from business leaders*, 26.12.2013).

<sup>37</sup> *Barton*, *Oxf. Rev. Econ. Policy* 33 (2017), 188 ff. Die thematische Zielrichtung und die Vorschläge in diesem Aufsatz fassen inhaltlich jene der vorangegangenen Beiträge zusammen.

<sup>38</sup> *Samuelson/Preisser*, *Harv. Bus. Rev.* 84 (2006), 62 ff.

<sup>39</sup> *Ignatius*, *Harv. Bus. Rev.* 90 (2012), 14; *Ignatius*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 14; *Ignatius*, *Harv. Bus. Rev.* 93 (2015), 14.

vergütung,<sup>40</sup> zu *Short-termism* der Manager bzw. in der Unternehmenskommunikation<sup>41</sup> und mit Vorschlägen, schädlichen Einflüssen kurzfristiger Investoren durch Vorrechte für langfristige Aktionäre<sup>42</sup> sowie durch proaktive Maßnahmen gegen aktivistische Anteilseigner entgegenzutreten,<sup>43</sup> mit Vorschlägen zur Förderung einer langfristigen Ausrichtung des Managements<sup>44</sup> und für nachhaltige Strategien mit dem Element der Bekämpfung von *Short-termism*.<sup>45</sup> Kritische Veröffentlichungen blieben hingegen rar.<sup>46</sup>

Besondere mediale Aufmerksamkeit fand schließlich der Chairman und CEO des weltgrößten Fondsmanagers BlackRock, *Larry Fink*, als er ab 2012 in jährlichen Briefen an CEOs großer Unternehmen in den USA und Europa vor einer kurzfristigen Ausrichtung (*Short-termism*) warnte. Auch die DAX 30-Unternehmen gehörten zu seinen Adressaten.<sup>47</sup> Neben einem ausführlichen Interview in der *Harvard Business Review*<sup>48</sup> berichteten daher auch zahlreiche Zeitungsartikel in Europa darüber.<sup>49</sup> In seinen Briefen

<sup>40</sup> *Stewart*, *Harv. Bus. Rev.* 84 (2006), 14; ferner auch *Lazonick*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 46 ff., der unter anderem kurzfristige Elemente in der Managervergütung anprangert, aber den Begriff *Short-termism* nicht verwendet.

<sup>41</sup> *Brochet/Serafeim/Loumioti*, *Harv. Bus. Rev.* 90 (2012), 28; knapp auch *George/Lorsch*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 88, 94.

<sup>42</sup> *Fox/Lorsch*, *Harv. Bus. Rev.* 90 (2012), 48 ff., insb. S. 51 („Idea in Brief“), 54, 56 f.; *Fox/Lorsch* forderten im Einzelnen Änderungen im Insiderrecht, um langfristigen Investoren eine offenere Kommunikation mit dem Management gegen einen gewissen Verzicht auf Transaktionsfreiheit zu gestatten (S. 54), mit der Haltedauer zunehmende Stimm- bzw. Abstimmungsrechte oder eine Kopplung des Stimmrechts an eine Mindesthaltedauer von einem Jahr, ein Vorschlagsrecht langfristiger Aktionäre für Board-Kandidaten sowie eine verstärkte Einbeziehung anderer Stakeholder (S. 56–57). Zur kurzfristigen Orientierung einiger Investoren auch *Ignatius/Frazier*, *Harv. Bus. Rev.* 96 (2018), 82, 84.

<sup>43</sup> *George/Lorsch*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 88 ff.; *George/Lorsch* vertraten dabei eine differenzierte Sicht: Einerseits waren sie der Meinung, dass Hedgefonds-Aktivismus *Short-termism* und einen exzessiven Fokus auf Finanzkennzahlen verstärke (a. a. O., S. 90), andererseits betonten sie, dass aktivistische Investoren sachkundig seien, sodass es im Allgemeinen lohne, ihre Empfehlungen anzuhören und die sinnvollen umzusetzen, freilich mit der Einschränkung, dass den Aktivisten Erfahrungen und Kenntnisse zur Führung großer Unternehmen fehlten (a. a. O., S. 95).

<sup>44</sup> *Subramanian*, *Harv. Bus. Rev.* 93 (2015), 96 ff.; *Subramanian* meinte zwar, dass sich *Short-termism* nicht vollständig vermeiden lasse (S. 99), schlug aber unter anderem folgende Reformen vor: Aufgabe von *earnings guidance*, eine abgeschwächte Form von *staggered boards*, eine höhere Beteiligungspublikität, aber auch eine gewisse Stärkung der Aktionärsrechte mit Blick auf *proxy access* und Verteidigungsmaßnahmen.

<sup>45</sup> *Winston*, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), 56 ff., der die Bekämpfung von *Short-termism* in seinem Artikel mehrfach hervorhob (S. 59, 60, insbesondere in der „Idea in Brief“ sowie grafisch), aber nicht als solches konkretisierte.

<sup>46</sup> Namentlich *Lev*, *Harv. Bus. Rev.* 89 (2011), 52 ff., der die verbreiteten Empfehlungen zur Aufgabe von Quartalsergebnisprognosen zur Bekämpfung von *Short-termism* ablehnte. *Lev* erkannte zwar an, dass Manager in ungesunder Weise auf Quartalsgewinne fixiert seien (S. 54), wandte sich aber unter Berufung auf empirische Studien gegen die Sicht, dass Investoren kurzfristig denken (S. 55 f.), und gegen die Kritik, Quartalsergebnisprognosen der Unternehmen (*earnings guidance*) förderten *Short-termism* (S. 57). Insgesamt argumentierte *Lev*, dass *earnings guidance* im Paket mit anderen Maßnahmen der Investorenkommunikation sinnvoll sei, um Informationsasymmetrien abzubauen. Anders zuvor, mit anderer Interpretation der einschlägigen Studien, *Subramanian*, *Harv. Bus. Rev.* 93 (2015), 96, 99. Ferner *Frick*, *Harv. Bus. Rev.* 94 (2016), 108 f., der die *Short-termism*-Kritik an der US-Wirtschaft für berechtigt erachtete, aber Aktivisten in Schutz nahm und die Verantwortung eher bei der Ausrichtung der Investorenmehrheit sowie bei Amtszeiten und der Vergütung der Manager sah.

<sup>47</sup> *Landgraf*, Handelsblatt vom 04.02.2016, 28 berichtete, dass *Finks* Investorenbrief des Jahres 2016 an rund 200 Topunternehmen Europas adressiert war, darunter die Vorstandsvorsitzenden der 30 Konzerne des Deutschen Aktienindex (DAX).

<sup>48</sup> *Fink/Ignatius*, *Harv. Bus. Rev.* 93 (2015), 120 ff.

<sup>49</sup> Exemplarisch aus der Schweiz *Padevit*, *Finanz und Wirtschaft* 03.02.2016 sowie aus Deutschland *Landgraf*, Handelsblatt vom 04.02.2016, 28 f.

drängte *Fink* die Manager, bei langfristigen Investitionen nicht zu sparen, besser über ihre langfristige Strategie samt geeigneter Beurteilungsmaße zu kommunizieren und so zu einer langfristigen Kultur beizutragen, statt Quartalsergebnisse in den Vordergrund zu stellen. Daneben thematisierte *Fink* weitere Themen langfristiger Anlage, namentlich das US-Steuerrecht und ESG-Kriterien.<sup>50</sup> Inwieweit all dies ein ernsthaftes Anliegen oder eher Imagewerbung darstellte, ist schwer einzuschätzen. Zweifel an Ersterem sähen Berichte über eine Studie für die Nachrichtenagentur Reuters, der zufolge BlackRock im Jahr 2015 nur in 5 % aller Fälle gegen Aktienrückkäufe gestimmt hat und im Übrigen selbst regelmäßig eigene Aktien zurückerwirbt. Dies scheint *Finks* Appellen zu langfristigen Investitionen statt hoher Aktienrückkäufe zu widersprechen. Allerdings waren BlackRocks Konkurrenten Aktienrückkäufen noch stärker zugetan.<sup>51</sup> Abgesehen davon sprechen gewichtige Argumente dagegen, die beanstandeten Aktienrückkäufe in den USA als Zeichen von *Short-termism* zu interpretieren<sup>52</sup> – womit freilich nicht nur BlackRocks Stimmverhalten entlastet, sondern auch Teilen von *Finks* Kritik der Boden entzogen wird. Im Übrigen ist zu bedenken, dass BlackRock aufgrund seiner Größe und der damit verbundenen Macht zunehmend selbst in verschiedener Hinsicht in die Kritik gerät.<sup>53</sup> Dies dürfte dem Unternehmen Anlass geben, sich als Investor zu präsentieren, der im Einklang mit gesamtgesellschaftlichen Zielen und Trends handelt.

---

<sup>50</sup> Die Briefe von 2014 (dieser erwähnt einen weiteren von 2012), 2015 und 2016 sind im Internet abrufbar, siehe *Fink*, Text of letter sent by Larry Fink, BlackRock's Chairman and CEO, encouraging a focus on long-term growth strategies, March 21, 2014 <[online.wsj.com/public/resources/documents/LDF\\_letter\\_to\\_corporates\\_2014\\_public.pdf](http://online.wsj.com/public/resources/documents/LDF_letter_to_corporates_2014_public.pdf)> (geprüft am 11.06.2020); *Fink*, Corporate Governance Letter 2015, 31.03.2015 <<http://www.wlrc.com/docs/S31Duplica15040911540.pdf>> (geprüft am 11.06.2020); *Fink*, Corporate Governance Letter 2016, 01.02.2016 <<http://www.wlrc.com/docs/CorpGovernanceLetter.pdf>> (geprüft am 11.06.2020). Neben der Aufforderung an die CEOs forderte der Brief von 2015 außerdem Änderungen im US-Steuerrecht und prangerte eine kurzfristige Ausrichtung auch bei aktivistischen Investoren und in der Medienberichterstattung an. Der Brief von 2016 kritisierte heftig das hohe Volumen der Aktienrückkäufe von Gesellschaften im S&P 500, forderte Unternehmen auf, Quartalsergebnisausblicke einzustellen, behandelte „Environmental, social and governance“ (ESG) als Kriterium bei der Vermögensanlage und drängte wiederum auf Änderungen im Steuerrecht sowie auf höhere Infrastrukturinvestitionen in den USA. Aus der Presseberichterstattung über diese Briefe etwa *Padevit*, Finanz und Wirtschaft 03.02.2016; *Landgraf*, Handelsblatt vom 04.02.2016, 28 f.

<sup>51</sup> Siehe den kritischen Bericht von *Wiebe*, Handelsblatt vom 08.08.2016, 35: Während BlackRock in 5 % aller Fälle gegen Aktienrückkäufe stimmte, tat dies der Konkurrent Vanguard nur in 1 % und T. Rowe Price in 2,7 % der Fälle; für Fidelity wurden keine Daten genannt.

<sup>52</sup> *Fried/Wang*, Rev. Corp. Fin. Stud. 8 (2019), 207 ff.

<sup>53</sup> Für einen guten Überblick aus der Wirtschaftspresse *Book/Prange/Fehr u. a.*, WiWo vom 29.03.2018, 18 ff., die auf BlackRocks große Macht als Aktionär unter anderem im DAX 30, die „außerordentliche politische Geländegängigkeit“ des BlackRock-Chefs Larry Fink, die möglicherweise systemrelevante Wirkung von BlackRocks Investmentprogramm Aladdin, die Kritik an BlackRock, mit seinem umfangreichen Angebot an ETFs von der Fundamentalanalyse anderer zu profitieren („Trittbrettfahrer“), BlackRocks Einfluss auf gesellschaftspolitische Vorgänge sowie das kartellrechtliche Problem des Common Ownership eingehen.

## § 2 OECD & G20

### I. Bis zur Finanzkrise: Skepsis

Die OECD griff die *Short-termism*-Thematik ebenfalls besonders frühzeitig auf und vollzog dabei einen bemerkenswerten Meinungsschwenk. Zunächst erörterte ein Bericht der OECD Steering Group on Corporate Governance über die Bedeutung von Private-Equity-Firmen und aktivistischen Hedgefonds für die Corporate Governance im Juli 2007<sup>1</sup> neben zahlreichen weiteren Fragen unter dem Stichwort „*Short-termism*“ den Vorwurf, aktivistische Strategien verfolgten kurzfristige Gewinne, indem sie Unternehmen drängten, Mittel auszuschütten, die langfristig wertschöpfenden Strategien dienten.<sup>2</sup> Der Bericht stellte dies in den Kontext der Heuschreckendebatte<sup>3</sup> sowie der langwährenden Diskussion über die Kurzsichtigkeit bzw. Effizienz des Kapitalmarktes. Die Vorwürfe gegen Finanzinvestoren wies der Bericht ebenso bündig wie deutlich zurück.<sup>4</sup> Ein nachfolgender Report zu verbundenen Fragen<sup>5</sup> legte die Argumente etwas näher dar<sup>6</sup> und schloss nuancierter: *Short-termism* an sich könne zwar ein Aspekt (*policy issue*) sein, den es zu untersuchen lohne, es sei aber keineswegs erwiesen, dass Aktionärsaktivismus und Private Equity als Symptom eines (*Short-termism*-)Marktversagens bewertet werden sollten anstatt als Reaktion darauf.<sup>7</sup>

### II. Kehrtwende

Mitte 2009 vollzog die OECD Steering Group on Corporate Governance dann eine Kehrtwende in einem Bericht darüber, welche Lehren für die Corporate Governance aus der Finanzkrise zu ziehen seien.<sup>8</sup> Unter „Key findings and main messages“ befand sie: „In some instances, shareholders have been equally concerned with short termism as have

<sup>1</sup> OECD Steering Group on Corporate Governance, The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance, July 2007.

<sup>2</sup> Dies., The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance, July 2007, S. 7–8.

<sup>3</sup> Dazu dies., The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance, July 2007, S. 14.

<sup>4</sup> Dies., The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance, July 2007, S. 8, 60 mit Fn. 53. Zwar seien Märkte nicht notwendig perfekt, aber Kurs-Gewinn-Verhältnisse implizierten langfristige Erwägungen von „oft“ um die 15 Jahre, F&E-Investitionen würden recht schnell eingepreist, und selbst falls die Investorengesamtheit kurzsichtig wäre, spreche die Literatur dafür, dass eine kleine Zahl aktiver Investoren, die auf langfristige Aussichten achten, eine Schlüsselrolle bei der Entwicklung des Marktes spielen, selbst wenn sie nur für einen begrenzten Zeitraum investierten. Tatsächlich würden Gesellschaften in erster Linie zu einem Ziel aktivistischer Investoren, wenn ihnen eine glaubhafte langfristige Strategie fehle.

<sup>5</sup> Dies., The Role and Private Equity and Activist Hedge Funds in Corporate Governance, January 2008.

<sup>6</sup> Dies., The Role and Private Equity and Activist Hedge Funds in Corporate Governance, January 2008, S. 20; zudem zuvor a. a. O., S. 14, wo die Steering Group es ablehnte, schuldenfinanzierte Ausschüttungen an Finanzinvestoren als Ausdruck von *Short-termism* einzuordnen. Solche „Rekapitalisierungen“ seien vollkommen legal („perfectly legal“), nicht verbreitet, und eine Einordnung als Ausdruck gefährlichen *Short-termism* nehme an, dass alle Gesellschaften Ressourcen benötigen, die produktiv eingesetzt werden können. Aus makroökonomischer Perspektive könne indes eine Ressourcenreallokation nötig sein, etwa vermittelt durch Private-Equity-Gesellschaften.

<sup>7</sup> Dies., The Role and Private Equity and Activist Hedge Funds in Corporate Governance, January 2008, S. 20.

<sup>8</sup> Dies., Corporate Governance and the Financial Crisis, June 2009.

managers and traders, neglecting the effect of excessive risk taking policies.“<sup>9</sup> Im Text findet sich dieser Befund sogar für „shareholders as a whole“.<sup>10</sup> Die Interessen einiger Aktionäre und des Managements seien in der Phase des Bullenmarktes zeitweise „gleichgerichtet“ gewesen, verbunden mit einem hohen Maß kurzfristigen Verhaltens.<sup>11</sup>

Die OECD vertiefte die hiermit aufgeworfenen Probleme 2011 in einem ausführlichen Bericht über die Rolle institutioneller Investoren bei der Förderung guter Corporate Governance.<sup>12</sup> Er befand, dass institutionelle Investoren ungeachtet regelmäßiger Handelsaktivität im Grunde langfristige Aktionäre seien und daher im Prinzip Anreize hätten, gute Corporate Governance zu unterstützen.<sup>13</sup> Ein solches Engagement müsse aber angeregt und erleichtert werden.<sup>14</sup> Forderungen nach einer langfristigen Aktiengenerierung lehnte der Bericht hingegen ab, denn ein langfristiger Aktieninhaber sei nicht notwendig ein langfristig engagierter (scil.: sondern gegebenenfalls ein passiver) Investor. Das wahre *Short-termism*-Problem könne eher bei den Vorständen von Gesellschaften und Finanzinstitutionen liegen, vor allem wenn sie kurzfristige Amortisation betonten. Dessen ungeachtet, so der Bericht, bleibe die Definition von *Short-termism* angesichts schnelllebiger Technologie- und Wettbewerbsbedingungen eine Herausforderung.<sup>15</sup>

### III. Förderung langfristigen Investierens

Anschließend hat sich die OECD vor allem darauf konzentriert, langfristige Investitionen als Maßnahme gegen *Short-termism* zu fördern. Zunächst veröffentlichte sie im Heft 1/2011 des „OECD Journal: Financial Market Trends“ nahezu eine komplette Ausgabe zu *Short-termism* als Ergebnis eines „High-Level Financial Roundtable on Fostering Long-Term Investment and Economic Growth“.<sup>16</sup>

<sup>9</sup> *Dies.*, Corporate Governance and the Financial Crisis, June 2009, S. 53.

<sup>10</sup> *Dies.*, Corporate Governance and the Financial Crisis, June 2009, S. 12: „Moreover, shareholders as a whole appeared to be subject to similar short term incentives as traders and managers (i. e. their interests were temporarily aligned) and therefore not effective in the oversight of boards.“

<sup>11</sup> *Dies.*, Corporate Governance and the Financial Crisis, June 2009, S. 10 (Anführungszeichen um „aligned“ im Original); zudem a. a. O., S. 17 zu kurzfristigen Boni von Bankvorständen sowie S. 20 mit Kontrastierung der Praxis mit den OECD Principles of Corporate Governance, die fordern, langfristige über kurzfristige Erwägungen zu stellen.

<sup>12</sup> *Kirkpatrick/Lehuedé/Hoki*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011. Der Bericht ging unter anderem der Frage nach, ob institutionelle Investoren zunehmend kurzfristige Investoren würden oder zumindest kurzfristiges Denken ihrer Portfoliogesellschaften förderten (*dies.*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, S. 10, 15, 40, 42, zudem speziell zu Australien S. 78, 85, zu Chile S. 100, 105, 108 und zu Deutschland S. 117).

<sup>13</sup> Damit schloss sich die OECD der Linie an, welche sich zuvor schon in der britischen *Short-termism*-Debatte etabliert hatte, dazu zuerst oben 2. Teil, § 1 II. 3. b) bb)(3), S. 198 ff., insb. bei Fn. 838 auf S. 199, und vor allem 2. Teil, § 1 II. 3. b) cc)(2)(c), S. 217 ff.; ferner zu den Kodizes 2. Teil, § 1 II. 3. c), S. 237 ff.

<sup>14</sup> *Kirkpatrick/Lehuedé/Hoki*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, S. 10, 15; zudem aber a. a. O., S. 11 zu *Short-termism*-Vorwürfen gegen institutionelle Investoren sowie a. a. O., S. 44 f., 47 zu kurzfristigen Verhaltensanreizen von Fondsmanagern in Folge kurzfristig-relativer Leistungsbewertung.

<sup>15</sup> *Dies.*, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, 2011, S. 15, 43.

<sup>16</sup> Mit *Short-termism* befasst sich in dieser Ausgabe der Überblicksbeitrag von *Wehinger*, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), 9 ff., der unter anderem Maßnahmen gegen *Short-termism* mit Blick auf Bilanzierungsregeln, das Steuerrecht, die Finanzmarktregulierung und die Investoren- bzw. Anlegerkommunikation forderte (siehe insb. a. a. O., S. 11 f., 14, 21–24); ähnlich breit angelegt *Reviglio/*

Anfang 2012 begann die OECD zusammen mit einer Gruppe großer institutioneller Investoren und Finanzdienstleister<sup>17</sup> ein flankierendes Projekt, um langfristige Anlagen institutioneller Investoren durch bessere Kenntnisse von Politik und Regulierern über Bedürfnisse sowie Herausforderungen institutioneller Investoren zu unterstützen. Auf diese Weise sollte eine unterstützende Regulierung und Gesetzgebung ermöglicht werden.<sup>18</sup> Ein Bericht über den Projektstand 2014 nannte *Short-termism* als ein wichtiges Hindernis für eine größere Rolle institutioneller Investoren bei langfristiger Finanzierung. Der Begriff durchzog in Form von Zitaten der Kooperationspartner leitmotivisch den gesamten Report.<sup>19</sup> Ebenso spielte kurzfristige Orientierung in der Projektbroschüre eine herausgehobene Rolle.<sup>20</sup>

Darüber hinaus trug die OECD den Themenkomplex „Short-termism und institutionelle Investoren“ auf der Ebene der G20 vor. Im Februar 2013 präsentierte sie auf einer Konferenz der Finanzminister und Zentralbankgouverneure der G20-Staaten einen Be-

---

*Bassanini*, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), 31 ff., die Maßnahmen im Bereich Finanzmarktregulierung (Basel III, Solvency II), Bilanzierung (*market to market*, IAS 19 und IAS 39), Investmentregulierung und Anreize von Fondsmanagern ansprachen sowie das Shareholder-Value-Konzept als „short-termist“ kritisierten (siehe insb. a. a. O., S. 32, 43 f., 54 f.); ebenfalls breit angelegt zu unterschiedlichen Anzeichen für und Aspekten von *Short-termism* institutioneller Investoren *Yermo/Della Croce/Stewart*, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), 145, 146 f., 149 f. (Vorwürfe allgemein und dafür angeführte Tatsachen, etwa kurze Haltedauern), 151–153 (Agency-Probleme in der Intermediationskette, Wertpapierleihe und Regulierung als Ursache von *Short-termism*), S. 156 ff. (Gegenmaßnahmen); zu Solvency II *Rohde*, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), 77, 80; zu den Anreizen von Fondsmanagern und darauf aufbauend die Entwicklung von Vehikeln für langfristige Anlage fordernd *Costanzo*, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), 87, 91, 94–96. Ohne Verwendung des Begriffs „*Short-termism*“, aber mit Kritik am kurzfristigen Anlagestil vieler Investoren *Mareuse*, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), 83, 84; ferner unter verschiedenen Aspekten zur Förderung langfristiger Investitionen, wiederum ohne den Begriff „*Short-termism*“ *Déau*, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), 119 ff. (Infrastrukturinvestitionen) und *Bodie/Brière*, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), 141 ff. (Nutzen von Finanzinnovationen).

<sup>17</sup> *OECD Directorate for Financial and Enterprise Affairs*, Institutional Investors and Long-term Investment, May 2014, S. 2 sowie die zweite, nicht paginierte Umschlagseite listen als Projektpartner folgende Organisationen auf: das Canada Pension Plan Investment Board (kanadischer Pensionsfonds), der Stichting Pensioenfonds ABP (größter Pensionsfonds der Niederlande, insbesondere für Angestellte der Regierung), die Investmentgesellschaft Guggenheim Partners, die Strategieberatung Oliver Wyman und die Investorenvereinigung Club of Long-Term Investors (der zum einen staatliche Banken und Fonds angehören, unter anderem aus Deutschland (KfW), China, Polen, Brasilien und der EU (Europäische Investitionsbank) sowie zum anderen private Pensionsfonds, Entwicklungsbanken und Non-Profit-Organisationen).

<sup>18</sup> *Dass.*, Institutional Investors and Long-term Investment, May 2014, S. 3; siehe zudem die Projektbroschüre *dass.*, Institutional Investors and Long Term Investment, 2013 <[www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/ltipprojectbrochure.pdf](http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/ltipprojectbrochure.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>19</sup> *OECD Directorate for Financial and Enterprise Affairs*, Institutional Investors and Long-term Investment, May 2014, S. 1 („The role of institutional investors in long-term financing is also constrained by the short-termism increasingly pervasive in capital markets [...]“), S. 15 („There is a general need to enlarge the worldwide share of financing for long-term capital investment at the expense of short-termism and speculation“), S. 24 („Discussion summary and key messages [...] Session 2: Governance of and by Institutional Investors and the Investment Management Chain: Greater transparency, along with a shorter investment chain and better alignment between savers’ and investors’ incentives can be a solution to the growing short-termism in capital markets.“), S. 25 („We recognize the scale of the challenge in changing short-term attitudes and behaviours that have become all too ingrained in business, investment and society.“).

<sup>20</sup> *Dass.*, Institutional Investors and Long Term Investment, 2013 <[www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/ltipprojectbrochure.pdf](http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/ltipprojectbrochure.pdf)>, S. 2–3 (geprüft am 11.06.2020).

richt über die Rolle von Banken, Aktienmärkten und institutionellen Investoren bei der langfristigen Finanzierung von Wachstum und Entwicklung. In dem Bericht stellte die OECD unter anderem fest, dass die Rolle institutioneller Investoren bei der langfristigen Finanzierung durch zunehmenden *Short-termism* auf den Kapitalmärkten sowie durch strukturelle und regulatorische Hindernisse beschränkt sei.<sup>21</sup> Weiter vertieft wurden diese Themen in Berichten des Financial Stability Board, die vor allem behandelten, wie sich die Bankenregulierung, die Regulierung von Versicherern und Bilanzierungsstandards auf die Verfügbarkeit langfristigen Kapitals auswirkten, und ebenfalls Anreize zu kurzfristigem Handeln feststellten.<sup>22</sup> Auf eine Aufforderung der G20-Finanzminister erarbeitete die OECD daraufhin „High Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors“,<sup>23</sup> die nachfolgend auf dem G20-Gipfel in Petersburg von den Staats- und Regierungschefs angenommen wurden.<sup>24</sup>

Schließlich floss die Thematik in die Überarbeitung des Corporate Governance Kodex der OECD von 2004<sup>25</sup> ein. Neben den bereits angesprochenen Berichten anlässlich der Finanzkrise und zur Rolle institutioneller Investoren trug nach Aussage der OECD eine Initiative über „Corporate governance, value creation and growth“ wesentlich zu der Revision bei, die das OECD Corporate Governance Committee 2013 veranlasst hatte. Sie sollte untersuchen, wie bessere Corporate Governance den Zugang von Unternehmen zu Kapital, die Wertschöpfung und das Wirtschaftswachstum unterstützen könne.<sup>26</sup>

---

<sup>21</sup> OECD, *The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development*, February 2013 <<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20reportLTFinancingForGrowthRussianPresidency2013.pdf>>, S. 37 (geprüft am 11.06.2020); zudem führt der Bericht aus, dass kurzfristige Investoren die Märkte dominierten, wodurch sich die Finanzierungsbedingungen kleiner und mittlerer Unternehmen verschlechterten (S. 14, 39). Öffentliche Pensionsfonds stellte der Bericht allerdings als langfristig heraus, unter Verweis auf eine Gesellschaft, die zugleich Kooperationspartner des o. g. Gemeinschaftsprojekts von 2012 war (a. a. O., S. 19, ohne Offenlegung dieser Verbindung; zu den Projektpartnern Fn. 17 auf S. 738).

<sup>22</sup> *Financial Stability Board*, *Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance*, 08.02.2013 <[http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_130216a.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130216a.pdf)> (geprüft am 11.06.2020), insb. S. 10 („[...] to the extent that the regulations use short horizons for assessing solvency or apply different methods of fair valuing the assets and liabilities, thereby creating excessive volatility in financial statements, they may promote myopic behaviour and impinge on the ability of those investors to participate in certain LT asset classes.“); *dass.*, *Update on financial regulatory factors affecting the supply of long-term investment finance*, 29.11.2013 <[http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_130829g.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829g.pdf)> (geprüft am 11.06.2020), insb. S. 11 („Participants noted that accounting standards are intended to be neutral in that they do not reward specific behaviours or promote key outcomes. But they do incentivise preparers to manage what they measure, and there is some evidence that this includes short termism [...]“); *dass.*, *Update on financial regulatory factors affecting the supply of long-term investment finance*, 16.09.2014 <[http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_140916.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140916.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>23</sup> OECD, *G20/OECD High Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors*, September 2013 <<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>24</sup> *G20/OECD Task Force on Institutional Investors and Long-Term Financing*, *Report on Effective Approaches to Support Implementation of the G20/OECD High-level Principles on Long-term Investment Financing by Institutional Investors*, September 2014 <<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20-OECD-Report-Effective-Approaches-LTI-Financing-Sept-2014.pdf>>, S. 1 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>25</sup> OECD, *OECD-Grundsätze der Corporate Governance*, 2004.

<sup>26</sup> *Dies.*, *Corporate governance, G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 16.03.2016 <<http://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm>> (geprüft am 11.06.2020). Als weitere Beiträge zu dem Review-Verfahren nennt die Website die bereits oben (Text bei Fn. 8–11 auf S. 736–737) angesprochene Untersuchung der OECD zu „Corporate governance and the financial crisis“ sowie Peer-Reviews zu Einzelfragen, aus denen unter anderem der oben erörterte Bericht zur Rolle institutioneller

Drei der dazugehörigen fünf Publikationen behandelten in unterschiedlicher Ausführlichkeit *Short-termism*, unter anderem in Bezug auf die Berücksichtigung von Stakeholderinteressen, den Hochfrequenzhandel sowie Befund und Empfehlungen des britischen *Kay Review* über *Short-termism* bei institutioneller Aktienanlage.<sup>27</sup> Nachfolgend haben die OECD/G20 Principles of Corporate Governance im Zuge ihrer Neufassung 2015 einen eigenständigen Abschnitt erhalten, der „Institutionelle Anleger, Aktienmärkte und andere Intermediäre“ betrifft und unter anderem auf langfristiges Engagement institutioneller Investoren in der Corporate Governance (Stewardship) eingeht.<sup>28</sup>

---

Investoren bei der Förderung guter Corporate Governance hervorging (dazu Text bei Fn. 12–15 auf S. 737).

<sup>27</sup> In einem Sammelband über „Corporate Governance, Value Creation and Growth“ von 2012 skizzierte Colin Mayer die kurz darauf in Buchform (*Mayer, Firm Commitment*, 2013, dazu 4. Teil, § 4 III., S. 801 ff.) ausführlicher dargelegte These, dass Corporate Governance eine einzelfallabhängige Balance von Bindung (*commitment*) und Kontrolle herstellen muss, insbesondere um *Short-termism* bei Aktieninvestitionen in Gestalt einer kurzfristigen Ausbeutung von Stakeholdern zu vermeiden, *Langendoen.*, in: OECD (Hrsg.), *Corporate governance, value creation and growth*, 2012, S. 33 ff. Zudem erörterte ein Beamter aus dem niederländischen Finanz- und Justizministerium Vor- und Nachteile langfristigen versus kurzfristigen Aktionariats (*Langendoen*, in: OECD (Hrsg.), *Corporate governance, value creation and growth*, 2012, S. 63, 64–66).

2013 erschienen dann zwei ausführliche Beiträge in den OECD Corporate Governance Working Papers, die unter anderem auf *Short-termism* eingehen. *Isaksson/Çelik*, *Corporate Governance in Equity Markets*, 2013 erörtern mit Blick auf *Short-termism* namentlich die Bedeutung der sinkenden durchschnittlichen Haltedauern (S. 29 f.: nicht notwendig Anzeichen für kurzfristige Orientierung) und des Hochfrequenzhandels (S. 34, 36 f.: trage in verschiedener Weise zu kurzfristiger Orientierung bei), aktivistische Hedgefonds (S. 46 f.) und Beurteilungskriterien bzw. Interessenkonflikte in der Intermediationskette (S. 51: unter Verweis auf den *Kay Review* sowie Ausführungen der Europäischen Kommission); *Newport/Kim/Weild*, *Making Stock Markets Work to Support Economic Growth*, 2013 behandeln in Bezug auf *Short-termism* ebenfalls die zunehmende Automatisierung und Vernetzung des Wertpapierhandels sowie den zunehmenden Derivatehandel (S. 12: dadurch Erhöhung von *Short-termism*; ebenso auf S. 21 speziell für die USA; ferner S. 41 zur Gegenmaßnahme einer Erhöhung der *tick size*) sowie eingehend die Ausführung des englischen *Kay Review* zu *Short-termism* auf dem Aktienmarkt und dem Foresight-Projekt zu computerbasiertem Handel (S. 44–45, teils mit Zustimmung zur Analyse vor allem der *Kay Review*, aber kritisch zu den Empfehlungen und der Reaktion der britischen Regierung, die die Autoren für zu wenig konkret bzw. ungenügend erachten).

<sup>28</sup> *OECD, G20/OECD principles of corporate governance*, 2015, S. 31–36 unter III. bzw. in der deutschen Version *dies.*, *G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance*, 2015, S. 33–39 unter III. Der Abschnitt ist zwar in wichtigen Punkten, aber nicht vollkommen neu. Zu den Unterschieden und Übereinstimmungen mit der vorherigen Version der OECD Principles of Corporate Governance siehe im Einzelnen die im Änderungsmodus erstellte Entwurfsfassung von 2014, *dies.*, *OECD Principles of Corporate Governance, Draft for Public Comment – November 2014*, November 2014 <<http://www.oecd.org/daf/ca/OECD-Principles-CG-2014-Draft.pdf>>, S. 15–19 (geprüft am 11.06.2020).

### § 3 Vereinigte Staaten von Amerika

#### I. Behörden, Corporate-Governance-Gesetzgebung und Politik

##### 1. Short-termism vor dem Kongress und in der Politik

###### a) Dodd-Frank Act und parallele Hearings

Nachdem schon frühere Diskussionswellen durch krisenhafte Ereignisse angetrieben worden waren<sup>1</sup> und im Lichte der soeben geschilderten Beiträge überrascht es kaum, dass die Finanzkrise das Thema schädlicher kurzfristiger Orientierung in den USA wieder stark in den Vordergrund rückte. Der Gesetzgeber reagierte auf die zutage getretenen Mängel in Regulierung und Corporate Governance von Finanzinstituten mit dem 848 Seiten starken Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.<sup>2</sup> Dieser brachte ein umfassendes Paket von Änderungen. Neben spezifischen Maßnahmen der Finanzmarktregulierung enthielt es mehrere Vorschriften zur Corporate Governance,<sup>3</sup> insbesondere gegen kurzfristige Anreize aus leistungsabhängiger Vergütung.<sup>4</sup> Der Kongress reagierte damit auf weitverbreitete Sorgen, dass variable Vergütung zu kurzfristigem Denken und exzessiver Risikoübernahme anstatt langfristiger Wertschöpfung führe.<sup>5</sup> In den Anhörungen vor Senat und Repräsentantenhaus, die dem Dodd-Frank Act vorausgingen, spielte dieser Zweig der *Short-termism*-Debatte eine herausgehobene Rolle.<sup>6</sup> Daneben findet sich heftige Kritik an der kurzfristigen Einstellung von mit Fremd-

<sup>1</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 III., S. 270 ff.

<sup>2</sup> Die Angabe von 848 Seiten bezieht sich auf die Fassung Pub. L. 111-203, H.R. 4173, 124 Stat. 1376 – 124 Stat. 2223.

<sup>3</sup> Zusammenstellung bei *Bainbridge*, 95 Minnesota L. Rev. 1779, 1783 (2011): Section 951 (*Say on Pay*), 952 (Unabhängigkeit des Vergütungsausschusses), 953 (gewisse Offenlegung der Managervergütung), 954 (*clawbacks*), 971 (*shareholder proxy access*), 972 (Offenlegung zur Kombination CEO – *chairman of the board*), sodann mit eingehender Kritik dieser Regelungen *Bainbridge*, a. a. O., S. 1796 ff.

<sup>4</sup> Knapper Überblick bei *Davis*, 1 Colum. Bus. L. Rev. 1, 21–22 (2015).

<sup>5</sup> *Davis*, 1 Colum. Bus. L. Rev. 1, 21 (2015); *Rodriguez*, 95 Minnesota L. Rev. 1822, 1839 (2011). Ob die Vergütung von Bankmanagern einen Beitrag zur Finanzkrise geleistet hat, und, wenn ja, ob dies durch Agency-Probleme zwischen Direktoren und Aktionären verursacht wurde oder gerade Ausdruck der Präferenz der Aktionäre war, ist indes umstritten, dazu *Coffee*, 97 Cornell L. Rev. 1019, 1051–1055 m. w. N. (2012). Auch die Wirksamkeit der Vorschriften des Dodd-Frank Act zur Eindämmung risikofördernder Vergütung ist heftig attackiert worden, siehe *Coffee*, 97 Cornell L. Rev. 1019, 1067–1072 (2012); *Davis*, 1 Colum. Bus. L. Rev. 1, 22–23 (2015).

<sup>6</sup> Siehe o. A., *Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets: Hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, on examining what went wrong in the securities markets, how we can prevent the practices that led to our financial system problems, and how to protect investors*, March 10, 2009, 2009, S. 7, 51, 62, 63 Fn. 58, 74, 76, 78, 236 (mündliches und vorbereitetes Statement sowie schriftliche Antwort von John Coffee: Druck aktienbasierter Managervergütungssysteme, die zu sehr kurzfristiger Orientierung neigten und zur Vernachlässigung langfristiger Risiken anhielten), S. 137, 143 (vorbereitetes Statement Damon Silvers, AFL-CIO: zerstörerische Wirkung kurzfristiger Managervergütung), S. 280 (schriftliche Antwort von Paul Schott Stevens: öffentliche Empörung über Vergütung zugunsten kurzfristiger Managerinteressen); o. A., *Mortgage lending reform: A comprehensive review of the American mortgage system: hearing before the Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit, U. S. House of Representatives, One Hundred Eleventh Congress, First Session, March 11, 2009, 2009, S. 121* (vorbereitete Aussage von Graciela Aponte: zumeist Vergütungsanreize anhand kurzfristiger Ziele); o. A., *Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets, part II: hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, on further examining what went wrong in the securities markets, how we can prevent the practices that led to our financial system problems, and how to protect investors*,

kapital gehebelten Aktieninvestoren, verbunden mit einem Ruf, den Einfluss langfristig orientierter Anleger und/oder ein langfristig ausgerichtetes Board zu stärken.<sup>7</sup> Zudem wurde die kurzfristige Nutzung von Bilanzierungsspielräumen thematisiert<sup>8</sup> und ein

---

March 26, 2009, 2009, S. 12 f. (Frage Senator Schumer an die damalige Vorsitzende der SEC, Schapiro: Missstände in der Managervergütung, die kurzfristige Strohfeuergewinne belohnt oder Manager sogar hoch vergütet, wenn Aktionäre verlieren („heads, I win, tails, you lose“-System“)), S. 31 (Frage Senator Bayh an Schapiro: viele Anreize für Manager börsennotierter Unternehmen zu kurzfristigen Entscheidungen bei Entkopplung der damit verbundenen Risiken, namentlich durch Vergütung anhand kurzfristiger Leistung; in der Folge kurzfristiges im Gegensatz zu langfristigem Entscheidungsverhalten; Frage nach Maßnahmen, um langfristiges Entscheidungsverhalten und echte Wertschöpfung zu fördern statt kurzfristige Spielermentalität; Antwort Schapiro forderte Vergütung anhand langfristiger Leistung), S. 202 (vorbereitetes Statement Barbara Roper, Consumer Federation of America: exzessive Risikoübernahme in Finanzinstitutionen, verursacht durch (1) kurzfristigen Horizont der Anreizvergütung (2) Beteiligung nur am Gewinn-, nicht am Verlustpotenzial); o. A., Compensation structure and systemic risk: Hearing before the Committee of Financial Services, U. S. House of Representatives, One Hundred Eleventh Congress, First Session, June 11, 2009, 2009, S. 10 (CEOs hatten Anreize, kurzfristige Gewinne zu produzieren, und somit, Ramschanleihen zu vergeben und die langfristigen Gewinnaussichten der Aktionäre zu schwächen), 11 f., 14 f., 19, 37, 43 f., 155, 183 (Vergütungspläne, die kurzfristige riskante Gewinne statt langfristiges Wachstum und langfristigen Shareholder-Value belohnten als eine wichtige Ursache der Finanzkrise), 48 f. (Statement J. W. Verret, der den Beitrag der Vergütungsprogramme für unklar erachtet bzw. bestreitet), 61, 93 (Antwort Bebchuk auf Nachfrage Senator Bachus bzw. vorbereitetes Statement Bebchuk: kurzfristige defizitäre Vergütungsanreize als Problem des gesamten „Corporate America“), 204 f. (vorbereitetes Statement Lynn Turner: kurzfristige, an Quartals- und Jahresgewinnen ausgerichtete Vergütung und Bewertung von Fondsmanagern); o. A., Community and consumer advocates’ perspectives on the Obama administration’s financial regulatory reform proposals: Hearing before the Committee on Financial Services, U. S. House of Representatives, One Hundred Eleventh Congress, First Session, July 16, 2009, 2009, S. 11, 69, 70–72 (kurzfristige Vergütungsanreize als Beitrag zur Finanzkrise); o. A., Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009: report together with dissenting views (to accompany H.R. 3269) (including cost estimate of the Congressional Budget Office), 111th Congress First Session, 2009, S. 8 (kurzfristige Vergütungsanreize als Beitrag zur Finanzkrise); o. A., Executive compensation: How much is too much?: Hearing before the Committee on Oversight and Government Reform, House of Representatives, One Hundred Eleventh Congress, First Session, October 28, 2009, 2009, S. 221 (kurzfristige Vergütungsanreize als Beitrag zur Finanzkrise).

<sup>7</sup> Forderungen der letztgenannten Art finden sich vor allem im Zusammenhang mit einer Ermächtigung der SEC, eine Regelung zu *proxy access* zu treffen. Diese führte später zu einer SEC Rule, welche aber vor Gericht keinen Bestand hatte (*Business Roundtable v. SEC*, 647 F. 3d, 1144 (D. C. Cir. 2011), dazu noch unten 4. Teil, § 3 I.2.a)cc), S. 752 ff.). Siehe o. A., Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets: Hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, on examining what went wrong in the securities markets, how we can prevent the practices that led to our financial system problems, and how to protect investors, March 10, 2009, 2009, S. 137 (vorbereitetes Statement Damon Silvers, AFL-CIO: gestiegener Einfluss kurzfristiger Investoren mit Fremdkapitaleinsatz; Forderung, für langfristige Investoren Möglichkeit zu schaffen, unabhängige Board-Mitglieder zu wählen und zu ernennen), S. 279 (schriftliche Antwort von Paul Schott Stevens: geplanter *proxy access* sollte nur zugunsten der Interessen langfristiger Aktionäre gewährt werden); o. A., Congressional Record, Proceedings and Debates of the 111th Congress, Second Session, May 5, 2010, S. S3132 (Rede Senator Gregg, New Hampshire: geplanter Federal Proxy Access drohe kurzfristige Sonderinteressen in Unternehmen hineinzutragen und das Board von einer langfristigen Ausrichtung abzubringen); o. A., Congressional Record, Proceedings and Debates of the 111th Congress, Second Session, July 15, 2010, S. S5877, S5916 (gegenläufige Stimmen dazu, ob der geplante *proxy access* zu stärker kurzfristiger oder zu längerfristiger Ausrichtung der Unternehmen führen wird).

<sup>8</sup> O. A., Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets, part II: hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, on further examining what went wrong in the securities markets, how we can prevent the practices that led to our financial system problems, and how to protect investors, March 26, 2009, 2009, S. 27 (Frage Senator Menendez an die damalige Vorsitzende der SEC, Schapiro: Frage

allgemeiner, exzessiver Drang bzw. Druck zu kurzfristigen (Quartals-)Gewinnen angeprangert.<sup>9</sup>

Das Schlagwort „*Short-termism*“ oder der Vorwurf kurzfristigen (*myopic*) Denkens findet sich in den Anhörungen aus der Gesetzgebungshistorie des Dodd-Frank Act zwar vergleichsweise selten.<sup>10</sup> Allerdings hielt das Subcommittee on Economic Policy of the

---

nach Maßnahmen der SEC, um Unabhängigkeit der Bilanzierungs-Standardsetzer zu sichern, damit sie nicht kurzfristigen Interessen von Finanzdienstleistungslobbyisten mit Blick auf *fair value* nachgeben).

<sup>9</sup> O. A., Lessons learned in risk management oversight at federal financial regulators: Hearing before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, on discussing the role of federal financial regulators in the financial crisis in the United States and reforming regulation to ensure a strong financial system, March 18, 2009, 2009, S. 1 (Eröffnungsstatement Senator Reed: „The drive for short-term profits led to irrational behavior that affected many, not just a few firms.“); o. A., Compensation structure and systemic risk: Hearing before the Committee of Financial Services, U. S. House of Representatives, One Hundred Eleventh Congress, First Session, June 11, 2009, 2009, S. 48 f. (Statement J. W. Verret: „I will also highlight a Wall Street norm of issuing and feeling pressure to meet quarterly earnings guidance, which is the central cause of short-term tunnel vision for Wall Street executives. [...] The greatest risk to the safety and soundness of the Nation’s banking system is not compensation but short-term thinking. [...] The widely accepted convention of predicting quarterly earnings drives this short-term approach [that companies pursue]. [...] companies feel that voluntarily opting out will be taken as a negative signal. Pressure to make quarterly predictions about their earnings companies frequently feel pressure to cut corners to meet those predictions.“), S. 210 (vorbereitetes Statement J. W. Verret mit ähnlichen Aussagen wie im mündlichen Statement).

Siehe zudem den – letztlich nicht verabschiedeten – Shareholder Bill of Rights Act 2009, dessen Entwurf in Sec. 2 feststellte: „Congress finds that (1) among the central causes of the financial and economic crises [...] has been a widespread failure of corporate governance; (2) within too many of the Nation’s most important businesses and financial institutions, both executive management and boards of directors have failed in their most basic duties, including to enact compensation policies that are linked to the long-term profitability of their institutions, to appropriately analyze and oversee enterprise risk, and most importantly, to prioritize the long-term health of their firms and their shareholders; [...].“ (*United States*, 111th Congress, 1st Session, S. 1074, Shareholder Bill of Rights Act 2009, May 19, 2009 <[www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-111s1074is/pdf/BILLS-111s1074is.pdf](http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-111s1074is/pdf/BILLS-111s1074is.pdf)>, S. 1–2 (geprüft am 11.06.2020)).

<sup>10</sup> Soweit ersichtlich nur in zwei Hearings: erstens in o. A., Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets: Hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, on examining what went wrong in the securities markets, how we can prevent the practices that led to our financial system problems, and how to protect investors, March 10, 2009, 2009, S. 17 (Statement von Robert Pickel, ISDA: „They [AIG] also had a very myopic view of loss. They were only looking at the payout potential, the possibility they would actually have to pay out on these transactions [Engagement in CDS]. There was no consideration of the implications of the mark-to-market losses that they could face and to the effects on their capital and their liquidity.“), S. 143 (Prepared Statement von Doman A. Silvers, AFL-CIO: „Congress and the administration must make real President Obama’s commitment to end short-termism and pay without regard to risk in financial institutions. The AFL–CIO recently joined with the Chamber of Commerce and the Business Roundtable in endorsing the Aspen Principles on Long-Term Value Creation that call for executives to hold stock-based pay until after retirement. Those principles must be embodied in the regulation of financial institutions.“);

zweitens in o. A., Compensation structure and systemic risk: Hearing before the Committee of Financial Services, U. S. House of Representatives, One Hundred Eleventh Congress, First Session, June 11, 2009, 2009, S. 61 („Mr. BACHUS. Of just corporate America, how many corporations do you think engaged in dangerous, risky behavior that endangered the economy? Mr. BEBCHUK. I think the problem of short-termism, the practice that is now widely recognized as being problematic, namely that executives can cash out shares and options immediately upon vesting and that bonuses are often short term, this practice is general across corporate America.“), S. 106 (Appendix to written testimony submitted by Professor Lucian A. Bebchuk, *Bebchuk/Spamann*, Regulating Bankers’ Pay, Discussion Paper No. 641: „There is no question that short-termism could have contributed to excessive risk-taking, and a contemporaneous paper co-authored by one of us with Jesse Fried shows how compensation arrangements can be best designed to eliminate the potential distortions from such short-termism.“), S. 210

Committee on Banking, Housing and Urban Affairs im April 2010, kurz bevor Präsident Obama den Dodd-Frank Act im Juli 2010 unterzeichnete, sogar eine gesonderte Anhörung über „Short-Termism in Financial Markets“ ab.<sup>11</sup> Die Finanzkrise, betonte der Chairman, habe gezeigt, dass die Wall Street von kurzfristigen Erwartungen an Quartalsgewinne besessen sei, denen allzu oft langfristiges Wirtschaftswachstum und Beschäftigung geopfert werden. In diesen Zusammenhang stellte er auch den Aufstieg von Private Equity und Hedgefonds. Die Finanzindustrie dominiere die produzierende Industrie<sup>12</sup> – ein aus der britischen Debatte wohlbekannter Vorwurf.<sup>13</sup> Als Zeugen geladen waren Vertreter aus Industrie, Gewerkschaften, Wissenschaft sowie des Aspen Institute. Alle stimmten überein, dass *Short-termism* ein tiefgreifendes Problem sei, freilich mit teils diametralen Ansichten zu den Ursachen. Besonders oft verwies man auf einen Druck, Quartalsergebnisse zu erfüllen,<sup>14</sup> hohe Aktienrückkäufe<sup>15</sup> und eine finanzialisierte MBA-Ausbildung in *business schools*.<sup>16</sup> Als Ansatzpunkt für Gegenmaßnahmen diskutierten die Zeugen vor allem das Steuerrecht<sup>17</sup> und die Bestimmung von *fiduciary duties* in der Investitionskette.<sup>18</sup>

#### b) *Shareholder Bill of Rights Act 2009*

Weiterhin spielte *Short-termism* eine große Rolle bei der Auseinandersetzung um den letztlich nicht verabschiedeten Shareholder Bill of Rights Act 2009,<sup>19</sup> der teils weiter-

---

(Testimony J. W. Verret: „Short-term thinking is, however, a significant risk to the safety and soundness of the nation’s banking system. But a focus on compensation approaches the issue indirectly [...]. The real question is why they are directed toward short-term goals in the first instance. The widely accepted convention of quarterly earnings pressure in capital markets is the root of this short-termism. Companies feel pressured to make quarterly predictions about their earnings, and then cut corners to meet those predictions.“).

<sup>11</sup> O. A., Short-termism in Financial Markets, Hearing before the Subcommittee on Economic Policy of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, Second Session, April 29, 2010, 2010.

<sup>12</sup> O. A., Short-termism in Financial Markets, Hearing before the Subcommittee on Economic Policy of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, Second Session, April 29, 2010, 2010, S. 1–2; zu Aktivitäten von Private-Equity-Gesellschaften zudem a. a. O., S. 18–20.

<sup>13</sup> Siehe oben 2. Teil, § 1 II., S. 160 ff., insb. 2. Teil, § 1 II. 3. a) bb), S. 183 ff.

<sup>14</sup> O. A., Short-termism in Financial Markets, Hearing before the Subcommittee on Economic Policy of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, Second Session, April 29, 2010, 2010, S. 5, 7, 11.

<sup>15</sup> O. A., Short-termism in Financial Markets, Hearing before the Subcommittee on Economic Policy of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, Second Session, April 29, 2010, 2010, S. 6, 17.

<sup>16</sup> O. A., Short-termism in Financial Markets, Hearing before the Subcommittee on Economic Policy of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, Second Session, April 29, 2010, 2010, S. 8, 15–17.

<sup>17</sup> O. A., Short-termism in Financial Markets, Hearing before the Subcommittee on Economic Policy of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, Second Session, April 29, 2010, 2010, S. 4, 7, 10 (mit der Haltedauer abnehmende Dividendenbesteuerung), sowie S. 7, 10 (Finanztransaktionssteuer).

<sup>18</sup> O. A., Short-termism in Financial Markets, Hearing before the Subcommittee on Economic Policy of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, Second Session, April 29, 2010, 2010, S. 7, 19–21.

<sup>19</sup> *United States*, 111th Congress, 1st Session, S. 1074, Shareholder Bill of Rights Act 2009, May 19, 2009 <[www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-111s1074is/pdf/BILLS-111s1074is.pdf](http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-111s1074is/pdf/BILLS-111s1074is.pdf)> (geprüft am 11.06.2020), gesponsert von Senator Schumer.

gehende Corporate-Governance-Reformen als der Dodd-Frank Act anstrebte. Deutlich zeigte sich dies in einer thematisch eng verbundenen Kongressanhörung über „Protecting shareholders and enhancing public confidence by improving corporate governance“.<sup>20</sup> In der Anhörung wurde wiederum hervorgehoben, dass eine langfristige Orientierung der Gesellschaften zu stärken bzw. ein erhöhter Einfluss von Investoren zu vermeiden sei, die an kurzfristigem Gewinn interessiert sind.<sup>21</sup> Man prangerte Vergütungspakete an, die kurzfristige Handlungen statt langfristiges Denken belohnten,<sup>22</sup> ein Versagen der Boards dabei, das langfristige Wohl ihrer Firmen und Aktionäre an die Spitze zu stellen,<sup>23</sup> sowie eine Betonung kurzfristiger Gewinne auf Kosten langfristigen, nachhaltigen Wachstums durch institutionelle Investoren<sup>24</sup> oder allgemein.<sup>25</sup> Den Begriff *Short-termism* verwendeten dabei sowohl Befürworter<sup>26</sup> als auch Gegner<sup>27</sup> der debattierten Corporate-Governance-Reformen.

---

<sup>20</sup> O. A., Protecting shareholders and enhancing public confidence by improving corporate governance: Hearing before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, July 29, 2009, 2010.

<sup>21</sup> Dieser Aspekt spielte vor allem bei der Debatte um *proxy access* eine Rolle, siehe o. A., Protecting shareholders and enhancing public confidence by improving corporate governance: Hearing before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, July 29, 2009, 2010, S. 2 (Statement Senator Bunning), S. 19 (Frage Senator Bunning an Verret), S. 53 (vorbereitetes Statement Ann Yerger, Council of Institutional Investors), S. 127 f., 134 (vorbereitetes Statement John Castellani, Business Roundtable).

<sup>22</sup> O. A., Protecting shareholders and enhancing public confidence by improving corporate governance: Hearing before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, July 29, 2009, 2010, S. 3 (Statement Senator Schumer), S. 10 (Statement Ann Yerger, Council of Institutional Investors, die hierin einen Beitrag zur Finanzkrise sieht), S. 227 (vorbereitetes Statement Richard Ferlauto, der hier ebenfalls einen Beitrag zur Finanzkrise sieht).

<sup>23</sup> O. A., Protecting shareholders and enhancing public confidence by improving corporate governance: Hearing before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, July 29, 2009, 2010, S. 3 (Statement Senator Schumer), S. 225 (vorbereitetes Statement Richard Ferlauto).

<sup>24</sup> O. A., Protecting shareholders and enhancing public confidence by improving corporate governance: Hearing before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, July 29, 2009, 2010, S. 15, 224 (mündliches und vorbereitetes Statement J. W. Verret: kurzfristiges Denken der Wall Street, getrieben durch Fixierung institutioneller Investoren auf die Erfüllung prognostizierter Quartalsgewinne, als möglicher Beitrag zur Finanzkrise), S. 21 (Antwort John Coates IV zu kurzfristigen Interessen durch *empty voting*), S. 29, 31 (Antworten Castellani), S. 49 (vorbereitetes Statement John Coates IV mit Empfehlung weniger kurzfristigen Aktionärsdrucks auf Finanzunternehmen).

<sup>25</sup> O. A., Protecting shareholders and enhancing public confidence by improving corporate governance: Hearing before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, July 29, 2009, 2010, S. 11 (Statement John Castellani, Business Roundtable).

<sup>26</sup> O. A., Protecting shareholders and enhancing public confidence by improving corporate governance: Hearing before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, July 29, 2009, 2010, S. 11 (Statement Ann Yerger, Council of Institutional Investors: Reformmaßnahmen belohnen *Short-termism* nicht); ferner S. 25 (Antwort J. W. Verret zu Hedgefonds-Aktivismus und Wettbewerb der US-Gliedstaaten im Gesellschaftsrecht).

<sup>27</sup> O. A., Protecting shareholders and enhancing public confidence by improving corporate governance: Hearing before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, First Session, July 29, 2009, 2010, S. 13 (Statement John Castellani, Business Roundtable: Reformvorschläge [des Share-

c) *Vorwahlkampf der Democratic Party: Kampagne der Siegerin Hillary Clinton*

Die Gesetzgebung zur Nachbereitung der Finanzkrise hat die politische Auseinandersetzung mit dem *Short-termism*-Thema keinesfalls beendet. *Hillary Clinton* griff in ihrem erfolgreichen Wahlkampf um die Präsidentschaftskandidatur für die Democratic Party die *Short-termism*-Debatte prominent auf,<sup>28</sup> insbesondere die oben skizzierten Forderungen von *Barton/Wiseman* (McKinsey) und *Fink* (BlackRock). Ihr Wirtschaftsprogramm für die Vorwahlen stellte *Clinton* unter die Leitmotive „Strong“, „Fair“ and „Long-term growth“. Unter dem dritten Punkt forderte sie ein Ende des „quarterly capitalism“ und versprach eine Steuerrechtsreform, um langfristiges statt kurzfristiges Investieren zu fördern, zunehmendem Einfluss aktivistischer Aktionäre entgegenzutreten, die an kurzfristigem Gewinn interessiert seien, sowie die Managervergütung besser auf langfristige Wertschöpfung auszurichten.<sup>29</sup> *Short-termism* war offenbar zu einem Thema avanciert, mit dem die damalige Favoritin für die Präsidentschaftswahlen ihre demokratischen Wähler gewinnen konnte. Allen voran aktivistische Investoren, die der Vorwurf kurzfristigen Verhaltens auch in den USA besonders häufig traf und trifft, erkannten das und reagierten mit einer neuen Lobbyorganisation in Washington, um ungünstige Gesetzgebung abzuwehren.<sup>30</sup> Parallel dazu unternahmen es namhafte Manager etablierter Großunternehmen, Investmentbanken und Vermögensverwalter, die hitzige Debatte um *Short-termism* in der Corporate Governance zu kanalisieren und auf eine langfristige Orientierung hinzuwirken.<sup>31</sup>

---

holder Bill of Rights Act 2009] könnten *Short-termism* fördern), S. 243 (schriftliche Antwort John Catellani auf Frage von Senator Bunning, bezogen auf Federal Proxy Access).

<sup>28</sup> Knapp dazu *Kahan/Rock*, Anti-Activist Poison Pills, March 2017 <<https://ssrn.com/abstract=2928883>>, S. 3 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>29</sup> *Hillary for America*, A plan to raise American incomes, 21.03.2016 <<https://web.archive.org/web/20160321081908/https://www.hillaryclinton.com/issues/plan-raise-american-incomes/>> (geprüft am 13.03.2021); dazu auch *Ignatius*, Harv. Bus. Rev. 93 (2015), 14.

<sup>30</sup> Siehe *Katz/McIntosh*, Holding Activists and Proxy Advisory Firms Accountable?, May 31, 2016 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/05/31/holding-activists-and-proxy-advisory-firms-accountable/#more-73013>> (geprüft am 11.06.2020), zum neu gegründeten Council for Investor Rights and Corporate Accountability (CIRCA), der auf eine gemeinsame Initiative der bekannten aktivistischen Investoren Bill Ackman (Pershing Square), Carl Icahn, Daniel Loeb (Third Point), Paul Singer (Elliott Associates) und Barry Rosenstein (Jana Partners) zurückgehen soll.

<sup>31</sup> Besonders beachtet wurde die Initiative einer ebenso illustren wie heterogenen Gruppe von Investoren, Bank-, Fonds- und Unternehmensmanagern, darunter neben dem Initiator Jamie Dimon (JPMorgan Chase) etwa Warren Buffett, Larry Fink (BlackRock), Jeff Immelt (GE) und Jeff Ubben (ValueAct Capital). Sie erarbeiteten einen neunseitigen Katalog von „Commonsense Corporate Governance Principles“, der generell eine langfristige Orientierung anmahnte und an vielen Stellen einzelne Themen aus der *Short-termism*-Debatte aufnahm, etwa *proxy access* langfristiger Aktionäre (ohne klare Stellungnahme), die Quartalsberichterstattung (diese wird grundsätzlich akzeptiert, Quartalsergebnisausblicke (*earnings guidance*) werden aber abgelehnt), sowie Zweiklassenaktienstrukturen (ablehnend), im Einzelnen *Armour/Barra/Buffett u. a.*, Commonsense Principles of Corporate Governance <[http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/GovernancePrinciples\\_Principles.pdf](http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/GovernancePrinciples_Principles.pdf)> (geprüft am 11.06.2020), zu den vorgenannten Punkten S. 2, 5–6; siehe zudem den begleitenden offenen Brief im Internet, der unter anderem kurzfristige Finanzmärkte kritisierte (*dies.*, Commonsense Corporate Governance Principles <<http://www.governanceprinciples.org/>> (geprüft am 11.06.2020): „Our financial markets have become too obsessed with quarterly earnings forecasts.“), sowie den etwas zurückhaltenderen „Open Letter“ in PDF-Form (*dies.*, Open Letter: Commonsense Corporate Governance Principles <[http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/Governance\\_Principles\\_Open\\_Letter.pdf](http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/Governance_Principles_Open_Letter.pdf)> (geprüft am 11.06.2020)).

Kritik hierzu blieb nicht aus. Sie bemängelte zum einen, dass an der Gruppe keine Vertreter der großen neuen Technologiefirmen von der Westküste beteiligt waren, keine Vertreter mittlerer Unternehmen und keine Repräsentanten der größten US-Pensionsfonds oder von Beraterseite. Die Commonsense Principles würden sich darauf beschränken, breit akzeptierte und von Stimmrechtsberatern gebilligte Stan-

Dies hatte Strahlkraft bis in die deutsche Tagespresse, die allerdings gemischt reagierte.<sup>32</sup>

#### d) Weitere Entwicklung: Back to the 80s?

Nachdem *Hillary Clinton* überraschend die Präsidentschaftswahl gegen *Donald Trump*, den Kandidaten der Konservativen, verloren hat, zeichnet sich eine Wende der US-Administration zur *Short-termism*-Thematik ab. Die Trump-Administration verfolgt einen betont liberal-wirtschaftsfreundlichen Kurs und hat angekündigt, Teile der aufgebauten Regulierung von Unternehmen und Finanzwirtschaft zurückzuführen. Die *Short-termism*-Bedenken aus der Zeit nach der Finanzkrise teilt sie somit offenbar nicht. Deren Vertreter dürfte das kaum umstimmen. Es liegt nicht fern, dass sich aus dieser Lage ähnliche Frontlinien der *Short-termism*-Debatte bilden könnten wie in den 1980er Jahren, als es aus Anwaltschaft, Wissenschaft und einigen Bundesstaaten heftige *Short-termism*-Kritik mit zahlreichen Versuchen gesetzlicher Gegenmaßnahmen gab, denen sich aber auf Bundesebene die damalige *Reagan*-Administration mit der von ihr geprägten SEC erfolgreich entgegenstellte.<sup>33</sup>

## 2. *Short-termism* vor der SEC und anderen Behörden

### a) *Proxy access*

#### aa) Restriktiver Ansatz bis 2008

In den USA erlebte das *Short-termism*-Thema bereits etwas vor der Finanzkrise im Zuge der oben resümierten privaten Initiativen eine Renaissance und erreichte so frühzeitig Mitglieder der Securities and Exchange Commission (SEC). So tadelte der damalige Chairman der SEC im Mai 2005 auf der Jahreskonferenz des CFA Institute, Analysten seien mittlerweile besessen davon, ob eine Gesellschaft den erwarteten Quartalsgewinn pro Aktie erreiche, anstatt sich mit ihren langfristigen Aussichten zu befassen. Aufgrund des erheblichen Einflusses von Sell-side-Analysten spiegelte sich dieser Wechsel von langfristigem Denken zu kurzfristigen Ergebnissen auch beim Unternehmensmanagement und bei professionellen Investoren wider. Dieser Fokus wirke kontraproduktiv.<sup>34</sup>

Eine intensive *Short-termism*-Diskussion entzündete sich aber vor allem ab 2007 anlässlich erneuter Initiativen, Aktionären zu sog. *proxy access* zu verhelfen, ihnen also unter bestimmten Voraussetzungen zu erlauben, Kandidaten für den Verwaltungsrat

---

dards zusammenzustellen. Demgegenüber vermieden sie eine klare Position zu zahlreichen strittigen Punkten, darunter in der Debatte um *Short-termism* vs. *entrenchment*, zum Ganzen *Batts*, *The Commonsense Corporate Governance Principles: Who Was Missing from the Table?*, 04.08.2016 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/08/04/the-commonsense-corporate-governance-principles-who-was-missing-from-the-table/#more-73429>> (geprüft am 11.06.2020). Dessen ungeachtet haben Marktteilnehmer den Commonsense Principles einen positiven Beitrag zur Förderung langfristigen Engagements zwischen Aktionären und Board attestiert (so *Waters*, *Glass Lewis Thoughts on the „Commonsense Principles of Corporate Governance“*, 30.08.2016 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/08/30/glass-lewis-thoughts-on-the-commonsense-principles-of-corporate-governance/#more-73598>> (geprüft am 11.06.2020)).

<sup>32</sup> Wohlwollend o. A., *Zeit Online* vom 21.07.2016 („US-Konzernchefs gegen kurzfristiges Profitdenken“); sehr kritisch *Wiebe*, *Handelsblatt* vom 22./23./24.07.2016, 31.

<sup>33</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 I.3.b)bb)(1), S. 109 ff. Anders auf Ebene der Bundesstaaten, dazu 2. Teil, § 1 I.3.b)bb)(2), S. 117 ff.

<sup>34</sup> *Donaldson*, *Speech by SEC Chairman: 2005 CFA Institute Annual Conference, May 8, 2005* <<http://www.sec.gov/news/speech/spch050805whd.htm>> (geprüft am 11.06.2020).

(Board) kostengünstig über die Abstimmungsunterlagen (*proxy materials*) aufzustellen, welche die Gesellschaft an die Aktionäre versendet. Bereits 2003 hatten gleichgerichtete Anläufe zu einer Debatte um *Short-termism* geführt.<sup>35</sup>

Die Proxy-Access-Thematik nahm die SEC zunächst 2007 mehr oder weniger notgedrungen auf, nachdem der US Court of Appeals for the Second Circuit geurteilt hatte, dass Gesellschaften Beschlussvorschläge nicht ausschließen dürfen, die in den Statuten der Gesellschaft (*bylaws*) ein Proxy-Access-Nominierungsverfahren verankern wollen.<sup>36</sup> Dies befeuerte zum einen die Kontroverse um das richtige Maß von Aktionärs Einfluss im Schrifttum, in der unter anderem *Short-termism*-Bedenken eine gewichtige Rolle spielten.<sup>37</sup> Zum anderen widersprach es der bisherigen Linie der SEC,<sup>38</sup> die befürchtete, die Offenlegungsvorschriften für die Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten (*proxy solicitation*) in Rule 14a-12 könnten umgangen werden.<sup>39</sup> Die SEC stellte daher Mitte 2007 erneut zwei alternative Regelungsvorschläge zur Diskussion:<sup>40</sup> einen restriktiven Vorschlag, der sicherstellte, dass das Board Vorschläge für eine Proxy-Access-Regelung in den Statuten ausschließen darf,<sup>41</sup> und einen liberalen, der Proxy-Access-Vorschläge solchen Aktionären gestattete, die mindestens 5 % der stimmberechtigten Aktien mindestens ein Jahr gehalten haben, wobei Ausgestaltung und Grenzen zulässiger *bylaws* dem einzelstaatlichen Gesellschaftsrecht überlassen bleiben sollten.<sup>42</sup> Mindesthaltevolumen und -haltungsdauer sollten dabei lediglich gewährleisten, dass berechtigte Aktionäre flankierende Offenlegungspflichten reibungslos erfüllen (können).<sup>43</sup> Hingegen spielte die in der Literatur geführte Debatte um kurz- versus langfristige Orientierung keine ersichtliche Rolle. Im Ergebnis entschied sich die SEC für den restriktiven Vorschlag, der es stark erschwerte, *proxy access bylaws* über Aktionärsvorschläge durchzusetzen.<sup>44</sup>

<sup>35</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 I.4. b)aa), S. 141 ff., bei Fn. 445–460 auf S. 141–143.

<sup>36</sup> *AFSCME v. AIG*, 462 F.3d 121 (2d Cir. 2006).

<sup>37</sup> Näher dazu 4. Teil, § 3 II. 1., S. 760 ff.

<sup>38</sup> *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors, August 3, 2007, 72 Fed. Reg. 43488, 43491–43492; *Keltsch*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012, S. 230–231.

<sup>39</sup> *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Shareholder Proposals, August 3rd, 2007, 72 Fed. Reg. 43466, 43469; *dies.*, Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors, August 3, 2007, 72 Fed. Reg. 43488, 43491.

<sup>40</sup> Näher, auch zu weiteren, hier nicht vorrangig interessierenden Elementen der Vorschläge *Keltsch*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012, S. 231–235.

<sup>41</sup> *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors, August 3, 2007, 72 Fed. Reg. 43488, 43493.

<sup>42</sup> *Dies.*, Shareholder Proposals, August 3rd, 2007, 72 Fed. Reg. 43466, 43470–43471, mit flankierenden *disclosure requirements* S. 43471–43475.

<sup>43</sup> Vgl. *dies.*, Shareholder Proposals, August 3rd, 2007, 72 Fed. Reg. 43466, 43470.

<sup>44</sup> *Dies.*, Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors, December 11, 2007, 72 Fed. Reg. 70450; rückblickend *dies.*, Facilitating Shareholder Director Nominations, proposed June 18, 2009, Securities Act Release No. 9046, Exchange Act Release No. 60089, Investment Company Act Release No. 28765, 74 Fed. Reg. 29024, 29030–29031; aus der Literatur näher *Fairfax*, 84 Indiana L. J. 1259, 1275–1278 (2007); *Fisch*, 61 Emory L. J. 435, 444–445 (2012); *McDonnell*, 43 Ariz. St. L. J. 67, 105–106 (2011); *Roe*, 2 Harv. Bus. L. Rev. 1, 11–12 (2012).

*bb) Security Holder Director Nominations: proxy access für langfristige Aktionäre*

Der Versuch, den Status quo ante zu konsolidieren, hielt nicht lange.<sup>45</sup> Wenige Jahre später belebte die Nachbereitung der Finanzkrise, wie zuvor jene der Bilanzskandale um Enron,<sup>46</sup> erneut Bestrebungen, Aktionären die Aufstellung eigener Board-Kandidaten zu erleichtern.<sup>47</sup> Dies fachte zugleich den entsprechenden Zweig der *Short-termism*-Debatte wieder an: Section 971 des Dodd-Frank Act ergänzte in Section 14(a) des Securities Exchange Act 1934 eine eindeutige<sup>48</sup> Kompetenz der SEC, Vorschriften zu erlassen, auf deren Grundlage Aktionäre eigene Kandidaten für das Board in den Abstimmungsunterlagen benennen können, welche die Gesellschaft an ihre Aktionäre versendet (*proxy access*).<sup>49</sup> Entsprechende Regelungen nahm die SEC schon vor Inkrafttreten ihrer neuen Kompetenz in Angriff: Im Zuge der Wahl des Demokraten *Barack Obama* zum US-Präsidenten war an die Spitze der SEC *Mary Schapiro* getreten, die einen stärkeren Einfluss großer Aktionäre auf die Board-Wahl versprochen hatte.<sup>50</sup> Die SEC schlug dementsprechend schon 2009 neue Proxy-Access-Regelungen vor, wozu sie auf Corporate-Governance-Missstände verwies, welche in der Finanzkrise zutage getreten seien.<sup>51</sup> Der Regelungsvorschlag bestand aus zwei Komponenten:<sup>52</sup> erstens einer neuen Rule 14a-11, die Aktionären, welche eine bestimmte Mindestbeteiligung<sup>53</sup> ein Jahr gehalten haben, gestattete, eigene Kandidaten für bis zu 25 % des Boards in den Proxy-Unterlagen der Gesellschaft aufzustellen (*mandatory proxy access*<sup>54</sup>);<sup>55</sup> zweitens eine modifizierte Rule 14a-8, die Aktionären unter den allgemeinen Voraussetzungen für Beschlussvorschläge erlaubte, eine Abstimmung darüber herbeizuführen, *proxy access* in der Satzung der Gesellschaft (*bylaws*) zu verankern, allerdings nur in über Rule 14a-11 hinausgehender Form (*private ordering amendment*<sup>56</sup>).<sup>57</sup> Damit revidierte die SEC ihre gegenteilige Linie

<sup>45</sup> *Keltsch*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012, S. 236–237 verweist hierzu auf einen Riss zwischen Kommissionsmitgliedern der beiden politischen Lager, der es absehbar erscheinen ließ, dass das Thema bei einem politischen Wechsel an der SEC-Spitze wieder auf die Agenda kommen würde.

<sup>46</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 I.4. b) aa), S. 141 ff., Text bei Fn. 445–460 auf S. 141–143.

<sup>47</sup> *Dearlove/Werrett*, 69 Bus. Law. 155, 155–157 (2013).

<sup>48</sup> Zuvor war eine entsprechende Kompetenz der SEC umstritten gewesen, siehe *Zukin*, 33 Pepperdine L. Rev. 937, 981–982 (2006) und rückblickend knapp *Fisch*, 61 Emory L. J. 435, 438, 447 (2012).

<sup>49</sup> Genauer: Unterlagen zur Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten, sog. *proxy solicitation materials*, bestehend aus *proxy card* und *proxy statement*.

<sup>50</sup> *Fisch*, 61 Emory L. J. 435, 445 (2012); *Smith/Wright/Hintze*, 80 Fordham L. Rev. 125, 162 (2011); dazu, dass solche Bestrebungen vor allem Anspruchsgruppen der Demokratischen Partei zugutekamen *Roe*, 2 Harv. Bus. L. Rev. 1, 12 (2012).

<sup>51</sup> *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Facilitating Shareholder Director Nominations, proposed June 18, 2009, Securities Act Release No. 9046, Exchange Act Release No. 60089, Investment Company Act Release No. 28765, 74 Fed. Reg. 29024, zur Berufung auf die Missstände der Finanzkrise und dadurch erschüttertes Investorenvertrauen auf das Management a. a. O. 74 Fed. Reg. 29024, 29025 sowie *Gulinello*, Utah L. Rev. 547, 558 (2010). Tatsächlich wies das Proxy-Access-Thema indes keine direkte Verbindung zu den Ursachen der Finanzkrise auf, zutreffend *Roe*, 2 Harv. Bus. L. Rev. 1, 12 (2012).

<sup>52</sup> Konziser Überblick über die wichtigsten Elemente beider Komponenten bei *McDonnell*, 43 Ariz. St. L. J. 67, 106–108 (2011).

<sup>53</sup> Je nach Emittentengröße zwischen 1 und 5 % der Stimmrechte.

<sup>54</sup> So die prägnante Kurzbezeichnung von *Dearlove/Werrett*, 69 Bus. Law. 155, 156 (2013).

<sup>55</sup> Zu den Einzelheiten *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Facilitating Shareholder Director Nominations, proposed June 18, 2009, 74 Fed. Reg. 29032–29055.

<sup>56</sup> So die prägnante Kurzbezeichnung von *Dearlove/Werrett*, 69 Bus. Law. 155, 156 (2013).

<sup>57</sup> Im Einzelnen *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Facilitating Shareholder Director Nominations, proposed June 18, 2009, 74 Fed. Reg. 29056–29058. Die vorgeschlagene Satzungsregelung

aus dem Jahr 2007, die solche Vorschläge für unzulässig erklärt hatte.<sup>58</sup> Eine Mindesthaltedauer von einem Jahr erschien der SEC nun ausreichend, um *proxy access* auf langfristige Aktionäre zu beschränken, deren Interessen, so die SEC, mit größerer Wahrscheinlichkeit mit jenen anderer Aktionäre übereinstimmten und die die Regelung mit geringerer Wahrscheinlichkeit allein für kurzfristige Gewinne nutzen würden.<sup>59</sup>

Der Regelungsvorschlag wurde wie seine Vorgänger sehr kontrovers aufgenommen. Die von der SEC eingeholten Kommentare zeigten erwartbar<sup>60</sup> eine scharfe Spaltung in Befürworter und Gegner.<sup>61</sup> *Short-termism*-Argumente spielten dabei eine herausgehobene Rolle: Zahlreiche bekannte US-Großunternehmen, Vertreter der Anwaltschaft und große Pensionsfonds äußerten Bedenken, die vorgeschlagene Regelung könnte zur Wahl von „Special-Interest“-Direktoren führen und Unternehmen zwingen, sich auf die kurze Frist statt den langfristigen Shareholder-Value zu konzentrieren.<sup>62</sup> Insgesamt sprach sich die Mehrheit der Stellungnahmen für eine längere Mindesthaltedauer aus, zumeist zwischen eineinhalb und vier Jahren. Mehrere argumentierten, eine längere Mindesthaltedauer werde sicherstellen, dass die Nutzung der Proxy Access Rule auf Inhaber eines erheblichen langfristigen Beteiligungsinteresses beschränkt werde.<sup>63</sup>

Von diesem *strong support of a variety of commenters*<sup>64</sup> für eine längere Haltedauer zeigte sich die SEC beeindruckt. In der Final Rule<sup>65</sup> verschärfte sie die Kriterien deutlich, welche gesetzlichen *proxy access* auf langfristige Aktionäre beschränken sollten,

---

sollte nicht mit der geplanten Rule 14-11 in Konflikt stehen dürfen. Die SEC interpretierte dies so, dass eine vorgeschlagene Satzungsregelung nicht restriktiver, wohl aber großzügiger sein dürfe als Rule 14a-11. Für den Fall einer großzügigeren Regelung schlug die SEC flankierend zusätzliche Veröffentlichungsanforderungen in einer neuen Rule 14a-19 vor.

<sup>58</sup> *Dies.*, Facilitating Shareholder Director Nominations, proposed June 18, 2009, 74 Fed. Reg. 29055–29056; *Fisch*, 61 Emory L. J. 435, 446 (2012).

<sup>59</sup> *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Facilitating Shareholder Director Nominations, proposed June 18, 2009, 74 Fed. Reg. 29037.

<sup>60</sup> *McDonnell*, 43 Ariz. St. L. J. 67, 108–109 (2011): Unternehmensmanager und sie vertretende Anwaltskanzleien auf der einen Seite gegen [aktivistische] Aktionäre und Aktionärsrepräsentanten auf der anderen, ebenso wie mehrheitlich die Rechtswissenschaft; *Smith/Wright/Hintze*, 80 Fordham L. Rev. 125, 165 (2011) („not surprisingly“), mit Überblick über die Argumente a.a.O., S. 165–168.

<sup>61</sup> *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Facilitating Shareholder Director Nominations, September 16, 2010, Securities Act Release No. 9136, Exchange Act Release No. 62764, Investment Company Act Release No. 29384, 75 Fed. Reg. 56668, 56670.

<sup>62</sup> *Dies.*, Facilitating Shareholder Director Nominations, September 16, 2010, 75 Fed. Reg. 56668, 56671 mit Auflistung aller dahingehenden Stellungnahmen in Fn. 35, sowie inhaltsgleich auf S. 56697 mit Fn. 291. Entsprechende Briefe erhielt die SEC von führenden Unternehmen diverser Branchen [darunter aus dem Stahl- und Rohstoffbereich (etwa Alcoa, Chevron, Exxon Mobil), Telekommunikation (AT&T, Comcast, Time Warner Cable), Computertechnologie (IBM), Biotechnologie und Arzneimittelforschung (Biogen, Pfizer), Eisenbahn und Logistik (Burlington Northern, FedEx), Gastronomie (McDonalds), Banken und Zahlungsdienste (Wells Fargo, U. S. Bancorp, JPMorgan Chase, American Express), Investmentgesellschaften (Vanguard), Flugzeugbau (Boeing) sowie diverser anderer Industrieunternehmen], zudem von der Association of Corporate Counsel sowie der Society of Corporate Secretaries und vonseiten der Anwaltschaft von der American Bar Association (ABA) sowie zusätzlich von einzelnen Kanzleien. Siehe auch die detailliertere Auflistung zahlreicher Einzelstellungnahmen, unter anderem aus dem Kreis der Vorgenannten, bei *Bebchuk*, 113 Colum. L. Rev. 1637 (2013), S. 1640 mit Fn. 12, 1647–1649 mit Fn. 42, 46, 48, S. 1654–1655 mit Fn. 80–84, 1657.

<sup>63</sup> *Securities and Exchange Commission (SEC)*, Facilitating Shareholder Director Nominations, September 16, 2010, 75 Fed. Reg. 56668, 56697.

<sup>64</sup> *Dies.*, Facilitating Shareholder Director Nominations, September 16, 2010, 75 Fed. Reg. 56668, 56697.

<sup>65</sup> Konziser Überblick über die Kernelemente der Final Rule bei *Sharfman*, 37 J. Corp. L. 387, 394–395 (2011).

indem sie eine Mindestbeteiligung von 3 % der Stimmrechte<sup>66</sup> mit einer auf drei Jahre verdreifachten Mindesthaltedauer kombinierte.<sup>67</sup> Diese Dreijahresschwelle, so die SEC, zeige besser langfristiges Engagement und Interesse eines Aktionärs (oder einer Aktionärsgruppe<sup>68</sup>) an der Gesellschaft.<sup>69</sup> Sie spiegele das Ziel wider, die Nutzung der Regelung gewichtigen langfristigen Anteilseignern vorzubehalten, und sichere zudem die Vorgabe ab, den Mechanismus bei Absicht eines Kontrollwechsels auszuschließen.<sup>70</sup> Im Übrigen erlaube die geänderte Rule 14a-8 Aktionären, bei Bedarf eine kürzere Mindesthaltedauer in der Satzung (*bylaws*) zu verankern.<sup>71</sup> An diesem *private ordering amendment* hielt die SEC unverändert fest.<sup>72</sup> Gleiches galt für den hoch umstrittenen zwingenden Charakter von Rule 14a-11, der keine Einschränkung in den *bylaws* erlauben sollte.<sup>73</sup> Weiterhin stellte die SEC klar, dass die Beteiligungsschwelle bis zum Wahltermin erfüllt sein müsse. Zudem nahm sie eine Vorschrift auf, der zufolge der nominierende Aktionär offenlegen musste, inwieweit er nach der Board-Wahl weiterhin Gesellschaftsanteile zu halten beabsichtige.<sup>74</sup>

---

<sup>66</sup> Für den Übergang von einer gestaffelten zu einer einheitlichen Mindestbeteiligungsschwelle führte die SEC eine Reihe von Argumenten an: erhöhte Rechtssicherheit in Bezug auf die Anwendbarkeit der neuen Regelung auch dann, wenn sich die Umstände der in Rede stehenden Gesellschaft ändern, dadurch höhere Planbarkeit für Aktionäre, die die Regelung nutzen wollen, und Ausschluss von Möglichkeiten des Managements, eine Anwendung der Rule durch Umstrukturierungen zu verhindern. Zudem prognostizierte die SEC anhand von Daten die Auswirkungen verschiedener denkbarer Mindestbeteiligungsschwellen und schloss, dass die 3-%-Schwelle eine angemessene Balance zwischen ausreichender Anwendbarkeit einerseits und Vermeidung disruptiver Störungen und Kosten andererseits herstelle, zum Ganzen *Securities and Exchange Commission (SEC)*, *Facilitating Shareholder Director Nominations*, September 16, 2010, 75 Fed. Reg. 56688–56694. Bei der Berechnung der 3-%-Schwelle sollten Leerverkaufspositionen und von Dritten entlehnte Aktien abgezogen werden, während an Dritte verliehene Aktien, die während des Dreijahreszeitraums zurückgefordert werden können, zählen sollten (a. a. O., S. 56668, 56698).

<sup>67</sup> *Dies.*, *Facilitating Shareholder Director Nominations*, September 16, 2010, 75 Fed. Reg. 56674–56675.

<sup>68</sup> Die 3-%-Schwelle sollte durch einen Aktionär oder eine Aktionärsgruppe erfüllt werden können, die sich zu dem Zweck zusammenfindet, einen alternativen Board-Kandidaten vorzuschlagen. Für die dazu erforderliche Kommunikation zwischen Aktionären sah die SEC Rule neue Ausnahmetatbestände vor, dazu *Smith/Wright/Hintze*, 80 *Fordham L. Rev.* 125, 164–165 (2011).

<sup>69</sup> *Securities and Exchange Commission (SEC)*, *Facilitating Shareholder Director Nominations*, September 16, 2010, 75 Fed. Reg. 56668, 56697, mit Verweis auf die *Aspen Principles* in Fn. 296.

<sup>70</sup> Zu den Einzelheiten dieser Vorgabe *dies.*, *Facilitating Shareholder Director Nominations*, September 16, 2010, 75 Fed. Reg. 56668, 56699–56700.

<sup>71</sup> *Dies.*, *Facilitating Shareholder Director Nominations*, September 16, 2010, 75 Fed. Reg. 56668, 56698.

<sup>72</sup> *McDonnell*, 43 *Ariz. St. L. J.* 67, 110 (2011); *Fisch*, 61 *Emory L. J.* 435, 450–451 (2012). Zur damit einhergehenden Rechtsänderung siehe *Gulinello*, *Utah L. Rev.* 547, 560–561 (2010). Indem die SEC an beiden Mechanismen festhielt, machte sie zugleich deutlich, dass sie eine privatautonome Regelungsmöglichkeit allein für unzureichend erachtete, zutreffend *Dearlove/Werrett*, 69 *Bus. Law.* 155, 158 (2013).

<sup>73</sup> Hierzu sowie zu den zahlreichen Kommentaren aus Wirtschaft und Anwaltschaft gegen den zwingenden Charakter *Securities and Exchange Commission (SEC)*, *Facilitating Shareholder Director Nominations*, September 16, 2010, S. 56672–56674, 56679–56680; zu dem parallel in der Wissenschaft geführten Streit siehe einerseits *Grundfest*, 65 *Bus. Law.* 361 (2010) und andererseits *Bebchuk/Hirst*, 65 *Bus. Law.* 329 (2010).

<sup>74</sup> *Securities and Exchange Commission (SEC)*, *Facilitating Shareholder Director Nominations*, September 16, 2010, 75 Fed. Reg. 56668, 56699. Hingegen entschied die SEC sich dagegen, für den nominierenden Aktionär (oder die Aktionärsgruppe) eine bestimmte Haltedauer nach erfolgreicher Kandidatenwahl vorzugeben, obgleich dies vonseiten der Wirtschaft breit unterstützt worden war. Die Offenlegung der entsprechenden Absicht genüge, um die Mitaktionäre hinreichend zu informieren.

Auch diese Fassung stieß auf erhebliche Kritik. Die Wirtschaft wandte sich gegen den One-Size-fits-All-Ansatz der zwingenden Proxy Access Rule 14a-11, die in den *bylaws* nur erweitert, nicht aber beschränkt werden können sollte.<sup>75</sup> In der Wissenschaft rief der partielle Schwenk mitunter heftige Reaktionen hervor. Aktionärsfreundliche Kritiker bemängelten, eine Mindesthaltedauer von drei Jahren begünstige passive, nicht auf Unternehmensdaten abstellende Investoren mit langer Haltedauer wie Indexfonds gegenüber informationsorientierten Händlern, die in kürzerer Frist auf Grundlage einer Fundamentalanalyse kauften. Insbesondere wirke sie verheerend auf aktivistische Hedgefonds, die überdurchschnittlich informationsbasiert investierten.<sup>76</sup> Die Überzeugung der SEC, eine dreijährige Mindesthaltedauer werde die Regelung auf Aktionäre mit langfristiger Perspektive beschränken, sei nicht empirisch fundiert.<sup>77</sup> Die SEC habe sich von *insulation advocates* mit verfehlten *Short-termism*-Argumenten beeinflussen lassen<sup>78</sup> bzw. schlicht dem Druck der Interessen derjenigen nachgegeben, die den ersten Regelungsvorschlag kommentiert hatten.<sup>79</sup> In der Praxis schließe eine kombinierte 3%/Drei-Jahres-Schwelle fast jede denkbare Anwendung aus.<sup>80</sup>

### cc) Aufhebung und Wiederbelebung

Die weitere Entwicklung ist ein Lehrstück über die konkurrierenden bundes- und einzelstaatlichen Kräfte in der US-amerikanischen Corporate Governance: Nachdem die SEC die neuen Regelungen kurz nach Klärung ihrer Kompetenz durch Section 971 Dodd-Frank Act in Kraft gesetzt hatte, erhoben der Business Roundtable und die US Chamber of Commerce umgehend Klage gegen Rule 14a-11. Hiermit waren sie erfolgreich: Der D. C. Circuit befand, die SEC habe willkürlich („arbitrary and capricious“) im Sinne des Administrative Procedure Act gehandelt, indem sie die wirtschaftlichen Auswirkungen auf Effizienz, Wettbewerb und Kapitalbildung nicht ausreichend bewertet habe.<sup>81</sup> Unter anderem warf der D. C. Circuit der SEC vor, sie habe unzureichend belegt, dass die Rule wie behauptet die Board-Leistung verbessern und den Shareholder-Value steigern werde.<sup>82</sup> Zudem habe die SEC nicht sorgfältig die möglichen Kosten der Gesell-

<sup>75</sup> Dazu *Fisch*, 61 Emory L. J. 435, 451 (2012) m. w. N.

<sup>76</sup> *Sharfman*, 37 J. Corp. L. 387, 410 (2011); ganz ähnlich *Fisch*, 61 Emory L. J. 435, 464 (2012).

<sup>77</sup> *Sharfman*, 37 J. Corp. L. 387, 410 (2011); in der Sache ähnlich *Bebchuk*, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1666–1676, 1681–1686 (2013), der *Short-termism*-Befürchtungen, wie sie die SEC bei der Proxy-Access-Regelung beeinflusst hätten (dazu a. a. O., S. 1640, 1647–1649, 1654 f., 1657) für empirisch widerlegt bzw. unzureichend gestützt erachtet.

<sup>78</sup> *Bebchuk*, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1648 (2013), dabei zu *Bebchuks* Argumenten gegen die *Short-termism*-These der von ihm „insulation advocates“ getauften Gegenmeinung a. a. O., S. 1658 ff.; in der Sache ähnlich wie *Bebchuk*, wenn auch weniger pointiert *Fisch*, 61 Emory L. J. 435, 464 (2012); kritisch zu *Bebchuks* Präsentation und Einordnung diverser Positionen als „insulation advocates“ sowie zu *Bebchuks* Argumenten *Strine, Jr.*, 114 Colum. L. Rev. 449, 450–473 (2014).

<sup>79</sup> *Sharfman*, 37 J. Corp. L. 387, 410 (2011).

<sup>80</sup> So mit ausführlicher Begründung *Fisch*, 61 Emory L. J. 435, 457–474 (2012).

<sup>81</sup> *Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144 (D. C. Cir. 2011).

<sup>82</sup> *Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144, 1150–1151 (D. C. Cir. 2011): Die SEC habe zahlreiche gegenteilige Studien vollständig ignoriert und sich stattdessen ausschließlich auf zwei relativ wenig überzeugende Studien gestützt, deren Grenzen sie selbst eingeräumt habe. Angesichts dieser bestenfalls gemischten Beweislage habe die SEC ihre Schlussfolgerungen nicht ausreichend untermauert. Überdies habe die SEC zwar die Kosten, nicht aber den Nutzen der Rule als Produkt des einzelstaatlichen Aktionärsrechts zur Direktorenwahl abgetan und es somit unterlassen, zusätzlich verursachte Kosten einzubeziehen. Dies geißelte das Gericht als unlogisch und in einer ökonomischen Analyse inakzeptabel. Weiterhin habe die SEC ignoriert, inwieweit die Rule die Gesamtzahl von *election contests* verändern oder

schaften geprüft, wenn Aktionäre mit Sonderinteressen die Proxy Access Rule nutzen.<sup>83</sup> Von den Schutzvorkehrungen der Regelung, insbesondere den Anforderungen an Beteiligungshöhe und Haltedauer, zeigte sich der D. C. Circuit wenig überzeugt. Das Gericht fürchtete den Einbruch von Sonderinteressen, wie schon Stimmen aus der Literatur,<sup>84</sup> vor allem vonseiten staatlicher und gewerkschaftlicher Pensionsfonds. Diesen liege wahrscheinlich mehr an Arbeitsplätzen als am Aktienwert. Deshalb sei zu erwarten, dass sie eigennützige Ziele anstrebten anstatt einen maximalen Shareholder-Value und den Gesellschaften Kosten verursachten, selbst wenn ihre Kandidaten wahrscheinlich nicht gewählt würden.<sup>85</sup>

Die Literatur hat diese Entscheidung uneinheitlich aufgenommen: Während die einen sie zumindest im Ergebnis begrüßt haben,<sup>86</sup> haben andere den Prüfungsstandard des D. C. Circuit heftig kritisiert: Er verfehle die gesetzlichen Grundlagen,<sup>87</sup> überspanne die Anforderungen an ökonomische Analysen und ergreife damit im Ergebnis politisch Partei.<sup>88</sup> Die SEC verzichtete indes auf ein Rechtsmittel und setzte die verbliebene Private-Ordering-Komponente ihres Regelungsvorschlags (geänderte Rule 14a-8) allein in Kraft.<sup>89</sup> Letztlich erwies sich das als kluger Schachzug: Kundige Beobachter erkannten zügig, dass die neue Rule 14a-8 ein schlagkräftiges Instrument für aktivistische Aktionäre war, um das Board herauszufordern.<sup>90</sup> Hinzu kam, dass Delaware schon 2009 Hindernisse für *proxy access* im lokalen Gesellschaftsrecht beseitigt hatte, sei es in vorausgehendem Gehorsam zur Abwehr oder Kanalisierung der sich abzeichnenden SEC-Eingriffe, sei es

---

nur traditionelle *proxy contests* ersetzen würde. Ohne diese entscheidende Zahl lasse sich nicht beurteilen, ob die neue Regelung genug konkurrierende Wahlvorschläge erleichtern würde, um einen Nettovorteil zu erzeugen (a. a. O., S. 1153). Zudem habe die SEC willkürlich gehandelt, indem sie bei Schätzung der Vorteile eine häufige Nutzung angenommen habe und bei Schätzung der Kosten eine seltene (a. a. O., S. 1154). Im Kern folgte das Gericht damit der Kritik von *Grundfest*, 65 Bus. Law. 361 (2010), der der SEC einen Verstoß gegen den Arbitrary-and-Capricious-Standard bescheinigt und ihr dabei vorgeworfen hatte, sich in innere Widersprüche zu verstricken, zu Unrecht auf Aktionärsrechte nach *state law* zu berufen sowie anerkannte wissenschaftliche Erkenntnisse zu ignorieren, mit dem Ergebnis eines Regelungsvorschlags, der Partikularinteressen diene.

<sup>83</sup> *Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144, 1151–1152 (D. C. Cir. 2011). Konzise Zusammenstellung der wichtigsten Kritikpunkte des D. C. Circuit auch bei *Dearlove/Werrett*, 69 Bus. Law. 155, 159–160 (2013) und etwas ausführlicher bei o. A., 125 Harv. L. Rev. 1088, 1090–1092 (2012).

<sup>84</sup> *Karmel*, 60 Bus. Law. 1, 21 (2004); *Lipton*, 60 Bus. Law. 1369, 1377 (2005), beide bezogen auf den Proxy-Access-Vorschlag der SEC von 2003; bezogen auf den Proxy-Access-Vorschlag der SEC von 2009 *Grundfest*, 65 Bus. Law. 361, 378–383 (2010).

<sup>85</sup> *Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144, 1152. Die letztgenannten Kosten selbst bei Scheitern eines Investorenkandidaten konnten sich aus zwei Quellen ergeben: Zum einen bemängelte der D. C. Circuit, die SEC habe es unterlassen, empirisch die Kosten zu untersuchen, welche der Gesellschaft entstehen, wenn sie eine Kampagne gegen einen Aktionärskandidaten durchführt, den das Board für weniger geeignet hält als den Kandidaten des Nominierungsausschusses (*Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144, 1149–1150). Zum anderen entstünden denkbare Kosten, wenn das Board Sonderinteressen eines Aktionärs nachgibt, der mit Nominierung eines Alternativkandidaten droht (implizit folgte das Gericht damit *Grundfest*, 65 Bus. Law. 361, 382–383 (2010)). Beide Kostenarten habe die SEC zwar nicht vollständig ignoriert, aber auch nicht adäquat adressiert (a. a. O., S. 1152).

<sup>86</sup> Aus rechtspolitischer Sicht sehr entschieden *Sharfman*, 37 J. Corp. L. 387, 391 (2011); mit Blick auf weitere verfassungsrechtliche Bedenken, die der D. C. Circuit auf Grundlage seiner Ansicht nicht mehr prüfen musste, *Parker*, 61 Am. U. L. Rev. 715 (2012).

<sup>87</sup> *Cox/Baucom*, 90 Tex. L. Rev. 1811 (2012).

<sup>88</sup> O. A., 125 Harv. L. Rev. 1088, 1092–1095 (2012); *Al-Alami*, 15 U. Penn. J. Bus. L. 541, 554–559 (2013).

<sup>89</sup> *Fisch*, 61 Emory L. J. 435, 452 (2012); *Dearlove/Werrett*, 69 Bus. Law. 155, 160 (2013).

<sup>90</sup> *Gulinello*, Utah L. Rev. 547, 561 (2010).

zwecks Übernahme einer Führungsrolle:<sup>91</sup> Section 112 Delaware Code gestattet seitdem ausdrücklich,<sup>92</sup> in den *bylaws* einer Gesellschaft Aktionären *proxy access* für Board-Kandidaten einzuräumen, und Section 113 ermöglicht, Aktionären die Kosten bei der Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten im Zusammenhang mit einer Direktorenwahl zu erstatten.<sup>93</sup> Dabei ist zu beachten, dass Aktionäre die *bylaws* ohne Zustimmung des Boards ändern können, anders als das sog. *certificate of incorporation*.<sup>94</sup>

Tatsächlich haben institutionelle Investoren die neuen Möglichkeiten bald aufgegriffen. Die Parameter der gescheiterten SEC Rule 14a-11 haben sich dabei in der Investorengemeinschaft schnell als konsensfähiger Standard für *proxy access bylaws* etabliert und gegen alternative Modelle privater Akteure durchgesetzt. Dies zeigte sich bereits in den unmittelbar nachfolgenden *proxy seasons* der Jahre 2012 und 2013,<sup>95</sup> auch wenn die Zahl der Proxy-Access-Beschlussvorschläge zunächst geringer als erwartet ausfiel

<sup>91</sup> Für das erstgenannte Motiv *Fairfax*, 11 Tenn. J. Bus. L. 87, 106–108 (2009); unentschieden *Dearlove/Werrett*, 69 Bus. Law. 155, 163 (2013), die als alternative Erklärung gegenüberstellen, dass Delaware wie üblich die Führungsrolle bei einem unter Aktionären zunehmend populären Thema übernommen habe. Für Letzteres sprechen auch die Ausführungen von *Fairfax*, 11 Tenn. J. Bus. L. 87, 102–103 (2009), dass Delawares Rechtsänderungen als Signal verstanden werden konnten, die sich abzeichnende Rechtsänderung auf Bundesebene zu unterstützen; eingehend zu allen denkbaren Hypothesen über die Motivation des Gesetzgebers von Delaware sowie dazugehörigen anekdotischen Belegen (einschlägige Gesetzesmaterialien existieren nicht) *Roe*, 2 Harv. Bus. L. Rev. 1, 18–28 (2012), der selbst eine dominierende Rolle von Bestrebungen zur Abwehr weitergehender Proxy-Access-Regelungen auf Bundesebene nahelegt (siehe insb. die Conclusion, S. 36–38).

Die Unklarheiten über die Motivation des Gesetzgebers gründen auch in Zweifeln daran, inwieweit die Neuregelungen Delawares schon für sich Aktionären einen aussichtsreichen Weg zu *proxy access* via privatautonomer Änderung der *bylaws* (*private ordering*) eröffneten. Jedenfalls hätten Aktionäre ohne die Änderung von SEC Rule 14a-8 weiterhin erhebliche Hindernisse auf Bundesebene zu gewärtigen gehabt, weil Direktoren entsprechende Beschlussvorschläge von den *proxy materials* der Gesellschaft hätten ausschließen dürfen. Der Proponent eines Beschlussvorschlags hätte dann einen teuren *proxy contest* selbst finanzieren müssen, dazu *Fairfax*, 11 Tenn. J. Bus. L. 87, 101–106 (2009); *Dearlove/Werrett*, 69 Bus. Law. 155, 163–164 (2013); *Roe*, 2 Harv. Bus. L. Rev. 1, 15–17 (2012). Insofern lässt sich sagen, dass die Neuregelungen Delawares durch die neue SEC Rule 14a-8 für Aktionäre deutlich nützlicher wurden, *Roe*, 2 Harv. Bus. L. Rev. 1, 18 (2012).

<sup>92</sup> Die Rechtsänderungen sind vielfach als klarstellend eingeordnet worden, beendeten aber jedenfalls erhebliche Rechtsunsicherheiten, dazu *Fairfax*, 11 Tenn. J. Bus. L. 87, 101, 105–106 (2009); *Smith/Wright/Hintze*, 80 Fordham L. Rev. 125, 159–161 (2011); *Pinto/Gevurtz*, in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 1042, 1072–1073 Fn. 151.

<sup>93</sup> Zu beiden Regelungen mit ausführlicher Zitierung der Gesetzestexte *Fairfax*, 11 Tenn. J. Bus. L. 87, 93–95 (2009). Delaware verfolgt damit einen vertraglichen Ansatz, während die SEC zumindest mit der gescheiterten Rule 14a-11 einen regulatorischen Ansatz gewählt hat, siehe *Pinto/Gevurtz*, in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 1042, 1071 Fn. 147.

Bemerkenswert ist, dass der Gesetzgeber in den Vorschriften ausführlich bestimmte Verfahrensweisen und Voraussetzungen auflistet, die entsprechende *bylaws* für *proxy access* bzw. eine Kostenerstattung vorsehen können. Section 112 nennt unter anderem Mindestbeteiligungsschwellen und Mindesthaltedauern („[...] (1) A provision requiring a minimum record or beneficial ownership, or duration of ownership, of shares of the corporation’s capital stock, by the nominating stockholder [...]“).

Dazu, inwieweit die Regelungen Delawares schon für sich genommen einen aussichtsreichen Weg zu *proxy access* eröffnet hätten oder ob sich dieser erst in Zusammenspiel mit der neuen SEC Rule 14a-8 auftut, siehe oben Fn. 91 auf S. 754.

<sup>94</sup> *Pinto/Gevurtz*, in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 1042, 1072.

<sup>95</sup> Eingehend und instruktiv *Dearlove/Werrett*, 69 Bus. Law. 155, 164 ff., insb. 165–166, 168–171, 173 (2013), auch zur Erfolglosigkeit von *proxy access proposals*, die von der Norges Bank eingebracht wurden oder auf dem Modell der United States Proxy Exchange (USPE) aufbauten, einer privaten Organisation, die Interessen von Kleinanlegern vertritt. Beide sahen eine 1%-Mindestbeteiligungsschwelle vor, kombiniert mit einer Mindesthaltedauer von einem bzw. zwei Jahren und im Fall der USPE einer weiteren Qualifikationsmöglichkeit für eine Gruppe von 50 Aktionären mit einjähriger Haltedauer; wei-

und der erfolgreiche Anteil niedrig begann.<sup>96</sup> In den Folgejahren stieg er indes deutlich, vor allem im Zuge des Boardroom Accountability Project des New York City Pension Fund unter dem New York City Comptroller *Scott M. Stringer*.<sup>97</sup> *Stringer* betrieb *proxy access bylaws* nach dem 3 %/Drei-Jahres-Konzept in Gesellschaften, welche nach seiner Ansicht eine schlechte Leistungsbilanz in Bezug auf Klimawandel, Board Diversity und *Say on Pay* aufwiesen.<sup>98</sup> 2014 gelangten so deutlich mehr Vorschläge erfolgreich zur Abstimmung.<sup>99</sup> Jene mit einer 3 %/Drei-Jahre-Ausgestaltung erzielten eine durchschnittliche Zustimmung von über 50 %, während Vorschläge mit geringeren Hürden kaum Zuspruch fanden.<sup>100</sup> Zum einen lehnten große institutionelle Investoren geringe Schwellenwerte tendenziell ab, zum anderen empfahl der einflussreiche Stimmrechtsberater ISS eine Zustimmung (nur) zu Vorschlägen nach dem SEC-Konzept.<sup>101</sup>

Die Board-Seite konterte zunächst mit restriktiven Gegenvorschlägen und dem Vorhaben, parallele weitergehende Aktionärsvorschläge, gestützt auf Rule 14a-8(i)(9),<sup>102</sup> auszuschließen.<sup>103</sup> Damit fand sie anfänglich die Billigung der SEC-Angestellten, die aber in einem ungewöhnlichen Schritt rasch von der SEC-Vorsitzenden *Mary Jo White*

---

teres Zahlenmaterial von 2012 bis 2014 bei *Gibson, Dunn & Crutcher LLP*, Shareholder Proposal Developments During the 2015 Proxy Season, 15.07.2015, S. 9.

<sup>96</sup> *Dearlove/Werrett*, 69 Bus. Law. 155, 164, 168–169 (2013).

<sup>97</sup> *Fisch*, The New Governance: 2015 Pomerantz Lecture, 23.12.2015, S. 15; *Gibson, Dunn & Crutcher LLP*, Shareholder Proposal Developments During the 2015 Proxy Season, 15.07.2015, S. 2.

<sup>98</sup> *Cohn*, SEC Allows Exclusion of Proxy Access Shareholder Proposal Due to Conflict with Management Proposal, 08.12.2014, S. 2; *Simpson Thacher & Bartlett LLP*, Proxy Access Proposals, 30.07.2015, S. 1; *Gibson, Dunn & Crutcher LLP*, Shareholder Proposal Developments During the 2015 Proxy Season, 15.07.2015, S. 9.

<sup>99</sup> Allgemein *Johnson*, 34 Review of Banking & Financial Law 458, 461 (2014–2015); *Cohn*, SEC Allows Exclusion of Proxy Access Shareholder Proposal Due to Conflict with Management Proposal, 08.12.2014, S. 2: In den Russell-3000-Gesellschaften kamen 16 Vorschläge zur Abstimmung, fünf waren erfolgreich.

<sup>100</sup> *Cohn*, SEC Allows Exclusion of Proxy Access Shareholder Proposal Due to Conflict with Management Proposal, 08.12.2014, S. 2; *Gibson, Dunn & Crutcher LLP*, Shareholder Proposal Developments During the 2015 Proxy Season, 15.07.2015, S. 8–9; Zahlen für 2014 zu den verschiedenen Konzepten, ihren Proponenten und der durchschnittlichen Zustimmungsquote bei *Simpson Thacher & Bartlett LLP*, Proxy Access Proposals, 30.07.2015, S. 3.

<sup>101</sup> *Cohn*, SEC Allows Exclusion of Proxy Access Shareholder Proposal Due to Conflict with Management Proposal, 08.12.2014, S. 3.

<sup>102</sup> Dieser Vorschrift zufolge darf die Gesellschaft einen *shareholder proposal* ausschließen, „[i]f the proposal directly conflicts with one of the company’s own proposals to be submitted to shareholders at the same meeting“. Die SEC hat dies weit ausgelegt und den Ausschluss eines Aktionärsvorschlages bereits erlaubt, wenn „it would present alternative and conflicting decisions for shareholders and would create the potential for inconsistent and ambiguous results“, dazu *Johnson*, 34 Review of Banking & Financial Law 458, 460 (2014–2015).

<sup>103</sup> Diese Taktik schloss einen weitergehenden Aktionärsvorschlag allerdings nur für die Versammlung aus, in der der restriktivere Vorschlag des Boards zur Abstimmung stand. Aktionäre konnten mit anderen Worten ihren weitergehenden Vorschlag im Folgejahr erneut vorbringen, siehe *Cohn*, SEC Allows Exclusion of Proxy Access Shareholder Proposal Due to Conflict with Management Proposal, 08.12.2014, S. 4.

Daneben kommen weitere Maßnahmen des Boards in Betracht, um Aktionärsvorschläge für *proxy access bylaws* bzw. die Nominierung von Aktionärskandidaten für das Board zu erschweren, insbesondere sog. *advance notice bylaws* sowie *bylaws*, die sachliche Schranken für die Wählbarkeit einer Person in das Board aufstellen, siehe *Fisch*, The New Governance: 2015 Pomerantz Lecture, 23.12.2015, S. 20–21, 23–24. Im hier in Rede stehenden Zusammenhang hat beides bislang aber soweit ersichtlich keine besondere Rolle gespielt.

zurückgepiffen wurden.<sup>104</sup> Kurz darauf wertete ISS seine Billigung von Vorschlägen nach dem 3 %/Drei-Jahres-Konzept von einer einzelfallabhängigen Beurteilung zu einer Regel auf.<sup>105</sup> In der Folge brachte die Proxy-Saison 2015 über 100 Proxy-Access-Vorschläge, mit erneut höherer Zustimmung und einer Annahmequote von über 50 %.<sup>106</sup> Das 3 %/Drei-Jahres-Konzept setzte sich dabei weiter durch.<sup>107</sup> Komplettiert wurde die Entwicklung Ende 2015 mit einem neuen „Staff Legal Bulletin“ der SEC Division of Corporate Finance, das einem Ausschluss von *proxy access proposals* unter Berufung auf einen konfligierenden Vorschlag des Managements enge Grenzen setzt.<sup>108</sup> Nachfolgend hat die SEC diese Linie in *no action letters* weiter verfeinert.<sup>109</sup> Die Bewegung ge-

<sup>104</sup> Das SEC-Staff billigte einen Ausschluss paralleler weitergehender Aktionärsvorschläge zunächst Ende 2014 in einem unverbindlichen *no action letter* gegenüber Whole Foods Market Inc. Dem folgten zahlreiche gleichlautende Anfragen anderer Gesellschaften ebenso wie Protest von Aktionärsaktivisten und Investoren (*Johnson*, 34 *Review of Banking & Financial Law* 458, 462 (2014–2015); *Simpson Thacher & Bartlett LLP*, *Proxy Access Proposals*, 30.07.2015, S. 4–5). Angesichts dessen wies die SEC-Vorsitzende Mary Jo White Anfang 2015 das SEC-Staff an, seine Praxis zu überprüfen (*White*, *Statement from Chair White Directing Staff to Review Commission Rule for Excluding Conflicting Proxy Proposals*, 16.01.2015 <<http://www.sec.gov/news/statement/statement-on-conflicting-proxy-proposals.html>> (geprüft am 11.06.2020)). Hiermit veranlasste sie zugleich die Rücknahme des *no action letter* gegenüber Whole Foods (dazu *Johnson*, 34 *Review of Banking & Financial Law* 458, 458, 463 (2014–2015), die unter anderem bemerkt, dass dies nach verbreiteter Sicht ein untypisches Vorgehen für die SEC darstellt; *Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP*, *SEC Chair White Directs Staff to Review Position on Excluding Conflicting Proxy Proposals under Rule 14a-8*, 20.01.2015).

<sup>105</sup> *Simpson Thacher & Bartlett LLP*, *Proxy Access Proposals*, 30.07.2015, S. 8–10, auch zur Position des zweiten maßgeblichen Stimmrechtsberaters GlassLewis, der stärker den Einzelfall betonte, im Ergebnis aber in ähnlicher Weise zustimmte.

<sup>106</sup> *Gibson, Dunn & Crutcher LLP*, *Shareholder Proposal Developments During the 2015 Proxy Season*, 15.07.2015, S. 1 (108 *shareholder proxy access proposals*), S. 3–4 (durchschnittliche Zustimmung zu *proxy access proposals* im Jahr 2014 35,3 %, im Jahr 2015 54,6 % der abgegebenen Stimmen), S. 10 (im Jahr 2015 bisher 48 von 82 zur Abstimmung gebrachten Proxy-Access-Vorschlägen angenommen); *Kumar/Jacobs*, 2015 *Georgeson Annual Corporate Governance Review*, 27.10.2015, S. 5 (insgesamt 110 *proxy access shareholder proposals* im Jahr 2015 eingebracht, von denen 88 zur Abstimmung gelangten und 52 angenommen wurden; vier waren noch anhängig); *Fisch*, *The New Governance: 2015 Pomerantz Lecture*, 23.12.2015, S. 15; *Simpson Thacher & Bartlett LLP*, *Proxy Access Proposals*, 30.07.2015, S. 1, 13 zeigen, dass die höhere Zustimmungsquote vor allem darauf beruhte, dass mehr Vorschläge nach dem 3 %/Drei-Jahres-Konzept eingebracht wurden.

In Einzelfällen erreichten Gesellschaften noch die Billigung der SEC für einen Ausschluss von *proxy access proposals*, zum einen bei mehreren inhaltsgleichen Vorschlägen, von denen einer in die *proxy materials* aufgenommen wurde, zum anderen, wenn ein weitgehend inhaltsgleicher Vorschlag bereits umgesetzt worden war, zu beidem ebenso wie weiteren gescheiterten Argumenten *dass.*, *Proxy Access Proposals*, 30.07.2015, S. 5–8.

<sup>107</sup> Zahlenmaterial bei *Simpson Thacher & Bartlett LLP*, *Proxy Access Proposals*, 30.07.2015, S. 11–12.

<sup>108</sup> *SEC Division of Corporate Finance*, *Staff Legal Bulletin No. 14H (CF): Shareholder Proposals*, October 22, 2015 <[https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb14h.htm#\\_edn1](https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb14h.htm#_edn1)> (geprüft am 11.06.2020). Ein Ausschluss wird danach nur noch gebilligt, wenn ein vernünftiger Aktionär nicht beiden Beschlussvorschlägen zustimmen kann, die Billigung des einen also gleichbedeutend mit der Ablehnung des anderen ist. Dies soll nicht der Fall sein, wenn beide Vorschläge im Allgemeinen das gleiche Ziel verfolgen; kritisch dazu *Gibson, Dunn & Crutcher LLP*, *SEC Staff Reverses Longstanding Precedent on Exclusion of Conflicting Shareholder Proposals Rule; Affirms Business as Usual on Ordinary Business Rule*, 26.10.2015, S. 3.

<sup>109</sup> So hat die SEC Anfang 2016 18 *no action letters* veröffentlicht, davon 15 mit positivem Bescheid. Bei jedem gewährten *no action relief* sah die *bylaw* der Gesellschaft eine 3%-Eigentumsschwelle vor, die drei abgelehnten strebten eine 5%-Schwelle an. Unschädlich war hingegen, wenn der Vorschlag der Gesellschaft von konkurrierenden Aktionärsvorschlägen mit Blick darauf abwich, wie viele Aktionäre sich zwecks Schwellenerfüllung zusammenschließen dürfen und wie viele Direktoren maximal per *proxy access* nominierbar sind. Viele der *bylaws* wurden mit einer Grenze von 20 für Aktionärszusammenschlüsse umgesetzt sowie einer 20%-Grenze der nominierbaren Direktorenposten, obgleich die Aktio-

wann so weiteres Momentum, mit der Folge, dass Mitte 2016 circa 40 % der Gesellschaften im S&P 500 über *proxy access* verfügten und Praktiker rasch den Aufstieg zu einer Mehrheitspraxis erwarteten.<sup>110</sup>

Nach alledem lässt sich feststellen, dass die in Kraft getretene Rule 14a-8 im Ergebnis der vor Gericht gescheiterten Rule 14a-11 zu einem zweiten Leben als investorenakzeptierter Standard für *proxy access bylaws* verholfen hat. Im Schrifttum hat vor allem die dreijährige Mindesthaltedauer der Rule 14a-11, die den Einfluss langfristiger Investoren stärken soll(te), als mögliche regulatorische Maßnahme gegen *Short-termism* Aufmerksamkeit erhalten.<sup>111</sup> Ihre nachfolgende Etablierung als privatautonomer Standard zeigt allerdings, dass ein erhebliches Momentum auch ohne rechtlichen Zwang erreichbar ist.

#### dd) Empirische Aufarbeitung

Angesichts der kontroversen Auseinandersetzung um *proxy access* mit überraschenden Wendungen haben Ökonomen bald versucht, die Vorgänge für Ereignisstudien fruchtbar zu machen. Diese Studien untersuchen die Marktreaktion auf verschiedene größere und kleinere Marksteine der Proxy-Access-Kontroverse im Mehrebenensystem der US-amerikanischen Corporate Governance. Hierdurch erhofft man sich Rückschlüsse darauf, ob die Verstärkung der Rechte von (langfristigen) Aktionären gegenüber dem Management durch *proxy access* zu einem höheren Unternehmenswert für die Aktionäre beitragen wird bzw. inwieweit die im Aktienkurs zum Ausdruck kommende aggregierte Einschätzung der Marktteilnehmer dies bei bestimmten Kategorien von Unternehmen

---

närvorschläge unbegrenzte Zusammenschlüsse und eine 25-%-Grenze verlangt hatten (näher *Zaba/Atmeh*, SEC, Proxy Access, and Shareholder Engagement, 19.02.2016 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/02/19/sec-proxy-access-and-shareholder-engagement/>> (geprüft am 11.06.2020)). Allerdings hat die SEC sodann anlässlich einer nachfolgenden Hauptversammlung den Ausschluss eines Aktionärsvorschlages versagt, der gezielte Änderungen bei diesen zuvor für unwesentlich befundenen Aspekten erstrebte. Die SEC unterscheidet also zwischen erstmaliger Einführung von *proxy access bylaws* und nachfolgenden Änderungsbestrebungen: Im ersten Fall wird *substantial implementation*, die den Ausschluss konkurrierender Aktionärsvorschlüge erlaubt, großzügiger beurteilt als im zweiten Fall (instruktiv *Cohn*, SEC Denial of No-Action Relief with Regard to 3/3 Proxy Access Proposal, 10.08.2016; kritisch *Hoang*, SEC Denial of H&R Block's Request to Exclude Proxy Access Proposal, 23.08.2016, beide m. w. N.). Allerdings hat die SEC nachfolgend den Ausschluss eines Proxy Access Revision Proposals wegen *substantial implementation* gebilligt, obwohl die Gesellschaft dem Änderungsvorschlag nur teilweise nachgekommen war. Die Gesellschaft hatte vorschlagsgemäß eine 3-%-Eigentumsschwelle eingeführt und zwei Schranken abgeschafft, nämlich ein 25-%-Mindestzustimmungsquorum für die baldige Wiedernominierung von Kandidaten und eine Verpflichtungserklärung des Nominierenden, mindestens 3 % der Aktien auch nach der Hauptversammlung zu halten. Demgegenüber hatte die Gesellschaft abgelehnt, die bestehende Grenze von 20 für Aktionärszusammenschlüsse aufzugeben, entliehene Aktien unter bestimmten Voraussetzungen mitzuzählen und eine Obergrenze für Aktionärsnominierungen von 25 statt 20 % vorzusehen. Dem SEC-Staff zufolge stand dies *substantial implementation* nicht entgegen (näher *Cohn*, SEC Staff Permits Exclusion of Proxy Access „Revision“ Proposal Due to „Substantial Implementation“, 15.11.2016; zudem auch schon *dies.*, SEC Staff Confirms Its Approach to „Substantial Implementation“ In the Context of Proxy Access, 13.10.2016).

<sup>110</sup> *Gregory/Kelsh/Kim u. a.*, Proxy Access Momentum in 2016, 27.06.2016 <<http://www.sidley.com/~media/update-pdfs/2016/06/final-proxy-access-client-update-june-2016.pdf>>, S. 1, 15 (geprüft am 11.06.2020), mit umfassender Auswertung der bisherigen Proxy-Access-Praxis, einschließlich eines Anhangs, der tabellarisch die Bedingungen von 241 *proxy access provisions* auflistet, die seit dem 1. Januar 2015 angenommen wurden.

<sup>111</sup> *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265, 352–354 (2012); *Pozen*, Curbing Short-Termism in Corporate America: Focus on Executive Compensation, May 2014, S. 9–10.

erwartet. Drei dieser Studien sind besonders prominent veröffentlicht worden: Zunächst haben *Larcker/Ormazabal/Taylor*<sup>112</sup> zahlreiche Ereignisse untersucht, die sie in „Executive Pay Events“ und „Proxy Access Events“ gruppieren. Für Letztere (ebenso für Ersterere) finden sie im Schnitt eine schwach negative Marktreaktion. Diese fällt bei Gesellschaften stärker aus, die eine höhere Zahl großer institutioneller Paketaktionäre haben, und umso mehr, je leichter kleine institutionelle Investoren *proxy access* nutzen können. Die Autoren sehen hierin ein Indiz für die These, dass die vorbestehende Corporate Governance bereits das Ergebnis optimaler Aushandlungsprozesse war, sodass pauschaler *proxy access* störend wirkt. Zwei nachfolgende Studien kommen zum gegenteiligen Ergebnis: *Becker/Bergstresser/Subramanian*<sup>113</sup> ermitteln bei Gesellschaften, die besonders anfällig für *proxy access* gewesen wären, eine negative Marktreaktion auf die Entscheidung der SEC, ihre Proxy Access Rule auszusetzen, ebenso wie auf die spätere Gerichtsentscheidung, welche die Rule für nichtig erklärte. Schließlich betrachten *Cohn/Gillan/Hartzell*<sup>114</sup> zwei Ereignisse aus dem Gesetzgebungsprozess des Dodd-Frank Act, als drittes Ereignis die Aussetzung der Proxy-Access-Rule-Umsetzung durch die SEC und als viertes Ereignis die vorherige Verabschiedung der Rule durch SEC. *Cohn et al.* argumentieren, dass die betrachteten Ereignisse *proxy access* im Verhältnis zur bisherigen Markterwartung unterschiedlich erschwerten bzw. erleichterten.<sup>115</sup> Anhand eines Vergleichs der jeweiligen Kursentwicklung erkennen die Autoren eine positive Marktreaktion auf *proxy access* bzw. eine negative auf dessen Erschwerung, vor allem für Gesellschaften mit schlechten Ergebnissen.

#### b) Rulemaking-Petition zur Verschärfung der Beteiligungstransparenz

Die wechselvolle Entwicklung der Bemühungen um *proxy access* war der wohl bedeutendste Vorgang vor der SEC in den Jahren nach der Finanzkrise, in dem *Short-termism*-Argumente eine zentrale Rolle spielten, aber keinesfalls der einzige. Erwähnenswert ist weiterhin ein Ersuchen der Kanzlei *Wachtell, Lipton Rosen & Katz* an die SEC aus dem Jahr 2011, die Vorschriften zur Beteiligungstransparenz zu verschärfen. Section 13(d) (1) des Securities Exchange Act 1934 verlangt in Verbindung mit ausgestaltenden Regelungen der SEC, dass ein Investor innerhalb von zehn Tagen offenlegt, sobald er mehr als 5 % der Aktien einer Gesellschaft hält. Die Kanzlei schlug unter anderem vor, von einer durch den Dodd-Frank Act eingeräumten Kompetenz Gebrauch zu machen und diese Frist auf einen Tag zu senken.<sup>116</sup> Dabei argumentierte die Kanzlei neben anderen Aspekten<sup>117</sup> mit problematischem kurzfristigen Handeln: Aggressive Investoren struktu-

<sup>112</sup> *Larcker/Ormazabal/Taylor*, J. Fin. Ec. 101 (2011), 431 ff.

<sup>113</sup> *Becker/Bergstresser/Subramanian*, 56 J. Law & Ec. 127 (2013).

<sup>114</sup> *Cohn/Gillan/Hartzell*, J. Fin. 71 (2016), 1623 ff.

<sup>115</sup> Die ersten beiden Ereignisse in Abhängigkeit von der Größe (Marktkapitalisierung) der Gesellschaft, das dritte Ereignis zudem mit Blick auf Gesellschaften, die bereits als aktivistisch bekannte Aktionäre hatten, das vierte Ereignis nur bei Gesellschaften, in denen solche Aktionäre zwar bereits zwei, aber noch nicht drei Jahre investiert waren.

<sup>116</sup> *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz*, Petition for Rulemaking Under Section 13 of the Securities Exchange Act of 1934, 07.03.2011 <<http://www.sec.gov/rules/petitions/2011/petn4-624.pdf>> (geprüft am 11.06.2020). Zudem sollten in stärkerem Maße Möglichkeiten einbezogen werden, Einfluss und Kontrolle auf andere Weise als durch Kauf der Aktie zu erwerben, insbesondere über Derivate.

<sup>117</sup> Insbesondere: Veränderung der Handelsmöglichkeiten und Praktiken durch technischen Fortschritt und daher verbreiteter Missbrauch des bestehenden Regimes (*dies.*, Petition for Rulemaking Under Section 13 of the Securities Exchange Act of 1934, 07.03.2011 <<http://www.sec.gov/rules/petitions/2011/>

rierten ihre Erwerbsstrategien, um die Lücken des Berichtsregimes zu ihrem eigenen kurzfristigen Vorteil und zum Schaden der Markttransparenz und des Investorenvertrauens auszunutzen.<sup>118</sup> Hiermit traf die Kanzlei um *Martin Lipton* erneut auf Widerspruch ihres angestammten Kontrahenten *Lucian Bebchuk* mit Co-Autoren. Sie machten geltend, dass Hedgefonds-Aktivismus Investoren sowie Unternehmen zugutekomme und dass das Zehn-Tage-Fenster nötig sei, um nützliches Engagement solcher Paketaktionäre zu fördern.<sup>119</sup> Auch dieser Streit schlug sich nachfolgend in ausführlichen Aufsätzen der Beteiligten<sup>120</sup> ebenso wie weiterer Wissenschaftler nieder.<sup>121</sup>

### c) US-Einlagensicherung FDIC

Die SEC ist die wichtigste, aber keinesfalls die einzige Behörde mit Bedeutung für die Corporate Governance, in bzw. vor der *Short-termism*-Argumente nach der Finanzkrise viel Beachtung gefunden haben. Beispielsweise konstatierte *Sheila Bair* anlässlich des Endes ihrer fünfjährigen Amtszeit als Chair der amerikanischen Einlagensicherung FDIC, gut ein Jahr nach Verabschiedung des Dodd-Frank Act, dass eine *Short-termism*-Kultur Gesellschaft und Politik dominiere.<sup>122</sup> Die Finanzmärkte seien zu stark auf schnelle Gewinne ausgerichtet, schnelle Investitionsrenditen würden überbewertet und die langfristigen Folgen dieses Verhaltens übermäßig diskontiert. Manager kürzten Ausgaben aller Art, um Quartalsergebnisse zu erreichen, sogar die Ausgaben für Forschung & Entwicklung, die langfristige Wettbewerbsvorteile schaffen könnten. Das darin liegende Marktversagen führe zu mangelnden Investitionen in Projekte mit langfristigen Renditen. Verstärkt werde dieser *Short-termism* durch ökonomische Anreize wie eine leistungsabhängige Vergütung. Auch die Medien trügen dazu bei, indem sie nicht Informationen für langfristige, rationale Denkprozesse betonten, sondern Emotionen einschließlich Gier und Angst anregten. Derart kurzfristige Einstellungen verschiedener Akteure sah *Bair* als wesentliche Mitursache der Finanzkrise ebenso wie unzureichender politisch-regulatorischer Antworten auf diese.<sup>123</sup>

---

petn4-624.pdf>, S. 3–7 (geprüft am 11.06.2020)); Zweck des Gesetzes gemäß historischer Auslegung (a. a. O., S. 2 f.); rechtsvergleichender Befund in anderen Ländern (a. a. O., S. 4).

<sup>118</sup> *Dies.*, Petition for Rulemaking Under Section 13 of the Securities Exchange Act of 1934, 07.03.2011 <<http://www.sec.gov/rules/petitions/2011/petn4-624.pdf>>, S. 2 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>119</sup> *Heaton/Brav/Jiang*, „Petition for Rulemaking Under Section 13 of the Securities Exchange Act of 1934“ filed by Wachtell, Lipton, Rosen & Katz on March 7, 2011, 05.07.2011 <<http://www.sec.gov/comments/4-624/4624-2.pdf>>, S. 4 (geprüft am 11.06.2020) sowie durchgehend *Bebchuk/Jackson*, Re: Commission Examination of Section 13(d) Rules and Rulemaking Petition Submitted by Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 11.07.2011 <<http://www.sec.gov/comments/4-624/4624-3.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>120</sup> Einerseits *Bebchuk/Jackson*, 2 Harv. Bus. L. Rev. 39 (2012) sowie empirisch *Bebchuk/Brav/Jackson u. a.*, 39 J. Corp. L. 1 (2013), andererseits *Emmerich/Mirvis/Robinson u. a.*, 3 Harv. Bus. L. Rev. 135 (2013), unter anderem mit dem Argument, dass Aktivisten mit opportunistischem, kurzfristigem Verhalten eine enge, auf Selbstbereicherung zielende Agenda verfolgten, die langfristig negative Folgen zeitige (S. 147–148). Zudem heben sie hervor, dass *shareholder rights plans (poison pills)* ermöglichten, langfristig wertsteigernde Pläne zu entwickeln und umzusetzen, mit einem kleinen Schutz langfristiger Aktionäre, die Früchte dieser Arbeit auch zu erhalten, statt durch einen opportunistischen Bieter enteignet zu werden (a. a. O., S. 155).

<sup>121</sup> *Gilson/Gordon*, 113 Colum. L. Rev. 863, 906–916 (2013), die im Ergebnis wie *Bebchuk/Jackson* die *rulemaking petition* von Wachtell, Lipton, Rosen & Katz ablehnen, allerdings eine sehr behutsame Einbeziehung von Derivatepositionen akzeptieren würden (dazu a. a. O., S. 915); siehe auch schon allg. ohne speziellen Bezug zur o. g. *petition Gilson/Gordon*, a. a. O., S. 896–902.

<sup>122</sup> *Bair*, The Washington Post 08.07.2011.

<sup>123</sup> *Dies.*, The Washington Post 08.07.2011.

## II. Richterschaft, Anwaltschaft und Rechtswissenschaft

### 1. Unmittelbar vor der Finanzkrise: Short-termism als Argument im Streit um Aktionärs Einfluss und proxy access

Bereits kurz vor der Finanzkrise, parallel zur oben vorgestellten Initiative des CFA Institute, hatte die Debatte um *Short-termism* auch im rechtswissenschaftlichen Schrifttum der USA wieder Fahrt aufgenommen. Kurzfristige Orientierung erschien dabei zunächst als ein wichtiger Aspekt kontroverser Initiativen, im US-Gesellschaftsrecht die Balance zwischen Rechten der Direktoren und der Aktionäre zugunsten Letzterer zu verschieben.<sup>124</sup> Im Kern setzte sich hier die Diskussion um den Markt für Unternehmenskontrolle fort, dessen Leistungsfähigkeit im Zuge der Skandale um *Enron* und der dadurch weiter diskreditierten Effizienzmarkthypothese zunehmend in Zweifel geraten ist. Die Protagonisten blieben dementsprechend weitgehend dieselben: So startete *Bebchuk* 2005 einen neuen Generalangriff, um für Aktionäre nicht nur weitergehende Rechte bei der Besetzung des Boards, sondern sogar einen direkten Einfluss auf bestimmte Aspekte der Geschäftspolitik zu erreichen.<sup>125</sup> Den Einwand, eine solche Reform könne das Management zu kurzfristigen Strategien drängen, wies *Bebchuk* mehrfach zurück,<sup>126</sup> auch wenn er ihm bei der Gestaltung Rechnung tragen wollte.<sup>127</sup> Die namhaften Kritiker von *Bebchuks* Vorschlag waren unter anderem in diesem Punkt gegenteiliger Ansicht: Sie verwiesen auf jüngere Marktentwicklungen als Beleg dafür, dass sich Aktionäre mit

<sup>124</sup> Dies ist vor dem Hintergrund eines gewissen Spannungsverhältnisses zu sehen: Einerseits räumt das US-Gesellschaftsrecht dem Verwaltungsorgan (Board) eine stärkere Stellung (nach Gestaltungsmacht und Entscheidungsrechten) gegenüber den Aktionären ein als andere Länder wie etwa das Vereinigte Königreich (sog. *board-centered approach* im Gegensatz zu einem *shareholder-centered approach*, dazu *Hopt*, in: *Hopt/Fleckner* (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 3, 68; allg. zur starken Stellung der Direktoren im US-Gesellschaftsrecht und den entstehungsgeschichtlichen Gründen hierfür *Sprague*, 1 *Wm. & Mary Bus. L. Rev.* 47, 67–70 (2010)).

Andererseits hat in der US-Gesellschaftsrechtswissenschaft mit Blick auf die Ausrichtung der Aufgaben und Pflichten des Boards (m.a.W.: den Gesellschaftszweck) ein shareholderorientierter Ansatz viele Anhänger (siehe nur *Hopt*, in: *Hopt/Fleckner* (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 3, 40–41; *Kuhner*, *ZGR* 2004, 244, 274–275; *Keay*, *ECFR* 7 (2010), 369, 370–372, 375–376, dieser auch zu abweichenden Ansätzen in der Geschichte der US-Gesellschaftsrechtswissenschaft und der einzelstaatlichen Gesetzgebung (*constituency statutes*)). Für dessen Anhänger kann es daher naheliegen, dem shareholderorientierten Gesellschaftszweck auch bei der Verteilung der „Steuerungsmacht“ zwischen Aktionären und Board stärker Rechnung zu tragen (also die bestehende *director primacy* durch eine *shareholder primacy* zu ersetzen).

<sup>125</sup> *Bebchuk*, 118 *Harv. L. Rev.* 833 (2005). *Bebchuk* plädiert hier dafür, Aktionären Rules-of-the-Game-Entscheidungen zur Änderung der Satzung (*corporate charter*) und des Inkorporationsstaates zu erlauben. Dabei sollten sich Aktionäre, so *Bebchuk*, per Satzungsänderung auch das Recht vorbehalten können, über bestimmte geschäftliche Maßnahmen zu bestimmen, insbesondere zu fusionieren, alle Anlagen zu verkaufen oder die Gesellschaft aufzulösen (Game-Ending-Entscheidungen) und die Größe der Gesellschaft durch Verteilung von Geldmitteln oder Sachleistungen an die Aktionäre zu reduzieren (Scaling-down-Entscheidungen).

<sup>126</sup> *Ders.*, 118 *Harv. L. Rev.* 833, 839 (2005), 841, 880, insb. 883 f. (kein entscheidender Einfluss kurzfristiger Aktionäre wegen Mehrheitserfordernis; Vorschläge kurzfristig orientierter Aktionäre nicht notwendig in Widerspruch zu Maßnahmen, die auch langfristige Aktionäre begrüßen; jedenfalls kann Einwand bei der Gestaltung berücksichtigt werden, indem Aktionärsvorschläge erst nach gewisser Zeit wirksam werden) und 900 f. (jedenfalls überwiegende Kosten einer stärkeren Stellung des Managements).

<sup>127</sup> *Ders.*, 118 *Harv. L. Rev.* 833, 872 f. (2005): Erfordernis einer Aktionärsmehrheit in zwei aufeinanderfolgenden Hauptversammlungen, die mit einem Abstand von einem Jahr stattfinden, oder Inkrafttreten eines angenommenen Vorschlags erst nach einem Jahr, sofern auf der Folgehauptversammlung kein Rücknahmebeschluss gefasst wird.

kurzfristigem Anlagehorizont, namentlich Hedgefonds, für Unternehmenspolitiken einzusetzen, die den aktuellen Aktienkurs auf Kosten langfristiger Wertschöpfung aufblähen. Dies geschehe etwa, indem sie F & E-Investitionen kürzten und/oder Übernahmeangebote annähmen, die kurzfristige Prämien versprechen, aber den langfristigen Aussichten nicht gerecht werden.<sup>128</sup> Kurzfristiges Denken in Unternehmenspolitiken brandmarkten die Kritiker als kontraproduktiv für Investoren wie für andere Anspruchsgruppen, insbesondere Arbeitnehmer und das lokale Umfeld.<sup>129</sup> Institutionellen Anlegern attestierten sie einen *laser-beam focus* auf die Gewinnentwicklung von Quartal zu Quartal. Dieser habe Manageranreize befördert, welche zu den Debakeln von Enron, WorldCom, HealthSouth und Adelphia beigetragen hätten.<sup>130</sup> Statt ihre Portfoliogesellschaften sorgfältig zu überwachen, um langfristige Wertschöpfung zu unterstützen, hätten sich institutionelle Investoren auf Instrumente zur Abwehr von Übernahmen fixiert und bei Enron eine unverständliche Berichterstattung geduldet, solange nur der Aktienkurs überdurchschnittlich stieg.<sup>131</sup>

2007, unmittelbar vor der Finanzkrise, legte *Bebchuk* mit einem Vorschlag nach, der es Aktionären erleichtern sollte, das amtierende Board durch eigene Kandidaten zu ersetzen, wobei er der vorangegangenen Kritik in einigen Punkten Rechnung trug.<sup>132</sup> Insbesondere räumte *Bebchuk* ein, häufige Board-Wahlen könnten den Horizont amtierender Mitglieder verkürzen und zu *Short-termism* führen. Sein Mechanismus solle daher

<sup>128</sup> *Mirvis/Rowe/Savitt*, 120 Harv. L. Rev. 43, 51 (2007), zudem a. a. O., S. 45 (stärkerer Aktionärs-einfluss würde Fähigkeit der Direktoren aushöhlen, die Gesellschaft mit dem Ziel langfristiger Wertschöpfung zu führen), S. 49 (bessere Information der Direktoren über langfristige Aussichten der Gesellschaft); ähnlich, wenn auch etwas zurückhaltender, zuvor *Bainbridge*, 119 Harv. L. Rev. 1735, 1745 (2006) (unterschiedliche Zeithorizonte der Aktionäre von kurzfristiger Spekulation bis zu langfristigen Buy-and-Hold-Strategien führen wahrscheinlich zu unterschiedlichen Ansichten der Aktionäre über die vorzugswürdige Unternehmensstrategie).

<sup>129</sup> *Strine, Jr.*, 119 Harv. L. Rev. 1759, 1769 (2006).

<sup>130</sup> *Ders.*, 119 Harv. L. Rev. 1759, 1764 (2006), zudem S. 1765 (Vergütung institutioneller Investoren ist stärker an kurzfristigen Faktoren als an langfristigem Wachstum ausgerichtet), S. 1766, 1771 (institutionelle Investoren, die bei Enron versagt haben, verfolgten *ideas du jour* ohne bewiesene Verbindung zu nachhaltiger Wertschöpfung). *Strine* beschreibt hiermit die Ansicht eines stilisierten gesellschaftsrechtlichen *traditionalist*, dessen Perspektive insbesondere für die Gesetzgeber der Gliedstaaten und des Bundes sowie das bestehende US-Gesellschaftsrecht stehen soll (siehe a. a. O., S. 1759, 1769). *Strine* verwehrt sich zwar gegen eine automatische Gleichsetzung mit seiner Position (a. a. O., S. 1759), durch den Artikel und auch im Lichte folgender Publikationen (etwa *ders.*, 33 J. Corp. L. 1 (2007), insb. S. 5–7, 10, 12, 15–18) ist aber eine deutliche Sympathie unverkennbar. Gegen *Strines* Argumentation dann wieder *Bebchuk*, 119 Harv. L. Rev. 1784, 1801–1804 (2006).

<sup>131</sup> *Strine, Jr.*, 119 Harv. L. Rev. 1759, 1772–1773 (2006).

<sup>132</sup> *Bebchuk*, 93 Va. L. Rev. 675, 694 ff. (2007), mit dem Vorschlag, Aktionären oder Aktionärsgruppen mit einem gewissen Mindestquorum von Anteilen alle zwei oder drei Jahre zu erlauben, eigene Kandidaten für einige oder alle Board-Sitze über die Proxy-Materialien der Gesellschaft zu nominieren. Aktionäre, die hiervon Gebrauch machen, sollen zudem damit verbundene vernünftige Ausgaben erstattet bekommen, wenn ihr Kandidatenvorschlag eine bestimmte Zustimmungsschwelle, etwa 30 %, erreicht. Bei einem *staggered board* soll grundsätzlich ein Drittel der Kandidaten pro Jahr (ab-)wählbar sein; die Aktionäre sollen das *staggered board* aber abschaffen und so alle Direktoren gleichzeitig ersetzen können. Die vorgenannten Möglichkeiten sollen allerdings potenziellen Bietern zugutekommen, die eine feindliche Übernahme beabsichtigen und zu diesem Zweck das Board austauschen möchten. Hiermit, ebenso wie mit der Periodizität, der Mindestanteilsschwelle, dem Mindest-Zustimmungsquorum für eine Kostenerstattung sowie der Art der Anwendung auf *staggered boards* übernimmt *Bebchuk* im Wesentlichen den Vorschlag von *Strine, Jr.*, 119 Harv. L. Rev. 1759, 1775 ff. (2006), den er freilich nur in Bezug auf die Periodizität zitiert (siehe *Bebchuk*, 93 Va. L. Rev. 675, 695 Fn. 34 (2007) und nachfolgend durch weitere Überlegungen zum Wahlablauf (Pflicht zu *majority-voting* und vertraulicher Abstimmung) und einem etwaigen Opting-out ergänzt (a. a. O., S. 701–706, S. 707–709).

nur alle zwei bis drei Jahre eingreifen.<sup>133</sup> An der heftigen Kritik namhafter Stimmen änderte dies nichts. Sie verwiesen auf die Notwendigkeit, spezifische Investitionen von Stakeholdern vor kurzfristig-opportunistischer Ausbeutung durch die Aktionäre zu schützen,<sup>134</sup> betonten die Problematik, Shareholder-Value als sofortigen Verkaufswert der Gesellschaft oder langfristige Wertschöpfung zu definieren,<sup>135</sup> kritisierten damit verbunden eine Gleichsetzung von *corporate performance* mit der kurzfristigen Aktienkursentwicklung<sup>136</sup> ebenso wie überhaupt mangelnde Belege dafür, dass der Markt direkte und häufige Eingriffsmöglichkeiten der Aktionäre höher bewerte,<sup>137</sup> verwiesen in verschiedener Hinsicht auf einen problematisch kurzen Zeithorizont institutioneller Investoren<sup>138</sup> und fürchteten, Direktoren könnten bei jederzeit drohender Abberufung vor langfristigen strategischen Entscheidungen ohne sofortigen Ertrag zurückschrecken.<sup>139</sup>

## 2. Seit der Finanzkrise: *Short-termism* als eigenständiges Hauptthema

Mit der Finanzkrise ist *Short-termism* dann noch stärker als eigenständiges Hauptthema im rechtswissenschaftlichen Schrifttum hervorgetreten. Dabei hat sich eine hoch kontroverse Debatte entsponnen: Auf der einen Seite stehen zahlreiche Stimmen, die mit Unterschieden im Detail *Short-termism* als ein gravierendes, vom Aktienmarkt ausgehendes Problem anerkennen, das Reformen (auch) der Corporate Governance sowie des (US-)Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts verlangt. Hierzu verweisen diese Autoren auf Erfahrungen der Praxis ebenso wie zahlreiche empirische Studien. Abhilfe soll eine breite Palette von Vorschlägen schaffen, die von Empfehlungen für Direktoren und institutionelle Investoren bis zu gesetzgeberischen Reformen auf diversen Gebieten reichen, insbesondere im Gesellschafts-, Kapitalmarkt-, Steuer-, Fonds- und Anlegerschutzrecht, ohne dass sich dabei bisher ein klarer Konsens abzeichnet. Die Gegenmeinung weist einen solchen Befund scharf zurück. Sie bestreitet, gestützt vor allem auf empirische Studien, ein regulierungsbedürftiges Problem kurzfristiger Orientierung oder sieht es ausschließlich in Fehlverhalten von Managern begründet. Teilweise billigen allerdings auch ihre Vertreter gewisse Reformen, um Anreize zu langfristigem Verhalten zu stärken, insbesondere im Bereich der Managervergütung und/oder im Steuerrecht.

<sup>133</sup> *Bebchuk*, 93 Va. L. Rev. 675, 695, 723–724 (2007).

<sup>134</sup> *Stout*, 93 Va. L. Rev. 789, 795–797 (2007).

<sup>135</sup> *Olson*, 93 Va. L. Rev. 773, 781 (2007).

<sup>136</sup> *Stout*, 93 Va. L. Rev. 789, 801 (2007).

<sup>137</sup> *Olson*, 93 Va. L. Rev. 773, 774 (2007).

<sup>138</sup> *Ders.*, 93 Va. L. Rev. 773, 779–780, 787 (2007) verweist auf eine zunehmende Bedeutung aktivistischer Investoren wie Hedgefonds, die nach kurzfristiger Wertsteigerung strebten und deren Stärkung langfristigem Wachstum nicht förderlich sei; ebenso, mit plakativeren Formulierungen und dabei auch zur Problematik von kurzfristigen Investoren, die sich gegen Kursrückgänge abgesichert haben (sog. *empty voting*), *Lipton/Savitt*, 93 Va. L. Rev. 733, 745–747, 756–757 (2007); *Veasey*, 93 Va. L. Rev. 811, 815–816 (2007) führt zudem aus, *Bebchuk*s Vorschlag trage nicht der Divergenz Rechnung, dass institutionelle Investoren bei Abstimmungen das Ziel kurzfristiger Gewinne verfolgten, während die hinter ihnen stehenden Anleger das Ziel langfristigen Gewinns anstrebten.

<sup>139</sup> *Olson*, 93 Va. L. Rev. 773, 782 (2007); ähnlich *Veasey*, 93 Va. L. Rev. 811, 814–815 (2007) mit Blick auf riskante unternehmerische Entscheidungen, die ex post fehlschlagen können, selbst wenn sie ex ante bei Abwägung der Verlustrisiken und Gewinnaussichten angemessen oder sogar optimal waren, um den Unternehmenswert zu steigern; zu beiden Aspekten *Lipton/Savitt*, 93 Va. L. Rev. 733, 747, 748 (2007).

## a) Stimmen aus der Richterschaft Delawares

In die erste Gruppe haben sich frühzeitig hochrangige Richter aus Delaware<sup>140</sup> eingereiht. Das verdient Hervorhebung, weil der auf Gesellschaftsrecht spezialisierte Delaware Chancery Court, vor dem die meisten gesellschaftsrechtlichen Fragen verhandelt werden, US-weit hoch angesehen ist und als „the envy of other states“ gilt.<sup>141</sup> „Corporations often prefer to litigate issues in Delaware rather than elsewhere because of the knowledge, expertise, sophistication and experience of the Chancellor and the four Vice Chancellors on corporate matters.“<sup>142</sup> Daher ließ aufhorchen, dass 2010 *Leo Strine*, damals Vice Chancellor des Delaware Court of Chancery, ab Mitte 2011 Chancellor und seit 2014 Chief Justice des Delaware Supreme Court, die USA vor eine „Fundamental Corporate Governance Question“ gestellt sah: „Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?“<sup>143</sup> *Strine* betonte nach grundsätzlichen Ausführungen zum Zweck des Gesellschaftsrechts und dem repräsentativen Charakter der Unternehmensdemokratie, dass Stimm- und Initiativrechte der Aktionäre auf der Annahme gründen, die Aktionäre seien an höherer dauerhafter Profitabilität der Gesellschaft interessiert.<sup>144</sup> Diese Annahme sei indes angesichts der Dominanz kurzfristig orientierter institutioneller Investoren nicht mehr erfüllt, mit entsprechenden Rückwirkungen auf die Corporate Governance.<sup>145</sup> Um dem resultierenden *Short-termism*-Problem<sup>146</sup> abzuhelpfen, stellte *Strine* diverse Maßnahmen im Steuerrecht, für institutionelle Investoren, in Bezug auf die Managervergütung und mit Blick auf Aktionärsrechte in den Raum.<sup>147</sup> Damit griff er heftig umstrittene Ideen eines Aufsatzes

<sup>140</sup> Unter den Bundesstaaten der USA bietet Delaware das mit Abstand am meisten gewählte Gesellschaftsrecht mitsamt einer spezialisierten, angesehenen Gerichtsstruktur und beherbergt über die Hälfte der Fortune-500-Gesellschaften (näher, auch zu der umfangreichen Forschung zu den Gründen für den Erfolg Delawares, *Hamilton/Macey/Moll, Cases and Materials on Corporations*<sup>11</sup>, 2010, S. 141–148). Delaware gilt daher als „principal architect and steward of a ‘national corporation law’“ (*dies.*, *Cases and Materials on Corporations*<sup>11</sup>, 2010, S. 1027).

<sup>141</sup> *Hamilton/Macey/Moll, Cases and Materials on Corporations*<sup>11</sup>, 2010, S. 147; in der Sache ganz ähnlich zur qualifizierten Richterschaft, einem ausdifferenzierten Fallrecht und einer effizienten Verwaltung als „tremendous assets in ‘legal capital’“ von Delaware im Wettbewerb mit anderen US-Gliedstaaten um Inkorporationen von Gesellschaften *Bauman/Stevenson, Corporations Law and Policy*<sup>8</sup>, 2013, S. 91.

<sup>142</sup> *Hamilton/Macey/Moll, Cases and Materials on Corporations*<sup>11</sup>, 2010, S. 147.

<sup>143</sup> *Strine, Jr.*, 66 *Bus. Law.* 1 (2010): „One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?“

<sup>144</sup> *Ders.*, 66 *Bus. Law.* 1, 8 (2010).

<sup>145</sup> *Ders.*, 66 *Bus. Law.* 1, 9–18 (2010).

<sup>146</sup> So ausdrücklich *ders.*, 66 *Bus. Law.* 1, 8 Fn. 20, 17–18 inkl. Fn. 53 (2010).

<sup>147</sup> *Ders.*, 66 *Bus. Law.* 1, 18 f., 21, 23 (2010), insbesondere mit folgenden Vorschlägen: Preissetzungs- und Steuerrechtsstrategien, um Investitionen anzuregen und einen hohen Portfolioumschlag institutioneller Investoren ebenso wie *fund hopping* von Endanlegern unattraktiv zu machen; strengere Vorgaben für institutionelle Investoren, in ihre Investitions- und Corporate-Governance-Entscheidungen fundamentales Risiko, den Verschuldungsgrad der Gesellschaft und rechtliche Compliance einzubeziehen; Maßnahmen, um die Vergütung von Fondsmanagern mit dem Investitionshorizont ihrer Endanleger abzustimmen; Trennung von Fonds, die 401(k)-Pläne verwalten, von liquideren Anlagen; Vorgaben für Indexfonds, Stimmrechte so auszuüben und sich so aktivistisch zu engagieren, wie es dem Halten des Gesamtindex entspricht; vollständigere und zeitnähere Beteiligungstransparenz institutioneller Investoren; Verbot für Pensionsfonds, gemeinnützige Fonds und staatliche Investmentfonds, Stimmrechtsberater zu nutzen, sofern diese ihre Empfehlungen nicht an einer beabsichtigten Haltedauer von fünf Jahren ausrichten (alles S. 18 f.); privatautonome Möglichkeiten, dem Board in einer *bylaw* das Aushandlungsverfahren für die Managervergütung vorzugeben und ein bindendes oder unverbindliches Vergütungsvotum der Aktionäre einzuführen (S. 21); Neuregelung der Schwellen, ab denen Aktionäre

von Anfang 2007 wieder auf.<sup>148</sup> Die Vorschläge entwickelte *Strine* 2014 in einem Beitrag im *Columbia Law Review* weiter<sup>149</sup> und vertrat sie in dieser Fassung in einer Keynote auf dem American College of Governance Counsel Dinner.<sup>150</sup> Dort und separat in einem weiteren Aufsatz hob *Leo Strine* zudem die neu eingeführte (Delaware) *benefit corporation*, eine auf die Zieltrias Gewinnorientierung, Gemeinwohlbelang und Stakeholderinteressen ausgerichtete Gesellschaftsform,<sup>151</sup> als aussichtsreiches Instrument hervor, um Unternehmen vom Druck kurzfristiger Investoren zu befreien.<sup>152</sup>

---

Abstimmungsvorschläge mit Auswirkungen auf den Unternehmensgewinn einbringen können, um sicherzustellen, dass sie ein ausreichendes Beteiligungsinteresse an langfristiger Profitabilität der Gesellschaft haben (S. 23). Kritik zur Umsetzbarkeit *Jacobs*, 68 Wash. & Lee L. Rev. 1645, 1663 (2011) („[...] this seems highly unlikely.“).

<sup>148</sup> *Strine, Jr.*, 33 J. Corp. L. 1 (2007). In diesem Aufsatz, der aus zwei Reden hervorging, widmete sich *Strine* Corporate-Governance-Reformen, die, so seine These, im gemeinsamen Interesse von Management und Arbeitnehmerschaft lägen. Hierunter fasste *Strine* neben Aspekten der Gesundheitsfürsorge und globaler Standards für Umwelt- und Arbeitnehmerschutz vor allem die Bekämpfung schädlicher kurzfristiger Verhaltensweisen in Unternehmen und bei institutionellen Investoren. So prangerte *Strine* unter anderem den kurzfristigen Renditedruck von Hedgefonds an (S. 5), das Eigeninteresse vieler Corporate-Governance-Experten an stärkerem Aktionärseinfluss und „Unruhe“ im System (S. 6), eine Vernachlässigung von Agency-Problemen institutioneller Investoren seitens der Wissenschaft (S. 6–7) sowie kurzfristigen Druck institutioneller Investoren auf das Unternehmensmanagement (S. 10). Um den Missständen abzuhelpfen, schlug *Strine* Folgendes vor: Aktionäre mit mindestens einjähriger Haltdauer und ohne Kontrollabsicht sollten alle drei Jahre die Kosten für den Vorschlag eigener Board-Kandidaten erstattet bekommen, sofern diese eine bestimmte Zustimmungsschwelle erreichen. *Precatory shareholder proposals* (nicht bindend für das Management) sollten abgeschafft werden, zugunsten eines *proxy access* der Aktionäre für Vorschläge zu Änderungen der *bylaws* (S. 12 f.). Die Beteiligungstransparenz sollte mit Blick auf Short-Positionen erweitert und Einsichts- und Einflussrechte sollten nur für Aktionäre vorgesehen werden, die versichern, eine Netto-Long-Position zu halten (S. 15). Quartalsergebnisprognosen sollten nur im Rahmen eines langfristigen Wachstumsplans erlaubt sein oder die Wirtschaft sollte sich für die Aufgabe von Quartalsergebnisvorhersagen einsetzen (S. 16). Das Verhalten institutioneller Investoren sollte besser auf die Interessen langfristiger Anleger abgestimmt werden, weshalb die Investoren verpflichtet werden sollten, Anzeichen für Betrug bei Anlage- und Abstimmungsentscheidungen zu beachten, die Vergütung des Fondsmanagements auf den Horizont langfristiger Endanleger auszurichten, konsistent zu Fusionsvorhaben abzustimmen und nur Stimmrechtsberater zu nutzen, die bestimmte Angaben veröffentlichen (S. 17 f.). Indexfonds sollte ein Grundengagement vorgeschrieben werden und schließlich sollte die Kapitalertragsteuer bei einer Haltdauer unter zwei Jahren höher ausfallen oder eine geringe Finanztransaktionssteuer eingeführt werden (S. 18).

Die zahlreichen Kommentare zu *Strines* Aufsatz zeugen davon, dass die Vorschläge verbreitet als unrealistisch eingeschätzt wurden (siehe nur *Olson*, 33 J. Corp. L. 73 (2007) sowie alle im Folgenden Zitierten außer *Lipton/Rowe*). Zudem waren sie in der Sache äußerst kontrovers und trafen bei den Kommentatoren ganz überwiegend auf Ablehnung (eindeutig zustimmend nur *Lipton/Rowe*, 33 J. Corp. L. 63 (2007), die aber nicht konkret auf die rechtspolitischen Vorschläge eingehen; zumindest im Grunde auch *Bogle*, 33 J. Corp. L. 31 (2007); aus unterschiedlichen Gründen ablehnend hingegen *Bainbridge*, 33 J. Corp. L. 21 (2007); *Gilson*, 33 J. Corp. L. 47 (2007); *Hamermesh*, 33 J. Corp. L. 57 (2007)).

<sup>149</sup> *Strine, Jr.*, 114 Colum. L. Rev. 449, 480–502 (2014).

<sup>150</sup> *Ders.*, *Securing Our Nation’s Economic Future: A Sensible, Nonpartisan Agenda To Increase Long-Term Investment And Job Creation In The United States*, 30.10.2015, S. 6–12, 17–44.

<sup>151</sup> Eine *benefit corporation* ist bzw. ihre Direktoren sind auf eine Zieltrias verpflichtet, bestehend aus Gewinnorientierung, einem oder mehreren selbst gesetzten Gemeinwohlziel(en) sowie einer verantwortlichen und nachhaltigen Führung, die das Gewinninteresse der Aktionäre mit Interessen anderer betroffener Anspruchsgruppen zum Ausgleich bringt, *ders.*, 4 Harv. Bus. L. Rev. 235, 243–244 (2014). Diese Zielbestimmung wird im Delaware benefit corporation statute in mehrfacher Weise abgesichert, insbesondere durch Berichtspflichten der Direktoren (a. a. O., S. 244), eine Haftung des Boards bei Verstößen gegen die Zieltrias *per derivative suit*, einen höheren Spielraum des Boards zur Ablehnung von Übernahmen (S. 245 f.) sowie das Erfordernis einer Zweidrittelmehrheit für eine Änderung der Ziele der *benefit corporation* und für eine Übernahme, die eine solche Zieländerung zur Folge hätte (S. 247 f.).

<sup>152</sup> *Ders.*, 4 Harv. Bus. L. Rev. 235 (2014).

Dem Befund *Strines* schloss sich bald der langjährige Richter am Delaware Court of Chancery und am Delaware Supreme Court, *Jack Jacobs*, an: Er stellte einer „golden era“ amerikanischen Wirtschaftswachstums von 1945 bis 1975 als exaktes Gegenteil die bestehende Lage gegenüber. Erstere sei von geduldigem Kapital (*patient capital*), einem langfristigen Zeithorizont des Unternehmensmanagements und der Investoren sowie dadurch ermöglicht worden, dass die Unternehmensbelange Vorrang vor dem Kapitalmarkt gehabt hätten. Die gegenwärtige Situation werde von ungeduldigem oder aktivistischem Kapital geprägt, das Unternehmensmanager auf Quartalerwartungen ausrichte. Hierin erblickte *Jacobs* einen wesentlichen Grund für den relativen wirtschaftlichen Niedergang der USA ebenso wie vieler westeuropäischer Länder.<sup>153</sup> Die Ursachen dieses negativen Wandels verortete er in Änderungen des Anlageumfelds sowie der gesellschaftsrechtlichen Regelungen von Übernahmen und der Board-Besetzung.<sup>154</sup> Um den eigenen Wettbewerbsvorteil der Innovationsfähigkeit auszuspielen, müsse Amerika geduldiges Kapital in einem Investitions Umfeld fördern, das strukturell unempfindlich für Geduld sei. *Jacobs* hielt hierzu Änderungen des Gesellschaftsrechts für nötig.<sup>155</sup> Er schlug vor, Corporations in der Satzung (*charter*) zu erlauben, die Wahlperiode von Direktoren auf beispielsweise fünf Jahre auszudehnen, verbunden mit einer Einschränkung ihrer Abberufbarkeit (nur *for cause*) und flankiert mit einer Kompetenz der Direktoren, Verteidigungsmaßnahmen gegen Übernahmen zu ergreifen.<sup>156</sup> Nachfolgend hat *Jacobs* zudem wegen des konstatierten kurzfristigen Umfelds dafür geworben, die gesellschaftsrechtliche Rechtsprechung zu rekalisieren. Dabei ging es ihm um die richterrechtliche Ausdifferenzierung der Kompetenzen des Boards, Vorhaben aktivistischer Aktionäre abzuwehren, sowie um den Bedarf, Aktionäre in entsprechenden Fällen gerichtlich zu schützen. Die neue Aktionärsbasis aus finanzstarken, hoch motivierten institutionellen Investoren bedürfe nicht mehr des Schutzes, der früher für ein breit gestreutes Kleinaktionariat entwickelt worden sei.<sup>157</sup>

---

<sup>153</sup> *Jacobs*, 68 Wash. & Lee L. Rev. 1645, 1645–1649 (2011).

<sup>154</sup> Als maßgebliche Treiber machte *Jacobs* eine Reihe von Umständen aus (*ders.*, 68 Wash. & Lee L. Rev. 1645, 1650–1657 (2011)). Mit Blick auf das Kapitalmarktumfeld nannte er die Verschiebung von Einzelanlegern zu institutionellen Investoren, deren Vergütung an kurzfristige Renditen gekoppelt ist (S. 1650), kurzfristige Haltedauern und auf kurzfristigen Gewinn gerichteten Aktivismus dieser Investoren (S. 1651) sowie eine kurzfristige Managervergütung und Analystenpraxis (S. 1651 f.). In Bezug auf Änderungen im rechtlichen Umfeld, die eine langfristige Unterstützung der Direktoren erschweren, verwies *Jacobs* auf feindliche Übernahmen in Verbindung mit der Vorgabe einer Mehrheit unabhängiger Direktoren durch den Sarbanes-Oxley Act (S. 1652–1654), die verstärkte Nutzung von *bylaws*, um es Direktoren zu erschweren, Übernahmehindernisse ohne Zustimmung der Aktionäre einzuführen (S. 1655), und um Aktionären eine Kostenerstattung nach Aufstellung erfolgreicher Board-Kandidaten zu eröffnen (*proxy reimbursement*), sowie schließlich nachfolgende Gesetzgebung der Gliedstaaten und des Bundes, die Aktionären einen direkten Zugang zu Proxy-Materialien der Gesellschaft (*proxy access*) verschaffte (S. 1656–1657). Ebenso erneut *ders.*, 5 Harv. Bus. L. Rev. 141, 170–171 mit Fn. 126 (2015).

<sup>155</sup> *Jacobs*, 68 Wash. & Lee L. Rev. 1645, 1649, 1658 (2011).

<sup>156</sup> *Ders.*, 68 Wash. & Lee L. Rev. 1645, 1658–1661 (2011) unter Verweis auf einen früheren Vorschlag aus einer Publikation mit William T. Allen und Leo Strine. Nicht ganz deutlich wird, ob *Jacobs* an dem Element des früheren Vorschlags festhalten will, im Gegenzug für die längere Wahlperiode Board-Kandidaten, die von 5 bis maximal 8 % des Grundkapitals unterstützt werden, Zugang zu den Proxy-Materialien der Gesellschaft zu geben. Allerdings soll das Instrument des *staggered board*, das mit einer dreijährigen Wahlperiode pro Direktor einhergeht, dadurch überflüssig werden (S. 1662).

<sup>157</sup> *Ders.*, 5 Harv. Bus. L. Rev. 141, 171 (2015).

b) Breite und spezifische Ansätze zu Short-termism im Schrifttum

Von akademischer Seite wird *Short-termism* teilweise deutlich breiter erörtert als in den Aufsätzen spezialisierter Richter aus Delaware. Ein viel zitierter, wenn auch teils etwas unorthodoxer Referenzbeitrag stammt aus der Feder von *Lynne Dallas*. Im *Journal of Corporation Law* hat sie zahlreiche rechtsökonomische, rechtssoziologische und juristische Stränge von Vorwürfen kurzfristiger Orientierung, die unter dem Eindruck der Finanzkrise in den USA erhoben worden sind, in einem ausführlichen Artikel zusammengeführt („Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance“)<sup>158</sup> und damit durchaus Pionierarbeit geleistet. Indem *Dallas* neben genuin gesellschafts- und übernahmerechtlichen Aspekten solche der Finanzmarktstabilität und -regulierung einbezieht, bündelt sie unter dem *Short-termism*-Schlagwort allerdings teils sehr heterogene Aspekte, die den herkömmlichen Charakter der Debatte um kurzfristige Orientierung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sprengen. Das scheint ihr eine klarere Durchdringung und Systematisierung der Teilbereiche zu erschweren. *Dallas* beginnt nach einer für einen Law Review typischen ausführlichen Zusammenfassung mit einem Abriss von Bilanzpolitik im Rahmen der Unternehmensskandale um *Enron* und durch Banken vor der Finanzkrise sowie der Bereitschaft von Managern, dieses Instrument für kurzfristige Gewinnziele zu nutzen.<sup>159</sup> Nach einem ausführlichen Bericht zu den Ursachen der Finanzkrise<sup>160</sup> widmet sich *Dallas* dem Beitrag von Finanzunternehmen zu *Short-termism*, worunter sie exzessive Verschuldung, Fristentransformation ebenso wie kurzfristiges Verhalten von Fondsmanagern und Hochfrequenzhändlern fasst.<sup>161</sup> Darauf aufbauend behandelt sie Folgen eines kurzfristigen Aktionariats für Bilanzpolitik und Investitionsverhalten<sup>162</sup> sowie aktivistische Finanzinvestoren.<sup>163</sup> Anschließend geht *Dallas* Quellen von *Short-termism* auf Managerseite nach, worunter sie verschiedene Konstellationen auf informationsineffizienten Märkten fasst.<sup>164</sup> Sodann widmet sie sich Aspekten, die sie der Unternehmenskultur in Finanz- bzw. Realwirtschaft zuordnet, vor allem internen Anreizsystemen, Gier, Ehrgeiz und Gruppendenken.<sup>165</sup> Zuletzt behandelt *Dallas* ausführlich regulatorische Maßnahmen gegen *Short-termism*, die sie danach einteilt, ob sie auf Informationsprobleme, strukturelle Probleme auf Märkten oder Anreize von Individuen reagieren, jeweils allgemein sowie speziell mit Blick auf die Finanzkrise. Mit Blick auf bestehende Informationsprobleme fordert *Dallas* eine Reform der Finanzberichterstattung, die immateriellen Anlagen und Risikofaktoren stärker Rechnung trägt,<sup>166</sup> sowie eine bessere Aufklärung von Fondsanlegern.<sup>167</sup> Speziell mit Blick auf die Finanz-

<sup>158</sup> *Dallas*, 37 J. Corp. L. 265 (2012).

<sup>159</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 278–281 (2012).

<sup>160</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 281–293 (2012), insbesondere zu der Immobilienkreditblase, dem dazugehörigen Verbriefungsgeschäft und Kreditausfallversicherungen, dem Regulierungsdefizit im Schattenbanksektor, der Zinspolitik, Interessenkonflikten der Ratingagenturen sowie der prozyklischen Wirkung der Fair-Value-Bilanzierung.

<sup>161</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 293–302 (2012).

<sup>162</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 302–307 (2012).

<sup>163</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 308–310 (2012).

<sup>164</sup> Namentlich Gefangenendilemma-Situationen, Signalisierungsverhalten, adverse Selektion, Herdenverhalten und eine verhaltensökonomisch bedingte Unterschätzung ökonomischer Schocks, im Einzelnen *dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 310–316 (2012).

<sup>165</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 316–323 (2012).

<sup>166</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 324–329 (2012) stellt dazu unter anderem Rappaports Modell eines auf Cashflow basierten „Corporate Performance Statement“ vor.

<sup>167</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 329–330 (2012).

krise verweist sie auf strengere Vorschriften zu Transparenz für Ratingagenturen, Offenlegungs- und Due-Diligence-Pflichten in der Verbriefungskette sowie auf dem Derivatemarkt.<sup>168</sup> Strukturell plädiert *Dallas* für ein Verbot des spekulativen Derivatehandels,<sup>169</sup> eine Finanztransaktionssteuer sowie steuerliche Anreize zu langfristiger Anlage,<sup>170</sup> die Aufgabe des „Modells des zahlenden Emittenten“ bei Ratingagenturen,<sup>171</sup> eine strengere Regulierung komplexer Finanzprodukte und Verbesserungen der Bankenaufsicht.<sup>172</sup> Allgemein will *Dallas* zudem die (Stimm-)Rechte langfristiger Aktionäre gestärkt wissen,<sup>173</sup> Vergütungsprogramme langfristiger und auf ethisches Verhalten ausrichten, ein dualistisches Board-System mit Beachtung von Diversität bei der Besetzung einführen und die Treuepflichten von Managern und Boards auf die lange Frist ausrichten.<sup>174</sup>

Inwieweit die Verknüpfung spezifischer Fragen der Finanzmarktregulierung infolge der Hypotheken- und Finanzkrise mit solchen kurzfristiger Orientierung im allgemeinen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sinnvoll ist, mag letztlich auch im Auge des Betrachters liegen. Festhalten lässt sich an dieser Stelle jedenfalls, dass sie sich in der US-amerikanischen *Short-termism*-Debatte nicht durchgesetzt hat. Zwar nennen mehrere Beiträge, nicht selten beiläufig, die Finanzkrise als Manifestation eines *Short-termism*-Problems, neben anderen Skandalen wie *Enron* und der Ölkatastrophe im Golf von Mexiko.<sup>175</sup> Eine inhaltliche Verknüpfung beider Themen findet sich aber nur punktuell, insbesondere mit Blick auf die Gestaltung der Managervergütung.<sup>176</sup> Der weit überwiegende

<sup>168</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 330–337 (2012).

<sup>169</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 338 (2012).

<sup>170</sup> In Bezug auf die Finanzkrise *dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 339–340 (2012), sowie allgemein a. a. O., S. 348–350.

<sup>171</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 340–343 (2012).

<sup>172</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 343–348 (2012).

<sup>173</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 350–355 (2012).

<sup>174</sup> *Dies.*, 37 J. Corp. L. 265, 355–361 (2012).

<sup>175</sup> So etwa zur Finanzkrise ausführlich *Rappaport*, Saving capitalism from short-termism, 2011, S. 19–45, zudem S. 13 unten, S. 66 Note 11; *Greenfield*, 46 Wake Forest L. Rev. 627, 629 (2011); *Mitchell*, 66 Wash. & Lee L. Rev., 1635 (2009) (im Abstract); in der Sache auch *Bratton/Wachter*, 158 U. Penn. L. Rev. 653, 716 ff. (2010); zur Finanzkrise und den Bilanzskandalen um *Enron Slater*, Short-Termism At Its Worst: How Short-Termism Invites Corruption ... and What to Do About It, 11.04.2013, S. 6 ff., 15 ff., 18 ff.; zur Finanzkrise ferner *Strine, Jr.*, 114 Colum. L. Rev. 449, 465 (2014); zur Ölkatastrophe im Golf von Mexiko *Kelly/White*, 42 New England L. Rev. 761, 763 f. (2008) i. V. m. S. 767–769, 772, 775; zu *Enron* noch vor der Finanzkrise etwa *Bratton*, 76 Tul. L. Rev. 1275, 1283 f., 1328, 1359 f. (2002) und ihm folgend *Fisch*, 31 J. Corp. L. 637, 673 (2006); *Tonello*, Revisiting stock market short-termism, 2006, S. 6; zu *Enron* nach der Finanzkrise etwa *Stout*, The Shareholder Value Myth, 2012, S. 64–68; ebenso aus britischer Sicht zur Ölkatastrophe im Golf von Mexiko und zur Finanzkrise *Tomorrow's Company*, UK Business, What's wrong? What's next?, May 2016, S. 38.

Kritisch zu der schnellen Verbindung von *Short-termism* mit *Enron* und der Ölkatastrophe im Golf von Mexiko *Duruigbo*, Kentucky L. J. 100 (2012), 531, 531–534 (ebenso pointiert wie treffend S. 532: „The issue of short-termism has acquired sufficient currency that it has become easy, if not convenient, to attribute a host of corporate actions to the dominance of short-term thinking.“), zudem a. a. O., S. 540 zur Verbindung von *Short-termism* mit der Finanzkrise.

<sup>176</sup> Siehe zu *Short-termism* von Direktoren bzw. Unternehmensmanagern, dem insbesondere bei der Gestaltung der Managervergütung Rechnung getragen werden muss, *Bebchuk/Fried*, 158 U. Penn. L. Rev. 1915 (2010) (Verwendung des *Short-termism*-Begriffs a. a. O., S. 1932), die mit den Erfahrungen aus der Finanzkrise allgemeine Vorschläge zur Managervergütung rechtfertigen (a. a. O., S. 1917–1919) und dementsprechend Beispiele aus Finanz- und Realwirtschaft mischen (siehe die Negativbeispiele aus dem Bankenbereich auf S. 1932 sowie die Beispiele aus Finanz- und Realwirtschaft auf S. 1929 sowie S. 1934 f.); ähnlich zuvor bereits in Anhörungen vor dem US-Kongress nach der Finanzkrise, dazu oben Fn. 6 auf S. 741, Fn. 10 auf S. 743; ebenso *Bratton/Wachter*, 158 U. Penn. L. Rev. 653, 716 ff. (2010), die die Lehren zur Managervergütung aus der Finanzkrise auch auf Unternehmen der Realwirtschaft er-

Teil derjenigen, die *Short-termism* als Problem anerkennen, konzentriert sich entsprechend der herkömmlichen Verortung der Debatte auf Fragen des Gesellschaftsrechts, einschließlich verbundener Aspekte des Steuerrechts und des Rechts institutioneller Vermögensanlage. Dabei sind natürlich auch die allgemeinen Corporate-Governance-Maßnahmen des Dodd-Frank Act relevant. Prominente Beiträge widmen sich etwa der Bedeutung der Shareholder-Value-Unternehmenszielbestimmung für *Short-termism*<sup>177</sup> und der hoch kontroversen Problematik kurzfristiger Orientierung (*Short-termism*) durch aktivistische Aktionäre, insbesondere Hedgefonds.<sup>178</sup> Zudem haben die Corporate-Governance-Maßnahmen des Dodd-Frank Act harsche Kritik erfahren, weil ihre Taktik des *shareholder empowerment* durch stärkere Einflussrechte und Offenlegung das Ziel verfehle, langfristiges Wirtschaften zu stärken. Im Gegenteil könnten sie *Short-termism* fördern.<sup>179</sup>

---

strecken. Anders aber *Coffee*, 97 Cornell L. Rev. 1019, 1051–1056 (2012) bzw. nahezu identisch *Coffee, Jr.*, 111 Colum. L. Rev. 795, 809–814 (2011), der entgegen Bebchuk et al. aus der Studienlage folgert, dass die Vergütungsanreize der Bankmanager vor der Finanzkrise keine Übervorteilung der Aktionäre seitens der Manager darstellten, sondern im Gegenteil den Präferenzen der Aktionäre entsprachen. Bei den Schlussfolgerungen hieraus trennt *Coffee* klar zwischen Banken und Realwirtschaft: Er wendet sich nicht gegen Bebchuks Analyse, dass die Vergütungsprogramme der Bankmanager zu exzessiver Risikoübernahme beitrugen, und lehnt die Corporate-Governance-Gegenmaßnahmen des Dodd-Frank Act (Mandat für Proxy Access Rule der SEC) an dieser Stelle auch nicht allgemein ab. Im Bankenbereich seien sie aber kontraproduktiv. Angesichts des natürlichen Spannungsverhältnisses zwischen dem öffentlichen Interesse an sicherer Bankenregulierung und dem Aktionärsinteresse an Gewinnmaximierung durch hohe Verschuldung könne eine gestärkte Stellung der Aktionäre die regulatorische Kontrolle über Finanzinstitute schwächen (*Coffee*, 97 Cornell L. Rev. 1019, 1055 f. (2012); *Coffee, Jr.*, 111 Colum. L. Rev. 795, 814 (2011)).

<sup>177</sup> *Stout*, The Shareholder Value Myth, 2012, S. 50–51, 63–73; ferner auch *Greenfield*, 46 Wake Forest L. Rev. 627 (2011), der nicht direkt an die Unternehmenszielbestimmung anknüpft, aber in der Sache ganz ähnlich argumentiert, dass kurzfristige Aktionäre und ein kurzfristiges Management miteinander paktierten, zulasten zukünftiger Aktionäre und aktueller wie zukünftiger Stakeholder.

<sup>178</sup> Dazu *Bratton*, 95 Georgetown L. J. 1375 (2007), insb. S. 1379 f. (Diskussionsüberblick), 1398 f. (empirische Ergebnisse zur Kursperformance der Zielgesellschaften vor Aktivismus als Test der *team production theory* oder der *agency theory* und damit verbunden etwaiger kurzfristiger Ausbeutung von Stakeholdern), 1409–1413 (empirische Ergebnisse zur Dauer und Nachhaltigkeit des Engagements); zudem allgemein gegen einen Ausbau des Aktionäreinflusses aufgrund dadurch bedingter kurzfristiger Einflüsse auf die Unternehmensleitung *Bratton/Wachter*, 158 U. Penn. L. Rev. 653 (2010); ausführliche, sehr instruktive Analyse des Forschungsstands zu den Folgen von Hedgefonds-Aktivismus mit besonderem Fokus auf die Frage einer Verkürzung des Investitionshorizonts von Managern und denkbarer Maßnahmen gegen schädlichen kurzfristigen Hedgefonds-Aktivismus bei *Coffee, Jr./Palia*, The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications, September 2014, S. 38 ff. bzw. weitgehend inhaltsgleich, allerdings mit neuer Conclusion, *dies.*, ACG 1 (2016), 1, 40 ff.

<sup>179</sup> So eingehend *Rodriguez*, 95 Minnesota L. Rev. 1822 (2011). *Rodriguez* argumentiert, dass die wichtigen Gruppen institutioneller Investoren (*mutual funds*, *hedge funds*, *labor union* und *pension funds*) Anreize zu kurzfristigem und/oder auf Partikularinteressen ausgerichtetem Verhalten haben, nicht zu langfristigem Monitoring (S. 1826–1838). Die Endanleger kennzeichnet er als rational desinteressiert und durch mehrere Agency-Ebenen (*separation of ownership from ownership*) von den Anlagegesellschaften getrennt. Vor diesem Hintergrund erachtet er die Corporate-Governance-Regelungen des Dodd-Frank Act als ungeeignet, um eine langfristige Orientierung zu fördern, sowohl *Say on Pay* (S. 1841 f.) als auch *proxy access* (S. 1843–1846). Im Gegenteil könne eine kurzfristige Orientierung gefördert werden (S. 1847 f.). Auch eine verstärkte Offenlegung erscheint *Rodriguez* in einem ineffizienten, bereits durch zahlreiche Offenlegungsvorschriften geprägten Marktumfeld nicht zielführend (S. 1850–1855), ebenso wie strengere Unabhängigkeitsvorschriften für Direktoren (S. 1855–1858). *Strines* Vorschläge zur Regulierung der Intermediäre gehen für *Rodriguez* in die richtige Richtung, aber mit neuen Problemen, namentlich bürokratischer Aufsicht, behaftet (S. 1859–1862). Auch sog. *target date funds* als potenzielle Marktlösungen in Form eines langfristigen Altersvorsorgefonds stellt er angesichts kumulierender Verwaltungsgebühren, schlechter Performance und mangelnder bewusster Auswahl der 401(k)-Sparer kein gutes Zeugnis aus (S. 1862–1865). Ebenso mit Blick auf die Vergütung *Coffee*, 97 Cornell

Speziell mit Blick auf den Bankensektor und vor allem erwünschte Investitionen in Forschung & Entwicklung sind in den USA hohe Aktienrückkäufe und darauf abgestimmte Komponenten der Managervergütung (auch) vonseiten der Wissenschaft als Instrumente kurzfristig-manipulativer Aktienkurssteigerung zulasten der langfristigen Innovationskraft angegriffen worden.<sup>180</sup>

Auf rechtspolitischer Ebene steht ebenfalls das Gesellschaftsrecht im Vordergrund. So befürwortet man verbreitet Gestaltungen, die ein langfristiges Aktionariat fördern und/oder seinen Einfluss auf Unternehmen stärken sollen. Hierzu gehören Treuedividenden,<sup>181</sup> zeitabhängige Mehrstimmrechte (*time-phased voting* oder *tenure voting*),<sup>182</sup> längere Haltefristen bis zur Stimmberechtigung,<sup>183</sup> erweiterte Rechte für langfristige Aktionäre im Rahmen der Board-Wahl<sup>184</sup> und innovative Aktienklassen mit besonderen Haltevorgaben und Einflussrechten.<sup>185</sup> In ähnlicher Weise plädieren viele Autoren dafür, das bestehende Gewicht kurz- und langfristiger Einflüsse mit grundlegenden Weichenstellungen zu verschieben. Einschlägige Beiträge nehmen die Unternehmenszielbestimmung als Instrument in den Blick, um Rechte bzw. Pflichten von Aktionären und Board

---

L. Rev. 1019, 1051–1056 (2012), der argumentiert, dass die auf kurzfristiges Verhalten und exzessive Risikoübernahme gemünzte Vergütung von Bankmanagern vor der Finanzkrise wahrscheinlich den Präferenzen der Aktionäre entsprach, weshalb die Corporate-Governance-Reformen des Dodd-Frank Act, um Druck der Aktionäre auf das Management zu erleichtern, kontraproduktiv erschienen.

<sup>180</sup> Namentlich von *Lazonick*, Bus. Hist. Rev. 84 (2010), 675, 695–700, der dabei konkret die New Economy (S. 695 f.), den Bankensektor vor der Finanzkrise (S. 696 f.), die Informations- und Kommunikationstechnologiebranche (S. 698) und die Pharmabranche (S. 699) anspricht; gegen seine These aber *Fried/Wang*, Rev. Corp. Fin. Stud. 8 (2019), 207 ff.

<sup>181</sup> Instruktive Aufbereitung wichtiger Argumente pro und contra bei *Duruigbo*, Kentucky L. J. 100 (2012), 531, 561–569, der die Gegenargumente zwar für nicht durchgreifend erachtet, es aber zugleich für unwahrscheinlich hält, dass Treuedividenden als Mittel gegen *Short-termism* ausreichen. Eine kritische Masse langfristiger Aktionäre werde sich so nicht gewinnen lassen.

<sup>182</sup> Dazu instruktiv mit Aufbereitung der Argumente und empirischer Studie zur bisherigen Umsetzung in zwölf Fällen in den USA *Dallas/Barry*, 40 Del. J. Corp. L. 541 (2016). Die Ergebnisse der Studie von Dallas/Barry liefern eine gewisse Bestätigung sowohl für Befürworter als auch Kritiker vom *time-phased voting* (TPV). Insgesamt sprechen ihre Ergebnisse, soweit es um die bisherige Nutzung in den USA geht, allerdings dafür, dass TPV nur selten und dabei weniger als Instrument genutzt wird, um eine langfristige Sicht zu stärken oder gar Anreize für die Bildung eines Blockaktionariats zu schaffen, sondern im Gegenteil um einen graduellen Rückzug bisher dominanter Familieneigentümer zu begleiten und abzufedern. Auf die Beteiligung institutioneller Investoren hatte eine TPV-Struktur in den von Dallas/Barry betrachteten Fällen offenbar keinen messbaren Einfluss. Nachfolgend instruktiv *Berger/Davidoff Solomon/Benjamin*, 72 Bus. Law. 295 (2017), die eingehend Vor- und Nachteile von *tenure voting*, die Vereinbarkeit mit dem bestehenden Rechtsrahmen börsennotierter Gesellschaften in den USA und mögliche Gestaltungsoptionen behandeln, einschließlich der Problematik, die Haltedauer von Aktionären nachzuverfolgen.

<sup>183</sup> Dafür *Kelly/White*, 42 New England L. Rev. 761, 772 (2008) (Vorgabe einer Haltedauer von einem Jahr, bevor ein Stimmrecht entsteht).

<sup>184</sup> Hierzu die obige Debatte um die Ausgestaltung von *proxy access*, 4. Teil, § 3 I.2. a), S. 747 ff.

<sup>185</sup> So schlägt *Duruigbo*, 33 Cardozo L. Rev. 1733 (2012), 1747 ff. anknüpfend an die im 19. Jahrhundert in der US-Rechtsprechung verbreitete *trust fund theory* ein reformuliertes Konzept vor, dem zufolge das eingezahlte Kapital einiger Aktionäre entweder als eigene Aktienklasse oder kraft Vereinbarung mit der Gesellschaft einen gesonderten *trust fund* bilden soll, der zur Sicherung der Gesellschaftsgläubiger dient und nur in sichere Wertpapiere investiert werden darf (a. a. O., S. 1748). Die entsprechenden Aktien sollen zehn Jahre nicht verkehrsfähig sein (kein Verkauf, keine Übertragung, keine Leihe, a. a. O., S. 1749, gegebenenfalls mit Ausnahme bei Übernahme der Gesellschaft, a. a. O., S. 1782). Die damit verbundene Loyalität, Illiquidität und das höhere Investitionsrisiko sollen stärkere Governance-Rechte der betroffenen Aktionäre bzw. Aktien rechtfertigen, so die Zuerkennung einiger Board-Sitze, erleichterte Kandidatenvorschlagsrechte für das Board und ein Recht zur Abstimmung über die langfristige Unternehmensstrategie (a. a. O., S. 1750–1752).

langfristig auszurichten,<sup>186</sup> werben für Treuepflichten (insbesondere) kurzfristiger aktivistischer Aktionäre<sup>187</sup> oder verlangen engere Grenzen legitimer Einflussrechte der Aktionäre mit teils radikalen Beschränkungen.<sup>188</sup> Weiterhin fordert man eine längerfristige Ausrichtung der Managervergütung,<sup>189</sup> eine stärkere Gewichtung von Nachhaltigkeitsthemen in der Unternehmensberichterstattung<sup>190</sup> sowie Änderungen im Steuerrecht, um Anreize für langfristige Anlagestrategien zu setzen, insbesondere mit der Kapitalertragsteuer oder einer Finanztransaktionssteuer.<sup>191</sup> Auch abseits solcher Forderungen haben juristische Publikationen die Folgen kurz- vs. langfristiger Orientierung von Aktionären erörtert, etwa bei der theoretischen Rechtfertigung des Aktionärsstimmrechts.<sup>192</sup>

### c) Aktionärsfreundliche Stimmen und Initiativen

Die entgegengesetzte Position attackiert vor allem Einschränkungen der Aktionärsrechte. Die Anhänger der *Short-termism*-These prangern kurzfristige Interessen aktivistischer Aktionäre an und erachten zumindest bestimmte Arten von Aktivismus für problematisch und oft schädlich, insbesondere solchen kurzfristiger Finanzinvestoren. Hingegen meinen die Vertreter der Gegenauffassung, dass im Vergleich zum Status quo der US-Rechtspraxis stärkere Befugnisse der Aktionäre und erleichterte Aktionärsinterventionen förderlich und damit Teil der nötigen Reformen seien.<sup>193</sup> Besonders vehement wird

<sup>186</sup> Für eine Änderung der Unternehmenszielbestimmung und damit eine veränderte Ausrichtung der *fiduciary duties* der Direktoren im Sinne von *long term shareholder primacy* ders., Kentucky L. J. 100 (2012), 531, 573–582; für ein an langfristig nachhaltiger Wertschöpfung ausgerichtetes Stakeholder-Konzept *Stout*, *The Shareholder Value Myth*, 2012, S. 63 ff., 74 ff., 95 ff.; in eine ähnliche Richtung gehen Vorschläge, alternative, nicht oder nicht ausschließlich gewinnorientierte Unternehmensstrukturen stärker zu nutzen, dafür *Kelly/White*, 42 New England L. Rev. 761, 772, 781–786 (2008) (insbesondere Gesellschaften im Eigentum der Angestellten, Kooperativen, familienkontrollierte „missionsgetriebene“ Firmen, gemeinnützige Gesellschaften sowie Gesellschaften in staatlichem Eigentum oder mit staatlicher Beteiligung).

Kritisch hingegen *Heaton*, 72 Bus. Law. 353 (2017), der argumentiert, dass Verweise auf langfristige Aktionärsinteressen bzw. langfristige Aktienwertmaximierung rhetorisch eingesetzt würden, um eine Stakeholder-Value-Position zu verschleiern.

<sup>187</sup> Dafür *Anabtawi/Stout*, 60 Stan. L. Rev. 1255 (2008), insb. S. 1290–1292, ferner S. 1293 f. zum Charakter als Maßnahme auch gegen Probleme infolge kurzfristiger Investitionshorizonte von Aktivisten, in denen Anabtawi/Stout eine Spielart von opportunistischem Aktionärsverhalten sehen.

<sup>188</sup> Dazu etwa *Mitchell*, 66 Wash. & Lee L. Rev. 1635 (2009), der argumentiert, dass Aktionäre bei einer Nettobetrachtung (mit Ausnahme des Bankensektors nach der Finanzkrise) keinen Beitrag zur Unternehmensfinanzierung leisten und eine wohlfahrtsschädliche Orientierung auf kurzfristigen Gewinn bewirken (zu Letzterem insb. a. a. O., S. 1643–1645, 1671, 1677), weshalb die Rechte von Aktionären idealerweise auf Information und Verkauf beschränkt (S. 1677), jedenfalls aber nicht erweitert werden sollten; in die gleiche Richtung aus der britischen Literatur *Talbot*, Mod. L. Rev. 76 (2013), 791 ff.

<sup>189</sup> *Kelly/White*, 42 New England L. Rev. 761, 775 (2008); *Bratton/Wachter*, 158 U. Penn. L. Rev. 653, 714 f., 724–726 (2010).

<sup>190</sup> Dafür *Kelly/White*, 42 New England L. Rev. 761, 772, 775–777 (2008), die zudem auch die Medien in die Pflicht nehmen, ihre „ticker-tape mentality“ zu verringern (a. a. O., S. 778).

<sup>191</sup> Instruktive Aufbereitung wichtiger Argumente für und gegen eine Finanztransaktionssteuer zur Bekämpfung einer kurzfristigen Orientierung auf dem Kapitalmarkt sowie für und gegen eine geänderte Kapitalertragsteuer als Maßnahmen zur Förderung langfristigen Investierens *Duruigbo*, Kentucky L. J. 100 (2012), 531, 547–561, mit im Ergebnis skeptischer eigener Schlussfolgerung; für eine erhöhte Kapitalertragsteuer auf kurzfristige Handelsgewinne *Kelly/White*, 42 New England L. Rev. 761, 772 (2008).

<sup>192</sup> Dazu *Edelman. Paul H./Thomas/Thompson*, 87 Southern Cal. L. Rev. 1359, 1362 mit Note 15, 1382, 1412–1413, 1418, 1420–1422 (2014).

<sup>193</sup> Beide Positionen knapp gegenüberstellend *Bebchuk/Weisbach*, Rev. Financ. Stud. 23 (2010), 939, 943.

Letzteres von *Lucian Bebchuk* samt Co-Autoren sowie weiteren Professoren der Harvard Law School verfochten. Zu beachten ist aber, dass (auch) sie, namentlich ihr prononciertester Vertreter *Lucian Bebchuk*, *Short-termism* von Direktoren bzw. Unternehmensmanagern als wichtiges Problem anerkennen, dem insbesondere bei der Gestaltung der Managervergütung Rechnung getragen werden muss.<sup>194</sup>

Den führenden, wenn auch nicht ersten,<sup>195</sup> Referenzbeitrag dieser Strömung steuerte *Mark Roe* bei, wie *Bebchuk* Professor an der Harvard Law School. Er erschien 2013 ebenfalls im *Journal of Corporation Law* („Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom“).<sup>196</sup> *Roe* wendet sich gegen die These, eine kurzfristige Orientierung des Aktienhandels rechtfertige Maßnahmen in Corporate Governance und Gesellschaftsrecht, die Boards und Manager stärker vom Einfluss der Aktionäre abschnitten, damit die Verwaltung aus ihrer Sicht vernünftige langfristige Strategien verfolgen kann. *Roe* stützt sich im Kern auf vier Argumente: Erstens räumt er zwar gewisse Indizien für Marktverzerrungen zur kurzen Frist ein,<sup>197</sup> sieht hierin aber allenfalls ein sporadisches (*local*) Problem. Angesichts vorhandener korrigierender Einflüsse sei daher kei-

---

<sup>194</sup> Dazu eingehend mit Gestaltungsempfehlungen *Bebchuk/Fried*, 158 U. Penn. L. Rev. 1915 (2010), mit Verwendung des *Short-termism*-Begriffs (a. a. O., S. 1932) („[...] the ability to unload a large fraction of her [the executive’s] portfolio quickly may lead the executive to pay excessive attention to short-term prices. Grant-based limitations are thus not sufficient to avoid ‘short-termism’ and other problems associated with executives’ ability to unwind large amounts of stock at once when executives serve a significant period of time and accumulate large numbers of disposable shares.“); ebenso zuvor bereits in Anhörungen vor dem US-Kongress nach der Finanzkrise, dazu oben Fn. 6 auf S. 741, 10 auf S. 743. Anreize zu kurzfristigem Handeln aus der Vergütung ordnen *Bebchuk et al.* dabei regelmäßig implizit oder explizit als eine Spielart von Agency-Problemen bei der Vergütung ein, hier in Form von Bedingungen, mit denen sich Direktoren kurzfristig hohe Zahlungen sichern, ohne den Shareholder-Value zu fördern. Zu anderen Agency-Problemen bei der Managervergütung etwa *Bebchuk/Cremers/Peyer*, J. Fin. Ec. 102 (2011), 199 ff.

<sup>195</sup> Eine Generalabrechnung mit *Short-termism* findet sich bereits bei *Dent, Jr.*, 35 Del. J. Corp. L. 97 (2010). Die Argumente überschneiden sich teilweise. *Dent* argumentiert zunächst ausführlich anhand verschiedener typischer Aktionärsgruppen, dass die meisten Anteilseigner börsengehandelter Gesellschaften danach strebten, den langfristigen Aktienkurs zu maximieren; Ausnahmen seien selten und unbedeutend. Bestätigt sieht er sich durch Studien, die positive Kursentwicklungen bei Vorhandensein eines Paketaktionärs oder starken Aktionärsrechten zeigten (S. 105–122). Für die *Short-termism*-These erkennt *Dent* keine überzeugenden empirischen Belege an. Selbst Anleger mit kurzer Haltedauer hätten einen Anreiz, den langfristigen Unternehmenswert zu maximieren (S. 123 oben), Angaben von Managern zu kurzfristigem Druck seien nicht glaubwürdig (S. 124), Aktionärsaktivismus steigere gewöhnlich den langfristigen Wert und führe nicht zu geringeren F&E-Investitionen (S. 125–128). Der Trend zu einem Rückzug von der Börse (*going private*) habe nichts mit *Short-termism* des Aktienmarktes zu tun (S. 128–130). Das eigentliche Problem sieht *Dent* in unzureichenden Aktionärsrechten, die keine effektive Kontrolle des Managements zulassen (S. 130–133). Aktionäre erachtet *Dent* auch angesichts jüngerer Entwicklungen wie Stimmrechtsberatern und zunehmend aktionärsfreundlicher Gestaltungen für fähig, wertsteigernd aktiv zu werden (S. 133–141). *Shareholder primacy* sei zwar nicht perfekt, aber besser als denkbare Alternativen, namentlich die verbreitete Dominanz von CEOs oder ein unabhängiges Board (S. 142–149). Die Einflussmacht der Aktionäre sei daher weiter zu erhöhen (S. 149 f.).

<sup>196</sup> *Roe*, 68 Bus. Law. 977 (2013). Nachfolgend etwa mit einer weiteren Generalkritik *Anderson, IV*, 23 Geo. Mason L. Rev. 19 (2015). *Andersons* Argumente gegen die ökonomische Berechtigung der *Short-termism*-These (a. a. O., S. 25–45) lehnen sich in der Sache weitgehend an jene von *Roe* und *Bebchuk*, 113 Colum. L. Rev. 1637 (2013) (hierzu sogleich im Text) an. Darauf aufbauend wendet sich *Anderson* gegen seiner Ansicht nach bestehende Implikationen des *Short-termism*-Arguments für das Gesellschaftsrecht, insbesondere die Business Judgment Rule und die Unternehmenszielbestimmung (a. a. O., S. 46 ff.). Erstere werden allerdings von Vertretern der *Short-termism*-These nicht oder allenfalls vereinzelt in Ansätzen vertreten.

<sup>197</sup> *Roe*, 68 Bus. Law. 977, 986 f. (2013).

ne allgemeine Reform veranlasst.<sup>198</sup> Zweitens und damit verbunden bestreitet *Roe* schlüssige Nachweise dafür, dass der Aktienmarkt insgesamt systematisch (*net*) kurzfristig ist. Vielmehr sieht *Roe* viele Belege sowohl für eine Unter- als auch für eine Überbewertung der langen Frist.<sup>199</sup> Die These, dass kurzfristige Handelsaktivitäten generell dramatisch zugenommen hätten, beruhe auf einer fehlerhaften Interpretation des Datenmaterials.<sup>200</sup> Drittens verweist *Roe* auf *Short-termism*-Quellen in Unternehmen, die empirischen Belegen zufolge sehr bedeutsam seien. Durch Managerabschottung würden sie verschlimmert,<sup>201</sup> ebenso wie Agency-Probleme.<sup>202</sup> Viertens meint *Roe*, dass, soweit man Defizite bejaht, diese den grundsätzlichen wirtschaftspolitischen Rahmen betreffen und wenn überhaupt nur vom Gesetzgeber anzugehen seien.<sup>203</sup> *Short-termism*-Argumente erkennt *Roe* somit nicht als Grund an, um Manager weiter zu isolieren. Gleiches gelte für den Schutz von Stakeholdern, deren Belange ihrerseits kurz- oder langfristig sein könnten.<sup>204</sup> *Roe* folgert abschließend, dass auf etwaigen *Short-termism* börsennotierter Gesellschaften zwar geachtet, aber gegenwärtig nicht im Gesellschaftsrecht reagiert werden sollte.<sup>205</sup>

Kaum ein Jahr später wandte sich *Bebchuk* scharf gegen „insulation advocates“.<sup>206</sup> Als solche kanzelte er all jene ab, die Nachteile durch *Short-termism* in Form kurzfristigen Drucks der Aktionäre als wesentlichen Grund für (alle oder einzelne) Gestaltungen akzeptieren, die das Board in dem gegenwärtigen oder einem höheren Grad abschotten, insbesondere hinsichtlich seiner Abberufbarkeit, der Abwehr von Übernahmen oder Rechtsbeschränkungen für kurzfristige Aktionäre. Entsprechende Behauptungen, so *Bebchuk*, beruhten auf unsubstanzierten Annahmen,<sup>207</sup> übersähen langfristige überwie-

<sup>198</sup> *Ders.*, 68 Bus. Law. 977, 987–989, 992–993 (2013). Als korrigierende Kräfte nennt *Roe* Wagniskapital und Private Equity, den Rückzug von der Börse bzw. außerbörslich gehaltene Gesellschaften, Paketaktionäre sowie den Produktmarktwettbewerb. Anders *Dent, Jr.*, 35 Del. J. Corp. L. 97, 128–130 (2010), der einen bestehenden Trend zu Wagniskapital nicht in Verbindung mit etwaigem *Short-termism* sieht. Vielmehr liege er in anderen Motiven begründet, insbesondere der Vermeidung von Kosten regulatorischer Anforderungen an börsennotierte Gesellschaften, bessere Möglichkeiten, Geschäftsgeheimnisse vor Wettbewerbern, Lieferanten und Kunden zu schützen, sowie veränderte Anreize der Unternehmensleitung durch starke Private-Equity- oder LBO-Gesellschaften.

<sup>199</sup> *Roe*, 68 Bus. Law. 977, 993–996 (2013); siehe auch *Gilson/Gordon*, 113 Colum. L. Rev. 863, 917 (2013) zur Möglichkeit übermäßig weitsichtiger Manager („To be sure, there is a risk that both institutional investors and activist investors may be myopic [...]. But there is a corresponding risk that company managers may be hyperopic, acting to increase the option value of their control by extending its length, especially if, because of poor performance and strategy, it is then out of the money.“).

<sup>200</sup> *Roe*, 68 Bus. Law. 977, 998–1001 (2013).

<sup>201</sup> *Ders.*, 68 Bus. Law. 977, 996–998 (2013).

<sup>202</sup> *Ders.*, 68 Bus. Law. 977, 989 (2013).

<sup>203</sup> *Ders.*, 68 Bus. Law. 977, 989–992 (2013). *Roe* argumentiert hierzu, dass die Prüfung, ob in einem bestimmten Fall kurzfristiges Verhalten vorliegt, eine wirtschaftliche Bewertung erfordert. Bei solchen Einschätzungen würden die Gerichte gemäß der Business Judgment Rule zu Recht die Beurteilung der Manager respektieren, anstatt sie durch ihre eigene zu ersetzen. Das solle, meint *Roe*, erst recht gelten, wenn es darum geht, ob die Wirtschaft insgesamt zu kurzfristig ist. Etwaiger *Short-termism* sei besser über das Steuerrecht sowie regulatorische Rahmenbedingungen anzugehen, die auf die Aktionärsstruktur einwirken, insbesondere indem sie die Bildung von Blockanteilen erleichtern (S. 991).

<sup>204</sup> *Ders.*, 68 Bus. Law. 977, 1003–1004 (2013).

<sup>205</sup> *Ders.*, 68 Bus. Law. 977, 978 (Abstract), 1005–1006 (2013).

<sup>206</sup> Definition dieses Begriffs bei *Bebchuk*, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1645 (2013).

<sup>207</sup> Dazu insbesondere *ders.*, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1662–1666 (2013): Auch auf imperfekten Märkten sei es wahrscheinlich, dass kurzfristige und langfristige Änderungen des Unternehmenswertes in aller Regel mindestens positiv korreliert seien und dass die Märkte positive langfristige Auswirkungen zumindest in vielen Fällen erkennen. Umgekehrt sei es sehr wahrscheinlich, dass langfristig negative Handlungen sofort als solche erkannt werden, kurzfristige Aktivisten ihre Anteile also nicht ge-

gende Kosten einer Board-Isolierung<sup>208</sup> und widersprüchen empirischen Erkenntnissen.<sup>209</sup> Die Gesamtwirkung der Isolierung der Verwaltungsorgane in dem Grad, der derzeit in den USA bestehe, oder gar in einem höheren, sei negativ.<sup>210</sup> Zwar könnten theoretisch kurzfristige Horizonte der Anleger auf einem ineffizienten Markt Unternehmen zu Verhalten drängen, welches nicht wertmaximierend ist.<sup>211</sup> Praktisch, meinte *Bebchuk*, geschehe das aber nur selten. Insgesamt belege die Empirie, dass Aktionärsaktivismus positiv wirke.<sup>212</sup> Diese These unterfütterte *Bebchuk* zusammen mit Co-Autoren mit einer ausführlichen, schon in der Working-Paper-Fassung hoch kontroversen<sup>213</sup> Studie über die Auswirkungen von Hedgefonds-Aktivismus, die im Folgejahr aufsatzförmig erschien.<sup>214</sup> Sie hat eine viel beachtete, nicht selten äußerst polemische Blog-Auseinandersetzung befeuert.<sup>215</sup> Kaum ein weiteres Jahr später hat indes ähnlich prominent eine andere Studie die Gegenposition zu *Bebchuk* untermauert: Sie untersucht in der Zeitreihe<sup>216</sup> die Auswirkungen von *staggered boards*, einem klassischen „Isolierungsmechanismus“ zur Abwehr feindlicher Übernahmen, und ermittelt dabei eine positive Wirkung. Die Autoren begründen dieses Ergebnis mit einer Variante der Breach-of-Trust- oder Bonding-Hypothese.<sup>217</sup> Dieses theoretische Fundament ist, anders als die Verfasser stellenweise nahelegen, aus der bisherigen *Short-termism*-Debatte bereits gut bekannt.<sup>218</sup>

winnträchtig verkaufen könnten. Zudem nehme man auch sonst an, dass der Markt Governance-Änderungen adäquat bepreisen kann.

<sup>208</sup> *Ders.*, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1679–1681, 1684–1686 (2013); ebenso zuvor bereits *Dent, Jr.*, 35 Del. J. Corp. L. 97, 142–149 (2010).

<sup>209</sup> *Bebchuk*, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1640, 1642, 1669–1676 (2013).

<sup>210</sup> *Ders.*, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1642 (2013).

<sup>211</sup> *Ders.*, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1643, 1678–1679 (2013).

<sup>212</sup> *Ders.*, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1643–1644 (2013).

<sup>213</sup> Für substantielle ökonomische Kritik an der Studie siehe *Allaire/Dauphin*, „Activist“ hedge funds: creators of lasting wealth? What do the empirical studies really say?, July 2014; zudem *Coffee, Jr./Palia*, The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications, September 2014, S. 55–56, ferner auch S. 52–54 (die von *Coffee/Palia* auf S. 55 f. geäußerte Kritik an der Nichtberücksichtigung des sog. *skewness bias* dürfte allerdings mit Blick auf die angewandte Schätztechnik mittels *buy-and-hold abnormal returns* sowie die große Zahl von Beobachtungen unbegründet sein).

<sup>214</sup> *Bebchuk/Brav/Jiang*, 115 Colum. L. Rev. 1085 (2015); nach wie vor kritisch dazu *Allaire/Dauphin*, Still unanswered questions (and new ones) to *Bebchuk, Brav and Jiang*, January 2015 und *Coffee, Jr./Palia*, ACG 1 (2016), 1, 59–60, ferner 57–59 (nun ohne die Kritik an einem *skewness bias* (dazu Fn. 213 auf S. 773)); siehe zudem die übergreifende Kritik von *Allaire/Dauphin*, Int. J. Discl. & Gov. 13 (2016), 279, 280–282, 288–294.

<sup>215</sup> Zu der per Blogbeiträgen geführten Kontroverse vor allem zwischen *Bebchuk* und Co-Autoren auf der einen und *Martin Lipton* mit der Kanzlei *Wachtell, Lipton Rosen & Katz* auf der anderen Seite siehe *Bebchuk/Brav/Jiang*, 115 Colum. L. Rev. 1085, 1091–1092 (2015) mit Fn. 14 und 15, *Sharfman*, 2015 Colum. Bus. L. Rev. 813, 815–817, 819–820 (2015), insb. Fn. 3, 6, 12–15 sowie den Blogbeitrag von *Lipton*, The Threat to the Economy and Society from Activism and Short-Termism Updated, 27.01.2015 <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2015/01/27/the-threat-to-the-economy-and-society-from-activism-and-short-termism-updated/#more-68007>> (geprüft am 11.06.2020) einschließlich der dort in der *editor's note* verlinkten weiteren Blogbeiträge von *Martin Lipton* bzw. *Lucian Bebchuk* mit jeweiligen Co-Autoren.

<sup>216</sup> Anstatt, wie vorherige Untersuchungen, mit einer Querschnittsbetrachtung (*cross-section*), dazu *Cremers/Sepe*, 68 Stan. L. Rev. 67, 71–72, 90–91, 100–107 (2016).

<sup>217</sup> *Dies.*, 68 Stan. L. Rev. 67 (2016). In eine ähnliche Richtung geht die wenig später erschienene Studie von *Catan*, 48 J. Legal Stud. 1–44 (2019), dazu bereits oben S. 655 Fn. 549.

<sup>218</sup> *Cremers/Sepe*, 68 Stan. L. Rev. 67, 74–75, 108 ff. (2016) legen zwar nahe, ihre theoretische Erklärung für den positiven Effekt von Abwehrmechanismen gegen Übernahmen sei innovativ bzw. neu. Indes ist der theoretische Gedanke, auf den sich *Cremers/Sepe* stützen, seit *Langem* in der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte als Breach-of-Trust-Hypothese geläufig (dazu in der US-amerikanischen Debatte bereits oben 2. Teil, § 1 I.3. d), S. 130 ff., Fn. 407, 408 auf S. 133 mit den dort genannten

Diese Studie ist freilich ihrerseits methodischer Kritik ausgesetzt<sup>219</sup> und die mit ihr einhergehende Auffassung, dass langfristige Aktionäre grundsätzlich positiver für Corporate Governance und Wertschöpfung sind als kurzfristige, bei den Gegnern der *Short-termism*-These ebenfalls auf Widerspruch gestoßen. Sie bewerten nicht nur Aktivismus relativ kurzfristiger Finanzinvestoren positiv, sondern äußern zudem flankierend Bedenken gegen Maßnahmen, um ein langfristiges Aktionariat zu fördern. Dazu verweisen sie auf theoretisch denkbare Auswirkungen bei Gesellschaften, die eigene Aktien zurückkaufen oder ausgeben. Auch langfristige Aktionäre könnten Stakeholder ausbeuten, zudem hätten sie möglicherweise schlechtere Anreize zur Kontrolle des Managements als kurzfristige aktivistische Aktionäre.<sup>220</sup>

Weiter angeheizt worden ist die Auseinandersetzung dadurch, dass *Lucian Bebchuk* seine Position über das Harvard Shareholder Rights Project (HSRP) erfolgreich in die Praxis getragen und nach eigener Aussage in über 100 börsennotierten US-Gesellschaften dazu beigetragen hat, dass ein bestehendes *staggered board* abgeschafft wurde.<sup>221</sup> Hierzu hat das HSRP als Vertreter eines Aktionärs in weit über 100 Fällen<sup>222</sup> SEC Rule 14-8 genutzt. Diese erlaubt Aktionären, einen Beschlussvorschlag (*shareholder proposal*) samt Unterstützungsstatement einzureichen, den das Board unter bestimmten Voraussetzungen und vorbehaltlich bestimmter Ablehnungsgründe in die Proxy-Materialien der Gesellschaft aufnehmen und an alle Aktionäre versenden muss.<sup>223</sup> Der vom HSRP verwandte Text<sup>224</sup> stützte sich stark auf empirische Studien, die das vorgebrachte Anliegen untermauern sollten, übergang aber Arbeiten mit gegenteiligen Ergebnissen. Das veranlasste einen SEC Commissioner in Co-Autorenschaft mit einem Professor der Stanford Law School zu dem Vorwurf, Harvard verletzte das Federal Securities Law und setzte sich einer möglichen Verfolgung durch die SEC sowie privaten Klagen aus.<sup>225</sup>

---

Nachweisen und dem begleitenden Text; zur ökonomischen Rezeption in Großbritannien durch Franks/Mayer 2. Teil, § 1 II.3. b)bb)(4), S. 202 ff., siehe insbesondere den Text bei Fn. 881–884 auf S. 207; zur rechtswissenschaftlichen Rezeption durch Parkinson 2. Teil, § 1 II.3. b)cc)(1), S. 210 ff., siehe insbesondere den Text bei Fn. 917 auf S. 213).

Zudem sind Cremers/Sepe auch nicht die Ersten, die den theoretischen Ansatz speziell für eine empirische Studie der Wirkung von *staggered boards* als Verteidigungsmittel gegen Übernahmen auf den Unternehmenswert fruchtbar machen. Zuvor haben namentlich *Johnson/Karpoff/Yi*, *J. Fin. Ec.* 117 (2015), 307, 313, 326–327 mit der *bonding hypothesis of takeover defenses* eine inhaltlich übereinstimmende Theorie mit einer empirischen Untersuchung zu Übernahmeabwehrvorkehrungen von IPO-Firmen getestet und bestätigt. Die Autoren untersuchen dabei sowohl mehrere Indizes von *takeover defenses* als auch ausschließlich den Effekt von *staggered boards* (siehe die o. g. Stichseiten). Cremers/Sepe führen dies mit einer deutlich breiteren Stichprobe fort.

<sup>219</sup> Siehe *Catan/Klausner*, Board Declassification and Firm Value, September 2017 <<https://ssrn.com/abstract=2994559>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>220</sup> *Fried*, 124 *Yale L. J.* 1554 (2015).

<sup>221</sup> *Gallagher/Grundfest*, Did Harvard Violate Federal Securities Law? The Campaign Against Classified Boards of Directors, 10.12.2014, S. 4.

<sup>222</sup> *Dies.*, Did Harvard Violate Federal Securities Law? The Campaign Against Classified Boards of Directors, 10.12.2014, S. 5 sprechen von mindestens 129.

<sup>223</sup> Eingehend zu den rechtlichen Voraussetzungen, der Anwendungspraxis und wichtigen Leitfällen *Bauman/Stevenson*, *Corporations Law and Policy*<sup>8</sup>, 2013, S. 660–674; zudem *Hamilton/Macey/Moll*, *Cases and Materials on Corporations*<sup>11</sup>, 2010, S. 621–632; für einen guten Überblick aus dem deutschen Schrifttum *Merkt*, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*<sup>3</sup>, 2013, S. 454–461 Rn. 879–886.

<sup>224</sup> Wiedergegeben bei *Gallagher/Grundfest*, Did Harvard Violate Federal Securities Law? The Campaign Against Classified Boards of Directors, 10.12.2014, S. 22–23.

<sup>225</sup> *Dies.*, Did Harvard Violate Federal Securities Law? The Campaign Against Classified Boards of Directors, 10.12.2014.

Der *Short-termism*-Vorwurf spielte dabei eine nicht unwichtige Rolle.<sup>226</sup> Die Reaktion hierauf übertraf an polemischer Schärfe und Aufsehen sogar die bisherige Blog-Kontroverse deutlich.<sup>227</sup>

Generell stützen sich die Gegner der *Short-termism*-These um *Bebchuk*, die vehement für stärkere Rechte aktivistischer Aktionäre kämpfen, stark auf (oft selbst verfasste) empirische Studien. Mitunter führen sie aber auch juristisches Geschütz gegen die ungeliebten Übernahme-Abwehrinstrumente und *Short-termism*-Argumente auf.<sup>228</sup> Bei Ersterem kamen *Short-termism*-Argumente der Gegenposition auch dann zur Sprache, wenn sie nicht direkt attackiert wurden.<sup>229</sup>

### III. Populärwissenschaftliche Sachbücher

Auch im Zuge der Finanzkrise sind in den USA, wie in früheren Diskussionswellen, wieder mehrere, teils stark beachtete Sachbücher zu wirtschaftlichen und juristischen Aspekten der *Short-termism*-Debatte erschienen. An dieser Stelle können nur zwei unter vielen<sup>230</sup> herausgegriffen werden, die durch eine eingängige und instruktive Darstellung ebenso wie das Renommee ihrer Autoren herausstechen:

<sup>226</sup> Siehe *dies.*, Did Harvard Violate Federal Securities Law? The Campaign Against Classified Boards of Directors, 10.12.2014, S. 2, 18, 36.

<sup>227</sup> Auf das Working-Paper von Gallagher/Grundfest reagierte Jonathan Macey, Professor an der Yale Law School, zweimal mit außerordentlich polemischer, teils unsachlich-belehrender Kritik, auf die Jonathan Grundfest entschieden, aber im Vergleich sachlich erwiderte. Harvey Pitt unternahm zwischenzeitlich von dritter Seite – weitgehend vergeblich – den Versuch, die Debatte auf Sachfragen zurückzuführen (*Pitt*, A Reply to Professors Macey and Grundfest, 27.12.2014 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2014/12/27/a-reply-to-professors-macey-and-grundfest/#more-67451>> (geprüft am 11.06.2020), dort auch Links zu den Beiträgen von Macey und Grundfest), ebenso wie ein Artikel der „Dealbook Column“ der New York Times (*Sorkin*, New York Times 06.01.2015, B1). Hierauf folgte bald ein wiederum scharf-polemischer Aufruf von 34 Rechtsprofessoren, die sich insbesondere heftig gegen das Engagement des SEC Commissioner Gallagher wandten (*Harvard Law School*, Statement of Thirty-Four Senior Corporate and Securities Law Professors Urging Commissioner Gallagher and Professor Grundfest to Withdraw Their Allegations against Harvard and the SRP, 15.01.2015 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/01/15/statement-of-thirty-four-senior-corporate-and-securities-law-professors-urging-commissioner-gallagher-and-professor-grundfest-to-withdraw-their-allegations-against-harvard-and-the-srp/#more-67784>> (geprüft am 11.06.2020)).

<sup>228</sup> *Bebchuk/Jackson*, 114 Colum. L. Rev. 1549 (2014) argumentieren etwa, die seit Langem in Praxis und Rechtsprechung etablierten einzelstaatlichen Gesetze, welche Gesellschaften sog. *poison pills* erlauben, seien bundesrechtlich durch den Williams Act ausgeschlossen; *Anderson*, IV, 23 Geo. Mason L. Rev. 19, 46–53 (2015) macht geltend, dass die Dichotomie lang- versus kurzfristiger Aktionärsinteressen im Fallrecht nicht übernommen werde und die Business Judgment Rule für Direktoren weitgehend untergraben würde. Sodann wendet er sich gegen Bestrebungen von Vertretern der *Short-termism*-These, im Gesellschaftsrecht von der Shareholder-Value-Doktrin abzuweichen (S. 53–61).

<sup>229</sup> Siehe *Bebchuk/Jackson*, 114 Colum. L. Rev. 1549, 1556, 1581 mit Fn. 111 (2014).

<sup>230</sup> Die beiden hier näher erörterten Bücher sind zugleich diejenigen, die in der US-amerikanischen *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise bisher am stärksten beachtet worden sind. Dessen ungeachtet gibt es noch eine Reihe weiterer einschlägiger Werke. Zu nennen ist insoweit namentlich *Mitchell*, *The speculation economy*, 2007, der die These aufgestellt hat, dass das *Short-termism*-Problem, welches in der US-Wirtschaft in den späten 1980er Jahren aufgekommen sei und bis heute andauere (dazu a. a. O., S. 2, 269–279), in Merkmalen der amerikanischen Wirtschaft begründet liege, deren Wurzeln weit zurückreichen. Mitchell meint damit im Wesentlichen schon die Anfänge des modernen Aktienmarktes und der dazugehörigen Anlagepraktiken, wie sie sich bis zum Jahr 1919 herausgebildet haben. Diese Entwicklung zeichnet er im Hauptteil des Buches nach. *Short-termism*, verstanden als Problem übermäßig kurzfristigen Handelns der Wirtschaft (abzugrenzen von Spekulationswellen oder Übertreibungen am Aktienmarkt), spricht Mitchell allerdings als solches aber erst im Epilog (S. 269 ff.) für die Zeit ab 1980 an.

2011 erregte *Alfred Rappaport*, der Vater des betriebswirtschaftlichen Shareholder-Value-Konzepts, Aufsehen, als er dazu aufrief, den Kapitalismus vor exzessiver Kurzfristorientierung zu retten („Saving Capitalism from Short-termism“).<sup>231</sup> *Short-termism* definiert Rappaport als Entscheidung dafür, eine Verhaltensweise zu wählen, die in der kurzen Frist am besten ist, aber langfristig suboptimal oder gar zerstörerisch.<sup>232</sup> Auch wenn Rappaport solche Neigungen in der menschlichen Natur verankert sieht,<sup>233</sup> erblickt er das Hauptproblem des heutigen wirtschaftlichen *Short-termism* darin, dass Manager für kurzfristige Leistung statt langfristige Wertschöpfung belohnt werden, also in verfehlten organisationalen Anreizen.<sup>234</sup> Die dahinterstehende Entwicklung beginnt für Rappaport schon in den 1920er Jahren, dauert bis heute<sup>235</sup> und habe wesentlich zur Finanzkrise beigetragen.<sup>236</sup> Rappaport verteidigt wie bereits zuvor sein Shareholder-Value-Konzept gegen Vorwürfe, zu *Short-termism* beizutragen. Vielmehr widerspreche das tatsächliche Verhalten vieler börsennotierter Gesellschaften ihrem Bekenntnis zu Shareholder-Value-Management.<sup>237</sup> Dieses bedeute, sich auf den Cashflow anstatt Bilanzgewinne (*earnings*) zu konzentrieren, langfristig statt kurzfristig zu wirtschaften und vor allem Risiken einzubeziehen.<sup>238</sup> Stattdessen sei eine Mehrheit der Finanzanalysten sowie Ma-

---

Gelegentlich wird auch *Kuttner*, *The squandering of America*, 2007 im Zusammenhang mit *Short-termism*-Vorwürfen zitiert. Kuttner geht es in seinem Buch, soweit er Kapitalmarkt und Investitionsgebaren behandelt, aber in erster Linie um Agency-Probleme und daraus folgende Anreize zu (insbesondere kurzfristiger) Selbstbereicherung. Das *Short-termism*-Schlagwort kommt bei ihm als solches nicht vor.

Demgegenüber bildet die Problematik kurzfristigen Investierens einen zentralen Aspekt des Buches von *Davis/Lukomnik/Pitt-Watson*, *What they do with your money*, 2016. Die Autoren prangern dort kurzfristige Investitions- bzw. Trading-Praktiken der angloamerikanischen Fondsindustrie zulasten insbesondere der Altersvorsorgesparer an. Die Gründe hierfür sehen sie in Missständen sowohl in der geschäftlichen Kultur als auch des regulatorischen Rahmens im angloamerikanischen, insbesondere US-Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht. Als Lösung propagieren sie insbesondere nachhaltigere, stärker auf Stewardship orientierte Investitionsstile, basierend auf einer entsprechend neu ausgerichteten Auslegung und Anwendung von *fiduciary duties*. Das Buch lässt sich als Fortschreibung und Neuaufbereitung eines thematisch eng verwandten Buches lesen, welches das Autorentrio unmittelbar vor der Finanzkrise veröffentlicht hatte (*Davis/Lukomnik/Pitt-Watson*, *The new capitalists*, 2006). Die Problematik kurzfristiger Praktiken von Fondsindustrie und Unternehmen der Realwirtschaft spielte schon dort eine zentrale Rolle. Die Autoren gaben sich 2006 aber noch optimistisch, dass die Endbegünstigten, insbesondere die Altersvorsorgesparer, nun aktiv würden und als *new capitalists* zusammen mit zivilgesellschaftlichen Organisationen mehr und mehr ein langfristigeres und nachhaltigeres Wirtschaften durchsetzen.

Weiterhin behandelt etwa *Langevoort*, *Selling hope, selling risk*, 2016, S. 105–107, 145, 148 f. *Short-termism* unter den Gesichtspunkten Quartalsberichterstattung und leistungsorientierter Vergütung.

<sup>231</sup> *Rappaport*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011. Siehe auch zu weiteren, ähnlich gelagerten Briefen anderer institutioneller Investoren (*Vanguard*, *TIAA-CREF*) *Kumar/Jacobs*, 2015 *Georgeson Annual Corporate Governance Review*, 27.10.2015, S. 9.

<sup>232</sup> *Rappaport*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 4.

<sup>233</sup> *Ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 4–5.

<sup>234</sup> *Ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 6–7.

<sup>235</sup> *Ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 8–14: „redistributional short-termism“ in der Zeit des *managerial capitalism* der 1920er bis 1980er Jahre, in der anschließenden Ära des *agency capitalism* *Short-termism* infolge einer kurzfristigen Agenda sowohl der Unternehmensmanager als auch der Investmentmanager.

<sup>236</sup> *Ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 19–45, sowie in der Einleitung S. xvi.

<sup>237</sup> Zu dieser Kritik am Fehlverständnis der Praxis *ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 47–48, sodann S. 49–54 Rechtfertigung des Shareholder-Value-Konzepts gegen typische Kritikpunkte (Ausbeutung von Stakeholdern, Ignorierung von CSR, Undurchführbarkeit auf kurzfristigen Kapitalmärkten).

<sup>238</sup> *Ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 48.

nager von Unternehmen und Investoren von den Erwartungen der Wall Street an Quartalsgewinne sowie dem kurzfristigen Aktienkurs besessen<sup>239</sup> und schädige dadurch den langfristigen Shareholder-Value.<sup>240</sup> Aufseiten der Investmentmanager erkennt Rappaport einen zentralen Beitrag zu kurzfristigem Verhalten in der quartalsweisen Leistungsmessung anhand eines Benchmark-Indexes, wodurch eine kurzfristige Sicht und Herdenverhalten gefördert würden.<sup>241</sup> *Rappaports* Empfehlungen für Maßnahmen gegen *Short-termism* zielen darauf, die Interessen der Unternehmens- und Investmentmanager denjenigen ihrer Aktionäre und Endanleger anzugleichen. *Rappaport* präsentiert hierzu eingehende Vorschläge, wie die Vergütung unter anderem des Managements<sup>242</sup> und die Ausrichtung der Unternehmensführung<sup>243</sup> zu verbessern seien. Flankierend dazu plädiert Rappaport aufbauend auf früheren Überlegungen für eine ambitionierte Reform der Unternehmensberichterstattung, mit einem *corporate performance statement*, das beobachtbare historische Zahlungsmittelströme (Cashflows) von unsicheren Schätzungen zukünftiger Zahlungsströme (*accruals*, etwa Rückstellungen) trennt. Zudem soll es geschätzte Werte für verschiedene Szenarien (am wahrscheinlichsten, optimistisch, pessimistisch) angeben anstatt eines Punktwertes, der nur die Illusion von Sicherheit erzeuge.<sup>244</sup> Auch bei der Vergütung von Fondsmanagern sieht *Rappaport* Reformbedarf, weg von einer Vergütung anhand des verwalteten Vermögens hin zu leistungsorientierten Gebühren.<sup>245</sup> Um langfristige Überrenditen zu erreichen, erachtet *Rappaport* es für geboten,

<sup>239</sup> *Ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 54–56, sowie zur Ungeeignetheit dieses am Bilanzgewinn orientierten Maßstabes instruktiv S. 56–60.

<sup>240</sup> *Ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 61–66.

<sup>241</sup> *Ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 71–74. Damit verbunden kritisiert Rappaport sodann die Konzentration der Investmentgemeinde auf Quartals- und jährliche Gewinnzahlen (*earnings*) (S. 74–78). Darin sieht Rappaport auch ein Hindernis für einen (informations- und allokatons-)effizienten Aktienmarkt (a. a. O., S. 78–83).

<sup>242</sup> Jeweils mit Darlegung von Unzulänglichkeiten der gegenwärtigen Praxis und Verbesserungsvorschlägen *ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 91–114 (Vergütung von CEOs und geschäftsführenden Direktoren: Ersetzung der gegenwärtigen, zumeist kurzfristig orientierten und mittelmäßige Leistung belohnenden Vergütungspläne durch indexierte Optionspläne oder Equity-Premium-Optionspläne, bei denen der Ausübungspreis der Optionen mit der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen zuzüglich eines Eigenkapitalaufschlags abzüglich der gezahlten Dividenden steigt, ergänzt durch längere Perioden bis zur Ausübbarkeit der Option und gewissen Haltevorgaben für gewährte Aktien), S. 114–116 (Gestaltung der Vergütung von Managern operativer Sparten unterhalb der Board-Ebene: Vergütung anhand des *shareholder value added* in Form des erwirtschafteten Netto-Cashflows der Einheit, mit einem laufenden Bewertungszyklus von mindestens drei Jahren), S. 116–122 (Vergütung von einfachen Angestellten (*front-line employees*): Vergütung anhand konkreter Indikatoren (*leading indicators*), die in positivem Zusammenhang mit zukünftigem *shareholder value added* stehen, etwa für Vertriebler eines Snackunternehmens Regalplatz pro Laden, Kundenzufriedenheit, zeitnahe und detaillierte Berichte über einzelne Kunden).

<sup>243</sup> *Ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 127–152, mit einer allgemeinen Handreichung und „A Dozen Essential Habits of Long-Term Value-Creating Companies“, die oft Empfehlungen aus vorstehenden Buchteilen aufgreifen bzw. kondensieren.

<sup>244</sup> Zunächst *ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 156–162 mit Darlegung der Gründe, warum herkömmliche Gewinn- und Verlustrechnungen nur von eingeschränktem Nutzen sind, um die Wertschöpfung eines Unternehmens zu beurteilen, sodann S. 163–177 Darlegung des Corporate Performance Statement und seiner Vorteile.

<sup>245</sup> *Ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 181–209, dabei S. 181–186 zu den Mängeln der herkömmlichen Vergütungsmodelle und S. 187–193 mit Empfehlungen für Verbesserungen. Danach sollten statt volumenbasierter leistungsorientierte Fondsgebühren erhoben werden und diese symmetrisch ausgestaltet sein, also für ein besseres bzw. schlechteres Ergebnis als der Vergleichsindex (Benchmark) in gleicher Weise belohnen bzw. die Vergütung mindern, bei fortlaufenden Bewertungszeiträumen zwischen 36 und 60 Monaten. Allerdings erachtet es Rappaport dabei für sinnvoll, eine Min-

mit Fonds, die konzentriert statt breit gestreut anlegen, in vernünftiger Weise von einem breiten Index abzuweichen, anstatt diesen nachzuahmen.<sup>246</sup>

Nur ein Jahr nachdem *Rappaport* kurzfristiges Verhalten in Real- und Finanzwirtschaft angeprangert hatte, tat der Vanguard-Gründer *John C. Bogle* Gleiches bezogen auf institutionelle Investoren in „The Clash of Cultures – Investment vs. Speculation“.<sup>247</sup> *Bogle* argumentiert kenntnisreich, mit viel Zahlenmaterial und wiederholt rückblickend auf seine lange Karriere in der Finanzbranche, dass in den letzten Jahrzehnten im Finanzsektor eine Kultur der Spekulation überhandgenommen und die Kultur des langfristigen Investierens verdrängt habe. Dies gehe zugunsten von Insidern des Finanzsektors und zulasten ihrer Kunden.<sup>248</sup> *Bogle* prangert unter anderem die starke Zunahme der spekulativen Handelsaktivität an, in deren Folge über 99 % des Aktienumlaufs auf Spekulation statt Kapitalaufnahme beruhten.<sup>249</sup> Die Ursache für zahlreiche Missstände des Kapitalismus verortet *Bogle* in der „Double-Agency Society“. In dieser konzentrierten sich Manager großer Unternehmen mit Managern großer konglomerater Investmentgesellschaften in symbiotischer Weise auf kurzfristige Aktienkursfluktuationen anstatt darauf, langfristige intrinsische Unternehmenswerte zu schaffen.<sup>250</sup> Hier verortet *Bogle* unter anderem *Short-termism* als Praxis der kurzfristigen Gewinn-Erwartungssteuerung und Bilanzpolitik in einem Marktumfeld, das auf kurzfristige Entwicklungen fokussiert ist.<sup>251</sup> Die Manager offener Investmentfonds und angegliederte Pensionsfondsmanager versagten dabei, ihre Rechte und Verantwortung für die Corporate Governance im Interesse der Fondsteilhaber und Pensionsplanberechtigten auszuüben, etwa bei Missbräuchen im Bereich Managervergütung und Parteispenden.<sup>252</sup> Der Fondsindustrie hält *Bogle* vor, sich von einem Wirtschaftszweig, der weitgehend auf Anlage konzentriert war, zu einer marketingorientierten Branche gewandelt zu haben. Die nahezu durchgehende Kontrolle der Fondsmanager durch Finanzkonglomerate habe sich für die Kunden als tragisch erwiesen, wobei *Bogle* sein eigenes Unternehmen, Vanguard, als Gegenbeispiel heraushebt.<sup>253</sup> *Bogle* fordert deshalb einen strengen bundesrechtlichen *standard of fidu-*

---

destgebühr zu sichern, um die Kosten des Fonds zu decken und Kürzungen bei Personal und Ressourcen zu vermeiden (siehe insb. a.a.O., S. 190 f.). Zudem schlägt *Rappaport* Gestaltungen vor, die eine häufige Rückgabe von Fondsanteilen unattraktiver bzw. ein längeres Halten attraktiver machen (S. 195 f.: *redemption fees* oder Rabatt auf Gesamtkostenquote (*expense ratio*) bei Einverständnis mit bestimmter Haltedauer).

<sup>246</sup> *Ders.*, *Saving capitalism from short-termism*, 2011, S. 211–223, mit der Empfehlung eines näher dargelegten *expectations investing*.

<sup>247</sup> *Bogle*, *The clash of the cultures*, 2012.

<sup>248</sup> *Ders.*, *The clash of the cultures*, 2012, S. 1, 10–13, 16–21.

<sup>249</sup> *Ders.*, *The clash of the cultures*, 2012, S. 5–6.

<sup>250</sup> *Ders.*, *The clash of the cultures*, 2012, S. 29 ff.

<sup>251</sup> *Ders.*, *The clash of the cultures*, 2012, S. 47–53.

<sup>252</sup> *Ders.*, *The clash of the cultures*, 2012, S. 65 ff.

<sup>253</sup> Hier bezieht sich *Bogle* vor allem auf die Organisationsstruktur der Fonds. In der herkömmlichen Fondsstruktur wird eine Gruppe ähnlicher Investmentfonds von deren jeweiligen Aktionären gehalten und von einem gemeinsamen Board of Directors geleitet. Jeder Fonds der Gruppe kontrahiert mit einer externen Managementgesellschaft, die gegen eine Gebühr das Fondsmanagement übernimmt. Die Managementgesellschaft stellt das Personal der Fonds und, so *Bogle*, oft den Chairman des Boards. Sie übernimmt praktisch alle Aufgaben für den Fonds, von der Investitionsberatung über Marketing und Vertrieb bis zu operativen, juristischen und finanziellen Dienstleistungen. *Bogle* kritisiert, dass eine solche externe Managementgesellschaft Interessen hat, die von denjenigen der Fondsanleger abweichen. Namentlich verdient sie an höheren Transaktionskosten ebenso wie an aggressivem Marketing, dass das verwaltete Vermögen und damit die Managementgebühren steigert. Dem stellt *Bogle* eine *mutual ownership structure* gegenüber, in der der Investmentfonds selbst Eigentümer der Managementgesellschaft

*ciary duty*, um Interessenkonflikte zu beseitigen,<sup>254</sup> steuerliche Anreize gegen kurzfristige Handelsaktivität, strengere Vorgaben für Verschuldungsgrad und Qualität von Portfolios, Transparenz bei Derivategeschäften und strengere Strafen für Finanzdelikte wie Insiderhandel und Anlagebetrug.<sup>255</sup> *Bogle* schildert zudem kenntnisreich, dass auch das von ihm maßgeblich entwickelte Indexfondskonzept, ursprünglich als langfristige Anlageform gedacht, über ETFs (Exchange Traded Funds) mittlerweile vorwiegend spekulativen Zwecken dient. Infolgedessen weisen ETFs exorbitante Umschlagsraten auf, die von mehreren 100 % bei traditionellen marktbreiten ETFs bis deutlich über 10.000 % pro Jahr bei Spezial-ETFs reichen.<sup>256</sup> Auch das amerikanische Rentensystem sieht *Bogle* von dem Spekulationsfieber infiziert: Einerseits plant Pensionsfonds illusionäre Renditen ein, andererseits seien die Sparer in beitragsorientierten Systemen (*defined-contribution plans*) oftmals selbst zu kurzfristig spekulativ.<sup>257</sup> *Bogle* endet mit Ratschlägen, wie die Leser selbst vernünftig langfristig investieren und einen fairen Teil der Unternehmensrenditen vereinnahmen können.<sup>258</sup>

---

ist, die sodann kostendeckend arbeitet (*at-cost basis*) (siehe näher *ders.*, *The clash of the cultures*, 2012, S. 127–130, und speziell zur Entstehung von Vanguard's Fondstruktur S. 130–135).

<sup>254</sup> *Ders.*, *The clash of the cultures*, 2012, S. 25, 135–136.

<sup>255</sup> *Ders.*, *The clash of the cultures*, 2012, S. 22–24.

<sup>256</sup> *Ders.*, *The clash of the cultures*, 2012, S. 198–202, mit Zahlen von 2011.

<sup>257</sup> *Ders.*, *The clash of the cultures*, 2012, S. 213 ff., insb. S. 219–223, 230–237, mit Vorschlägen für Abhilfemaßnahmen auf S. 241–250.

<sup>258</sup> *Ders.*, *The clash of the cultures*, 2012, S. 297 ff., insb. S. 310–320. Bogles Vorschläge erscheinen vernünftig und decken sich nach dem Eindruck des Verfassers recht weitgehend mit Tipps von Verbraucherschützern wie etwa der Stiftung Finanztest. Wenig überraschend beinhalten sie auch den Kauf von Indexfonds („Rule 5: Forget the needle. Buy the Haystack“, „Rule 6: Minimize the Croupier's Take“, S. 318–320).

## § 4 Vereinigtes Königreich

### I. Corporate Governance Reviews

#### 1. Interessengruppen als Antreiber

Ähnlich wie in den USA wurde auch im Vereinigten Königreich die Debatte um *Short-termism* bereits im Vorfeld der Finanzkrise wieder intensiver, allerdings ausgehend von einer fortwährend höheren Beachtung seit dem *Myners Report*. 2005 griff die Gewerkschaftsvereinigung Trade Union Congress (TUC), die schon in früheren *Short-termism*-Diskussionswellen sehr aktiv gewesen war, mit einer ausführlichen Studie *Short-termism* in der Investitionskette gegenüber der Industrie auf.<sup>1</sup> Der TUC rekapitulierte zunächst einige stärker beachtete Aspekte der jüngeren Auseinandersetzung mit *Short-termism* im Vereinigten Königreich, einschließlich des aktiven Übernahmemarktes sowie der unterdurchschnittlichen Entwicklung bei Produktivität, Forschung & Entwicklung.<sup>2</sup> Die Ursache des konstatierten *Short-termism*-Problems verortete der TUC im Wesentlichen im Verhältnis von Fondsmanagern zu ihren Kunden, bei Hedgefonds und Analysten, allerdings auch in der engen Ausrichtung der Unternehmensberichterstattung.<sup>3</sup> Für Gegenmaßnahmen verwies er insbesondere auf die Empfehlungen des *Myners Report*, eine private Initiative großer institutioneller Investoren zur Förderung von Research über nicht finanzielle Aspekte<sup>4</sup> und den Hermes Focus Fund als Vorbild langfristig engagierter Anlage. Außerdem warb der TUC dafür, den OFR wiederzubeleben, die Managervergütung zu reformieren, eine Arbeitnehmerrepräsentation in der Investmentkette einzurichten und dafür, langfristigen Investoren Anreize durch Treuedividenden sowie Vergünstigungen im Steuerrecht zu geben.<sup>5</sup> Die abschließenden Kurzeempfehlungen forderten zudem die Regierung auf, eine Untersuchung von *Short-termism* zu initiieren.<sup>6</sup>

Tatsächlich tat die Regierung genau dies knapp drei Jahre später unter dem Eindruck der Finanzkrise und heftiger Kritik an institutionellen Investoren:<sup>7</sup> zunächst mit dem *Walker Review* bezogen auf die Corporate Governance in der Finanzwirtschaft<sup>8</sup> und anschließend auch hinsichtlich der Realwirtschaft mit dem *Kay Review*.<sup>9</sup>

<sup>1</sup> TUC, *Investment Chains*, 21.12.2005; die Studie wurde im März 2006 veröffentlicht.

<sup>2</sup> *Ders.*, *Investment Chains*, 21.12.2005, S. 7–16, unter anderem mit Zitaten von John Plender, Will Hutton, Alfred Rappaport und aus der Porter Review sowie mit Verweisen auf verschiedene Studien privater Vereinigungen und der OECD.

<sup>3</sup> *Ders.*, *Investment Chains*, 21.12.2005, S. 17–29.

<sup>4</sup> Mitglieder dieser sog. Enhanced Analytics Initiative (EAI) beauftragen ein Forschungsinstitut, Research über nicht finanzielle Fragen zu untersuchen, das Analysten in den letzten sechs Monaten erstellt haben. Am Ende der sechsmonatigen Bewertungsperiode erhalten die Analysten mit der besten Research Provisionen der EAI-Mitglieder.

<sup>5</sup> TUC, *Investment Chains*, 21.12.2005, S. 34–48.

<sup>6</sup> *Ders.*, *Investment Chains*, 21.12.2005, S. 50.

<sup>7</sup> Besonders scharf und öffentlichkeitswirksam vorgetragen von Paul Myners, der damals Financial Services Secretary des Treasury war, dazu und zu Kritik aus dem Parlament *Cheffins*, Mod. L. Rev. 73 (2010), 985, 1009–1011.

<sup>8</sup> *Walker*, *Walker Review*, *Final Recommendations*, 26.11.2009; in Auftrag gegeben wurde der Walker Review im Februar 2009 (a. a. O., S. 5), mithin ca. drei Jahre und zwei Monate nach Fertigstellung bzw. weniger als drei Jahre nach Veröffentlichung des TUC Report über *investment chains* im März 2006.

<sup>9</sup> *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012.

## 2. Walker Review und Stewardship Code

### a) Engagement als Maßnahme gegen kurzfristige Orientierung

Der *Walker Review* sollte Empfehlungen für die Tätigkeit und die Zusammensetzung der Verwaltungsräte (Boards) von Banken und Finanzinstitutionen<sup>10</sup> sowie für die Rolle institutioneller Aktionäre in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften erarbeiten. *Walker* setzte soweit möglich darauf, Standards guter Praxis herauszustellen und ohne starre Regulierung umzusetzen.<sup>11</sup> Aus seinem Bericht interessieren hier in erster Linie die Einleitung und das fünfte Kapitel zur Rolle institutioneller Investoren. *Walker* brandmarkte Governance-Versagen in Banken als wesentlichen Beitrag zur Finanzkrise.<sup>12</sup> Er hielt institutionellen Investoren vor, ihrer Verantwortung als Aktionäre und Treuhänder für Anleger nicht gerecht geworden zu sein.<sup>13</sup> In diesem Zusammenhang beklagte *Walker* einen gestiegenen Fokus auf die kurze Frist aufgrund von zwei Schlüsselfaktoren: Erstens übe die starke Beachtung von Quartalsberichten kurzfristigen Druck auf die Bewertung eines Unternehmens am Markt aus, die ihrerseits beeinflusse, wie Boards Unternehmen führten. Zweitens habe der Druck relativer Bewertungsmaßstäbe die Aufmerksamkeit der Fondsmanager verstärkt auf kurzfristige Renditen gelenkt. Diese Feedback-Schleifen würden überdies durch Aktienanalysen von Händlerseite (*sellside*) verschärft, die wesentlich auf Quartalsberichten fußten. All dies habe Boards stärker auf kurzfristige Kennzahlen<sup>14</sup> achten und vielfach die Verschuldung steigen lassen. Die Folgen für Boni, Aktienrückkäufe sowie Dividenden seien vielfach einer angemessenen Beachtung der längeren Frist abträglich gewesen.<sup>15</sup> *Walker* sah deshalb eines von vier Hauptzielen seines Berichts darin, auf längere Zeithorizonte hinzuwirken.<sup>16</sup> Seine Mittel der Wahl waren eine Anpassung der Managervergütung sowie engagiertes Auftreten wichtiger langfristiger<sup>17</sup> institutioneller Aktionäre gegenüber dem Board. Letzteres sollte regelmäßige Treffen, eine Abstimmungspolitik und eine Interventionsstrategie im Problemfall umfassen.<sup>18</sup> Wo solches Stewardship Vertrauen in die mittel- und langfristige Strategie festige, werde es, so *Walker*, den Fokus der Aktionäre auf kurzfristige Kennzahlen abmildern.<sup>19</sup>

<sup>10</sup> Der Schwerpunkt lag auf Banken, im Grundsatz war aber eine verhältnismäßige Anwendung auch auf andere Finanzinstitutionen angestrebt, dazu *Walker*, Walker Review, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 23 Rn. 1.2, S. 30 Rn. 1.22, aber auch S. 25 Rn. 1.6 zur Besonderheit von Banken.

<sup>11</sup> *Ders.*, Walker Review, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 9–10, 29–31; dazu etwa *Cheffins*, Mod. L. Rev. 73 (2010), 985, 1011.

<sup>12</sup> *Walker*, Walker Review, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 9.

<sup>13</sup> *Ders.*, Walker Review, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 26 Rn. 1.10.

<sup>14</sup> *Walker* nennt Umsatz, Marktanteil sowie Gewinnspanne.

<sup>15</sup> *Walker*, Walker Review, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 27 Rn. 1.13.

<sup>16</sup> *Ders.*, Walker Review, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 31 Rn. 1.26; die drei weiteren Hauptziele des Berichts waren (1) eine gute Praxis zum Nutzen von Aktionären und Gesellschaft zu entwickeln, (2) die Flexibilität des Comply-or-Explain-Prinzips zu erhalten sowie (3) Wettbewerbsnachteile britischer Banken und Finanzinstitutionen gegenüber ausländischen Wettbewerbern zu vermeiden (a. a. O., S. 31–32).

<sup>17</sup> So ausdrücklich *ders.*, Walker Review, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 78 Rn. 5.27.

<sup>18</sup> Den Begriff „Stewardship“ definierte der *Walker Review* nicht, wohl aber „Engagement“, siehe *ders.*, Walker Review, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 72–73 Rn. 5.14. Wesentliche Elemente solcherart langfristigen Engagements erörterte der Bericht nachfolgend im Einzelnen, einschließlich der korrespondierenden Verantwortlichkeit des Boards der Portfoliogesellschaft sowie des Corporate Broker, siehe etwa a. a. O., S. 79–81, 85–89.

<sup>19</sup> *Ders.*, Walker Review, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 27 Rn. 1.14, S. 78 Rn. 5.26.

*Walker* wandte sich nicht per se gegen kurzfristige Handelsstrategien,<sup>20</sup> das Geschäftsmodell des Fondsmanagers sollte aber offengelegt werden.<sup>21</sup> Davon erhoffte er sich eine Veränderung in die langfristig-engagierte Richtung, wenn und weil sich diese in höheren langfristigen Renditen auszahle und wenn bzw. weil die Auftraggeber erkennen würden, dass anderes Verhalten letztlich Trittbrettfahrerei auf dem Engagement anderer bedeute.<sup>22</sup>

Für den Fall, dass aktives Engagement Teil des Geschäftsmodells ist, schlug *Walker* vor, dass Fonds sich auf einen Verhaltenskodex für institutionelle Investoren, einen „Stewardship Code“, verpflichten.<sup>23</sup> Zu diesem Zweck sollte der Financial Reporting Council (FRC) den Kodex des ISC-Investorenverbandes<sup>24</sup>, der seit 1991 bestand und mehrfach aktualisiert worden war, bestätigen, weiterführen und im Wege eines *comply or explain* durchsetzen.<sup>25</sup> Zudem sollten staatliche Stellen Hürden für kollektives Engagement mehrerer Fonds abbauen.<sup>26</sup>

Der *Walker Review* betonte, dass seine Stewardship-Empfehlungen über die Finanzwirtschaft hinaus bedeutsam seien.<sup>27</sup> In einem Bericht, der an die Finanzkrise anknüpfte, mochte diese Aussage bemerkenswert anmuten, im Grunde war sie aber nicht neu.

<sup>20</sup> Auf Bedenken insbesondere von Fondsmanagern (dazu *ders.*, *Walker Review*, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 10) stellte der Bericht klar, dass auch zukünftig aktive Handelsstrategien zulässig seien, die kein aktives Engagement auf Grundlage langfristiger Beteiligung umfassen.

<sup>21</sup> *Ders.*, *Walker Review*, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 12.

<sup>22</sup> *Ders.*, *Walker Review*, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 70–71.

<sup>23</sup> *Ders.*, *Walker Review*, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 12.

<sup>24</sup> Das Institutional Shareholders' Committee (ISC) wurde ursprünglich in den 1970er Jahren als Vereinigung von Fonds in Zusammenarbeit mit der Bank of England gegründet, um sich in Unternehmen mit wirtschaftlichen Schwierigkeiten zu engagieren. Diese Tätigkeit wurde indes nach anfänglichen Erfolgen praktisch eingestellt. 1989 wurde das ISC mit neuer Zielsetzung und breiterer Mitgliedschaft wiederbelebt, um Spannungen in den Beziehungen zwischen City und Industry durch verbesserte Kommunikation abzuheben – ein in der damaligen *Short-termism*-Debatte oft vertretenes Mantra (dazu oben 2. Teil, § 1 II.3.b), S. 187 ff.). Zu diesem Zweck erstellte das ISC erstmals 1991, also kurz vor dem Cadbury Report, ein Pflichtenheft über „The Responsibilities of Institutional Investors“ (zum Ganzen *Cadbury/Peace/Sandland*, Record of Meeting with Mr Mike Sandland, Chairman of the Institutional Shareholders' Committee, on 15 July 1991, 15.07.1991 <cadbury.cjbs.archios.info/\_media/files/CAD-01221.pdf>, S. 3 (geprüft am 11.06.2020)); zum ISC-Pflichtenheft von 1991 und seinem Niederschlag im Cadbury Report *Roach*, JCLS 11 (2011), 463, 465). 2002 überarbeitete das ISC dieses Pflichtenheft als Reaktion auf den Myners Report und wertete es zu einem „Statement of Principles“ auf (*Institutional Shareholders' Committee (ISC)*, The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles, 21.10.2002 <www.ecgi.org/codes/documents/isc\_statement\_of\_principles.pdf> (geprüft am 11.06.2020)). Weitere Überarbeitungen folgten 2004 und 2007 (hierzu *MacNeil*, Capital Markets L.J. 5 (2010), 419, 437; *Roach*, JCLS 11 (2011), 463, 466; *FRC*, Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors, January 2010, S. 7). 2009, nach heftiger Kritik von Lord Myners und unter dem Eindruck des bevorstehenden Walker Review bzw. dessen Konsultationsprozesses überarbeitete das ISC sein Statement of Principles und erhob es zu einem „ISC Code on the Responsibilities of Institutional Investors“ (*MacNeil*, Capital Markets L.J. 5 (2010), 419, 438; *Roach*, JCLS 11 (2011), 463, 466; *Walker*, *Walker Review*, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 68 Rn. 5.1, S. 72 f. Rn. 5.13–5.14, S. 82 f. Rn. 5.36–5.38; Auflistung zentraler Unterschiede zu den Principles von 2007 bei *FRC*, Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors, January 2010, S. 7–8).

Im Mai 2011 wandelte sich das ISC in das Institutional Investors Committee (IIC) um, verbunden mit einer Veränderung der Mitgliedsverbände. Im August 2014 wurde das IIC aufgelöst, als sich zwei Mitglieder zu einer eigenen Organisation zusammenschlossen (näher *Hannigan*, *Company law*<sup>4</sup>, 2016, S. 145 Rn. 6–53 mit Fn. 133 und 134).

<sup>25</sup> *Walker*, *Walker Review*, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 17–18 Recommendations 17–20, sowie nachfolgend S. 82–83.

<sup>26</sup> *Ders.*, *Walker Review*, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 85–86 Rn. 5.44–45.

<sup>27</sup> *Ders.*, *Walker Review*, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 6, 73 Rn. 5.15.

Bereits im *Cadbury Report* fand sich das Leitbild eines in der Corporate Governance engagierten Investors mit der Zweckbestimmung, kurzfristigem Denken entgegenzutreten.<sup>28</sup> Es ging zwar noch nicht in den *Cadbury Code* ein.<sup>29</sup> Ab 1998 wurde dieses Leitbild aber im Zuge des *Hampel Report* zumindest andeutungsweise in den damaligen Sections C.1 (für das Board) und E (für Investoren) des Combined Code verankert.<sup>30</sup> Nachfolgend betonte der *Myners Report* die kurzfristig-relative Bewertung von Fondsmanagern als Hindernis für Engagement,<sup>31</sup> warb dafür, dass Pensionsfonds, also langfristige Investoren, ihre Fondsmanager vertraglich zu Engagement verpflichten, und forderte mittelfristig eine gesetzliche Verankerung.<sup>32</sup> Im Rahmen des Company Law Review wurde nach einem kontroversen Gesetzgebungsprozess zudem eine Verordnungsermächtigung geregelt, um institutionelle Investoren zur Offenlegung ihres Stimmverhaltens zu verpflichten,<sup>33</sup> wovon die Regierung aber einstweilen keinen Gebrauch machte.<sup>34</sup>

Vor diesem Hintergrund erschien die weitere Entwicklung dem Standardwerk zum Gesellschaftsrecht von *Gower/Davies* geradezu vorhersehbar.<sup>35</sup> Die Regierung griff die Empfehlung *Walkers* auf und erteilte dem Financial Reporting Council (FRC) einen Umsetzungsauftrag. Der FRC hielt Anfang 2010 eine Konsultation über die Einführung eines Stewardship Code ab<sup>36</sup> und übernahm im Wesentlichen die Empfehlungen des *Walker Review*. Darüber hinaus stellte der FRC Stewardship aber auch in einen Zusammenhang mit der Enlightened-Shareholder-Value-Unternehmenszielbestimmung in Section 172 Companies Act 2006<sup>37</sup> sowie mit bisherigen privaten und offiziellen Governance-Kodizes.<sup>38</sup> Mitte 2010 mündeten die Bemühungen in einen selbstständigen Stewardship Code,<sup>39</sup> der weitgehend den bisherigen ISC Code übernahm<sup>40</sup> und die bisherige Section E

<sup>28</sup> Siehe *Cadbury Committee*, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, S. 50–51 Rn. 6.15–16.

<sup>29</sup> *Roach*, JCLS 11 (2011), 463, 465; *Cheffins*, Mod. L. Rev. 73 (2010), 985, 1007.

<sup>30</sup> *Cheffins*, Mod. L. Rev. 73 (2010), 985, 1007–1008; *FRC*, Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors, January 2010, S. 8, zudem S. 15, 31 zu den Unterschieden zum ISC Code mit synoptischer Gegenüberstellung: Zwar benannte nur Letzterer ausdrücklich die Verbesserung langfristiger Renditen als Ziel des Dialogs von Board und Aktionären, aber das Supporting Principle zu Section E.1 des Combined Code verwies seinerseits auf die ISC Principles; *Roach*, JCLS 11 (2011), 463, 466, auch dazu, dass die Section E in den Aktualisierungen des Combined Code 2003, 2006 und 2008 unverändert blieb, was *Roach* auf die kontinuierliche Weiterentwicklung des ISC Statement zurückführt.

<sup>31</sup> *Myners*, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, 06.03.2001, S. 91 Rn. 5.83.

<sup>32</sup> *Ders.*, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, 06.03.2001, S. 93; hierzu einschließlich der begrenzten Aufnahme dieser Empfehlung *Davies*, in: *Hill/Thomas* (Hrsg.), *Research handbook on shareholder power*, 2015, S. 355, 372–373.

<sup>33</sup> Sections 1277–1280 Companies Act 2006; dazu näher *Davies/Worthington*, *Gower's principles of modern company law*<sup>10</sup>, 2016, S. 415 f. Rn. 15–27, die unter anderem erwähnen, dass besonders umstritten war, dass die Verordnungsermächtigung eine Offenlegung des Stimmverhaltens nicht nur gegenüber bestimmten Personen, sondern auch der Öffentlichkeit umfasste.

<sup>34</sup> *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 222 („blieb vorerst eine bloße Drohkulisse“).

<sup>35</sup> *Davies/Worthington*, *Gower's principles of modern company law*<sup>10</sup>, 2016, S. 418 Rn. 15–30: „Given the UK's success with 'soft law', it was perhaps inevitable that this would be the outcome here, and in the 2010 Stewardship Code, now revised, was promulgated by the FRC, applying, like the UK Governance Code, on a 'comply or explain' basis.“

<sup>36</sup> *FRC*, Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors, January 2010.

<sup>37</sup> *Ders.*, Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors, January 2010, S. 2 Rn. 1.1.

<sup>38</sup> *Ders.*, Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors, January 2010, S. 7–9.

<sup>39</sup> *Ders.*, *The UK Stewardship Code*, July 2010, dazu *ders.*, *Implementation of the UK Stewardship Code*, July 2010.

<sup>40</sup> Sehr kritisch dazu mit eingehender Analyse des Inhalts des Stewardship Code *Roach*, JCLS 11 (2011), 463, 476 ff.; sachlich-knapp *Cheffins*, Mod. L. Rev. 73 (2010), 985, 1012; *Chiu*, ZVerglRWiss

des Combined Code ersetzt.<sup>41</sup> Seit Dezember 2010 verpflichten die Conduct of Business Rules der Financial Conduct Authority (FCA) alle im Vereinigten Königreich angesiedelten Vermögensverwalter, über ihre Erfüllung des Stewardship Code im Wege des *comply or explain* zu berichten.<sup>42</sup> Anderen Gruppen empfiehlt der FRC mehr oder weniger bestimmt, gleiches zu tun, oder ermuntert sie dazu.<sup>43</sup>

#### b) Inhalt, Umsetzung und Kritik des Stewardship Code

Inhaltlich stellt der UK Stewardship Code sieben Wohlverhaltensregeln auf. Sie raten institutionellen Investoren an, Grundsätze dazu aufzustellen und offenzulegen, ob und wie sie Aktionärsverantwortung wahrnehmen, kundenbezogene Interessenkonflikte bewältigen, Stimmrechte aus Aktien ausüben und bei Problemen in Portfoliogesellschaften aktiv werden, letzteres gegebenenfalls mit anderen Investoren gemeinsam. Generell sollen institutionelle Investoren ihre Portfoliogesellschaften aktiv überwachen und ihren Kunden regelmäßig über Verantwortungsübernahme und Stimmverhalten berichten.<sup>44</sup> Unbeschadet der gewünschten aktiven Überwachung einschließlich diverser *stewardship activities* vermeidet der Kodex aber Begriffe wie „activism“, die insbesondere in den USA oft mit aggressiver(er) Ad-hoc-Einflussnahme durch Finanzinvestoren wie Hedgefonds verbunden werden.<sup>45</sup> Der britische Weg des Shareholder Stewardship ist deshalb als Ausdruck heimischer Politik- und Marktinteressen eingeordnet worden.<sup>46</sup>

Im Herbst 2012 überarbeitete der FRC den Kodex erstmals. Dabei erweiterte er die geforderten Angaben zu Stimmrechtsberatung und Aktienleihen und formte die Definition von „Stewardship“ sowie die Anforderungen an ein sinnvolles *comply or explain* stärker aus.<sup>47</sup> Letzteres hat in der Praxis bestehende Unzulänglichkeiten aber offenbar nicht behoben: Während der Anteil der teilnehmenden Vermögensverwalter schnell eine beachtliche Höhe erreichte,<sup>48</sup> meldete selbst der Financial Reporting Council wiederholt

---

114 (2015), 121, 148 interpretiert diese enge Anlehnung als Ausdruck der Einstellung der Regelgeber, dass der Kodex nicht als regulatorisch auferlegt gesehen werden sollte, sondern als konsensualer Bottom-up-Standard, auf den sich die Investmentindustrie verpflichtet.

<sup>41</sup> FRC, Implementation of the UK Stewardship Code, July 2010, S. 4; Roach, JCLS 11 (2011), 463, 468.

<sup>42</sup> Siehe Rule 2.2.3R des Conduct of Business Sourcebook der Financial Conduct Authority (FCA), eingefügt durch das Conduct of Business Sourcebook (Stewardship Code) Instrument 2010, FSA 2010/57, abrufbar unter <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/2/2.html>> (zuletzt abgerufen am 11.06.2020):

„Disclosure of commitment to the Financial Reporting Council’s Stewardship Code:

A firm, other than a venture capital firm, which is managing investments for a professional client that is not a natural person must disclose clearly on its website, or if it does not have a website in another accessible form:

- (1) the nature of its commitment to the Financial Reporting Council’s Stewardship Code; or
- (2) where it does not commit to the Code, its alternative investment strategy.“

Dazu Roach, JCLS 11 (2011), 463, 475–476; Fleischer, ZGR 2011, 155, 163–164.

<sup>43</sup> Zu den sprachlichen Differenzierungen, die der FRC dabei anwendete, Roach, JCLS 11 (2011), 463, 474.

<sup>44</sup> Prägnante Zusammenfassungen bei Davies/Worthington, Gower’s principles of modern company law<sup>10</sup>, 2016, S. 418 f. Rn. 15–30; Fleischer/Strothotte, AG 2011, 221, 222; Hannigan, Company law<sup>4</sup>, 2016, S. 147 Rn. 6–56.

<sup>45</sup> Chiu, ZVerglRWiss 114 (2015), 121, 149.

<sup>46</sup> Dies., ZVerglRWiss 114 (2015), 121, 149.

<sup>47</sup> Sergakis, 47 RJTUM 109, 131, 136–137 (2013).

<sup>48</sup> FRC, Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014, January 2015, S. 17.

erhebliche Zweifel an der Qualität der Befolgung des Stewardship Code und vor allem der Comply-or-Explain-Berichterstattung an.<sup>49</sup> Ende 2016 hat der Financial Reporting Council die Zügel daher erheblich angezogen: Die Unterzeichner des Stewardship Code teilt er seitdem anhand ihrer Berichtsqualität in drei (Vermögensverwalter) bzw. zwei Kategorien (Anleger und Dienstleister) ein. Vermögensverwalter, die nach sechs Monaten weiterhin in der untersten Kategorie verharren, werden von der Liste der Unterzeichner gestrichen.<sup>50</sup> Dieses Verfahren hat laut FRC zu deutlichen Verbesserungen geführt.<sup>51</sup>

Die Literatur hat sich allerdings über den Aspekt der Berichtsqualität hinaus überwiegend skeptisch geäußert und bezweifelt, dass der Stewardship Code das Potenzial habe, die Praxis wesentlich zu verändern. Sie beanstandet zum einen eine mangelnde Umsetzung des *comply or explain* angesichts fehlender Anreize institutioneller Investoren zu echtem Engagement.<sup>52</sup> Zum anderen hat sie auf den beschränkten territorialen Anwendungsbereich,<sup>53</sup> die weitgehende Übereinstimmung mit bereits etablierten Grundsätzen<sup>54</sup>

<sup>49</sup> Deutlich *ders.*, *Developments in Corporate Governance 2013*, December 2013, S. 26: „But the extent to which signatories have responded to the changes made to the Code in 2012 is disappointing [...]. More than one year on from the 2012 Code coming into force, nearly half of the signatories have not yet updated their policy statements. While recognising that failure to update the statement does not necessarily indicate a lack of activity, especially where the signatory has limited resources, such a high percentage suggests that at least some investors have signed up to the Code in name only.“; gleichsinnig *ders.*, *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014*, January 2015, S. 17: „In relation to quality [of engagement], we have heard from both companies and investors that more proactive and better quality engagement between them, especially in the context of the new binding vote on remuneration, is required. [...] However, the FRC is concerned that not all signatories are following through on their commitment to the Code. Although some signatories have shown progress in their statements and reporting on their stewardship activities, this does not apply to the large majority of signatories.“; dazu denn im Einzelnen a. a. O., S. 17–22.

<sup>50</sup> FRC, *Tiering of signatories to the Stewardship Code*, 14.11.2016: „Asset managers who have not achieved at least Tier 2 status after six months will be removed from the list of signatories as their reporting does not demonstrate commitment to the objectives of the Code.“; *ders.*, *Plan & Budget and Levies 2017/18*, March 2017, S. 5: „During 2017/18, we will: De-list signatories that fall in tier 3 unless they have taken action to improve their reporting.“

<sup>51</sup> FRC, *Tiering of signatories to the Stewardship Code*, 14.11.2016: „There are nearly 300 signatories to the Code. More than 120 are in Tier 1, an increase from approximately 40 at the beginning of the exercise. This represents nearly 90 per cent of assets under management of members of the Investment Association. The FRC is pleased with the positive and constructive response from signatories. [...] Over 200 signatories approached the FRC to discuss improving their reporting against the Code.“

<sup>52</sup> *Arsalidou*, ECFR 9 (2012), 342, 355–358, 362–365; *Sergakis*, 47 RJTUM 109, 135–140, 142–147 (2013); deutlich auch *Hannigan*, *Company law*<sup>4</sup>, 2016, S. 148 Rn. 6–58 („Clearly, more need to be done if the Code is to make any real contribution to engagement as opposed to being a box-ticking exercise which its signatories clearly regard it to be.“).

<sup>53</sup> Einschlägige Stimmen bemängeln, dass der Stewardship Code unmittelbar nur an institutionelle Investoren gerichtet ist, die im Vereinigten Königreich ihren Sitz haben, sodass er den erheblichen Teil des britischen Aktienmarktes nicht erfasst, der von ausländischen Investoren gehalten wird, dazu *Sergakis*, 47 RJTUM 109, 132–135 (2013); *Arsalidou*, ECFR 9 (2012), 342, 358–361; *Cheffins*, *Mod. L. Rev.* 73 (2010), 985, 1016–1024; knapp *MacNeil*, *Capital Markets L. J.* 5 (2010), 419, 436; *Chiu*, *ZVerglRWiss* 114 (2015), 121, 149 (Cheffins zustimmend).

<sup>54</sup> Insoweit argumentieren etwa *Cheffins*, *Mod. L. Rev.* 73 (2010), 985, 1015–1016 und *Roach*, *JCLS* 11 (2011), 463, 477–478, dass ein erheblicher Teil derjenigen britischen Vermögensverwalter, die regulatorisch verpflichtet sind, den Stewardship Code per *comply or explain* zu erfüllen, bereits die ISC Principles beachtet hatte, welche der Stewardship Code in der Sache weiterführt. Folglich ändere sich für diese Gruppe in der Sache nichts Substanzielles. In der Sache ebenso *Hannigan*, *Company law*<sup>4</sup>, 2016, S. 147 Rn. 6–57 („There is little about these principles which is particularly challenging for asset managers and little that is mandatory, other than a certain level of disclosure.“).

und inhaltliche Unschärfen<sup>55</sup> verwiesen. Einzelne Stimmen fürchten gar mehr *Short-termism* durch eine kontraproduktive Stärkung kurzfristiger Aktionäre<sup>56</sup> sowie Mikromanagement der Anteilseigner, welches die Befugnisse der Verwaltung aushöhlen könnte.<sup>57</sup>

Dessen ungeachtet loben viele Autoren den Code als Schritt in die richtige Richtung<sup>58</sup> und erkennen die hohe Zahl der Unterzeichner als positives Zeichen an.<sup>59</sup> Vereinzelt hat man dem Stewardship Code sogar eine grundlegende theoretische Bedeutung für die Unternehmenszielbestimmung beigemessen: Er verschiebe das aktionärszentrierte vertragsrechtliche (*contractarian*) Paradigma der britischen Corporate Governance hin zu einem auf Stakeholder orientierten Ansatz, auch zur Eindämmung schädlicher kurzfristiger Tendenzen.<sup>60</sup> Kritiker stellen indes eher das Gegenteil fest, mit dem zutreffenden Hinweis, dass der Stewardship Code Stakeholder von dem angestrebten Dialog zwischen Investoren und Board ausschließt.<sup>61</sup>

Eher lässt sich argumentieren, der Stewardship Code berge deshalb einen veränderten Ansatz zum Zweck des Gesellschaftsrechts, weil er Aktionären Vorgaben für die

<sup>55</sup> Hierzu argumentiert *MacNeil*, *Capital Markets L. J. 5* (2010), 419, 436, dass der Stewardship Code es weitgehend den Vermögensverwaltern selbst überlasse, eigene Richtlinien zu entwickeln, namentlich in Bezug auf ihre Stewardship-Verantwortung, den Umgang mit Interessenkonflikten, ihre Politik der Einmischung in Portfoliogesellschaften, in Bezug auf ihr Abstimmungsverhalten und ihre Zusammenarbeit mit anderen Investoren (Principles 1, 2, 4, 5, 6). Anders als der Combined Code stelle der Stewardship Code keine objektiven Standards auf, anhand derer ein *comply or explain* funktionieren könne. *MacNeil* erscheint die Glaubwürdigkeit einer solchen Comply-or-Explain-Verpflichtung mit selbst gesetzten Standards zweifelhaft.

<sup>56</sup> *Arsalidou*, *ECFR 9* (2012), 342, 365–369.

<sup>57</sup> *Dies.*, *ECFR 9* (2012), 342, 370–371.

<sup>58</sup> *Roach*, *JCLS 11* (2011), 463, 493; ähnlich *MacNeil*, *Capital Markets L. J. 5* (2010), 419, 438 („[...] the facilitation role of the code is likely to be important“) *McKersie*, *Capital Markets L. J. 5* (2010), 439, 440.

<sup>59</sup> *Fleischer/Strothotte*, *AG 2011*, 221, 223; *Sergakis*, *47 RJTUM 109*, 143–144 (2013).

<sup>60</sup> So *Chiu*, *6 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.* 387, 394 ff. (2012), die hierzu unter anderem argumentiert, dass der Stewardship Code von institutionellen Investoren die Überwachung ihrer Portfoliogesellschaften mit Blick auf die lange Frist fordert, also nicht jede selbst gewählte zeitliche Ausrichtung billigt, und dass er im Lichte des Walker Review öffentliche Belange im Zusammenhang mit dieser Überwachungsaufgabe institutioneller Investoren hervorhebe (S. 401). Zudem sei die Rechenschaftslegung per *comply or explain*, wie sie der Stewardship Code vorsehe, eher öffentlicher als privater Natur. Der Stewardship Code steuere das Überwachungsverhalten, um ein soziales Gut zu produzieren (S. 405 f.). Als *key stakeholder* bringe der Stewardship Code den Staat ins Spiel, dessen Betroffenheit sich in der Finanzkrise in Form von Rettungsaktionen für Banken auf Kosten des Steuerzahlers gezeigt habe (S. 415 ff.). Mit dem Staat flössen zugleich öffentliche Interessen ein (S. 419). Dabei bleibe der Stewardship Code aber inkonsequent und widersprüchlich (S. 426 ff.); gleiche Argumentation bei *dies.*, *ECL 9* (2012), 5, 6 ff.; in der Sache ähnlich, aber mit stärkerem Fokus auf dem Recht institutioneller Vermögensanlage und dem Kay Report mit dem Thema Bekämpfung übermäßig kurzfristigen Verhaltens *dies.*, *Current Legal Problems 66* (2013), 443, 456 ff.

<sup>61</sup> *Sergakis*, *47 RJTUM 109*, 140–141 (2013) zeigt sich davon enttäuscht. Damit verzichte der Stewardship Code auf wichtige Informationen, die Stakeholder in die Bewertung der Strategie eines Unternehmens einbringen könnten und die wichtig für die langfristige Entwicklung seien, unter anderem umweltbezogene, soziale und ethische Belange. Stakeholder könnten so als überraschend gute Stewards agieren.

Nach Ansicht des Verfassers trägt *Chiu* (oben Fn. 60 auf S. 786) zwar durchaus einige bedenkenwerte Argumente vor, ihre Ansicht fußt aber letztlich auf einer wenig sinnvollen Erweiterung des Stakeholder-Ansatzes, in der der Staat als *key stakeholder* stellvertretend für andere Anspruchsgruppen steht. Dies vermischt herkömmliche gesellschaftsrechtliche Stakeholder-Konzepte mit staatlicher Regulierung im öffentlichen Interesse. Zudem spricht entscheidend gegen ihre These, dass der Stewardship Code bestehende Ansätze fortführt und damit eher als Akzentverschiebung denn als Paradigmenwechsel erscheint (dazu sogleich im Text).

Ausübung ihrer Rechte macht:<sup>62</sup> Herkömmlich, so diese Sicht, habe man angenommen, eigennütziges Verhalten der Investoren werde mithilfe der unsichtbaren Hand des Marktes ein effizientes und daher wünschenswertes Ergebnis hervorbringen. Der Stewardship Code sage Investoren nun, wie sie sich zu verhalten hätten, ausgehend von der Idee, dass sie nicht nach kurzfristigen Renditen streben, sondern sich in einem kritischen Dialog engagieren sollten. Ungeachtet der fehlenden Befolgungspflicht zielt der Code darauf, Druck auszuüben und ein bestimmtes Investorenverhalten zu fördern.

Diese Beobachtung ist an sich richtig, allzu weitgehende Schlüsse auf einen veränderten Ansatz zum Zweck des englischen Gesellschaftsrechts sollte man daraus allerdings nicht ziehen. Das Konzept des Stewardship Code geht wie gezeigt bereits auf den *Cadbury Report* zurück. Nachfolgend wurde es im Combined Code verankert, zudem war es in der Praxis schon länger durch den privaten ISC Code etabliert.<sup>63</sup> Vor diesem Hintergrund erscheint der Stewardship Code weniger als Paradigmenwechsel denn als Akzentverschiebung, indem er bestehende Verhaltensleitlinien, deren offiziöse Billigung der Combined Code eher andeutete, in den Stand eines eigenen, offiziellen Kodex erhoben hat. Für diese Bewertung spricht auch, dass nach dem Brexit politische Bestrebungen Auftrieb erhalten haben, das Unternehmensziel des *enlightened shareholder value* mehr zugunsten bestimmter Stakeholder auszugestalten.<sup>64</sup> Der Stewardship Code hat entsprechende Erwartungen und Anliegen also offenbar nicht zufriedengestellt.

Diese Einordnung im Mutterland präjudiziert allerdings naturgemäß nicht notwendig den Wirkungsgrad im Ausland. Nimmt man diesen in den Blick, zeigt sich Erstaunliches.

### c) Internationale Wirkung

Dass der UK Stewardship Code bestehende Verhaltensstandards für britische institutionelle Investoren mit einem eigenen offiziellen Kodex samt einem griffigen, positiv besetzten Titel adelte, erwies sich vor allem für die internationale Wahrnehmung und Werbewirksamkeit als äußerst erfolgreich. Der britische Stewardship Code hat sich in kurzer Zeit zu einem regelrechten Exportschlager gemausert und zahlreiche Nachahmer in unterschiedlichen Rechtskreisen gefunden, so in der Reform der EU-Aktionärsrechterichtlinie, bereits vor deren Inkrafttreten in Dänemark und Deutschland, in der Schweiz, in Japan, Malaysia, Hongkong, Singapur und Südkorea, in den USA, Kanada und Brasilien. Hierauf ist noch näher einzugehen.<sup>65</sup> Bereits an dieser Stelle sei vorweggenommen, dass die entsprechenden Regelungen bzw. Kodizes Stewardship stets im Sinne (mittel- und) langfristigen Engagements einfordern. Weitere Gestaltungsparameter variieren zwar, die Anlehnung an das britische Konzept ist aber in der Regel unübersehbar. Daneben spielten nur bei Kodizes der Fondsbranche eigenständige Vorarbeiten eine größere Rolle.

<sup>62</sup> Micheler, EBOR 14 (2013), 29, 31, 45.

<sup>63</sup> Siehe dazu oben Fn. 24–41 auf S. 782–784 und den begleitenden Text.

<sup>64</sup> Dazu 4. Teil, § 4 IV.1 und 2., S. 803 ff.

<sup>65</sup> Dazu 4. Teil, § 8 II.3., S. 979 ff.

### 3. Kay Report

#### a) Vorgeschichte, Kernaussagen und Empfehlungen

Vielleicht, wie ein kundiger Beobachter gemutmaßt hat, aus Sorge, dass der Stewardship Code das Verhalten institutioneller Investoren nicht dauerhaft ändern werde,<sup>66</sup> beauftragte der britische Wirtschaftsminister Mitte 2011 Professor *John Kay* mit einem umfassenden Bericht über den britischen Aktienmarkt und langfristiges Entscheidungsverhalten. Vorausgegangen war ab Herbst 2010 eine Konsultation des Wirtschaftsministeriums (Department for Business, Innovation, and Skills – BIS) zur langfristigen Ausrichtung der britischen Wirtschaft.<sup>67</sup> In dem Konsultationsdokument problematisierte das BIS mehrere Aspekte von *Short-termism*, definiert als Fokus von Investoren und Managern auf kurzfristige zulasten längerfristiger Renditen.<sup>68</sup> Als Ursache hierfür sah das BIS im Kern Informationsasymmetrien im Zusammenspiel mit Agency-Problemen auf verschiedenen Stufen der Investmentkette.<sup>69</sup> Auch im Übernahmemarkt machte es einen problematischen Fokus auf kurzfristige Gewinne aus, der von langfristigen Investitionen abschrecken könne.<sup>70</sup>

Die Stellungnahmen hierzu lieferten ein uneinheitliches und vielfach unklares Bild: Zwar gab sich eine Mehrheit überzeugt, dass *Short-termism* auf dem britischen Aktienmarkt bestehe, sie blieb mit Blick auf das Ausmaß aber diffus<sup>71</sup> und nannte ein breites Spektrum von Gründen.<sup>72</sup> Im Detail zeigte sich eine Spaltung in Wirtschaftsvertreter, die Boards öfter bescheinigten, kurzfristigem Druck zu widerstehen, und Nichtregierungsorganisationen sowie Einzelpersonen, die das tendenziell verneinten, namentlich mit Blick auf Umwelt und Soziales.<sup>73</sup> Wieder andere kritisierten, dass *Short-termism* nicht klar definiert und/oder unzureichend belegt, kurzfristiges Verhalten rational und obendrein ungeklärt sei, ob ein längerfristiger Ansatz die Wirtschaftsleistung verbessern würde.<sup>74</sup> Ähnlich gespalten zeigten sich die Antwortenden zur Frage kurzfristigen Denkens im Übernahmemarkt sowie zu etwaigen Gegenmaßnahmen.<sup>75</sup>

<sup>66</sup> *Davies*, in: Hill/Thomas (Hrsg.), *Research handbook on shareholder power*, 2015, S. 355, 373.

<sup>67</sup> *BIS*, *A Long-Term Focus for Corporate Britain*, October 2010.

<sup>68</sup> *Dass.*, *A Long-Term Focus for Corporate Britain*, October 2010, S. 21 Rn. 4.17.

<sup>69</sup> *Dass.*, *A Long-Term Focus for Corporate Britain*, October 2010, S. 21–24 Rn. 4.18–4.29. Zum Ausdruck komme dies in einem höheren Aktienumschlag, der wiederum auf technologische Entwicklungen, fehlgeleitete Anreize von Fondsmanagern und Herdenverhalten zurückgehe, welches das BIS auch eigenständig als *Short-termism*-Treiber hervorhob.

<sup>70</sup> *Dass.*, *A Long-Term Focus for Corporate Britain*, October 2010, S. 31–33, insb. Rn. 6.3, 6.5, 6.7–6.8.

Interessant ist damit im Umkehrschluss auch, dass *Short-termism* im Abschnitt des Konsultationspapiers zur Direktorenvergütung keine besondere Rolle spielte. Das BIS hob zwar hervor, dass die Vergütung am langfristigen Unternehmenserfolg auszurichten sei, und erwähnte Bedenken, dass dies unzureichend geschehe (a. a. O., S. 26–28 Rn. 5.7 und 5.10–5.11), konzentrierte sich in der Hauptsache und bei den Konsultationsfragen (a. a. O., S. 30) aber auf Höhe, Transparenz und ausreichende Kontrolle der Aktionäre über die Managervergütung.

<sup>71</sup> *Dass.*, *Summary of Responses*, March 2011, S. 6 Rn. 5.

<sup>72</sup> *Dass.*, *Summary of Responses*, March 2011, S. 8 Rn. 14: Managervergütung, zunehmender Aktienumschlag, kurzfristig agierende Vermögensverwalter, steuerrechtliche Begünstigung von Fremd- gegenüber Eigenkapital und kurzfristige Maße für die Unternehmensentwicklung; dazu auch noch näher a. a. O., S. 14–16.

<sup>73</sup> *Dass.*, *Summary of Responses*, March 2011, S. 7 Rn. 10.

<sup>74</sup> *Dass.*, *Summary of Responses*, March 2011, S. 14–15.

<sup>75</sup> *Dass.*, *Summary of Responses*, March 2011, S. 21–22.

Der nachfolgend von *John Kay* geleitete, nach dem üblichen Muster ablaufende<sup>76</sup> Review kam – im Lichte früherer Publikationen *Kays* nicht vollkommen überraschend<sup>77</sup> – zu dem Ergebnis, dass *Short-termism* tatsächlich ein Problem des britischen Aktienmarktes sei. *Short-termism* bezeichnete der Bericht als Synonym für kurzichtiges Verhalten (*myopic behaviour*), das eine natürliche menschliche Neigung in vielen Bereichen sei.<sup>78</sup> *Kay* folgte damit also eher der Sicht der Klassiker und Neoklassiker als jener Perspektive, die den Schwerpunkt der modernen ökonomischen *Short-termism*-Forschung bildet.<sup>79</sup> Der Report geht der festgestellten Neigung zu kurzichtigem Verhalten (nur) mit Blick auf börsennotierte Gesellschaften nach.<sup>80</sup> In diesem Bereich machte er *Short-termism* an relativ geringen Investitionen in Forschung & Entwicklung, einem „hyperaktiven“ zyklischen Übernahmemarkt und Fallbeispielen aus der britischen Wirtschaftsgeschichte fest.<sup>81</sup> Die Effizienzmarkthypothese erachtete *Kay* in ihrer schwachen Form für unstrittig, in ihrer starken Form indes für widerlegt und daher vorrangig nützlich, um Gründe zu erkennen, aus denen Marktpreise wahrscheinlich vom Fundamentalwert abweichen.<sup>82</sup> Solche Einflüsse als irrational zu werten, hielt *Kay* in einem hochgradig von Unsicherheit geprägten Umfeld für fraglich, und Versuche, sie durch Angleichung an die Modellbedingungen auszuschalten, für kontraproduktiv.<sup>83</sup> Ökonomische Analyse sei zwar hilfreich, um die zu untersuchenden Themen zu verstehen. Der Bericht zog sie aber ausdrücklich mit einem „eclectic rather than ideological frame of mind“ heran.<sup>84</sup>

Mit diesem Ansatz erblickt der *Kay Review* die Hauptursachen von *Short-termism* in einem Verlust von Vertrauen und falsch ausgerichteten Anreizen in allen Gliedern der Investmentkette. Vertrauen und Anreize bildeten dementsprechend *Kays* zentrale Themen und den Bezugspunkt seiner zehn Leitprinzipien sowie 17 konkreten Vorschläge an Regierung, Behörden, Unternehmensdirektoren, Vermögensverwalter und institutio-

<sup>76</sup> Er begann mit einer Konsultationsphase, deren Ergebnisse zunächst in einen Interim Report mündeten (*Kay*, *Kay Review Interim Report*, February 2012). Hierauf folgte eine erneute, relativ kurze Frist zur Stellungnahme. Mitte 2012 legte *Kay* den Abschlussbericht vor (*ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012).

<sup>77</sup> Siehe etwa *Kay*, in: Dimsdale/Prevezer (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance*, 1994, S. 50, 63: *Kay* sprach der *Short-termism*-Kritik hier eine Berechtigung mit Blick auf die hohe wettbewerbliche Bedeutung langfristiger, relationaler Beziehungen von und in Unternehmen zu, allerdings nicht mit Blick auf die kurzfristige Bewertung von Fondsmanagern. Diese verlange von Unternehmensmanagern nicht, eine ähnlich kurzfristige Perspektive einzunehmen. In dem letzten Punkt änderte *Kay* seine Ansicht im *Kay Report*; zudem *Davis/Kay*, *Business Strategy Review 1* (1990), 17, 21–22 zum Argument, dass ein aktiver Übernahmemarkt das Management zu einer kurzfristigen Perspektive anhalte.

<sup>78</sup> *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 14 Rn. 1.1: „Short-termism, or myopic behaviour, is the natural human tendency to make decisions in search of immediate gratification at the expense of future returns: decisions which we subsequently regret. We speak and act in the heat of the moment, we eat and drink too much, and we do not save enough. In business, short-termism occurs when companies invest too little, [...]“

<sup>79</sup> Vgl. dazu I. Teil, § 1 II.5., S. 47 ff., 1. Teil, § 1 III.1.a), S. 50 ff. sowie im Einzelnen 3. Teil, § 2 I.–VII., S. 388 ff.

<sup>80</sup> *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 15 Rn. 1.9.

<sup>81</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 14–20.

<sup>82</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 33–34 Rn. 4.1, 4.10.

<sup>83</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 35–36 Rn. 4.16–4.19, mit Verweis auf komplexe Leistungsvergütungsprogramme für Manager und überbordende Offenlegungspflichten; zudem a. a. O., S. 39 Rn. 5.13 zur kontraproduktiven Wirkung von (Offenlegungs-)Vorschriften, die Möglichkeiten versperren, von fundamentalen Informationen zu profitieren.

<sup>84</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 36 Rn. 4.19.

nelle Anteilseigner (*asset holder*), um *Short-termism* einzudämmen.<sup>85</sup> Bei Vermögensverwaltern sah *Kay* das zentrale Problem darin, dass der Zeithorizont, über den ihre Leistung bewertet wird (*performance horizon*), die Zeitspanne unterschreitet, über die Aktienkurse ihren Fundamentalwert erreichen (*value horizon*). In der Folge sei Fondsmanagern die kurzfristige Bewertung einer Aktie durch andere Marktteilnehmer wichtiger als ihr Fundamentalwert.<sup>86</sup> Die Kernursache hierfür sah *Kay* in der kurzfristigen, relativen Evaluierung der Fondsmanager, welche das langfristige Interesse der Endanleger an absoluter Wertsteigerung verfehle.<sup>87</sup> Die Möglichkeit, dass die Letztbegünstigten selbst ein Interesse an kurzfristiger Evaluation haben können, um schlechte Fonds bzw. Fondsmanager rasch zu erkennen und auszusortieren,<sup>88</sup> berücksichtigte *Kay* hingegen nicht.

Um Vertrauen in der Investitionskette zu stärken, empfahl der Review ein erweitertes Stewardship-Konzept als Verhaltensgrundlage für alle Beteiligten in einer verkürzten Intermediationskette mit im Gegenzug vertieften Beziehungen. Regulierung solle davon ausgehen, dass die meisten Akteure vertrauenswürdig sind und Einfluss vorrangig über die Marktstruktur anstatt mit engen Verhaltensvorschriften nehmen.<sup>89</sup> Vor allem aber wollte der *Kay Report* Vertrauen bzw. vertrauenswürdiges Verhalten am Markt durch Leitbilder guter Praxis erreichen, welche er für Direktoren, Vermögensverwalter und institutionelle Anteilseigner formulierte.<sup>90</sup> Für Vermögensverwalter beinhaltete dies unter anderem mehr Möglichkeiten zu Engagement, auch kollektiv durch ein zu gründendes Investorenforum. Ihr Wettbewerb um Anlagegelder solle eher über Anlagestile erfolgen, mit konzentrierteren Portfolios und längerfristiger Bewertung durch institutionelle Anteilseigner (drei bis fünf Jahre).<sup>91</sup> Gesellschaften sollten unter anderem große langfristige Aktionäre bei der Besetzung wichtiger Board-Positionen konsultieren<sup>92</sup> und Quartalsergebnisprognosen einstellen.<sup>93</sup> Weiterhin plädierte *Kay* für einen fokussierteren, stärker ausgehandelten Umfang der Berichterstattung, dafür, verpflichtende Quartalsberichte abzuschaffen, und dafür, eine Studie in Auftrag zu geben, die gebräuchliche Bewertungskennzahlen auf ihre Eignung und etwaige Treiber zu *Short-termism* prüft.<sup>94</sup> Zudem sollten alle Glieder der Investmentkette einem Fiduciary-Duty-Standard unterliegen, den *Kay* mit seinem (erweiterten) Stewardship-Konzept gleichsetzte und – abweichend von der bestehenden Handhabung – stets am Interesse der Sparer (Endanleger)

<sup>85</sup> Zum Ganzen *ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 9, 12–13.

<sup>86</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 39–40 Rn. 5.14–5.16, mit Verweis auf Keynes' Vergleich des Börsenhandels mit der Wahl einer Schönheitskönigin (siehe hierzu näher oben Fn. 244 auf S. 55 und den begleitenden Text).

<sup>87</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 41–42.

<sup>88</sup> Dazu 3. Teil, § 2 V. 1. b), S. 436 ff.

<sup>89</sup> *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 44–47; zur Regulierung des Aktienmarktes dann näher a. a. O., S. 82–85, mit der konkreten Empfehlung, die Regierung solle die kostengünstigsten Möglichkeiten für Individualanleger prüfen, Aktien direkt über ein elektronisches Register zu halten anstatt über Intermediäre (sog. *nominee accounts*).

<sup>90</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 47–49, sowie nachfolgend Entwürfe von Good Practice Statements für Vermögensverwalter (S. 53), institutionelle Anteilseigner (S. 56) und Unternehmensdirektoren (S. 58).

<sup>91</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 50–56.

<sup>92</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 63.

<sup>93</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 64.

<sup>94</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 70–76.

ausrichten wollte.<sup>95</sup> Bestehende Sorgen, die Verpflichtung auf *fiduciary duties* (sog. *prudent man rule*) könne Herdenverhalten auslösen,<sup>96</sup> sollte die Law Commission klären.<sup>97</sup> Schließlich sollte die leistungsabhängige Vergütung von Unternehmens- bzw. Fondsmanagern ausschließlich mit Aktien bzw. Fondsanteilen erfolgen, bei einer Haltepflicht mindestens bis zum Ausscheiden aus dem Unternehmen bzw. der Fondsleitung.<sup>98</sup>

### b) Aufnahme und Umsetzung

In der Regierungsantwort<sup>99</sup> nahm das Wirtschaftsministerium den Bericht weitgehend, wenn auch nicht in allen Punkten, zustimmend auf,<sup>100</sup> pickte dabei aber mitunter ihm genehme Gedanken heraus. Ausdrücklich ablehnend äußerte es sich zu *Kays* Verständnis der *fiduciary duty*.<sup>101</sup> Fusionen und Übernahmen sah das Ministerium positiver als der *Kay Report*, insbesondere deutete es keine Zustimmung zu dessen Wertung an, dass eine geringere Übernahmeaktivität besser wäre.<sup>102</sup> Dessen ungeachtet hatte es keine Schwierigkeiten mit *Kays* zurückhaltender Empfehlung, Umfang und Effektivität der Fusionsaktivität sorgfältig zu beobachten.<sup>103</sup> In anderen Punkten verwies das BIS auf bereits laufende Initiativen,<sup>104</sup> in vielen weiteren versprach es eine Umsetzung, allerdings meist in wenig konkreter Form<sup>105</sup> und teils hinter *Kays* Empfehlungen zurückbleibend. Letzteres galt insbesondere für die Offenlegung von Transaktionskosten in der Intermediationskette. Der *Kay Review* hatte insoweit Regulierung für den Fall gefordert, dass eine laufende Konsultation des Investorenverbandes IMA kein zufriedenstellendes Ergebnis

<sup>95</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 65–67.

<sup>96</sup> Sorgen, der Fiduciary-Duty-Standard könne zu übermäßig kurzfristigem Verhalten führen, indem er Vermögensverwalter anhält, Gewinne aus Übernahmepremien ohne Rücksicht auf langfristige Aussichten zu realisieren und allgemeinen Trends zu folgen (Herdenverhalten), waren in der britischen *Short-termism*-Debatte bereits seit den 1980er Jahren vorgetragen worden, siehe dazu oben Fn. 836 auf S. 199 und den begleitenden Text.

<sup>97</sup> *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 68–69.

<sup>98</sup> *Ders.*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 77–81.

<sup>99</sup> *BIS*, *The Government Response to the Kay Review*, November 2012.

<sup>100</sup> Ebenso knapp *Isaksson/Çelik*, *Corporate Governance in Equity Markets*, 2013, S. 26.

<sup>101</sup> *BIS*, *The Government Response to the Kay Review*, November 2012, S. 9, 24.

<sup>102</sup> Deutlicher zum Ausdruck kam dieser Widerspruch in *Kays* nachfolgender Befragung durch den zuständigen Ausschuss des House of Commons, siehe *House of Commons Business, Innovation and Skills Committee*, *The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making*, 2013, S. Ev 9 Q43, Ev 10 Q49, Ev 14 Q 82.

<sup>103</sup> *BIS*, *The Government Response to the Kay Review*, November 2012, S. 21–23.

<sup>104</sup> So sah *dass.*, *The Government Response to the Kay Review*, November 2012 *Kays* Anregungen für eine Erweiterung des Stewardship-Konzepts im Kern bereits durch die Überarbeitung des Stewardship Code erfüllt (a. a. O., S. 10, 18) und verwies mit Blick auf die (Quartals-)Berichterstattung auf die Überarbeitung der Transparenzrichtlinie und laufende Konsultationen (a. a. O., S. 28).

<sup>105</sup> Ähnlich Paul Myners, nun Lord Myners, in einer Ausschussanhörung zum *Kay Report* (*House of Commons Business, Innovation and Skills Committee*, *The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making*, 2013, S. Ev 29 Q129: „The Government Response to Kay was very vapid.“); ähnlich zum vagen Charakter von Empfehlungen und Regierungsantwort *Newport/Kim/Weild*, *Making Stock Markets Work to Support Economic Growth*, 2013, S. 44–45. Dementsprechend forderte das Parlament in seiner Untersuchung der *Kay Review* die Regierung vielfach auf, klarere Zeitpläne vorzulegen, eigene Maßnahmen zu konkretisieren, aktiver und entschiedener, auch mit rechtlichen Maßnahmen, auf Änderungen bestimmter Praktiken in der Wirtschaft hinzuarbeiten sowie Umsetzungsvorgänge zu beschleunigen, siehe *House of Commons Business, Innovation and Skills Committee*, *The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making*, 2013, S. 15 f. Rn. 27, 18 Rn. 36, 21 Rn. 43, 25 Rn. 52 f., 28 f. Rn. 62–64, 31 Rn. 70 f., 33 Rn. 79, 38 Rn. 89, 41 Rn. 98, 49 Rn. 120, 56 Rn. 135, 60 Rn. 145 sowie zusammenfassend S. 61–67.

bringe,<sup>106</sup> während die Regierung die weitere Entwicklung unabhängig davon privat-autonomer Initiative überlassen wollte.<sup>107</sup> Zumindest im Nachklang zeigten sich ähnliche Differenzen bei der langfristigen Ausrichtung der Managervergütung.<sup>108</sup> Mit diesen Einschränkungen meldete das Ministerium gut eineinhalb Jahre später in zahlreichen Punkten Vollzug:

- Der Stewardship Code war 2012 überarbeitet und Engagement in Bezug auf die langfristige Unternehmensstrategie betont worden.<sup>109</sup>
- Zahlreiche Vereinigungen und/oder Initiativen institutioneller Investoren sowie Vermögensverwalter hatten neue Leitlinien für Stewardship aufgestellt oder bestehende Verhaltenskodizes angepasst und, so das BIS, dabei die Anregungen *Kays* für gute Praxis beachtet;<sup>110</sup> zudem hatten mehrere institutionelle Investoren das von *Kay* geforderte eigenständige Forum für kollektives Engagement gegründet.<sup>111</sup>
- Der geforderten Konsultierung großer Aktionäre bei Board-Ernennungen werde der FRC im Rahmen eines Projekts zur Nachfolgeplanung Rechnung tragen.<sup>112</sup>
- Die Abschaffung von zwingenden Quartalsberichten stand nach entsprechender Änderung der Transparenzrichtlinie<sup>113</sup> im Vereinigten Königreich unmittelbar bevor; sie erfolgte nach einer Konsultation zur Jahresmitte<sup>114</sup> Anfang November 2014 durch die Financial Conduct Authority auf Bitten des Ministeriums.<sup>115</sup>
- Die Regierung hatte, ein bereits vor dem *Kay Report* begonnenes Projekt fortführend, die narrative Unternehmensberichterstattung reformiert und den bisherigen Business Review in einen Strategic Report überführt, um Strategie, Geschäftsmodell und zukünftige Herausforderungen stärker in den Vordergrund zu rücken.<sup>116</sup>

<sup>106</sup> *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 67 Rn. 9.15.

<sup>107</sup> *BIS*, *The Government Response to the Kay Review*, November 2012, S. 25 Rn. 3.39; die Regierung begründete ihre Zurückhaltung (a. a. O., Rn. 3.40) überdies mit einer Vollharmonisierung durch EU-Recht. Zu diesem Konflikt siehe die nachfolgende Befragung *Kays* durch den zuständigen Ausschuss des House of Commons, *House of Commons Business, Innovation and Skills Committee*, *The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making*, 2013, S. Ev 12 Q60, Q 61.

<sup>108</sup> Der *Kay Report* nannte als Instrument, um seine Empfehlung zur Direktorenvergütung umzusetzen, zumindest ausdrücklich nur den Entwurf eines Good Practice Statement für Unternehmensdirektoren, siehe *Kay*, *Kay Review Final Report*, July 2012, S. 58, 79–80. *Kay* hatte dies aber offenbar nur als ersten Schritt verstanden und wünschte sich konkrete Ansätze zur Regulierung als flankierendes Druckmittel bzw. Durchsetzungsinstrument, so jedenfalls *Kays* nachfolgende Stellungnahme vor dem House of Commons, *House of Commons Business, Innovation and Skills Committee*, *The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making*, 2013, S. Ev 13 Q72 und Q73.

<sup>109</sup> *BIS*, *Implementation of the Kay Review: Progress Report*, October 2014, S. 11.

<sup>110</sup> *Dass.*, *Implementation of the Kay Review: Progress Report*, October 2014, S. 13–16.

<sup>111</sup> *Dass.*, *Implementation of the Kay Review: Progress Report*, October 2014, S. 16–17; zu diesem Forum einschließlich ähnlichen früheren Initiativen in Großbritannien auch *Hannigan*, *Company law*<sup>4</sup>, 2016, S. 150–151 Rn. 6–62; *Davies*, in: Hill/Thomas (Hrsg.), *Research handbook on shareholder power*, 2015, S. 355, 374–375.

<sup>112</sup> *BIS*, *Implementation of the Kay Review: Progress Report*, October 2014, S. 17–18.

<sup>113</sup> Dazu 4. Teil, § 6 VIII., S. 872 ff.

<sup>114</sup> *FCA*, *Consultation Paper CP 14/12*, July 2014.

<sup>115</sup> *Dies.*, *Policy Statement PS14/15*, November 2014.

<sup>116</sup> *BIS*, *Implementation of the Kay Review: Progress Report*, October 2014, S. 19–20; dazu im Einzelnen *BIS*, *The Future of Narrative Reporting*, September 2011; *BIS*, *The Future of Narrative Reporting*, March 2012; *BIS*, *The Future of Narrative Reporting*, October 2012; nennenswerte Bezüge zum Ziel, bessere Informationen für langfristiges Investieren zu bieten, weist allerdings nur das Konsultationsdokument von 2011 auf, siehe a. a. O., S. 10 Rn. 2.7, S. 17 Rn. 3.16–3.17, ferner auch mit Blick auf die Transparenz unter anderem langfristiger Elemente der Direktorenvergütung a. a. O., S. 31 Rn. 5.23 und S. 51 (Vergleich mit den *listing rules*). Allgemein zu Inhalt und Zwecksetzung des Strategic Report

- Die Regierung präsentierte eine Studie, die in der Investmentkette gebräuchliche Bewertungskennzahlen und -methoden mit Blick auf ihren Nutzen für langfristige Investoren untersuchte und Verbesserungsvorschläge für Unternehmens- und Fondsmanager sowie institutionelle Anleger unterbreitete.<sup>117</sup>
- Weiterhin konnte die Regierung den von Kay geforderten Bericht der Law Commission über *fiduciary duties* von Intermediären in der Investmentkette vorweisen.<sup>118</sup> Der Bericht war bestrebt, die vom *Kay Report* vermisste Klarheit darüber herzustellen,<sup>119</sup> welche Glieder der Intermediationskette *fiduciary duties* unterliegen,<sup>120</sup> und vor allem inwieweit es ihnen erlaubt oder sogar geboten ist, (auch) langfristige Aussichten, Governance- sowie Nachhaltigkeitsthemen bei der Anlageentscheidung zu berücksichtigen.<sup>121</sup> Die Law Commission teilte zwar bestimmte Bedenken des *Kay Report*<sup>122</sup> und erarbeitete zahlreiche Empfehlungen für Behörden und Regierung. Mit Blick auf Kays Kernanliegen, alle Akteure in der Intermediationskette über zwingende *fiduciary duties* auf die Interessen der Endanleger auszurichten, fiel das Verdikt aber geradezu vernichtend aus: „The principles set out in the Kay Review are so far removed from the courts’ interpretation of fiduciary duties that we do not think that it is possible to create the first from the second.“<sup>123</sup> Entsprechende Reformen erachtete die Law Commission weder für zweckdienlich<sup>124</sup> noch für sinnvoll durchführ-

---

*Hannigan*, Company law<sup>4</sup>, 2016, S. 226–227 Rn. 10–37 bis 10–38 und S. 455–457 Rn. 18–31 bis 18–34 sowie *Chiu*, 38 Del. J. Corp. L. 983, 1007–1009 (2014), beide auch dazu, dass die inhaltlichen Unterschiede zum vorherigen Business Review gering sind. *dies.*, 38 Del. J. Corp. L. 983, 1009 ff. (2014) bewertet die Effektivität dieser Maßnahme zur Förderung von langfristigem Engagement sodann weitgehend skeptisch, nicht zuletzt mit Blick auf allgemeine Unschärfen narrativer Berichterstattung.

<sup>117</sup> *London Economics/Cox*, Metrics and models used to assess company and investment performance, October 2014; dazu *BIS*, Implementation of the Kay Review: Progress Report, October 2014, S. 21–25, mit der Ankündigung, mehrere runde Tische einzuberufen, um praktische Folgen zu vereinbaren.

<sup>118</sup> *Law Commission*, Fiduciary duties of investment intermediaries, 2014 sowie *dies.*, Fiduciary Duties – Executive Summary, July 2014, dazu *BIS*, Implementation of the Kay Review: Progress Report, October 2014, S. 26–32.

<sup>119</sup> *Law Commission*, Fiduciary duties of investment intermediaries, 2014, S. 9 Rn. 1.36–1.38.

<sup>120</sup> *Dies.*, Fiduciary duties of investment intermediaries, 2014, S. 34–38, 159–160, 183–205 (Analyse der Rechtslage), 206–238 (Bewertung inkl. rechtspolitische Optionen).

<sup>121</sup> *Dies.*, Fiduciary duties of investment intermediaries, 2014, S. 58–59, 66 Rn. 4.21–22, S. 70–77, 80–83, 85–107, 111–127 (Analyse des *lege lata*), 128–146 (Bewertung und rechtspolitische Optionen), 161 Rn. 8.54, ferner auch S. 177–179 (Eindämmung übermäßiger Handelskosten in vertraglichen Pensionsplänen). Im Kern stellte die Law Commission hier darauf ab, ob ein bestimmter Faktor – und sei es mittelbar oder langfristig – finanziell wesentlich ist oder nicht. Finanziell bedeutsame Faktoren, also solche, die die Rendite und/oder das Risiko einer Investition beeinflussen, darf ein Trustee stets berücksichtigen. Aus anderen Gründen darf er eine Investition nur unter engen Voraussetzungen tätigen oder unterlassen (zweigliedriger Test: Anleger müssen die Erwägung teilen; im Grundsatz darf ihre Beachtung dem Fonds nicht erheblich finanziell schaden, es sei denn, die Anleger haben zugestimmt, die Berücksichtigung der Erwägungen ist im *trust deed* festgelegt oder entspricht einer starken politischen oder ethischen Überzeugung aller Fondsanleger).

<sup>122</sup> Siehe namentlich *dies.*, Fiduciary duties of investment intermediaries, 2014, S. 79 Rn. 4.67–68 i. V. m. S. 82 Rn. 4.80 (zwingende kurzfristige Kündigungsmöglichkeit und Bewertung gemäß den LGPS Investment Regulations).

<sup>123</sup> *Dies.*, Fiduciary duties of investment intermediaries, 2014, S. 207 Rn. 11.6; zur harschen Reaktion der Law Commission auch *Davies/Worthington*, Gower’s principles of modern company law<sup>10</sup>, 2016, S. 417 Rn. 15–29.

<sup>124</sup> *Law Commission*, Fiduciary duties of investment intermediaries, 2014, S. 205 Rn. 10.81: „Fiduciary duties do not appear to be an effective means of achieving Professor Kay’s policy aims.“

- bar.<sup>125</sup> Sie erörterte alternative Regelungsoptionen, für die sie zumindest vorsichtigen Spielraum sah.<sup>126</sup>
- Die Regierung listete eine ganze Batterie von zumeist behördlichen, aber auch privaten Maßnahmen bzw. Initiativen zur Verbesserung der Governance in der Investmentkette auf.<sup>127</sup> Mit Blick auf Verbesserungen bei der Vergütung von Fonds- und Unternehmensmanagern verwies sie auf die Änderung der OGAW-Richtlinie, die Einführung von *Say on Pay* sowie neue oder angepasste Leitlinien von Investoren oder ihrer Verbände.<sup>128</sup>

### c) Kritik in Großbritannien

Ungeachtet der scheinbar umfassenden Reaktionen von Gesetzgeber und Privatwirtschaft bewerteten führende Stimmen den Einfluss des *Kay Report* auf die Corporate Governance in Großbritannien skeptisch. Der *Kay Report* präsentierte sich zwar auf den ersten Blick radikal,<sup>129</sup> nicht zuletzt mit seiner grundsätzlichen Kritik der Kapitalmärkte und seiner misstrauischen, ausdrücklich nur eklektischen Verwendung ökonomischer Analyse. Von seiner Stoßrichtung her stand er gleichwohl, wie *Davies* überzeugend dargelegt hat, im Mainstream der britischen Corporate-Governance-Tradition: *Kay* konzentrierte sich darauf, die im Vereinigten Königreich relativ ausgeprägte Rechenschaft der Manager gegenüber den Aktionären zu erhalten und zugleich die Ziele der Investoren und ihrer Agenten zu ändern. Hingegen vernachlässigte er die Option, das Management zu einem gewissen Grad vom Aktienmarkt abzuschotten, obgleich er im Rahmen seiner Eingangsbeispiele einräumte, dass verfehlte Managemententscheidungen in großen britischen Gesellschaften oft von den Aktionären enthusiastisch unterstützt worden waren.<sup>130</sup> In ähnlicher Weise hielt sich *Kay*, auch bedingt durch seinen Gutachtauftrag, letztlich im Mainstream der herkömmlichen britischen *Short-termism*-Debatte. Dass *Kay* die Bedeutung von Vertrauen in der Intermediationskette in das Zentrum stellte, war zwar innovativ. Die hierzu diskutierten Aspekte und Rezepte waren aber im Kern wohlbekannt.

Dementsprechend stärkten *Kays* Maßnahmen stellenweise wieder jene Akteure, die bereits frühere *Short-termism*-Debatten für sich zu nutzen gewusst hatten, ohne dass die zugrunde liegende Problematik dadurch verschwunden wäre. So treffen Informations- einbußen durch den Wegfall zwingender Quartalsberichte im Zuge der Änderung der Transparenzrichtlinie Kapitalmarktteilnehmer, die keinen privilegierten privaten Zugang zum Management haben. Bedeutendere institutionelle Investoren und Analysten, denen

<sup>125</sup> *Dies.*, Fiduciary duties of investment intermediaries, 2014, S. 207 Rn. 11.6: „Any attempt to change fiduciary duties through legislation would result in new uncertainties and could have unintended consequences in other areas, especially for trusts.“

<sup>126</sup> *Dies.*, Fiduciary duties of investment intermediaries, 2014, S. 207 ff.

<sup>127</sup> *BIS*, Implementation of the Kay Review: Progress Report, October 2014, S. 33–39.

<sup>128</sup> *Dass.*, Implementation of the Kay Review: Progress Report, October 2014, S. 40–47.

<sup>129</sup> *Davies*, in: Hill/Thomas (Hrsg.), Research handbook on shareholder power, 2015, S. 355, 373 („This wide-ranging and, on the surface, radical report [...]“); *House of Commons Business, Innovation and Skills Committee*, The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making, 2013, S. 1 Rn. 1 („radical agenda“); diesen Eindruck hatte John Kay selbst im Vorfeld durch entsprechende Äußerungen gegenüber der Presse gestützt, siehe *Farrell*, The Independent 19.11.2011.

<sup>130</sup> *Davies*, in: Hill/Thomas (Hrsg.), Research handbook on shareholder power, 2015, S. 355, 375; im Ergebnis wie *Davies* Paul Myners in einer Ausschussbefragung zum Kay Report, *House of Commons Business, Innovation and Skills Committee*, The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making, 2013, S. Ev 17 Q87: „He [Kay] stays in these very narrow tramlines of conventional thinking, with nothing in his report that disturbs the City institutions.“

solche Informationskanäle offenstehen, erhalten so faktisch einen Wettbewerbsvorteil. Bezeichnenderweise fand die Abschaffung der Quartalsberichtspflichten bei ihnen besonderen Zuspruch.<sup>131</sup> Das gleiche Muster begegnete bereits im Rahmen der plötzlichen Abschaffung des Operating and Financial Review, die ähnlich wie diejenige der Quartalsberichterstattung<sup>132</sup> hastig und ohne tiefer gehende Folgenanalyse geschah.<sup>133</sup>

Im Übrigen und vor allem blieb der *Kay Report* in seinen Vorschlägen zurückhaltend, wie auch bald kritisiert wurde.<sup>134</sup> Enge Regulierungsvorschriften wollte er soweit möglich vermeiden, weil er sie für ungeeignet hielt, um den für nötig erachteten Kulturwandel am Aktienmarkt und in der Investmentkette herbeizuführen.<sup>135</sup> Stattdessen schlug er freiwillige Good Practice Statements vor. Diese formulierten zwar anerkannte Ziele und Standards. Warum und wie gerade sie im Unterschied zu den schon zahlreich bestehenden Kodizes und Leitlinien mehr Vertrauen und die erwünschten Verhaltensänderungen bewirken sollten, blieb indes unerfindlich.<sup>136</sup> Das galt umso mehr, als die *statements* sehr allgemein formuliert waren<sup>137</sup> und letztlich dem Mantra früherer Wellen der britischen *Short-termism*-Debatte – privatautonome Lösung, insbesondere bessere Kommunikation – verhaftet blieben.

*Paul Myners* hob hervor, dass bereits sein Report aus dem Jahr 2001<sup>138</sup> ganz ähnliche Prinzipien guter Praxis entwickelt habe, ohne dass nennenswerter Fortschritt erzielt worden sei,<sup>139</sup> und kritisierte den *Kay Report* unter anderem dafür auf das Heftigste.<sup>140</sup> *Paul Davies* hat ergänzt, dass *Kay* bei ähnlichen Rezepten wie *Myners* anders als dieser sogar auf eine implizite Drohung mit gesetzlicher Durchsetzung verzichtete.<sup>141</sup>

Bedenkt man diesen Hintergrund, überrascht es nicht, dass sich der mit dem *Kay Report* befasste Ausschuss des House of Commons offen dafür zeigte, über *Kays* Empfehlungen hinauszugehen. Unter anderem forderte der Ausschuss Auswirkungs- und Mach-

<sup>131</sup> Dazu kritisch *Buchheim/Hossfeld/Schmidt*, WPg 2016, 1347, 1352–1353.

<sup>132</sup> Die FCA verzichtete in ihrem Konsultationspapier darauf, Kosten und Nutzen von Quartalsberichtspflichten näher zu untersuchen. Stattdessen begnügte sie sich mit dem Hinweis, dass die Rechtsänderung als solche keine zusätzlichen (Befolgungs-)Kosten in der Wirtschaft verursache, *FCA, Consultation Paper CP 14/12*, July 2014, S. 9.

<sup>133</sup> Dazu 2. Teil, § 1 II.4. c) cc), S. 263 ff.

<sup>134</sup> Siehe die daran anknüpfenden kritischen Fragen an *Kay* in *House of Commons Business, Innovation and Skills Committee*, The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making, 2013, S. Ev 3 Q13 und Q14; ebenso die von *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 26 zitierte Reaktion der National Association of Pension Funds (NAPF).

<sup>135</sup> *Kay*, Kay Review Final Report, July 2012, S. 88 Rn. 13.16.

<sup>136</sup> Zutreffend *Davies*, in: Hill/Thomas (Hrsg.), Research handbook on shareholder power, 2015, S. 355, 374.

<sup>137</sup> Dazu heftige, im Kern berechtigte Kritik bei *Newport/Kim/Weild*, Making Stock Markets Work to Support Economic Growth, 2013, S. 44: „It is not clear to us how any of the ‘Kay Review Recommendations’ for better behaviour would be achieved. [...] The UK government endorses most of the recommendations of the Kay Review, which are so broad based and general as to, on some level, make the authors wonder how an effective implementation plan can be devised [...]“.

<sup>138</sup> *Myners*, Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, 06.03.2001, S. 15 Rn. 80–88, S. 147–151.

<sup>139</sup> *House of Commons Business, Innovation and Skills Committee*, The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making, 2013, S. 11, sowie Ev 16 Q84.

<sup>140</sup> *Dass.*, The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making, 2013, S. Ev 15–17 Q83–Q84: Er sei Wunschdenken, widersprüchlich, in den Empfehlungen irrelevant, mit Blick auf wichtige Themen lückenhaft und ignoriere die Arbeit vorangegangener Berichte.

<sup>141</sup> *Davies*, in: Hill/Thomas (Hrsg.), Research handbook on shareholder power, 2015, S. 355, 375.

barkeitsstudien zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer,<sup>142</sup> zur Unterscheidung von Aktionären und Stimmrechten nach der Länge der Haltedauer<sup>143</sup> und schließlich eine Studie zu Übernahmerechten anderer Volkswirtschaften mit Blick auf deren Auswirkungen und nachahmenswerte Elemente.<sup>144</sup> Bei der konservativen Regierung fiel indes nichts davon auf fruchtbaren Boden,<sup>145</sup> womit sich wiederum ein bekanntes Muster aus der britischen *Short-termism*-Debatte wiederholte.<sup>146</sup>

Die Labour Party trat – ebenso wie in früheren Diskussionswellen – aus der Opposition entschiedener auf. Sie gab kurz nach dem im Ergebnis zurückhaltenden *Kay Review* eine eigene Studie zu *Short-termism* in Auftrag, die Sir *George Cox* Anfang 2013 vorlegte.<sup>147</sup> Seine Empfehlungen fielen insbesondere im Bereich der Corporate Governance deutlich forscher aus.<sup>148</sup> Im Juli 2014 folgte in Koproduktion von Gewerkschaften, Denkfabriken und Wissenschaft ein Sammelband mit Kurzbeiträgen vieler prominenter Autoren zur Förderung alternativer Konzepte zur Shareholder-Value-Unternehmenszielbestimmung, in dem *Short-termism* eine wichtige Rolle spielte und auf dem Titelbild als Spitze des Eisbergs der Shareholder-Value-Maximierung dargestellt wurde.<sup>149</sup> 2015 nahm die Labour Party die Bekämpfung kurzfristiger Orientierung einschließlich einiger der von *Cox* und *Kay* vorgeschlagenen Maßnahmen sogar prominent in den wirtschaftlichen Teil ihrer Kampagne für die Parlamentswahlen auf.<sup>150</sup> Zum Wahlsieg sollte ihr dies freilich nicht verhelfen.

<sup>142</sup> *House of Commons Business, Innovation and Skills Committee*, The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making, 2013, S. 44–47 Rn. 105–113.

<sup>143</sup> *Dass.*, The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making, 2013, S. 51–53 Rn. 121–126.

<sup>144</sup> *Dass.*, The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making, 2013, S. 47–49 Rn. 114–119.

<sup>145</sup> Siehe *dass.*, The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making, 2013, S. 17–18 Rn. 65–66 (ablehnende Stellungnahme der Regierung zur Finanztransaktionssteuer), S. 19 Rn. 73–76 i. V. m. Annex B S. 29–31 (ablehnend zur Differenzierung bei Stimmrechten nach der Haltedauer), S. 20 Rn. 77–80 (im Ergebnis ablehnend zum Vorschlag einer neuen vergleichenden Studie zu Übernahmeregimen anderer Länder mit dem Ziel, den britischen Ansatz zu modifizieren).

<sup>146</sup> Konservative Regierungen hatten stets privatautonome Lösungen favorisiert, siehe oben 2. Teil, § 1 II. 3. b) dd), S. 231 ff., 2. Teil, § 1 II. 3. c) aa), S. 237 ff. und 2. Teil, § 1 II. 3. c) aa) gg), S. 237 ff.

<sup>147</sup> *Cox*, *Overcoming short-termism*, February 2013.

<sup>148</sup> Für eine zusammenfassende Auflistung der Vorschläge siehe *ders.*, *Overcoming short-termism*, February 2013, S. 8–11, darunter eine zeitlich degressive Besteuerung von Kapitalerträgen und Dividenden als Anreiz zu langfristiger Aktienanlage, ein Stimmrechtsausschluss für Neuaktionäre während eines laufenden Übernahmeangebots, Abschaffung von Quartalsberichten, eine Änderung der Unternehmensberichterstattung zur Betonung der langfristigen Strategie und ihrer Umsetzung, prozentuale Mindestanteile für langfristige (fünfjährige) Elemente der Direktorenvergütung, eine Förderung von Belegschaftsaktionären sowie bestimmte Maßnahmen zur Förderung kleinerer Unternehmen, der Infrastruktur und staatliche Forschungsförderung.

<sup>149</sup> *Williamson/Driver/Kenway* (Hrsg.), *Beyond Shareholder Value*, July 2014, sowie im Einzelnen *dies.*, in: *dies.* (Hrsg.), *Beyond Shareholder Value*, July 2014, S. 6, 10–11 mit einem Überblick über Ursachen von *Short-termism*, wie sie verschiedene Beiträge in dem Sammelband erörtern, und kurzer Zusammenfassung von deren jeweiliger Argumentation.

<sup>150</sup> *Labour Party*, *A Better Plan for Business*, March 2015, S. 10, 12–13: Anreize für langfristige Investitionen (S. 10), Förderung langfristiger Investitionen in kritischen Sektoren wie der Bauwirtschaft und der gehobenen verarbeitenden Industrie (S. 12) sowie ein neuer langfristiger Förderungs- und Politikrahmen für Wissenschaft und Innovation (S. 12); Prüfung von Maßnahmen, um die systemische Verzerrung zugunsten von Fremdkapitalfinanzierung auszugleichen (S. 10); Schutz führender Unternehmen vor systematischem kurzfristigem Druck zu schnellen Gewinnen, der zulasten der langfristigen Entwicklung gehen kann: Institutionelle Investoren sollen verpflichtet werden, im besten Interesse gewöhnlicher Sparer zu handeln und das langfristige Wachstum ihrer Portfoliogesellschaften zu priorisieren, das Über-

#### d) Internationale Wirkung

Die größte Wirkung erzielte der *Kay Report* weniger bei seinen nationalen Adressaten, sondern eher auf inter- und supranationaler Ebene. Bei der OECD zeugen zwei Corporate Governance Working Papers davon, dass der *Kay Report* sorgfältig gelesen und seine weitere Aufnahme in Großbritannien aufmerksam verfolgt wurde.<sup>151</sup> Inhaltlich bescheinigte man ihm einhellig, dass sein Befund auch für andere Volkswirtschaften bedeutsam sei.<sup>152</sup> Dementsprechend nahm *John Kay* in seiner Eigenschaft als Ökonom und Autor des *Kay Report* an Konferenzen im Rahmen des OECD-Projekts zu „Institutional Investors and Long-term Investment“ teil.<sup>153</sup>

Die französische Assemblée nationale hat den *Kay Report* mehrfach zustimmend im Rahmen einer Untersuchung notwendiger Corporate-Governance-Reformen gewürdigt, die im unmittelbaren Vorfeld der Loi Florange stattfand.<sup>154</sup> Dieses weitreichende, gegen *court-termisme* gerichtete Gesetz hat zentrale Aspekte des französischen Übernahmerechts reformiert, ebenso wie solche des Rechts der börsennotierten Aktiengesellschaft (*société anonyme*).<sup>155</sup>

Vor allem bei der Europäischen Kommission ist der *Kay Report* auf viel zustimmendes Interesse gestoßen. Das Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen zum Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft von 2013 stützte sich bei der Erörterung von Ineffizienzen in der Intermediationskette maßgeblich auf den *Kay Report*<sup>156</sup> und zitierte ihn zudem bei Ausführungen zur Finanzierungsfunktion des Aktienmarktes durch Börsengänge.<sup>157</sup> In ähnlicher Weise nannte das Arbeitsdokument zum „Grünbuch über die Schaffung einer Kapitalmarktunion“ den *Kay Report* für eine eingehende Analyse von *Short-termism* institutioneller Investoren infolge kurzfristiger Anreiz- und Vergütungsstrukturen, querbezoglicher und selbstreferenzieller Leistungsmaße,

---

nahmerecht soll geändert werden, um die Rolle langfristiger Investoren zu stärken, indem die Stimmrechte auf jene beschränkt werden, die bereits Aktien halten, wenn ein Gebot abgegeben wird (S. 12), zudem sollen Managerbezahlung und Leistung stärker angeglichen werden und Arbeitnehmervertreter in Vergütungsausschüssen sitzen (S. 13). Ferner S. 14: Schaffung einer britischen Investitionsbank, um die langfristige strukturelle Lücke in der britischen Finanzierung kleinerer Unternehmen zu schließen [dieses Thema wurde vor allem in früheren Wellen der britischen *Short-termism*-Debatte diskutiert].

<sup>151</sup> *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 22, 24 Fn. 11, 25 f., 34, 51 (neutral bzw. zustimmend berichtend); *Newport/Kim/Weild*, Making Stock Markets Work to Support Economic Growth, 2013, S. 44–45 (sehr kritisch mit Blick auf die Unbestimmtheit und daher schwierige Umsetzbarkeit der Empfehlungen, aber von der Richtung her zustimmend [„constructive, but likely insufficient“]); ferner *Isaksson/Çelik*, Institutional Investors as Owners, 03.12.2013, S. 7–8 Fn. 3.

<sup>152</sup> *Isaksson/Çelik*, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, S. 25: „It provides a comprehensive analysis of the UK secondary market and draws conclusions that are also relevant to other OECD economies.“; *Newport/Kim/Weild*, Making Stock Markets Work to Support Economic Growth, 2013, S. 44: „The review is a broad based critique of UK equity markets and many of its criticisms could also be levied at most of the world’s other major markets.“

<sup>153</sup> *OECD Directorate for Financial and Enterprise Affairs*, Institutional Investors and Long-term Investment, May 2014, S. 24.

<sup>154</sup> *Clément/Houillon*, Rapport d’information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013, S. 31, 37, jeweils mit Besprechung bzw. Erwähnung im Fließtext und in den Fußnoten, an der erstgenannten Stelle einschließlich der Reaktion der britischen Regierung.

<sup>155</sup> Näher sogleich 4. Teil, § 5, S. 810 ff.

<sup>156</sup> *Europäische Kommission*, Staff Working Document Long-Term Financing, 25.03.2013, S. 12, 14 mit Fn. 24.

<sup>157</sup> *Dies.*, Staff Working Document Long-Term Financing, 25.03.2013, S. 23.

kurzfristiger Finanzberichterstattung und regulatorischer Fehlsteuerungen.<sup>158</sup> Auch das Arbeitsdokument mit einer ökonomischen Analyse zur Mitteilung zum „Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion“ berichtete ausführlich aus dem *Kay Review* als Beleg für *Short-termism* der Vermögensverwaltungsbranche.<sup>159</sup> Ferner erwähnte das Impact Assessment zum Verordnungsvorschlag über europäische langfristige Investmentfonds den *Kay Report* eingangs als Nachweis für eine nach der Finanzkrise in den Blickpunkt gerückte Tendenz zu kurzfristigem Verhalten von Investoren zum Nachteil der Wirtschaft und für Optionen, hiergegen anzugehen.<sup>160</sup> All dies spricht dafür, dass der *Kay Report* die Entwicklung weitreichender rechtspolitischer Initiativen der Kommission auf deren Arbeitsebene erheblich beeinflusst hat. Jedenfalls hat er als eine wesentliche Fundgrube für Argumentationsmaterial gedient, um Projekte voranzutreiben, welche die Europäische Union auf Jahrzehnte prägen werden.

## II. *Short-termism-Initiative und -Forschung der Bank of England*

In der britischen *Short-termism*-Debatte sind die Hauptrollen über weite Strecken klar verteilt gewesen: Auf der Seite derjenigen, die *Short-termism* als problematisches Phänomen anerkennen, findet man gewöhnlich Gewerkschaften, der Labour Party nahestehende Denkfabriken, Labour-Politiker und Vertreter der (Nichtfinanz-)Industrie, wobei allerdings typischerweise nur die ersten beiden tiefer greifenden Reformen zugeneigt sind. Auf der entgegengesetzten Seite des Meinungsspektrums stehen herkömmlich Vertreter der Londoner Finanzwirtschaft (City), konservative Politiker, oft in der Regierung, sowie marktfreundliche Ökonomen. Umso mehr Aufmerksamkeit erregt es, wenn eine namhafte Partei in bisher ungekannter Weise in den Diskurs eintritt. Genau dies erfolgte nach der Finanzkrise durch die Bank of England in der Person von *Andrew Haldane*, seit 2009 dort Executive Director of Financial Stability, nachfolgend Chefökonom sowie Executive Director of Monetary Analysis and Statistics und 2014 vom Time Magazine zu einer der 100 einflussreichsten Personen weltweit gekürt.<sup>161</sup> Die Bank of England hatte in der Vergangenheit zwar mitunter selbst Forschung zu *Short-termism* betrieben<sup>162</sup> und sich vereinzelt vermittelnd<sup>163</sup> oder mit moderaten Vorschlägen geäußert.<sup>164</sup> Im Übrigen war sie aber nur sehr indirekt über *Jonathan Charkham* präsent, der zweitweise als Berater des Governor der Bank of England und Leiter des unter anderem von der Zentralbank unterstützten PRO-NED-Programms agierte und ab Ende der 1980er Jahre ein wesentlicher Vertreter der *Short-termism*-These war.<sup>165</sup> *Haldane* ist in seiner Funktion bei der Bank of England insbesondere zwischen 2010 und 2014 als namhafter eloquenter Warner vor *Short-termism* und mit weitreichenden rechtspolitischen Anregungen her-

<sup>158</sup> *Dies.*, Staff Working Doc. Cap. Markets Union, 18.02.2015, S. 33, mit deutlich an den *Kay Report* angelehnter Problembeschreibung a. a. O., S. 33–34.

<sup>159</sup> *Dies.*, Staff Working Doc. Economic Analysis Action Plan Capital Markets Union, 30.09.2015, S. 23–24.

<sup>160</sup> *Dies.*, Staff Working Document Impact Assessment ELTIF, 26.06.2013, S. 7 Fn. 1.

<sup>161</sup> *Cassidy*, Time 100 Leaders, Andrew Haldane, 23.04.2014 <<http://time.com/70833/>> (geprüft am 15.05.2016).

<sup>162</sup> Siehe oben Fn. 833–834 auf S. 198, Fn. 1073 auf S. 233 und den begleitenden Text.

<sup>163</sup> Siehe oben Fn. 761 auf S. 188.

<sup>164</sup> Siehe oben den Text bei Fn. 1061–1063 auf S. 231, Fn. 1125 auf S. 238.

<sup>165</sup> Siehe oben den Text bei Fn. 794–800 auf S. 192–193, Fn. 941 auf S. 217, Fn. 989 ff. auf S. 224 ff.

vorgetreten. Anschließend hat er dieses Vorhaben weniger exponiert, aber ähnlich wirkungsvoll im Rahmen des Purposeful-Company-Projekts weiterverfolgt.<sup>166</sup>

Zunächst skizzierte *Haldane* 2010 in einer Rede vor dem Oxford China Business Forum mit einer breiten interdisziplinären Perspektive den Widerstreit zwischen nützlichem geduldigem und schädlichem ungeduldigem Entscheidungsverhalten insbesondere in der Finanzwirtschaft.<sup>167</sup> *Haldane* verwies sodann auf verschiedene empirische Phänomene, um zu illustrieren, dass der Zuwachs an Informationen und Liquidität am Kapitalmarkt kurzfristig-ungeduldiges Verhalten befördern könnten.<sup>168</sup> Als denkbare Gegenmaßnahmen nannte er unter anderem eine an die Haltedauer gekoppelte Besteuerung von Finanzanlagen, von der Aktienheldedauer abhängige Stimmrechte und Rechte zur Ernennung von Board-Mitgliedern sowie Arbeitsverträge basierend auf langfristigen Leistungsmaßen.<sup>169</sup> Eine inhaltlich ähnliche Rede folgte 2011 im Rahmen des traditionsreichen Londoner Gresham College.<sup>170</sup>

Im selben Jahr legte *Haldane* mit einem Co-Autor eine kontroverse empirische Studie zu dem Ausmaß kurzfristiger Orientierung am Finanzmarkt vor, die abzuschätzen versuchte, wie stark der britische und US-amerikanische Aktienmarkt zukünftige Cashflows diskontieren,<sup>171</sup> und die 2014 in erweiterter Form und mit zusätzlichen Co-Autoren aufsatzförmig erschien.<sup>172</sup> Die Studie ermittelte eine exzessive Diskontierung, mit

<sup>166</sup> Zu diesem 4. Teil, § 4 IV.1., S. 803 ff.

<sup>167</sup> Unter Rückgriff auf Wirtschaftswissenschaft, Geschichte, Psychologie, Neurologie und Soziologie legte *Haldane* zunächst die Bedeutung geduligen Verhaltens für die Entwicklung wirtschaftlicher und finanzieller Systeme dar, ebenso wie potenziell abträgliche Folgen ungeduligen Verhaltens (*Haldane*, *Patience and Finance*, 02.09.2010, S. 3–7). Anschließend argumentierte er, gestützt auf eine knappe verbale Modellskizze, dass sich in einem System auf die lange Frist ausgerichtete Verhalten (Geduld, *patience*) oder auf kurzfristigen Nutzen fokussiertes Handeln (Ungeduld, *impatience*) in selbstverbessernden oder selbstzerstörerischen Feedback-Prozessen durchsetzen könne, namentlich auf Finanzmärkten (*ders.*, *Patience and Finance*, 02.09.2010, S. 7–13).

<sup>168</sup> *Haldane*, *Patience and Finance*, 02.09.2010, S. 14–21 i. V. m. S. 28–31. Im Einzelnen verweist *Haldane* auf einfache Schätzungen der Schwankungen des US-amerikanischen und britischen Aktienmarktes um ihren jeweiligen Fundamentalwert, Modellrechnungen zum relativen Erfolg von (kurzfristigen) Momentum- versus langfristig-fundamental orientierten Strategien, Daten zur Entwicklung der durchschnittlichen Aktienheldedauer an verschiedenen Börsen, Daten zu der Stabilität von Dividendenzahlungen bei schwankenden Gewinnen, auf Zahlen zu sinkenden durchschnittlichen Amtszeiten von CEOs sowie auf Studien zur Diskontierung zukünftiger Gewinne (vor allem) am britischen und amerikanischen Aktienmarkt. Zur Schlussfolgerung aus alledem pointiert S. 21: „This evidence is no more than illustrative. But it does point to the potentially adverse side-effects of improved information and liquidity in markets. The public good of information and liquidity may unleash the public bad of myopia and volatility.“

<sup>169</sup> *Ders.*, *Patience and Finance*, 02.09.2010, S. 21–22.

<sup>170</sup> *Ders.*, *Get Shorty*, 14.11.2011 <<http://www.gresham.ac.uk/lecture/transcript/download/the-sir-thomas-gresham-docklands-lecture-get-shorty/>> (zuletzt geprüft am 11.06.2020); siehe ferner zum Hochfrequenzhandel, der ebenfalls oft unter *Short-termism*-Verdacht steht, *ders.*, *The race to zero*, 08.07.2011.

<sup>171</sup> *Haldane/Davies*, *The Short Long*, 2011; zustimmend *Lambert*, *Financial Times* vom 22.05.2011 („brilliant new research paper“); *Orsagh*, *Quantitative Analysis Takes on Short-termism – and Offers Some Solutions* <<http://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2011/06/23/quantitative-analysis-takes-on-short-termism-%E2%80%94-and-offers-some-solutions/>> (zuletzt geprüft am 11.06.2020) („[...] a rigorous quantitative look at the issue of short-termism in financial markets. [...] the formulas [...] appear to make perfect sense.“); hingegen sehr skeptisch gegenüber dem Befund *Dillow*, *Investors Chronicle* 16.05.2011 („This is radical stuff. But is it right? I have my doubts.“); näher zu der Methodik, ihrer Verlässlichkeit und verwandten Studien 3. Teil, § 4 IV., S. 704 ff.

<sup>172</sup> *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, *J. Fin. Stability* 12 (2014), 16 ff.; näher zu der Methodik, ihrer Verlässlichkeit und verwandten Studien 3. Teil, § 4 IV., S. 704 ff.

zunehmender Tendenz in der jüngeren Vergangenheit.<sup>173</sup> *Haldane* und Co-Autoren erkannten hierin eine Form von Marktversagen, mit der Folge zu geringer Investitionen insbesondere in lange dauernde Projekte.<sup>174</sup> Erneut listete *Haldane* denkbare Gegenmaßnahmen auf, darunter neben den zuvor schon genannten eine Stärkung langfristiger Informationen in der Unternehmensberichterstattung und eine Einbeziehung langfristiger Ziele in Treuepflichten (*fiduciary duties*).<sup>175</sup>

2014 richtete *Haldane* den Blick auf die Vermögensverwaltungsindustrie. Er erkannte Treiber prozyklischen Verhaltens in der Zunahme indexnachbildender Strategien,<sup>176</sup> in der Marktkonvention, die Leistung von Fondsmanagern relativ zu einer Benchmark zu beurteilen, in der Bewertung von Anlagen von Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften nach dem beizulegenden Zeitwert (*mark to market, fair value*) sowie in regulatorischen Mindestkapitalanforderungen.<sup>177</sup> In der Finanzkrise habe potenziell geduldiges Kapital daher seine Finanzierungs- und Krisenabfederungsfunktion verfehlt.<sup>178</sup> *Haldane* knüpfte hieran unter anderem die Empfehlung, die langfristige Finanzierung der Wirtschaft zu stärken und die „de-equitisation“ von Pensionsfonds und Versicherungen anzugehen.<sup>179</sup>

Gut einen Monat später verband *Haldane* in einer weiteren Rede die Themen Ungleichheit der Einkommensverteilung, Wachstum und geduldiges versus kurzfristiges Verhalten.<sup>180</sup> Hier betonte *Haldane* unter anderem, dass die Bildung von physischem Kapital den Aufschub von Belohnungen seitens der Unternehmensmanager<sup>181</sup> und/oder der Aktionäre verlange,<sup>182</sup> börsennotierte Gesellschaften indes unter *Short-termism* litten.<sup>183</sup> Erneut zog *Haldane* hieraus Schlussfolgerungen für die Corporate Governance, wobei er nun die Unternehmenszielbestimmung ins Zentrum stellte: Die bestehende, auf

<sup>173</sup> *Haldane/Davies*, *The Short Long*, 2011, S. 4–12.

<sup>174</sup> *Dies.*, *The Short Long*, 2011, S. 13–14.

<sup>175</sup> *Dies.*, *The Short Long*, 2011, S. 14–15. Eine mögliche Veränderung der Managervergütung führte *Haldane* nun etwas näher aus als zuvor. So empfahl er, die Vergütung an der langfristigen Entwicklung auszurichten, Aufschub- und Rückforderungsklauseln vorzusehen sowie Manager nicht (nur) mit Geld und Aktien, sondern (auch) mit nachrangigen Forderungen oder Wandelanleihen zu entlohnen.

<sup>176</sup> *Haldane*, *The age of asset management?*, 04.04.2014, S. 2–5.

<sup>177</sup> *Ders.*, *The age of asset management?*, 04.04.2014, S. 7–8.

<sup>178</sup> *Ders.*, *The age of asset management?*, 04.04.2014, S. 9–11. Der Aktienanteil von Versicherern und Pensionsfonds schwanke prozyklisch, und vor allem, stellte *Haldane* fest, hätten sich beide Gruppen massiv aus Aktien zurückgezogen.

<sup>179</sup> *Ders.*, *The age of asset management?*, 04.04.2014, S. 13–14. Hierzu verwies er auf Initiativen, Anreize gegen langfristige Finanzierung zu beseitigen und den Verbriefungsmarkt wiederzubeleben.

<sup>180</sup> *Ders.*, *Unfair Shares*, 21.05.2014 <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2014/unfair-shares>> (geprüft am 15.03.2021). *Haldane* resümierte zunächst die wachsende Besorgnis und öffentliche Aufmerksamkeit für eine zunehmend ungleiche Einkommensverteilung (a. a. O., S. 2–3) und widmete sich dem Einfluss der geldpolitischen Stabilisierungsmaßnahmen (insbesondere: quantitative Lockerung) der Zentralbanken nach der Finanzkrise (a. a. O., S. 3–5). Unter Berufung auf Studien des IWF zog *Haldane* eine Verbindung von ungleicher Einkommensverteilung zu wirtschaftlichem Wachstum (a. a. O., S. 5–7): Wachstum erfordere Investitionen, die eine Ansammlung von Human- und physischem Kapital voraussetzten, welche wiederum die Geduld erfordere, eine Belohnung aufzuschieben (a. a. O., S. 6).

<sup>181</sup> Etwa durch geringere Boni infolge von Investitionsausgaben.

<sup>182</sup> Durch geringere Dividenden oder Aktienrückkäufe.

<sup>183</sup> *Haldane*, *Unfair Shares*, 21.05.2014 <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2014/unfair-shares>> (geprüft am 15.03.2021), S. 6–7. Unmittelbar davor ging *Haldane* auch auf die Bildung von Humankapital ein. Hierzu argumentierte er unter Berufung auf verhaltensökonomische Experimente, dass finanzielle Knappheit zu einem exzessiven Fokus auf die Gegenwart führt, so kurzfristiges Verhalten hervorbringt und die Bildung von Humankapital erschwert.

einem Primat der Aktionäre gründende Governance-Struktur habe sich zwar bewährt. Sie habe aber Verteilungseffekte, wenn die Aktionäre kurzfristig (*Short-termist*) sind.<sup>184</sup> Dies treffe sich damit, dass die Vergütung von Aktionären und Managern steige, während das Reallohnwachstum stocke. Wenn dem so sei, dann, so *Haldane*, solle eine Corporate-Governance-Reform erwogen werden, deren Dreh- und Angelpunkt der langfristige Unternehmenswert bildet und die die Interessen einer breiteren Gruppe von Stakeholdern besser widerspiegelt. Gestützt auf *Colin Mayers* viel beachtetes Buch „Firm Commitment“<sup>185</sup> meinte *Haldane*, dass ein solches Alternativmodell schon in einer Reihe von Ländern bestehe.<sup>186</sup>

### III. Wirtschaftssachbücher

Auch nach der Finanzkrise hat die britische *Short-termism*-Debatte wieder einflussreiche Wirtschaftssachbücher hervorgebracht. Im vorliegenden Zusammenhang ist vor allem ein viel beachteter<sup>187</sup> Entwurf zur Neugestaltung der Corporate Governance gegen *Short-termism* von Interesse, den der britische Ökonom *Colin Mayer*, der bereits in der *Short-termism*-Debatte der 1990er Jahre begegnet ist, 2013 vorlegte. In „Firm Commitment, Why the corporation is failing us and how to restore trust in it“ argumentiert *Mayer* anknüpfend an seine frühere Forschung zur Breach-of-Trust-Hypothese<sup>188</sup>, dass die meisten (Wirtschafts-)Beziehungen auf Vertrauen beruhen. Dieses entstehe nur bei verbindlichem Engagement (*commitment*), das wiederum gewidmetes Kapital (*dedicated capital*) voraussetze.<sup>189</sup> Die Corporation ist für *Mayer* ein Instrument, um solcherart Selbstbindung und Vertrauen aufzubauen.<sup>190</sup> Um Beiträge von Stakeholdern zu fördern, die sich nur unvollkommen vertraglich absichern lassen, müssten sich Gesellschaften glaubhaft gegenüber diesen Gruppen verpflichten (*commitment*).<sup>191</sup> In diesem Sinne, argumentiert *Mayer*, ist eine „moralische“ Corporation wohlfahrtsförderlich und im Wettbewerb vorteilhaft. Regulierung könne das nicht ersetzen.<sup>192</sup> Der Fokus von unternehmenstragenden Gesellschaften solle darauf liegen, was sie tun und erzeugen, nicht auf

<sup>184</sup> *Ders.*, Unfair Shares, 21.05.2014 <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2014/unfair-shares>> (geprüft am 15.03.2021), S. 7.

<sup>185</sup> Dazu sogleich 4. Teil, § 4 III., S. 801 ff.

<sup>186</sup> *Haldane*, Unfair Shares, 21.05.2014 <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2014/unfair-shares>> (geprüft am 15.03.2021), S. 7–8.

<sup>187</sup> Siehe aus der Wirtschaftspresse etwa o. A., *The Economist* vom 02.03.2013 sowie *Wolf*, *Financial Times* vom 26.08.2014, beide zustimmend zu *Mayers* Analyse, aber ablehnend bzw. zurückhaltend gegenüber *Mayers* Vorschlag der *trust firm*; aus der Literatur etwa *Daniels*, *Osgoode Hall L. J.* 52 (2014), 347 ff., der sich positiv auch zu *Mayers* Reformvorschlag äußert („well-justified“) sowie die instruktive, in mehreren Punkten zu Recht kritische Besprechung von *Ziegler*, *Rationality, Markets and Morals* 5 (2014), 133 ff. und die kritische Auseinandersetzung von *Paccos*, *Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Shareholder Activism in Corporate Governance*, 04.11.2015 <[http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/law-economics-studies/20151105\\_paccos\\_shl\\_activism.pdf](http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/law-economics-studies/20151105_paccos_shl_activism.pdf)>, S. 23–25, 28 ff. (geprüft am 11.06.2020).

<sup>188</sup> Zu dieser 3. Teil, § 2 IV.3.a), S. 418 ff.

<sup>189</sup> Dies definiert *Mayer* als Kapital, das sich nicht oder nur mit gewissen Kosten abziehen lässt.

<sup>190</sup> *Mayer*, *Firm Commitment*, 2013, S. 143 ff.

<sup>191</sup> Andernfalls könn(t)en Stakeholder, welche den unternehmerischen Wertschöpfungsprozess fördern, in ihrem Vertrauen auf Teilhabe an den Erträgen ausgenutzt werden, in *Mayers* Augen ein wesentlicher Mangel von Verträgen und Märkten. Dazu zusammenfassend *ders.*, *Firm Commitment*, 2013, S. 67–68.

<sup>192</sup> Zum einen sei sie zu starr, zum anderen werde sie rein zweckmotiviert und deshalb nur so weit wie eben gefordert befolgt (*instrumental behaviour*), *ders.*, *Firm Commitment*, 2013, S. 59–60.

ihrem finanziellen Wert. „Shareholder Value is an outcome, not an objective. It should not drive corporate policy but be treated as a product of it.“<sup>193</sup> Die Bekämpfung von *Short-termism* und eine Förderung von CSR rücken damit eng(er) zusammen.<sup>194</sup>

Das zerstreute Aktionariat in Großbritannien und den USA bedingt laut *Mayer* Mängel in der Corporate Governance, die wiederum die Bedeutung von Aktionärsaktivismus und des Marktes für Unternehmenskontrolle als Korrekturmechanismen erhöhen.<sup>195</sup> Feindliche Übernahmen untergraben indes die Fähigkeit von Direktoren und Aktionären, sich gegenüber anderen Parteien zu binden. *Mayer* sieht hierin vor allem ein Problem der britischen Corporate Governance mit ihrem zerstreuten Aktionariat, die Gesellschaften deutlich schutzloser gegen Übernahmen lasse als das US-System oder Länder mit höherer Bedeutung von Bankenfinanzierung und/oder konzentriertem Aktionariat.<sup>196</sup> Letzteres erscheint *Mayer* aber keineswegs vorzugswürdig.<sup>197</sup>

*Mayer* fordert deshalb, die Mängel von *dispersed ownership systems* anzugehen, aber ihre Stärken anzuerkennen, namentlich die Finanzierungsvorteile durch Kapitalmarktzugang.<sup>198</sup> *Mayers* Lösungsvorschlag ist eine innovative Governance-Struktur, die *trust firm*:<sup>199</sup> In dieser sollen Aktionäre ihre Anteile registrieren und dabei verbindlich eine gewisse Mindesthaltedauer zusagen können. Stimmrechte sollen jeweils proportional zum (verbleibenden) Haltezeitraum anfallen. Vor Bindungsablauf könnte eine Veräußerung mit einem Strafabschlag zugelassen werden. Parallel sollen nicht registrierte Aktien ohne Haltevorgabe und damit ohne Stimmrecht am Markt handelbar bleiben. Als Leitungsorgane der *trust firm* sieht *Mayer* ein Board of Trustees sowie ein Board of Directors vor, die, je nach privatautonomer Ausgestaltung, entweder selbst ihre Nachfolger aussuchen oder von Aktionären sowie gegebenenfalls zudem von Stakeholdern gewählt werden. Das Board of Trustees soll dafür sorgen, dass bestimmte, wohl in der Satzung festgelegte Werte der Gesellschaft eingehalten werden, und grundlegende Entscheidungen der Direktoren überwachen. Diese wiederum seien danach zu beurteilen, inwieweit sie die Werte der Gesellschaft wahren und deren finanziellen Wert steigern. Bei alledem soll große Flexibilität bei der Ausgestaltung bestehen. *Mayer* betont, dass eine Vielfalt der Gesellschaftsformen nötig ist, um den Bedürfnissen verschiedener Länder, Industrien

<sup>193</sup> *Ders.*, Firm Commitment, 2013, S. 167.

<sup>194</sup> Deutlicher als in *Mayers* Buch wird dies in einem späteren Aufsatz, *ders.*, Oxf. Rev. Econ. Policy 33 (2017), 157 ff.; auch dort unterscheidet *Mayer* aber eine wohlfahrtsförderliche und damit wirtschaftlich gewinnbringende Internalisierung externer Effekte sowie eine angemessen langfristige Ausrichtung weiterhin entschieden von philanthropischer CSR (deutlich a. a. O., S. 169 ff.).

<sup>195</sup> Etwas widersprüchlich dazu argumentiert *Mayer* allerdings, dass es bei Übernahmen eher um Meinungsverschiedenheiten über die künftige Strategie als um eine schlechte Leistungsentwicklung gehe, also damit weniger um die Disziplinierung schlechten Managements renditeschwacher Gesellschaften und mehr darum, die Strategie von renditedurchschnittlichen Gesellschaften zu ändern, *ders.*, Firm Commitment, 2013, S. 103.

<sup>196</sup> *Ders.*, Firm Commitment, 2013, S. 71 ff.

<sup>197</sup> *Mayer* sieht vielmehr eine allgemeine Krise des Kapitalismus, die eine Erosion der Gesellschaft als Verpflichtungsinstrument widerspiegele, welche in vielen Ländern durch exzessive Aktionärskontrolle seitens dominanter Familienaktionäre und in anderen Ländern infolge zerstreuter Märkte für Aktieneigentum entstehe.

<sup>198</sup> Ebenso schon mit knapperer Entfaltung der Argumente *Mayer*, in: OECD (Hrsg.), Corporate governance, value creation and growth, 2012, S. 33, 36–39.

<sup>199</sup> *Ders.*, Firm Commitment, 2013, S. 199 ff. Eine etwas detailliertere und insofern für Juristen instruktivere Schilderung der Konstruktion als im Haupttext liefert *Mayer* in einem Anhang (*ders.*, Firm Commitment, 2013, S. 264–269), an dem sich die nachfolgende Zusammenfassung orientiert.

und Unternehmen gerecht zu werden.<sup>200</sup> Die *trust firm* versteht er als flexible Abrundung des Rechtsformangebots.<sup>201</sup>

#### IV. Weitere Reformen im Lichte des Brexit

##### 1. Fortgesetzter Reformdruck nach dem Kay Report

Nachdem die Empfehlungen des *Kay Review* vielen als Fortschreibung langjährig bekannter und wenig wirksamer Rezepte erschienen,<sup>202</sup> war absehbar, dass die rechtspolitische Debatte mit ihnen und den dazugehörigen Umsetzungsmaßnahmen<sup>203</sup> nicht beendet sein würde. Politisch zeigte sich dies schon bald an deutlich weitergehenden Vorschlägen aus dem zuständigen Ausschuss des House of Commons sowie vonseiten der Labour Party in den Jahren 2013 bis zu den Unterhauswahlen 2015.<sup>204</sup> Hinzu kamen – begleitend und danach – die einflussreichen Überlegungen *Colin Mayers* und die fortgesetzten Aktivitäten vonseiten der Bank of England. Die weiterhin intensive rechtspolitische Debatte kulminierte in übergreifenden Initiativen von Wirtschaft und Wissenschaft, die sich zur Aufgabe machten, die wissenschaftlichen Überlegungen und Konzepte in weitergehende politische Reformen einzuspeisen. Einflussreich war insbesondere<sup>205</sup> ein Projekt unter dem Dach des Big Innovation Centre, einer Denkfabrik mit hochkarätiger Unterstützung aus Wirtschaft und Wissenschaft<sup>206</sup> und dem selbst gesteckten Ziel, Groß-

<sup>200</sup> *Mayer*, Firm Commitment, 2013, S. 187–190.

<sup>201</sup> *Ders.*, Firm Commitment, 2013, S. 202: „There should be no presumption that trust firms should be applicable to all activities. Companies should be free to choose.“; S. 212: „There should be no presumption that it is always desirable for corporations to have long-term committed shareholders. In some cases, relatively short-term shareholding are required to avoid exposure to other parties, including executive directors, who would exploit the inertia of shareholders.“

<sup>202</sup> Dazu oben 4. Teil, § 4 I.3. c), S. 794 ff.

<sup>203</sup> Dazu oben 4. Teil, § 4 I.3. b), S. 791 ff.

<sup>204</sup> Dazu oben 4. Teil, § 4 I.3. c), S. 794 ff. Text bei Fn. 142–150 auf S. 796.

<sup>205</sup> Siehe zudem *Tomorrow's company*, UK Business, What's wrong? What's next?, May 2016. *Tomorrow's Company* ist eine vor über 20 Jahren gegründete Denkfabrik mit namhafter Unterstützung aus der Wirtschaft (siehe die Liste der Sponsoren a. a. O., S. 60, darunter BAE Systems, Barclays und PWC). Der zitierte Bericht prangerte insbesondere eine zu kurzfristige Orientierung der britischen Wirtschaft, des Beschaffungswesens und der Corporate Governance, aber auch der Wirtschaftspolitik an. Er forderte unter anderem eine größere Diversität bei den Unternehmensformen (Familien-, Arbeitnehmersgesellschaft, Kooperative), eine Vereinfachung der Intermediationskette, eine längerfristige Ausrichtung der Vergütung, eine breitere Unternehmensberichterstattung und eine tiefer gehende Analystenpraxis, eine stärkere Einbindung von Arbeitnehmern sowie staatliche Anreize zu entsprechenden Veränderungen etwa durch Kriterien im Beschaffungswesen (zum Ganzen a. a. O., S. 5–7, 46–59). Zugleich sah er einen lang- statt kurzfristigen Wirtschaftsansatz typischerweise damit verbunden, ethisch und integer zu handeln (a. a. O., S. 20). Diese Forderungen überschneiden sich weithin mit jenen der sogleich näher vorgestellten Initiative (*The Purposeful Company*), mit der bereits erörterten Initiative „Focusing Capital on the long term“ (dazu 4. Teil, § 1, S. 730 ff., Text bei Fn. 30–35 auf S. 732–733) und stellenweise mit dem Kay Review (siehe dazu auch a. a. O., S. 5 f.). Der Ansatz von *Tomorrow's Company* neigte zwar etwas stärker als die vorgenannten dazu, *Short-termism*-Bekämpfung und CSR für den Regelfall als Einheit zu sehen. Die Sicht von CSR war dabei aber vorrangig instrumentell, als Mittel zu langfristig erfolgreicherem Wirtschaften (siehe a. a. O., S. 21–23, 25 unten), womit der inhaltliche Unterschied zu den vorgenannten Berichten insoweit verschwindet. Stattdessen unterschied sich der Bericht von *Tomorrow's Company* durch einen stärker managementorientierten Ansatz mit kurzen Fallbeispielen (a. a. O., S. 25–40).

<sup>206</sup> Der Kreis der genannten Unterstützer fiel im Abschlussbericht sichtlich schmaler aus als zuvor (vgl. die Aufzählungen in *The Purposeful Company Task Force & Steering Group*, Interim Report, May 2016, S. 136, und *The Purposeful Company Steering Group*, Interim Executive Remuneration Report, November 2016, S. 41 versus *Chapman/Edmans/Gosling u. a.*, *The Purposeful Company*, Policy Re-

britannien bis 2025 zu einem global offenen Innovations- und Investitionszentrum zu machen. Unter dem Titel und Leitspruch „The Purposeful Company“ stellte das Centre aus seinen Unterstützer-Organisationen eine „Purposeful Company Task Force“ zusammen, angeleitet von einer illustren „Purposeful Company Steering Group“ mit vielen bekannten Protagonisten aus der *Short-termism*-Debatte, namentlich *Andrew Haldane* von der Bank of England, *Colin Mayer*, *Will Hutton* und dem Ökonomen *Alex Edmans*.<sup>207</sup> Unterstützt durch diese und weitere Beitragende aus den beteiligten Organisationen, Wirtschaft und Wissenschaft,<sup>208</sup> legte die Taskforce zunächst im Mai 2016 einen Zwischenbericht,<sup>209</sup> im November 2016 einen Sonderbericht zur Managervergütung<sup>210</sup> und schließlich im Februar 2017 einen Policy Report vor.<sup>211</sup> Alle Berichte, besonders prononciert die ersten beiden, setzten sich eingehend mit verschiedenen Aspekten der *Short-termism*-Problematik und Gegenmaßnahmen auseinander.<sup>212</sup>

## 2. Reformprogramm von Regierung und Parlament

Angesichts dieses breiten Drucks aus Wirtschaft und Gesellschaft betrieb die britische Regierung unter *Theresa May* ihre gesellschaftsrechtlichen Reformvorhaben kontinuierlich weiter, trotz oder gerade wegen des überraschend beschlossenen Ausscheidens des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union („Brexit“). Die Richtung gab *Theresa*

---

port, February 2017, S. 113). Er umfasste aber stets führende globale Unternehmen (durchgehend etwa Unilever, Barclays, Fidelity, EDF, Kingfisher und Guardian Media Group; 2016 zudem noch etwa Google, BT, GlaxoSmithKline), Unternehmensberater, Vermögensverwalter und Kanzleien (durchgehend EY, Hermes Investment Management, Olswang), Universitäten (durchgehend University of Oxford, University of Bristol; 2016 zudem noch University of Cambridge, UCL, Lancaster University) sowie staatliche Stellen (durchgehend UK Intellectual Property Office, Innovate UK – Technology Strategy Board, The Scottish Government).

<sup>207</sup> Alex Edmans hat mehrere Beiträge zur *Short-termism*-Debatte in hoch angesehenen ökonomischen Zeitschriften veröffentlicht.

<sup>208</sup> *The Purposeful Company Task Force & Steering Group*, Interim Report, May 2016, S. 2.

<sup>209</sup> *Dies.*, Interim Report, May 2016.

<sup>210</sup> *The Purposeful Company Steering Group*, Interim Executive Remuneration Report, November 2016.

<sup>211</sup> *Chapman/Edmans/Gosling u. a.*, *The Purposeful Company*, Policy Report, February 2017.

<sup>212</sup> Siehe *The Purposeful Company Task Force & Steering Group*, Interim Report, May 2016, Executive Summary S. 4 (kurzfristige Ausrichtung des britischen Systems), S. 8 (Unterscheidung „owner shareholder“ und „short-term investor“), S. 10 f. (Paketaktionäre zur Abschirmung gegen kurzfristigen Druck, kurzfristige Orientierung zieht entsprechende Investoren an), S. 12 (Auflistung von Kurzfristigkeitstreibern), S. 13 (Vorschlag Beschränkung der Rechte kurzfristiger Aktionäre) sowie im Haupttext S. 23, 38, 45–59 (Balance kurz- und langfristiger Aktionäre, *commitment devices* zur langfristigen Verpflichtung), S. 62–68 (Nutzen von Paketaktionären als Schutz gegen kurzfristigen Druck sowie entsprechende Hindernisse in Großbritannien), S. 74–80 (kurzfristige Orientierung von Fondsmanagern und Gegenmaßnahmen), S. 81–88 (Vergütung und kurz- versus langfristige Orientierung), S. 90 ff. (unzureichende langfristige Investitionen in intangible Ressourcen), S. 102–110 („Is the stock market myopic?“), S. 117 f. (Conclusion), S. 122 (Option 3), S. 123 (Option 5), S. 124 (Option 6), S. 126 (Option 10), S. 129 (Option 14).

*The Purposeful Company Steering Group*, Interim Executive Remuneration Report, November 2016, Executive Summary S. 3, Haupttext S. 12–14, 16.

Der abschließende Policy Report stellt eine Synthese der vorherigen Berichte dar und ist dementsprechend ebenso durchgängig von der *Short-termism*-Debatte geprägt. In der Formulierung stellt er etwas stärker als seine Vorgänger die Förderung langfristiger Ausrichtung und langfristigen Investierens in den Vordergrund. Dessen ungeachtet wird auch die Eindämmung schädlicher kurzfristiger Anreize und Verhaltensweisen weiterhin durchgängig in den bereits von den vorherigen Berichten behandelten Zusammenhängen erörtert, siehe insbesondere *Chapman/Edmans/Gosling u. a.*, *The Purposeful Company*, Policy Report, February 2017, S. 8–10, 28, 46, 50–52, 63 f., 70, 74, 76, 79, 86–90.

May im Juli 2016 bereits zwei Tage vor ihrer Ernennung zur Premierministerin in einer viel beachteten Rede vor. Darin kritisierte May, dass britische Industrieunternehmen an kurzfristige Aktionäre veräußert würden, und warf nicht geschäftsführenden Direktoren vor, die geforderte langfristige Perspektive nicht effektiv einzubringen. Sie versprach, als Premierministerin Konsumenten und Arbeitnehmern eine Vertretung im Board zu verschaffen und die Managervergütung besser auf das langfristige Interesse von Unternehmen und Aktionären auszurichten.<sup>213</sup> Um diese Ziele umzusetzen, legte das Wirtschaftsministerium im Spätherbst desselben Jahres ein Green Paper über Reformoptionen in der Corporate Governance vor. Es diskutierte vor allem Reformen im Bereich der Managervergütung<sup>214</sup> sowie – im Verhältnis deutlich knapper – Optionen zur Stärkung von Arbeitnehmern, Kunden und anderen Stakeholdern im Board<sup>215</sup> sowie zur Verschärfung der Corporate-Governance-Anforderungen an große geschlossene Gesellschaften.<sup>216</sup>

Das House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee (BEIS Committee) signalisierte im März 2017 seine Unterstützung, wobei es zugleich den festen Willen zu weiteren Reformen im Sinne der zivilgesellschaftlichen Initiativen deutlich machte. Sein auf zahlreiche Anhörungen gestützter Bericht über Corporate Governance widmete sich eingehend der *Short-termism*-Problematik<sup>217</sup> und erhob eine ganze Reihe konkreter Forderungen, teils über das Programm *Theresa Mays* hinaus: Dazu gehörten neue Empfehlungen im Corporate Governance Code zur Berichterstattung über die Erfüllung des Enlightened-Shareholder-Value-Ziels gemäß sec. 172 Companies Act 2006 sowie zum Engagement mit Stakeholdern, insbesondere in Form von *stakeholder advisory panels*, eine Kompetenz des FRC, Verletzungen von sec. 172 Companies Act 2006 zu ahnden, detailliertere Vorgaben im Stewardship Code mit einem Naming-and-Shaming-Mechanismus, die Abschaffung von *long-term incentive plans* zugunsten von Aktienbeteiligungsprogrammen (*deferred stock*) mit mindestens fünfjährigen Fristen, eine Verschärfung des *Say on Pay* sowie, wenngleich rein empfehlungshalber, die Aufnahme eines Arbeitnehmers in das Board.<sup>218</sup>

Vor diesem Hintergrund war der Regierungskurs weitgehend vorgezeichnet. Nach Abschluss einer Konsultation zum Green Paper legte die Regierung im August 2017 einen konkreten Reformplan vor,<sup>219</sup> der kurzfristige Orientierung bekämpfen bzw. umge-

<sup>213</sup> May, We can make Britain a country that works for everyone, 11.07.2016 <<http://web.archive.org/web/20170318001108/http://press.conservatives.com/post/147947450370/we-can-make-britain-a-country-that-works-for>> (geprüft am 15.03.2021).

<sup>214</sup> BIS, Corporate Governance Reform – Green Paper, November 2016, S. 16–33: größerer Einfluss der Aktionäre, höhere Transparenz, bessere langfristige Ausrichtung. Der Einfluss des Purposeful-Company-Projekts wird an dessen mehrfacher Zitierung und inhaltlichen Parallelen deutlich, siehe *ebd.*, S. 32 f. Fn. 28, 30 sowie sogleich Fn. 221 auf S. 806.

<sup>215</sup> Dass., Corporate Governance Reform – Green Paper, November 2016, S. 34–42: *stakeholder advisory panel*, designierter *stakeholder director*, erweiterte Berichtspflichten; dezidiert abgelehnt wurde hingegen die Option individueller Stakeholder-Repräsentanten (a. a. O., S. 40). Zum Einfluss des Purposeful-Company-Projekts siehe sogleich Fn. 221 auf S. 806.

<sup>216</sup> Dass., Corporate Governance Reform – Green Paper, November 2016, S. 43–49.

<sup>217</sup> House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee, Corporate governance, 30.03.2017, S. 3 (Summary), S. 11–14 (Debatte um Bestehen eines *Short-termism*-Problems), S. 16 f. (*Short-termism* und sec. 172 Companies Act 2006), S. 27 (kurzfristiges Verhalten von Vermögensverwaltern), S. 39–41 (Anreize zu kurzfristigem Verhalten aus der üblichen Gestaltung von *long-term incentive plans* (LITPs)).

<sup>218</sup> Dass., Corporate governance, 30.03.2017, S. 60–64 Rn. 5, 8, 11 f., 14, 20 f., 25 f., S. 66 Rn. 42 f.

<sup>219</sup> BIS, Corporate Governance Reform – Government response, August 2017.

kehrt eine langfristige Orientierung fördern sollte. Die Regierung setzte viele Forderungen des BEIS Committee um<sup>220</sup> und ging zugleich auf die erwähnten Initiativen aus Wirtschaft und Wissenschaft<sup>221</sup> ein.

So will die Regierung mit Blick auf die Managervergütung – neben Maßnahmen für leistungsgerechtere und gesellschaftlich besser akzeptierte Vergütungen<sup>222</sup> – den Financial Reporting Council (FRC) auffordern, im UK Corporate Governance Code die empfohlene minimale Erdienungs- sowie Ausübungsfrist für Aktiengewährungen von drei auf fünf Jahre zu erhöhen, um Verhaltensanreize stärker langfristig auszurichten.<sup>223</sup>

Hinsichtlich der Einbeziehung von Stakeholdern wird die Regierung alle Gesellschaften von erheblicher Größe in der Rechtsform der *company* verpflichtet zu erläutern, wie sie der gesetzlichen Unternehmenszielbestimmung des *enlightened shareholder value* (sec. 172 Companies Act 2006) Rechnung tragen, die ihrerseits ein Produkt früherer Wellen der *Short-termism*-Debatte ist.<sup>224</sup> Zudem hat die Regierung den Financial Reporting Council (FRC) aufgefordert, eine Konsultation zu einer neuen Kodexbestimmung durchzuführen, der zufolge im Premiumstandard gelistete Unternehmen entweder einen Stakeholder-Direktor bestimmen, einen Employee Advisory Council einrichten oder einen Arbeitnehmer-Direktor in das Board aufnehmen sollten.<sup>225</sup>

Ferner will die Regierung geschlossene Gesellschaften (*companies*) mit mehr als 2000 Arbeitnehmern gesetzlich zu einer Berichterstattung über ihre Corporate-Governance-

<sup>220</sup> Siehe dazu auch die vielfache Bezugnahme auf den Bericht des BEIS Committee in *dass.*, Corporate Governance Reform – Government response, August 2017, S. 1, 5–7, 19 f., 22, 31 f., 38, 40 f.; ferner zu Diversity S. 48–52.

<sup>221</sup> *Dass.*, Corporate Governance Reform – Green Paper, November 2016, S. 32 Fn. 28 zitierte *The Purposeful Company Steering Group*, Interim Executive Remuneration Report, November 2016 im Rahmen eines ausführlichen Abschnitts zur Managervergütung (S. 16–33) als Nachweis für zunehmende Belege, dass die übliche Haltedauer von Aktienoptionen in Managervergütungsprogrammen zu kurz sei und Anreize zu kurzfristigem Verhalten setzen könne, dergestalt, dass neue Investitionen oder Ausgaben aufgeschoben werden, wenn das Ende eines Erdienungszeitraums eintritt.

Ein weiterer Hauptabschnitt des Green Paper befasste sich damit, wie die Mitsprache von Arbeitnehmern, Kunden und weiteren Stakeholdern gestärkt werden könne (a. a. O., S. 34–42). Insofern fehlt zwar ein Nachweis für das Purposeful-Company-Projekt, der Abschnitt greift aber ebenfalls eine von dessen Kernforderungen auf, siehe etwa *The Purposeful Company Task Force & Steering Group*, Interim Report, May 2016, S. 19–41, 125 (*policy options* 8, 9: *broaden fiduciary responsibilities of directors, introduce public benefit corporations*), 127 (*policy option* 11: *specialist panels to resolve stakeholder disputes*); *Chapman/Edmans/Gosling u. a.*, *The Purposeful Company*, Policy Report, February 2017, S. 26–28 (*recommendation* 1.3: Einführung eines optionalen *stakeholder participation model* für *companies*; S. 37–39 (Kommunikation und Zusammenarbeit mit Stakeholdern).

Siehe ferner den indirekten Verweis im Nachfolgedokument zum Green Paper *BIS*, Corporate Governance Reform – Government response, August 2017, S. 7: „This reform package will complement wider work that the Government and others are undertaking to enhance public trust in business as a force for good and encourage corporate responsibility. This includes follow-up to the review of ‘mission-led’ businesses (including work to encourage business with purpose and a prospective new business-civil society collaboration) [...]“

<sup>222</sup> Außerdem will die Regierung Unternehmen gesetzlich verpflichten, jährlich eine *CEO pay ratio* in Relation zu den britischen Beschäftigten samt Erläuterung offenzulegen sowie Vergütungsprogramme klarer zu erklären. Zudem wird die Regierung den Financial Reporting Council (FRC) auffordern, den UK Corporate Governance Code dahingehend zu ändern, dass Unternehmen klarere Vorgaben erhalten, wie bei erheblichem Widerstand der Aktionäre gegen die Vergütungspraxis zu reagieren ist, und dass Vergütungsausschüsse in einen Dialog mit der Arbeitnehmerschaft treten sollen.

<sup>223</sup> Zum Ganzen *BIS*, Corporate Governance Reform – Government response, August 2017, S. 2 f., 18–23.

<sup>224</sup> Dazu 2. Teil, § 1 II.4., S. 252 ff.

<sup>225</sup> *BIS*, Corporate Governance Reform – Government response, August 2017, S. 30–35.

Regeln verpflichten und den FRC auffordern, zusammen mit privaten Organisationen Corporate-Governance-Prinzipien für geschlossene Gesellschaften zu erarbeiten.<sup>226</sup> All dies soll bis Mitte 2018 umgesetzt sein.<sup>227</sup>

### 3. Reform des UK Corporate Governance Code

Die von der Regierung geforderte Konsultation des Financial Reporting Council (FRC) zum UK Corporate Governance Code erfolgte von Dezember 2017 bis Februar 2018. Sie traf sich mit dem Vorhaben einer grundlegenden Revision des Kodex zu seinem 25-jährigen Bestehen. Dazu hat der FRC einen Reformvorschlag für den Corporate Governance Code vorgelegt, der den bisherigen Kodex vollständig neu durchformt und einige wichtige inhaltliche Neuerungen bringt.<sup>228</sup> Mehrere greifen Vorschläge aus der britischen *Short-termism*-Debatte auf:

Erstens betont der Reformentwurf nun prominent in Section 1 Principle A die Bedeutung eines *purpose* der Gesellschaft.<sup>229</sup> Damit greift er ein Kernanliegen der im vorstehenden Absatz skizzierten einflussreichen The-Purposeful-Company-Initiative auf und verfolgt zugleich eine ebenfalls im weiteren Kontext der *Short-termism*-Debatte stehende Initiative des FRC weiter,<sup>230</sup> eine gute, langfristig orientierte Unternehmenskultur zu fördern.<sup>231</sup> Dieses Ziel rückt im Kodex nun verschiedentlich in den Vordergrund.<sup>232</sup> Die begleitende, ebenfalls revidierte *guidance zu board effectiveness* betont zudem, dass Boards eine langfristige Sicht einnehmen müssen, die mit derjenigen einiger Investoren oder potenzieller Investoren kontrastieren könne, welche sich auf kurzfristige Renditen konzentrieren.<sup>233</sup>

Zweitens setzt der Reformentwurf die Forderungen der Regierung um:<sup>234</sup> So stellt er drei nicht abschließend gedachte Varianten zur Wahl, um die Sichtweisen der Arbeiterschaft zu erheben und damit langfristig erfolgreiches Wirtschaften zu fördern (Section 1 Provision 3); in der *Short-termism*-Debatte steht dies insbesondere im Kontext der

<sup>226</sup> Dass., Corporate Governance Reform – Government response, August 2017, S. 40–42.

<sup>227</sup> Dass., Corporate Governance Reform – Government response, August 2017, S. 6.

<sup>228</sup> FRC, Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code, December 2017; ders., Proposed Revisions UK Corporate Gov. Code, Appendix A: Revised Code, December 2017; ders., Proposed Revisions UK Corporate Gov. Code, Appendix B: Revised Guidance Board Effectiveness, December 2017; ders., Proposed Revisions UK Corporate Gov. Code, Appendix C: Summary of Changes, December 2017. Für einen Überblick über die vorgeschlagenen Änderungen des UK Corporate Governance Code *Baker/Halper/Holloman u. a.*, Revisions Proposed to the UK Corporate Governance Code: An Overview and Comparison with Aspects of US Corporate Governance, 15.03.2018 <<https://corp.gov.law.harvard.edu/2018/03/15/overview-of-proposed-revisions-to-the-uk-corporate-governance-code/#more-105437>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>229</sup> FRC, Proposed Revisions UK Corporate Gov. Code, Appendix A: Revised Code, December 2017, S. 3.

<sup>230</sup> Ders., Corporate Culture and the Role of Boards, July 2016; dazu bereits 3. Teil, § 2 VII. 3. c) cc), S. 488 ff., Text bei Fn. 612 auf S. 491.

<sup>231</sup> Ders., Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code, December 2017, S. 1, 2 Rn. 3 und 9.

<sup>232</sup> Siehe die Nachweise in Fn. 231 auf S. 807 sowie ders., Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code, December 2017, S. 7 Rn. 26, S. 10 Rn. 39, S. 15 Rn. 79.

<sup>233</sup> Ders., Proposed Revisions UK Corporate Gov. Code, Appendix B: Revised Guidance Board Effectiveness, December 2017, S. 7 Rn. 37.

<sup>234</sup> Dazu ausdrücklich ders., Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code, December 2017, S. 1, S. 2 Rn. 5, S. 6, S. 7 Rn. 26 f., S. 8 Rn. 30 f., S. 16 f. Rn. 82, 86 und 88, zudem auch S. 8 Rn. 35 f. zu früheren Forderungen der Regierung.

Breach-of-Trust-Hypothese. Zudem empfiehlt der Reformentwurf wie von der Regierung verlangt als Erdienungs- und Haltedauer für langfristige, insbesondere aktienbasierte Instrumente leistungsorientierter Vergütung nun mindestens fünf Jahre (Section 5 Provision 36). Daneben verlangt der Reformentwurf bereits entsprechend den Rechtsetzungsplänen der Regierung eine Erklärung des Boards im Jahresbericht, wie es sich mit der Arbeiterschaft und anderen Stakeholdern ausgetauscht hat (*engage with*) und wie die in sec. 172 Companies Act 2006 genannten Interesse und Materien seine Entscheidungen beeinflusst haben.

Neben den Forderungen der Regierung bezieht sich der FRC auch verschiedentlich auf den im vorherigen Abschnitt skizzierten Bericht des House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee, dessen weitergehende Forderungen aber in wichtigen Punkten zurückgewiesen werden.<sup>235</sup> Weiterhin fällt auf, dass der Reformentwurf, ähnlich wie zuvor mehrere Committees in der Entwicklung des britischen Corporate Governance Code, eine enge laufende Kontrolle der Board-Mitglieder offenbar für wichtiger erachtet als eine Verhinderung dadurch entstehender kurzfristiger Verhaltensanreize: In diesem empfiehlt der Reformentwurf nun generell eine jährliche Wiederwahl der Direktoren (Section 3 Provision 18). Die bisherige Einschränkung auf große Gesellschaften (definiert als solche im FTSE 350) soll entfallen.<sup>236</sup>

#### 4. Vorläufige Einschätzung

Wirklich bewerten lassen werden sich die Neuerungen erst nach ihrer konkreten Umsetzung und praktischen Erprobung. Zeitnahe Kommentare sind recht unterschiedlich ausgefallen, wobei man die Maßnahmen ähnlich wie jene des *Kay Report* aus der Nähe als weniger revolutionär wahrgenommen hat als aus der Ferne: Im Vereinigten Königreich haben Praktiker sie als wenig ambitioniert bezeichnet und die Belastung durch erneut ausgebaute Berichtspflichten kritisiert.<sup>237</sup>

Die neuen Möglichkeiten zur Stärkung der Belange der Arbeiterschaft auf Board-Ebene scheinen in der britischen Corporate Governance revolutionär, werden aber dadurch erheblich abgemildert, dass der Reformentwurf des Corporate Governance Kodex sie ausdrücklich als nicht abschließend bezeichnet und vorrangig als Instrumente darstellt, mit denen das Board die Ansichten der Arbeiterschaft („workforce“) in seine Entscheidungen einbezieht, ohne dass diese einen direkten, eigenständigen Einfluss er-

---

<sup>235</sup> *Ders.*, Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code, December 2017, S. 2 Rn. 5, S. 7 Rn. 26, S. 22 Rn. 26.

<sup>236</sup> *Ders.*, Proposed Revisions UK Corporate Gov. Code, Appendix C: Summary of Changes, December 2017, S. 9.

<sup>237</sup> *Levy/Kutner/Miller u. a.*, UK Corporate Governance Reform – the Government’s Final Proposals, 01.09.2017 <<https://www.shearman.com/perspectives/2017/09/uk-corporate-governance-reform>> (geprüft am 15.03.2021): „Although the Government claims the reforms comprise a ‘world-leading package of corporate governance reforms,’ with the exception of the mandatory reporting of the ratio of CEO pay to the average pay of the company’s UK (not worldwide) workforce and a proposed new Governance Code requirement that companies adopt (or explain why they have not adopted) one of three mechanisms for enhancing the voice of the workforce at board level, they largely involve incremental development of existing principles of corporate governance. To that extent, many companies may feel that most of these reforms do not represent a serious challenge to their existing governance processes, although [...] many companies will be concerned about the amount of yet more corporate governance reporting that will now be required.“

halten soll.<sup>238</sup> Zu beachten ist, dass „workforce“ dezidiert breit verstanden wird und neben regulären Arbeitnehmern etwa bestimmte selbstständige Dienstleister einbezieht.<sup>239</sup>

Im Übrigen ist von wissenschaftlicher Seite die – berechnete – Frage aufgeworfen worden, welche Schlüsse aus den zahlreichen, später umgesetzten Aufforderungen („invite“) der Regierung an den FRC mit Blick darauf zu ziehen sind, wie die Überprüfung und die Reform des UK Corporate Governance Code ablaufen, insbesondere wie weit die vorgebliche Unabhängigkeit des FRC trägt.<sup>240</sup>

Demgegenüber hat jenseits des Atlantiks *Martin Lipton* die angekündigten Maßnahmen als sehr wichtige Entwicklung von grenzüberschreitender Bedeutung hin zu einem neuen Corporate-Governance-Paradigma gefeiert, das sich von herkömmlichen kurzfristigen Einstellungen verabschiede.<sup>241</sup>

Weitere Schritte in diese Richtung zeichnen sich bereits ab. Eine erneute Evaluation des Stewardship Code ist bereits geplant. Das Parlament hat dabei im Rahmen eines ausführlichen Berichts um den Zusammenbruch des Unternehmens Carillion erhebliche Verschärfungen gefordert. Insbesondere will es die Berichtspflichten institutioneller Investoren auf konkrete Ergebnisse von Stewardship erstrecken sowie in nicht näher konkretisierter Weise Behörden eine interventionistischere Rolle bei der Durchsetzung der Stewardship-Verpflichtungen zuweisen.<sup>242</sup>

---

<sup>238</sup> FRC, Proposed Revisions UK Corporate Gov. Code, Appendix B: Revised Guidance Board Effectiveness, December 2017, S. 6 Rn. 35 f.

<sup>239</sup> Ders., Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code, December 2017, S. 8 Rn. 32 f.

<sup>240</sup> Goddard, UK: Government publishes corporate governance reform proposals, 29. August 2017 <<http://corporatelawandgovernance.blogspot.de/2017/08/uk-government-publishes-corporate.html>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>241</sup> Lipton/Niles, Corporate Governance – the New Paradigm, 01.09.2017 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/09/01/corporate-governance-the-new-paradigm-2/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>242</sup> House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee/House of Commons Work and Pensions Committee, Carillion, 16.05.2018, S. 71–73.

## § 5 Frankreich

### I. Bestrebungen zur Belebung des Wirtschaftswachstums und Reform der Corporate Governance

In der französischen Politik nahm die Debatte um lang- versus kurzfristige Orientierung in der Wirtschaft zunächst eher verhalten Fahrt auf. Erste Aufmerksamkeit brachte die Commission pour la libération de la croissance française, nach ihrem Präsidenten *Commission Attali* genannt. Sie sollte im Auftrag des damaligen gaullistischen Staatspräsidenten *Sarkozy* Vorschläge erarbeiten, um die französische Wachstumsschwäche im Vergleich zu Resteuropa zu überwinden. Die Commission legte Anfang 2008 einen fast 250-seitigen Bericht mit zahlreichen Vorschlägen vor.<sup>1</sup> Dazu gehörte, mehr langfristiges Kapital, vor allem von Versicherern, in Aktien und Unternehmen zu lenken.<sup>2</sup> Gegenwärtig stünden dem aufsichtsrechtliche Vorgaben für Versicherer und Banken im Wege.<sup>3</sup> Überdies prangerte die Commission eine kurzfristige Orientierung von Unternehmen infolge der Fair-Value-Bilanzierung an.<sup>4</sup> 2010 erstatte *Attali* unter dem Eindruck der Finanz- und Eurokrise einen Nachfolgebericht. Dieser hielt an den Empfehlungen des Vorgängers im Grundsatz fest,<sup>5</sup> betonte erneut die langfristige Finanzierung<sup>6</sup> und wiederholte seine Kurzfristigkeitsbedenken.<sup>7</sup> Parallel dazu ließ das Kabinett des Premierministers ab Mai 2009 von Wissenschaftlern und Praktikern über den Conseil d'Analyse Économique einen ausführlichen Bericht samt Kurzkomentaren und ergänzenden Referaten darüber erarbeiten, wie ein angemessen förderlicher Rahmen für „Investisse-

<sup>1</sup> Das Programm der Commission Attali fußte auf acht Zielen („ambitions“) mit 20 grundsätzlichen Entscheidungen („décisions fondamentales“) (zusammenfassende Aufstellung *Attali*, Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française, Janvier 2008, S. 14–19), die mit insgesamt 316 Ansatzpunkten für Maßnahmen („décisions“) umgesetzt werden sollten. Letztere verstanden sich als kohärentes Gesamtpaket, das zum Erfolg einer geschlossenen Umsetzung bedarf, dazu *ders.*, Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française, Janvier 2008, S. 5, 13. Legt man diesen Anspruch zugrunde, erscheinen die 316 Vorschläge für Entscheidungen allerdings oft relativ unpräzise formuliert.

<sup>2</sup> *Attali*, Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française, Janvier 2008, S. 214, Décisions 305, 306. Siehe auch *Clift*, JCMS 47 (2009), 55, 69–70 zum historisch bedingten Kapitalmangel der französischen Wirtschaft (*capitalism without capital*) und der wesentlichen Bedeutung von Kreditfinanzierung statt Kapitalbeschaffung über die Finanzmärkte.

<sup>3</sup> *Attali*, Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française, Janvier 2008, S. 216 unter Verweis auf Basel II und Solvabilität II, die auf einer kurzfristigen Perspektive und Risikoeinschätzung aufbauten.

<sup>4</sup> *Ders.*, Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française, Janvier 2008, S. 216: Die Fair-Value-Bilanzierung sei an eine kurzfristige Geschäftsführung angepasst und halte Unternehmensmanager an, kurzfristige Finanzergebnisse überzugewichten. Eine kurzsichtige (*court-termiste*) und finanzielle Verzerrung sei unausweichlich. In Krisen wirke das Fair-Value-Prinzip prozyklisch. Unternehmen, insbesondere mittlere, beschränke es stark.

<sup>5</sup> *Ders.*, Une ambition pour dix ans, 2010, S. 11–12, wiederum mit dem Ziel, eine neue Wachstumsstrategie mit größerer finanzieller, sozialer und ökologischer Nachhaltigkeit umzusetzen (dazu a. a. O., S. 14–15). Die Vorschläge des ersten Berichts vertrat die Commission ausdrücklich weiter, präziserte und gewichtete sie aber neu.

<sup>6</sup> Das Ziel, die langfristige Finanzierung der Wirtschaft zu stärken bzw. umgekehrt die Schädlichkeit entsprechender Mängel findet sich wieder an zahlreichen Stellen, siehe etwa *ders.*, Une ambition pour dix ans, 2010, S. 18, 21, 48, 84, 89, 104 insbesondere mit Blick auf Investitionen in Forschung & Entwicklung sowie Infrastruktur.

<sup>7</sup> Insoweit verwies der Bericht erneut auf die abträgliche Wirkung aufsichtsrechtlicher Vorgaben für den Beitrag institutioneller Investoren zur langfristigen Finanzierung der Wirtschaft, *ders.*, Une ambition pour dix ans, 2010, S. 111–113.

ment et investisseur de long terme“ auszusehen habe.<sup>8</sup> Die Autoren vertieften insbesondere die von *Attali* angesprochenen Punkte.

In der Folge entwickelte sich das Anliegen, eine langfristige Ausrichtung und Finanzierung zu fördern, zu einem Dauerbrenner der wirtschaftspolitischen Debatte. Dabei griffen zunächst vorrangig Wirtschaft und Gewerkschaften auf das Schlagwort der Bekämpfung von *court-termisme* zurück: 2010 äußerte sich das Institut de l'entreprise, eine Denkfabrik mit illustrem Mitgliederkreis aus der Wirtschaft,<sup>9</sup> ausführlich dazu, wie eine bessere Beachtung der langen Frist zu erreichen und *court-termisme* zu vermeiden sei.<sup>10</sup> Es widmete sich – nach Schwierigkeiten der Definition und pauschalen Bewertung kurz- versus langfristigen Verhaltens<sup>11</sup> – sechs Themenkreisen: erstens dem regulatorischen Umfeld, insbesondere der Fair-Value-Bilanzierung und Kapitalvorgaben für Banken sowie Versicherer als Hindernisse für eine langfristige Ausrichtung von Unternehmen,<sup>12</sup> zudem abträglichen Folgen eines instabilen Regelungsumfelds.<sup>13</sup> Zweitens plädierte das Institut für Maßnahmen, um den Verwaltungsrat (*conseil d'administration*) der *société anonyme* zu einem Garant einer langfristigen strategischen Ausrichtung zu machen.<sup>14</sup> Drittens sollte eine langfristige Orientierung der Aktionäre gefördert werden, namentlich durch gelockerte Möglichkeiten, langfristige Aktionäre mit Mehrstimmrechten zu belohnen und Aktien an Mitarbeiter auszugeben,<sup>15</sup> durch eine Investorenkommunikation anhand langfristiger und risikogewichteter Kennzahlen<sup>16</sup> sowie durch eine stärkere Beleuchtung von immateriellen Anlagen und vorausschauenden Elementen in der

<sup>8</sup> *Conseil d'Analyse Économique* (Hrsg.), *Investissements et investisseurs de long terme*, 2010.

<sup>9</sup> Die Mitglieder des Instituts stammen vor allem aus dem Kreis führender Großunternehmen der Finanz- und Realwirtschaft, wichtiger Industrieverbände sowie großer Beratungs- und Prüfungsgesellschaften.

<sup>10</sup> *Institut de l'entreprise*, *Favoriser une meilleure prise en compte du long terme*, Janvier 2010.

<sup>11</sup> *Dass.*, *Favoriser une meilleure prise en compte du long terme*, Janvier 2010, S. 7–9.

<sup>12</sup> *Dass.*, *Favoriser une meilleure prise en compte du long terme*, Janvier 2010, S. 11–15. Im Kern kritisierte das Institut, dass die Fair-Value-Bilanzierung von Finanzanlagen kurzfristige Wertschwankungen und damit den kurzfristigen Fokus der Börse unmittelbar in die Bilanzen der Unternehmen transformiere, unabhängig von deren Anlagehorizont, und hierdurch die fundamentale Unternehmensentwicklung überdecke. Daher, so das Institut, solle es Unternehmen unter klar vorab festgelegten Bedingungen gestattet werden, alternative, auf historischen Kosten basierende Bewertungsansätze zu nutzen (insb. a. a. O., S. 12). Solvabilität II sehe Solvenztests vor, die bei Versicherern übermäßig kurze Zeithorizonte anlegten und damit deren Anlagestrategie und langfristigen Verbindlichkeiten nicht gerecht würden. Zudem zwingt IFRS 9, ähnlich wie zuvor IAS 39, langfristige Investoren faktisch, kurzfristige Wertschwankungen ihrer Anlagen unmittelbar zu berücksichtigen. Das Potenzial für langfristige Aktieninvestitionen werde so stark eingeschränkt. Frankreich betreffe dies besonders stark, da Versicherer eine große Rolle bei der Altersversorgung spielten (S. 14–15).

<sup>13</sup> *Dass.*, *Favoriser une meilleure prise en compte du long terme*, Janvier 2010, S. 17–20 am Beispiel des französischen Pendants zur Gewerbesteuer sowie der Besteuerung von Aktienoptionen.

Anfang 2012 betonte das Institut erneut den Beitrag eines stabilen Regelungsumfelds zu *court-termisme*, *dass.*, *Pour un choc de compétitivité en France*, Janvier 2012, S. 12, 69 mit Verweis auf die Publikation des Jahres 2010 auf S. 69 Fn. 91 und S. 75 Fn. 105.

<sup>14</sup> *Institut de l'entreprise*, *Favoriser une meilleure prise en compte du long terme*, Janvier 2010, S. 21–24. Zu diesem Zweck schlug das Institut vor, mindestens einmal pro Jahr ein reines Strategietreffen abzuhalten, die Obergrenze für Mehrfachmandate bei großen Unternehmen von fünf auf drei zu senken, die Mandatsdauer zu verlängern sowie einen Teil der Sitzungsprämien („jeton de présence“) als variable, an langfristigen strategischen Zielen ausgerichtete Vergütung mit mehrjähriger Verzögerung auszuzahlen.

<sup>15</sup> *Dass.*, *Favoriser une meilleure prise en compte du long terme*, Janvier 2010, S. 26–28.

<sup>16</sup> *Dass.*, *Favoriser une meilleure prise en compte du long terme*, Janvier 2010, S. 28–30, 34–36.

Unternehmensberichterstattung.<sup>17</sup> Viertens sollten die Kompetenzen der Mitarbeiter langfristig entwickelt<sup>18</sup> und fünftens die Vergütung von Managern und Mitarbeitern deutlicher an die langfristige Unternehmensentwicklung angeglichen werden.<sup>19</sup> Sechstens sollten dauerhafte Beziehungen zu vor- und nachgelagerten Unternehmen sowie die ökologische Nachhaltigkeit gestärkt werden.<sup>20</sup>

Dass auch die Gewerkschaften den *Court-termisme*-Topos aufgriffen, zeigt der erste Jahresbericht der Conférence nationale de l'industrie, welche der gaullistische Premierminister *Fillon* 2010 als industrie- und wirtschaftspolitisches Beratungsgremium gegründet hatte.<sup>21</sup> Auch dieser Report widmete sich dem Ziel, das französische Wirtschaftswachstum, vor allem der Industrie, sowie hierzu langfristige Investitionen<sup>22</sup> und Finanzierung zu fördern.<sup>23</sup> Nachdem Kritik an kurzfristiger Mentalität hier ebenso wie im zweiten Bericht fehlte,<sup>24</sup> warf der linksorientierte Gewerkschaftsbund CGT dem Gremium in seinem Mitgliederbeitrag vor, einer kurzfristigen Rentabilitätslogik verhaftet geblieben zu sein und alternative Vorschläge ignoriert zu haben.<sup>25</sup>

Im Vorfeld der Wahlen von Präsidentschaft und Nationalversammlung, die im Frühsommer 2012 stattfanden, spielte die langfristige Belebung der Wirtschaft und ihre „Befreiung“ von kurzfristigen Renditezwängen insbesondere ausländischer Investoren eine große Rolle. Fokuspunkt war die Affäre um ein traditionsreiches Stahlwerk im lothringischen *Florange*,<sup>26</sup> welches das indische Unternehmen Mittal Steel 2006 im Zuge seiner Übernahme der französisch-spanisch-luxemburgischen Arcelor<sup>27</sup> erworben hatte. Schon der Unternehmenskauf hatte hohe politische Wellen geschlagen.<sup>28</sup> Trotz anfänglicher Versprechungen, die Arbeitsplätze zu erhalten, schloss der fusionierte, nun als ArcelorMittal firmierende Konzern das Werk Mitte 2011 unter Verweis auf einen Nachfrageeinbruch im Zuge der Finanzkrise. Als eine für Januar 2012 angekündigte Wiederinbetriebnahme unterblieb,<sup>29</sup> fürchteten die Gewerkschaften eine Schließung und starte-

<sup>17</sup> *Dass.*, Favoriser une meilleure prise en compte du long terme, Janvier 2010, S. 31–33.

<sup>18</sup> *Dass.*, Favoriser une meilleure prise en compte du long terme, Janvier 2010, S. 37–43, insbesondere durch mehr Engagement der Unternehmen in der Aus- und Fortbildung.

<sup>19</sup> *Dass.*, Favoriser une meilleure prise en compte du long terme, Janvier 2010, S. 45–50, Ersteres vor allem durch langfristige Aktienoptionen, Letzteres durch eine Förderung betrieblicher Sparformen (*épargne salariale*, grob vergleichbar mit vermögenswirksamen Leistungen in Deutschland).

<sup>20</sup> *Dass.*, Favoriser une meilleure prise en compte du long terme, Janvier 2010, S. 51–56.

<sup>21</sup> CNI, Rapport Annuel 2011, 2012, S. 5.

<sup>22</sup> Darunter insbesondere solche, die zur Innovationsleistung der französischen Wirtschaft beitragen.

<sup>23</sup> Siehe CNI, Rapport Annuel 2011, 2012, S. 16–17, 21–22, 48–49, 101, 181, 189.

<sup>24</sup> *Conseil national de l'industrie*, Rapport annuel 2013, 2014.

<sup>25</sup> *Dass.*, Rapport annuel 2013, 2014, S. 25, Contributions complémentaires des organisations membres du CNI au rapport 2013 du CNI, Contributions de la CGT: „Comme pour le rapport annuel de 2011, celui de 2013 reste enfermé dans un positionnement de compétitivité des entreprises, alors que la CGT reste convaincue qu'il ne peut avoir de reconquête de l'industrie sur la base des logiques de rentabilité, avec des visions court-termistes. Depuis 4 ans la CGT participe au sein du CNI et de ses 14 CSF et groupes de travail. Mais force est de constater que l'essentiel des remarques et propositions alternatives faites sont trop souvent restées sans réponses.“

<sup>26</sup> Siehe zur Tradition und wirtschaftlichen Bedeutung der Stahlindustrie und verbundener Industriezweige in Florange und der umliegenden Region, einschließlich des Beschäftigungsrückgangs zwischen den 1960ern und 2000er Jahren *Faure*, La filière Acier en France et l'avenir du site de Florange, 27 juillet 2012, S. 48, 51–54.

<sup>27</sup> Arcelor war 2001 aus einer Fusion der französischen Usinor, der spanischen Arcelaria und der luxemburgischen Arbed hervorgegangen, *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 29.

<sup>28</sup> Dazu *Clift*, JCMS 47 (2009), 55, 70.

<sup>29</sup> *Nck/dapd/afp*, Spiegel Online vom 20.02.2012.

ten Proteste, die sie in den Präsidentschaftswahlkampf hineintrugen.<sup>30</sup> *François Hollande*, damals noch Abgeordneter der *Parti socialiste*, nahm diesen und ähnliche Vorfälle in seiner Wahlkampagne auf.<sup>31</sup> Unter anderem brachte er im Februar 2012 mit seinem späteren Premierminister *Jean-Marc Ayrault* einen Gesetzentwurf ein, der es erlauben sollte, ein Unternehmen, das eine Standortschließung plant, zu zwingen, den Standort an einen Erwerber zu übertragen, welcher eine dauerhafte Fortführung anbietet. Zu diesem Zeitpunkt fand *Hollande* damit absehbar keine Mehrheit.<sup>32</sup>

Als aber *François Hollande* Anfang Mai 2012 die Präsidentschaftswahlen gewann und die *Parti socialiste* (PS) im Folgemonat auch bei der Wahl der Nationalversammlung (*Assemblée nationale*) stärkste Kraft wurde, bekam die rechtspolitische Auseinandersetzung einen entscheidenden Impuls. Fortan konnte sich die PS, im Verbund mit anderen Parteien, auf eine linke parlamentarische Mehrheit stützen. Dies eröffnete ihr lange vermisste rechts- und wirtschaftspolitische Gestaltungsmöglichkeiten, frei von den Zwängen einer *cohabitation*. Die einflussreiche, der *Parti socialiste* nahestehende, aber stark von Großunternehmen finanzierte Denkfabrik *Terra Nova* nahm dies zum Anlass, Anfang Juli 2012 eine Programmschrift vorzulegen, wie die Wettbewerbsfähigkeit Frankreichs zu verbessern sei. Der Report aus der Feder ihres Präsidenten *Olivier Ferrand* zusammen mit *Louis Schweitzer*, einem (ehemaligen) Politiker, Manager und Verwaltungsrat, entwickelte entlang von sechs Oberzielen<sup>33</sup> 28 Maßnahmen,<sup>34</sup> von denen mehrere Vorschläge vorangegangener Berichte aufgriffen, vor allem solche des Institut de l'entreprise.<sup>35</sup> Dazu gehörte, *court-termisme* durch Förderung eines langfristigen Aktionariats entgegenzutreten: Die Strategie der Unternehmen sei dringend von einem übermäßig kurzfristigen Verständnis des Aktionärsinteresses zu entkoppeln, das von Investitionen sowie Forschung & Entwicklung für die lange Frist abhalte. Erwägenswert sei, das doppelte Stimmrecht für langfristige Aktionäre zur Standardregelung zu erheben. Ebenso sollten erhöhte Dividenden in Abhängigkeit von der Haltedauer von Namens-

<sup>30</sup> Dazu *dies.*, Spiegel Online vom 20.02.2012: Ankündigung der Gewerkschaft CFDT anlässlich einer Besetzung des Stahlwerks, weitere Protestaktionen bis zum sechsten Mai durchzuführen, dem Tag des zweiten Durchgangs der Präsidentschaftswahl.

<sup>31</sup> Im Rahmen seines Wahlprogramms versprach *Hollande* unter anderem, dem Börsenkurs geschuldete Entlassungen (*licenciements boursiers*) zu bekämpfen, indem die Kosten von Kollektiventlassungen (*licenciements collectifs*) für Unternehmen verteuert werden sollen, die Dividenden zahlen oder Aktien zurückkaufen. Zudem werde er Arbeitern und Angestellten, die Opfer solcher Entlassungen seien, die Möglichkeit geben, ein Gericht (*tribunal de grande instance*) anzurufen, wenn der Fall evidentermaßen dem Interesse des Unternehmens zuwiderlaufe; zu beidem siehe die wörtliche Wiedergabe von engagement n°35 aus Hollandes Wahlprogramm bei *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 9.

<sup>32</sup> *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 7, 9; *Emery-Dumas*, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 11.

<sup>33</sup> Zusammenfassend *Schweitzer/Ferrand*, Investir dans l'avenir, Juli 2012, S. 5–7: Eine neue staatliche Industriestrategie, Förderung staatlicher und privater Investitionen, erhöhte Wettbewerbsfähigkeit unter anderem durch weniger Sozialabgaben und mehr Steuerfinanzierung von Sozialausgaben, Förderung des Mittelstands, Vorschlag einer neuen europäischen Wettbewerbspolitik (*concurrence optimale* statt *concurrence maximale*) und ein wirtschaftsfreundliches Regulierungsumfeld.

<sup>34</sup> *Dies.*, Investir dans l'avenir, Juli 2012, S. 8–9.

<sup>35</sup> Dies gilt etwa für die Vorschläge, Investitionen durch eine Stabilisierung des Regelungsumfelds zu erleichtern (propositions n°12, 13), die Anpassung von Eigenkapitalvorgaben für institutionelle Anleger, um Hindernisse für die langfristige Unternehmensfinanzierung zu vermeiden (proposition n°26), niedrige Energiepreise zu erhalten (n°27), die Bildung zu verbessern (n°28) und ein Programm für Zukunftsinvestitionen aufzulegen (n°5), die so oder so ähnlich zuvor etwa das Institut de l'entreprise propagiert hatte. Teilweise finden sich diese Vorschläge auch schon bei der Commission Attali sowie dem Bericht des CNI von 2011.

aktien gefördert werden.<sup>36</sup> Weiterhin könnten einige Mitglieder im Verwaltungsrat börsennotierter Gesellschaften von den Beschäftigten gewählt werden, inspiriert unter anderem vom deutschen Modell. Sie würden dazu beitragen, die Strategie am langfristigen Unternehmensinteresse auszurichten.<sup>37</sup>

Fast zeitgleich beauftragte der sozialistische Premierminister Ayrault *Louis Gallois*, einen ehemaligen Verwaltungsbeamten, Manager und nun *Commissaire général à l'investissement*,<sup>38</sup> Vorschläge zur Wiederbelebung der lahrenden französischen Industrie zu erarbeiten. Hieraus resultierte Anfang November 2012 der kurz als *Report Gallois* bezeichnete „Pacte pour la compétitivité de l'industrie française“. Zahlreiche Vorschläge dieses gut 70 Seiten starken Berichts übernahmen in der Sache Empfehlungen des Terra-Nova-Programms.<sup>39</sup> Damit teilten sie zugleich deren Übereinstimmungen mit dem Bericht des Institut de l'entreprise von 2010 bzw. des CNI-Berichts von 2011. Bei diesem nahm *Gallois* auch vielfach direkt Anleihen.<sup>40</sup> Seine Vorschläge gegen kurzfristiges Denken entstammten indes vorrangig dem Terra-Nova-Report: Um zu investieren, dürften Unternehmen nicht ausschließlich den oft kurzfristigen Geboten der Finanzmärkte unterworfen sein. An erster Stelle müssten in Unternehmen langfristig anlegende Aktionäre begünstigt werden und andere Betroffene eine Stimme erhalten. *Gallois* schlug hierzu drei Maßnahmen vor: Erstens sollte nach zwei Jahren Aktienhaltedauer automatisch ein Doppelstimmrecht anfallen und die Hauptversammlung hiervon nur mit Zwei-Drittel-Mehrheit abweichen können; zweitens sollte die Pflichtangebotsschwelle von 30 % auf 20 % oder 25 % abgesenkt werden, um schleichenden Kontrollwerb (*prise*

<sup>36</sup> *Schweitzer/Ferrand*, Investir dans l'avenir, Juli 2012, S. 15–16, beides proposition n°10.

<sup>37</sup> *Dies.*, Investir dans l'avenir, Juli 2012, S. 16, proposition n°11.

<sup>38</sup> Das *Commissariat général à l'investissement* ist eine dem Premierminister nachgeordnete Behörde mit der Aufgabe, die staatliche Investitionspolitik und die staatliche Investitionstätigkeit zu überwachen sowie ein großes Budget für Zukunftsinvestitionen zu verwalten.

<sup>39</sup> Insbesondere eine stärkere Zusammenarbeit von Unternehmen einzelner Industriezweige, eine geänderte Ausbildung, Abbau einer Finanzierung über Sozialabgaben zugunsten einer solchen aus Steuermitteln, die Notwendigkeit einer europäischen Industriestrategie, eine wettbewerbsorientierte Wechselkurspolitik, eine Neuausrichtung des europäischen Wettbewerbsrechts sowie eine Politik gerechter Marktöffnung gegenüber dem außereuropäischen Ausland.

<sup>40</sup> So verwendete *CNI*, Rapport Annuel 2011, 2012, S. 15 wohl zuerst den Topos des erforderlichen „choc de compétitivité“. Diesen griff anschließend das Institut de l'entreprise titelgebend auf (*Institut de l'entreprise*, Pour un choc de compétitivité en France, Janvier 2012), im Terra-Nova-Bericht sprachen *Schweitzer/Ferrand*, Investir dans l'avenir, Juli 2012, S. 6 sodann von einem „choc de confiance favorable à la compétitivité“. *Gallois*, Pacte pour la compétitivité de l'industrie française, 5 novembre 2012, S. 22 verband beides zu „Le choc de compétitivité : un choc de confiance“.

Weiterhin forderte schon die *CNI* eine Stabilisierung des Regelungsumfelds, mit besonderem Fokus auf Rechts- und Regulierungsvereinfachungen (*Conférence Nationale de l'Industrie* (*CNI*), Rapport Annuel 2011, 2012, S. 24, 199 ff.). Das Institut de l'entreprise teilte das Anliegen stabiler Bedingungen, konzentrierte sich aber beispielhaft auf die französische Variante der Gewerbesteuer und die Besteuerung von Aktienoptionen, während eine dezidierte Forderung nach Vereinfachungen fehlte. *Gallois* griff diese wieder auf (*Gallois*, Pacte pour la compétitivité de l'industrie française, 5 novembre 2012, S. 20), orientierte sich insoweit also eher an dem *CNI*-Bericht. Ebenso aus diesem stammt die Betonung niedriger Energiekosten als Wettbewerbsvorteil. Bei seinen Forderungen zur Wettbewerbspolitik und Marktöffnung gegenüber dem EU-Ausland (*ders.*, Pacte pour la compétitivité de l'industrie française, 5 novembre 2012, S. 49–50) lässt sich der *Gallois*-Bericht als Synthese aus den Vorschlägen von Terra Nova und der *CNI* interpretieren.

Daneben bezieht sich der *Gallois*-Bericht auch auf die *Commission Attali*, deren Empfehlungen er in großer Zahl teilt, aber zur Vermeidung von Dopplungen nicht wiederhole, *ders.*, Pacte pour la compétitivité de l'industrie française, 5 novembre 2012, S. 11 mit Fn. 17.

de *contrôle rampante*<sup>41)</sup> zu bekämpfen; drittens sollte eine langfristige Perspektive im Verwaltungs- oder Aufsichtsrat (*conseil d'administration, conseil de surveillance*) von Gesellschaften mit mehr als 5.000 Beschäftigten durch eine beratende Beteiligung der Arbeitnehmer sichergestellt werden.<sup>42)</sup>

Auch die Assemblée nationale begann unmittelbar nach Beginn der neuen Legislatur auf Initiative vonseiten der Parti socialiste, fast parallel mit dem Auftrag des Premierministers an *Louis Gallois*, über ihre Commission des Lois constitutionnelles, de la Législation et de l'Administration générale de la République<sup>43)</sup> eine umfangreiche *mission d'information* über nötige Reformen in der Corporate Governance großer Unternehmen. Im Februar 2013 legte die Commission einen vielfach rechtsvergleichend inspirierten Bericht vor, der sich unter dem etwas irreführenden Titel „sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises“ in wesentlichen Teilen damit befasste, wie übermäßig kurzfristiges Verhalten zu bekämpfen und eine langfristige Ausrichtung zu fördern sei.<sup>44)</sup> Die Untersuchung nahm dabei unter anderem Vorschläge von *Gallois* auf, war aber umfassender und grundsätzlicher angelegt. Mit Blick auf den wahrgenommenen Missstand des *court-termisme* bestand ein erstes Anliegen der Kommission darin, für ein stabileres, langfristig engagiertes Aktionariat zu sorgen. Die Commission beanstandete in diesem Zusammenhang kurzfristige Ziele der Managervergütung, die ihrerseits dazu dienten, kurzfristige Erwartungen eines zunehmend volatilen Aktionariats zu erfüllen.<sup>45)</sup> Den britischen Stewardship Code erachtete die Commission für sinnvoll. Vorrangig waren für sie aber Maßnahmen, um in Frankreich überhaupt erst ein beständigeres Aktionariat zu entwickeln, angesichts der, so die Commission, verheerenden Wirkung kurzfristiger Perspektiven und Verhaltensweisen der Aktionäre.<sup>46)</sup> Hierzu schlossen sich die Berichterstatter der Empfehlung *Gallois'* an, ein Doppelstimmrecht nach

<sup>41)</sup> Dieser abwertende Begriff bezeichnet eine Situation, in der ein Aktionär eine wesentliche Beteiligung am Kapital einer Gesellschaft erwirbt und dadurch fortan deren Führung beeinflussen kann, ohne dafür eine Kontrollprämie zu zahlen und ohne den anderen Aktionären mit einem öffentlichen Übernahmeangebot eine Ausstiegsmöglichkeit zu eröffnen, *Bine/Crostwhaite*, Bulletin Joly Bourse 2014, 497; *Pérès*, RTDF 2014, 139.

<sup>42)</sup> *Gallois*, Pacte pour la compétitivité de l'industrie française, 5 novembre 2012, S. 21: Von ihnen sollten mindestens vier Vertreter, maximal ein Drittel der Mitglieder, zusätzlich zu Aktionären und Management mit beratender Stimme aufgenommen werden. Ein Vertreter könne von außerhalb des Unternehmens kommen und von der „repräsentativsten“ Gewerkschaft ernannt werden.

<sup>43)</sup> Die ständigen Kommissionen gelten als treibende Kräfte der Assemblée nationale; die Commission des Lois gehört dabei zu den besonders angesehenen Ausschüssen, siehe *Poulat*, Libération vom 22.06.2012, mit ausführlichen Zitaten der Rechtsprofessorin Julie Benetti der Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.

<sup>44)</sup> *Clément/Houillon*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013. Die Initiative zur *mission d'information* ging von Corinne Narassiguin aus, einer aufstrebenden neuen Abgeordneten der Parti socialiste, die als Berichterstatterin für die *mission* fungierte. Ihre Wahl wurde allerdings am 15.02.2013 vom Conseil Constitutionnel aufgehoben, sodass ihr Mandat an den unterlegenen Kandidaten der UMP ging. Die Funktion des Berichterstatters übernahm nachfolgend der sozialistische Abgeordnete Michel Clément (*dies.*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013, S. 7). Der Co-Berichterstatter Philippe Houillon war bzw. ist Mitglied der UMP.

<sup>45)</sup> *Clément/Houillon*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013, S. 31.

<sup>46)</sup> *Dies.*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013, S. 36.

zwei Jahren zum allgemeinen Standard zu erheben.<sup>47</sup> Zudem verwiesen sie auf eine 2013 eingeführte, mit der Haltedauer abnehmende Besteuerung von Kapitalerträgen von Privatpersonen.<sup>48</sup> Weiterhin plädierten sie dafür, die Beschäftigten als langfristig engagierte Kraft mit beratender Stimme in den Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrat großer börsennotierter Gesellschaften einzubeziehen.<sup>49</sup> Uneinig waren sich die beiden Berichterstatter, ob es Aktionären erleichtert werden sollte, Beschlussvorschläge auf die Tagesordnung einer Versammlung zu setzen – der Co-Berichterstatter fürchtete hierdurch eine Stärkung aktivistischer kurzfristiger Aktionäre –,<sup>50</sup> und ob kurzfristig vor der Hauptversammlung „geliehenen“ Aktien das Stimmrecht versagt werden sollte – dies empfahl nur der Berichterstatter.<sup>51</sup> Ein weiterer Teil der Untersuchung widmete sich der Frage, wie die Unternehmensleitung besser auf die langfristige Strategie ausgerichtet werden könnte. Die Berichterstatter schlugen vor allem eine Reform der Vergütung von Organmitgliedern und Führungskräften vor. Unter anderem sollten Corporate-Governance-Kodizes eingehender und präziser behandeln, wie variable Vergütungselemente an qualitativen, nicht finanziellen, langfristigen Kriterien auszurichten sind,<sup>52</sup> und es sollten gesetzliche Vorgaben zur langfristigen Anreizwirkung von Aktienoptionen eingeführt werden.<sup>53</sup>

## II. Loi Florange

Mit den zahlreichen prominenten Berichten, die in ihrer Ausrichtung gegen *court-termisme* sowie in wichtigen rechtspolitischen Ansatzpunkten übereinstimmten,<sup>54</sup> war der Weg zu entsprechender Gesetzgebung vorgezeichnet. Politische Schärfe erhielt er durch den Fortgang der schon im Wahlkampf prominenten Affäre um das Stahlwerk in Florange. Im Sommer und Herbst 2012 war der Streit um dessen Zukunft zwischen ArcelorMittal, Gewerkschaften und Politik eskaliert: Zunächst bescheinigte ein Untersuchungsbericht im Auftrag des Ministers *Montebourg* dem Werk in Florange herausragende wirtschaft-

<sup>47</sup> *Dies.*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013, S. 36–39.

<sup>48</sup> *Dies.*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013, S. 39–41.

<sup>49</sup> *Dies.*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013, S. 51–59 mit Unterschieden zwischen Berichterstatter und Co-Berichterstatter dazu, welche begleitende Reform des Arbeitsrechts angezeigt sei, vor allem dazu, ob im Gegenzug Kündigungen erleichtert werden sollten.

<sup>50</sup> *Dies.*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013, S. 41–44.

<sup>51</sup> *Dies.*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013, S. 49–51; der darin liegende Eingriff in das Aktieneigentum sollte durch das öffentliche Interesse an einer Bekämpfung des *court-termisme* der Aktionäre gerechtfertigt sein (a. a. O., S. 50).

<sup>52</sup> *Dies.*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013, S. 105–107.

<sup>53</sup> *Dies.*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, 20.02.2013, S. 113–118; der Berichterstatter wollte darüber hinausgehend eine Vergütung mittels Aktienoptionen nur noch kleinen und mittleren Unternehmen gestatten (a. a. O., S. 118).

<sup>54</sup> Hinzu kam Unterstützung weiterer Interessengruppen, die einzelne der Maßnahmen unabhängig von der *Court-termisme*-Diskussion propagierten. Insbesondere forderten auch zwei Organisationen, die sich der Förderung von Kleinaktionären verschrieben haben, das zeitabhängige Doppelstimmrecht zu verallgemeinern, *Actionaria/Havas Worldwide Paris*, Livre Blanc pour la promotion de l'actionariat individuel et salarié, 9 Novembre 2012 <<http://web.archive.org/web/20170311005046/http://weeko.fr/wp-content/uploads/2012/11/Communiqu%C3%A9-de-presse-Actionaria-Hav...ionariat-individuel-et-salari%C3%A9.pdf>> (geprüft am 15.03.2020).

liche Vorzüge,<sup>55</sup> erkannte einen Business Case für langfristige Investitionen<sup>56</sup> und warf zugleich ArcelorMittal vor, entgegen anfänglich geweckter Erwartungen eine kurzfristig-finanzielle Strategie verfolgt zu haben.<sup>57</sup> ArcelorMittal entschied sich dessen ungeachtet für eine Schließung. Kaufinteressenten waren Presseberichten zufolge vorhanden, aber nur, wenn auch eine lukrative Walzstraße für Spezialstahle mitveräußert würde. Daran hatte ArcelorMittal indes kein Interesse, und erntete in der Folge aus dem Kabinett sogar Rufe nach Verstaatlichung.<sup>58</sup> Zugleich kündigte die Regierung einen neuen Anlauf für das vormals gescheiterte Gesetzesprojekt an.<sup>59</sup> Zwischenzeitlich einigten sich zwar im Januar 2013 Arbeitgeber und Arbeitnehmer in einer kollektiven Vereinbarung (*accord national interprofessionnel*, ANI), bei beabsichtigten Werksschließungen eine Käufersuche aufzunehmen, den Betriebsrat zu informieren, zu konsultieren und ihm dabei einen Bilanzexperten seiner Wahl zur Seite zu stellen. Dies wurde anschließend in Gesetzesform gegossen,<sup>60</sup> blieb aber hinter den Wahlkampfversprechungen *Hollandes* zurück.<sup>61</sup> Die sozialistische Fraktion legte daher ein weitergehendes Vorhaben nach.<sup>62</sup> Aus diesem ging schließlich am 29. März 2014 das Gesetz n° 2014-384 visant à reconquérir l'économie réelle hervor,<sup>63</sup> für das sich das Kürzel Loi Florange<sup>64</sup> eingebürgert hat. Die Bezeichnung ist insofern treffend, als das Gesetz ausdrücklich dazu diente, *Hollandes* Wahlversprechen anlässlich der Affäre um das Stahlwerk in Florange umzusetzen.<sup>65</sup> Tatsächlich deckte es aber nur den ersten Teil der getroffenen Regelungen ab:

<sup>55</sup> *Faure*, La filière Acier en France et l'avenir du site de Florange, 27 juillet 2012, S. 49–50, 54–59. Die Gewerkschaft CFTD veröffentlichte zudem Anfang Dezember 2012 ein internes Dokument, welches nach ihrer Ansicht bestätigte, dass das Werk in Florange im Vergleich sogar besonders wettbewerbsfähig sei, dazu *Schmitt*, Le Républicain Lorraine vom 13.12.2012.

<sup>56</sup> *Faure*, La filière Acier en France et l'avenir du site de Florange, 27 juillet 2012, S. 62–64. Faure musste allerdings einräumen, dass sein Vorschlag ökonomisch betrachtet gegenwärtig für sich genommen nicht rentabel sei (a. a. O., S. 63 oben). Gleichwohl sei er als langfristige Investition in Zukunftstechnologie, insbesondere mit Blick auf CO<sub>2</sub>-Einsparungen, lohnend.

<sup>57</sup> *Ders.*, La filière Acier en France et l'avenir du site de Florange, 27 juillet 2012, S. 60, 65–69.

<sup>58</sup> *Simons*, Spiegel Online vom 27.12.2012.

<sup>59</sup> *Ders.*, Spiegel Online vom 27.12.2012, 10.

<sup>60</sup> Die Umsetzung erfolgte im Code du travail durch Art. 19 des „loi n° 2013-504 du 14 juin 2013 relative à la sécurisation de l'emploi“; zum Ganzen *Emery-Dumas*, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 12–14.

<sup>61</sup> Zum Ersten sah der *accord national interprofessionnel* (ANI) keine gesonderte Sanktion für den Fall vor, dass das in Rede stehende Unternehmen nicht ernsthaft einen Käufer sucht oder den Betriebsrat unzureichend informiert; zum Zweiten sollte die Käufersuche gemäß der ANI-Vereinbarung erst einsetzen, wenn bereits Entlassungen anvisiert waren; zu beidem *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 12–13.

<sup>62</sup> Proposition des Loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel, n° 1037 vom 15.05.2013.

<sup>63</sup> Zum Gesetzgebungsverfahren, in dem die Assemblée nationale den Entwurf gegen seine Ablehnung im Sénat durchsetzte, siehe *Conseil constitutionnel*, Commentaire Décision n° 2014-692 DC du 27 mars 2014, S. 1.

<sup>64</sup> Diese Bezeichnung ist auch und gerade im französischen rechtswissenschaftlichen Schrifttum gebräuchlich, jedenfalls im Ursprung aber abwertend gemeint. In den Parlamentsdebatten verwendeten etwa Angehörige der nun in der Opposition befindlichen UMP den Begriff, um hervorzuheben, dass das Gesetzesvorhaben ein rein symbolischer Akt sei, der auf einen bereits abgeschlossenen Einzelfall reagiere und in der Sache nutzlos bzw. gar problematisch sei, siehe die Äußerungen der Abgeordneten Anne Grommerch und Lionel Tardy, beide Mitglieder der UMP, bei der parlamentarischen Beratung des Gesetzes in der Commission des Affaires Économiques, abgedruckt bei *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 51 f., 59.

<sup>65</sup> Deutlich wurde der Bezug, wenn auch ohne explizite Erwähnung von Florange, in der Begründung des Erstentwurfs (Proposition des Loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à

Mit diesen verstärkte der Gesetzgeber die Verpflichtung großer Unternehmen, vor Standortschließungen nach einem Erwerber zu suchen, unter Einbindung und Information des Betriebsrates.<sup>66</sup> Der Conseil Constitutionnel stützte diese Vorschriften indes bald arg zurecht: Er befand die richterliche Überprüfung der unternehmerischen Entscheidung, ein Kaufangebot abzulehnen, für grundrechtswidrig. Zugleich verwarf das Gericht die Sanktionen, die danach noch im Gesetz verblieben, als unverhältnismäßig, da ihr hoher Rahmen nur noch die Verletzung der Informationspflichten betroffen hätte.<sup>67</sup>

Weitere, nicht minder bedeutsame Maßnahmen der Loi Florange griffen die Vorschläge auf, welche über die oben resümierten Berichte von Regierungskommissionen und Denkfabriken in den *Report Gallois* sowie die *mission d'information* der Assemblée nationale mündeten und jeweils den Zweck verfolgten, eine kurzfristige Orientierung auf dem Aktienmarkt zu bekämpfen. Dieser Teil, der, soweit angegriffen, vor dem Conseil standhielt,<sup>68</sup> ist im Weiteren allein von Interesse. Er lässt sich vereinfachend wie folgt zusammenfassen:

- (1) Die Loi Florange erhob für Aktiengesellschaften (*société anonyme* und *société en commandite par actions*<sup>69</sup>), deren Anteile auf einem Geregelten Markt notiert sind, ein Doppelstimmrecht für Aktionäre nach zweijähriger Haltedauer zur Standardregel, die nur mit Zwei-Drittel-Mehrheit abwählbar ist (Opt-out);<sup>70</sup> die vorherige Standardregel, dass ein Doppelstimmrecht lediglich anfällt, wenn die Statuten es vorsehen oder die Aktionäre es mit Zwei-Drittel-Mehrheit beschließen (Opt-in), beschränkte der Gesetzgeber auf Aktiengesellschaften, die nicht im obigen Sinne börsengehandelt sind.<sup>71</sup>

---

l'emploi industriel, n° 1037 vom 15.05.2013, S. 4). Dort ist unter anderem davon die Rede, dass einige Unternehmen unter dem Gewinndruck der Börse eine Politik der verbrannten Erde verfolgten, dergestalt dass sie lieber den Preis für einen Sozialplan bezahlten, als sich mit einem Werk zu belasten, das zwar eine positive wirtschaftliche Rendite aufweise, aber in der Bilanz unangenehm auffalle. Diesen Mechanismus zu durchbrechen, entspreche dem Wahlkampfversprechen N° 35 des Präsidenten der Republik, das anschließend wörtlich wiedergegeben wird. Siehe zudem aus den Beratungen der Nationalversammlung *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 7, 9–10 sowie aus dem Schrifttum etwa knapp *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274.

<sup>66</sup> Art. L. 1233-57-9 ff. Code du travail.

<sup>67</sup> Décision n° 2014-692 DC du 27 mars 2014. Die gerichtliche Prüfung der Weigerung zu verkaufen, verstieß laut Conseil Constitutionnel gegen die Unternehmerfreiheit und das Eigentumsgrundrecht (a. a. O., Rn. 12–21). Folglich war auch die insoweit vorgesehene Geldbuße unzulässig (a. a. O., Rn. 21). Mit Blick auf die verbleibenden Informationspflichten gegenüber Betriebsrat und potenziellen Bietern erachtete der Conseil Constitutionnel die vorgesehene Geldbuße für unverhältnismäßig und verwarf daher die Sanktionsnorm auch insoweit (a. a. O., Rn. 22–27).

<sup>68</sup> So akzeptierte der Conseil Constitutionnel die ebenfalls angegriffenen neuen Vorschriften zur Einbindung des Betriebsrates bei Übernahmeangeboten (Décision n° 2014-692 DC du 27 mars 2014, Rn. 28–33) sowie zur Erhöhung der Obergrenze für Freiaktionen an die Belegschaft auf 30 % des Gesellschaftskapitals (a. a. O., Rn. 34–43).

<sup>69</sup> *Basdevant*, RTDF 2014, 154.

<sup>70</sup> Art. L. 225-123 Abs. 3 C. com. neue Fassung.

<sup>71</sup> Art. L. 225-123 Abs. 1 C. com., dazu *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 489. Praktisch gesehen ist das freilich der weit überwiegende Teil: Nach *Merle/Fauchon*, *Sociétés commerciales*<sup>19</sup>, 2015, S. 289 Rn. 292 sind von 44.629 *sociétés anonymes* in Frankreich nur 578 an der Börse Euronext in Paris notiert. Weitere 180 *sociétés anonymes* sind auf dem Markt Alternext notiert. Dieser stellt aber keinen Geregelten Markt im Sinne von Art. L 225-123 Abs. 3 C. com. dar, siehe *Basdevant*, RTDF 2014, 154, 155 sowie *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 490, deshalb an der Kohärenz der Neuregelung zweifelnd.

- (2) Das Gesetz verringerte den Aktienanteil, den eine Person, die zwischen 30 % und 50 % des Kapitals oder der Stimmrechte hält, pro Jahr ohne Verpflichtung zu einem Übernahmeangebot dazuerwerben kann, von 2 % auf 1 %.<sup>72</sup>
- (3) Die Loi Florange führte eine Mindestannahmeschwelle für Übernahmeangebote von 50 %+1 der Aktien oder Stimmrechte ein;<sup>73</sup>
- (4) sie schaffte die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft gegenüber Übernahmeangeboten ab;<sup>74</sup>
- (5) sie erhöhte die Obergrenze für eine Ausgabe von Freiakten an die Belegschaft von 10 % auf 30 % des Gesellschaftskapitals, sofern alle Arbeitnehmer der Gesellschaft zuteilungsberechtigt sind und die je Arbeitnehmer zuteilte Aktienzahl maximal im Verhältnis eins zu fünf variiert;<sup>75</sup> und
- (6) sie stärkte die Rechte des Betriebsrates bei Übernahmeangeboten durch ein Informations- und Konsultationsverfahren.<sup>76</sup>

Die Begründung des im Parlament eingebrachten Vorschlags, der die Regelungen zwei bis vier noch nicht bzw. nicht in der abschließenden Form enthielt, fiel für deutsche Verhältnisse mit drei Seiten knapp aus.<sup>77</sup> Dafür wählte sie starke Worte: Die Begründung machte kurzfristige Renditeforderungen der Börse für Arbeitsplatzverluste und den Niedergang der französischen Industrie verantwortlich, Vorgänge wie in Florange brandmarkte sie als Gefahr für nationale Wirtschaftsressourcen und die nationale Unabhängigkeit.<sup>78</sup> Die Begründung unterteilte die Neuregelungen in zwei Stränge: Maßnahmen zur Stärkung des Betriebsrates bei einer beabsichtigten Schließung und Maßnahmen zur Stärkung langfristiger Aktionäre, wozu auch die stärkere Einbindung des Betriebsrates bei Übernahmeangeboten zählte.<sup>79</sup>

Instruktiver ist der Bericht einer Mitinitiatorin des Gesetzentwurfs, der Abgeordnete *Clotilde Valter*, für die Commission des Affaires Économiques der Assemblée na-

<sup>72</sup> Art. L. 433-3 Abs. 1 Code monétaire et financier (CMEF) neue Fassung.

<sup>73</sup> Art. L. 433-1-2 Abs. 1 Code monétaire et financier (CMEF) neue Fassung.

<sup>74</sup> Art. L. 233-32 C. com. sowie die damit verbundene Neugestaltung der statutarischen Abweichungsmöglichkeiten in Art. L. 233-33 C. com.

<sup>75</sup> Art. L. 225-197-1 Abs. 1 UA 3 C. com.

<sup>76</sup> Art. L. 2323-35 bis Art. L. 2323-44 Code du travail.

<sup>77</sup> Proposition des Loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel, n° 1037 vom 15.05.2013, 4–6.

<sup>78</sup> Proposition des Loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel, n° 1037 vom 15.05.2013, 4: Die schlechte Entwicklung des französischen Arbeitsmarktes und der französischen Industrie führte die Entwurfsbegründung darauf zurück, dass die Realwirtschaft zugunsten der Finanzwirtschaft vernachlässigt und einem Diktat der Börsenkursentwicklung unterworfen worden sei. Gegenwärtige Dividenden würden Investitionen für zukünftige Arbeitsplätze und Exporte vorgezogen. Manche Unternehmen, hieß es in sichtlicher Anspielung auf Florange, verfolgten sogar eine Politik der verbrannten Erde, indem sie lieber einen Sozialplan bezahlten, als sich mit einem Werk zu belasten, das zwar profitabel arbeite, aber in der Bilanz unangenehm auffalle. Dieser Mechanismus, der die Beschäftigten „zerdrücke“ (*broie*), den nationalen Produktivapparat zerstöre und die nationale Unabhängigkeit bedrohe, müsse gebremst werden. Hierzu zitierte die Begründung ein Wahlversprechen Hollandes, von „Börsenentlassungen“ (*licenciements boursiers*) abzuschrecken.

<sup>79</sup> Proposition des Loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel, n° 1037 vom 15.05.2013, 4–5. Damit weicht die Begründung von dem Aufbau des nachfolgenden Entwurfs ab, der in drei Titel unterteilt ist (Verpflichtung, bei beabsichtigter Werksschließung einen Käufer zu suchen; Maßnahmen zugunsten eines Kaufs durch die Angestellten; Maßnahmen zur Förderung eines langfristigen Aktionariats).

tionale. Er behandelte bereits alle nachfolgend beschlossenen Neuerungen.<sup>80</sup> *Valter* griff eingangs in etwas moderaterer Form den Duktus des Erstentwurfs auf, unterschied sodann aber deutlicher als dieser bei der Zielrichtung der Regelungen: In Bezug auf die Maßnahmen gegen eine Schließung rentabler Standorte stellte *Valter* den Zusammenhang mit Wahlkampfversprechen *Hollandes* anlässlich der Florange-Affäre heraus. Ihren Zweck sah sie in der Erhaltung bedrohter Arbeitsplätze sowie im Verbraucherschutz.<sup>81</sup> Das Ziel, kurzfristige Orientierung zu bekämpfen bzw. eine langfristige zu fördern, ordnete *Valter* allein dem zweiten Maßnahmenstrang zu, der hier somit allein interessiert und der auch im Vergleich bedeutsamer ist. *Valter* widmete ihm gut doppelt so viel Raum wie dem ersten (12 vs. 25 Seiten). Sie wandte sich entschieden gegen die rechtsökonomische Begründung eines Primats der Aktionäre, an welcher sich das Börsenrecht orientiere. Vielmehr müssten alle am Wertschöpfungsprozess Beteiligten am Gewinn teilhaben und dieser für langfristiges Wachstum reinvestiert werden. Hieraus zog *Valter* zwei Konsequenzen: Erstens müssten die Verwaltungsräte mehr Verantwortung erhalten, um Druck der Aktionäre abzumildern, zweitens seien die Angestellten wieder in den Entscheidungsprozess einzubinden.<sup>82</sup> Die zunehmend bedeutsamen finanzmächtigen institutionellen Investoren charakterisierte *Valter* als kurzfristig orientiert, mit entsprechenden Renditeanforderungen. Im bestehenden Rechtsrahmen schädige das die Stabilität der Gesellschaften, die Umsetzung langfristiger Strategien, Forschung und Innovation sowie dauerhaftes Wirtschaftswachstum.<sup>83</sup> Rechtsökonomische Argumente für einen aktiven Übernahmemarkt lehnte *Valter* unter Verweis auf einen geringen wirtschaftlichen Erfolg vieler Vorhaben ab.<sup>84</sup> Französische Unternehmen seien angesichts ihrer Aktionärsstruktur und der liberalen Umsetzung der Übernahmerichtlinie deutlich übernahmefähiger als ausländische Wettbewerber.<sup>85</sup> Frankreich müsse daher ein *Modèle de Gouvernance „À la Française“* einführen, das seine Unternehmen vor den verheerenden Wirkungen des Finanzkapitalismus schütze, wozu *Valter* aus mehreren der oben besprochenen Berichte und Studien zitierte.<sup>86</sup> Als unmittelbar gewählte Maßnahmen nannte sie die entsprechenden Regelungen der *Loi Florange*.<sup>87</sup> Bei diesen wollte *Valter* indes nicht stehen

<sup>80</sup> *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013.

<sup>81</sup> *Dies.*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 19; den Zweck des Verbraucherschutzes begründete *Valter* damit, dass die neue gesetzliche Regelung mit der (später für verfassungswidrig erklärten) Sanktion nur dann eingreifen solle, wenn es erstens einen potenziellen Käufer für das zu schließende Werk gibt und zweitens die Kosten einer Schließung ohne Verkauf geringer sind als der wirtschaftliche Gewinn aus der Schließung. Beide Bedingungen zusammen seien nur bei wettbewerbsschädlichen Praktiken erfüllt, nämlich dann, wenn ein marktbeherrschendes Unternehmen seinen Gewinn erhöhen will, indem es die Produktion verknappt und nachfolgend für das gesunkene Angebot höhere Preise verlangt. Demgegenüber sei bei beabsichtigter Werkschließung auf einem wettbewerblichen Markt mit Übernahmekapazitäten kein Konkurrent daran interessiert, das Werk zu übernehmen, also kein potenzieller Käufer vorhanden.

<sup>82</sup> *Dies.*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 21–22.

<sup>83</sup> *Dies.*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 23–25.

<sup>84</sup> *Dies.*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 27–29.

<sup>85</sup> *Dies.*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 32–37 mit näherer rechtsvergleichender Würdigung des Rechtsrahmens für Übernahmen in den USA, Japan und Kanada sowie kurzen Verweisen auf die Richtlinienumsetzung in Belgien, Dänemark, Deutschland, Luxemburg, den Niederlanden, Polen und Ungarn.

<sup>86</sup> *Dies.*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 37–38.

<sup>87</sup> *Dies.*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 39–40: Verallgemeinerung des Doppelstimmrechts, Absenkung der Schwelle für Pflichtangebote, Aufgabe der Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates, bessere Einbindung der Arbeitnehmer bei Pflichtangeboten und erhöhte Schwelle für Gratis-Mitarbeiteraktien zur Stärkung des Sozialinteresses der Gesellschaft.

bleiben: Weiterer Schutzbedarf bestehe vor allem gegenüber außereuropäischen Investoren, die in der EU weit offenere Türen vorfinden als andernorts.<sup>88</sup>

### III. Aufnahme in der Wissenschaft

Die französische Rechtswissenschaft hat die gegen *court-termisme* zielenden Maßnahmen der Loi Florange ganz überwiegend kritisch aufgenommen, und zwar oft recht scharf. Man wirft der Loi Florange bzw. ihren Urhebern nicht nur einen deutlich protektionistischen Einschlag vor,<sup>89</sup> sondern auch innere Widersprüche der Regelungen, eine schlechte handwerkliche Qualität sowie verfassungs- und europarechtliche Angriffsflächen.<sup>90</sup> Einige Autoren bescheinigen dem Gesetzgeber zwar zumindest teilweise lobenswerte Ziele,<sup>91</sup> erachten aber zugleich seine Prämisse eines Zusammenhangs zwischen (kurzfristigen) Übernahmen und dem Schicksal von Industrierwerken wie desjenigen in Florange für brüchig.<sup>92</sup> Im Einzelnen ist nach den getroffenen Maßnahmen zu differenzieren, die, soweit zum Verständnis erforderlich, im Folgenden zugleich rechtsgeschichtlich und -systematisch eingeordnet werden.

#### 1. Doppelstimmrecht als Standardregel

##### a) Historische Einordnung

Das französische haltedauerabhängige Doppelstimmrecht ist ein Nachfahre früherer Mehrstimmrechte: Mehrstimmrechtsaktien, die schon zuvor nicht unbekannt waren,<sup>93</sup>

<sup>88</sup> *Dies.*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 40–45 mit näheren rechtsvergleichenden Ausführungen zu den USA und China.

<sup>89</sup> *Merle/Fauchon*, *Sociétés commerciales*<sup>19</sup>, 2015, S. 860 Rn. 766 („intervenue à une période de «patriotisme économique»“); *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 43; *Barrière/de Reals*, *Revue des Sociétés* 2014, 279 („par souci de protection (ou de protectionisme)“); *Pérès*, RTDF 2014, 139 („Cette loi s’inscrit donc dans un mouvement plus large des protectionsime [...]“); *Marsh*, *Bulletin Joly Bourse* 2014, 483 („tentative de protectionisme ou du patriotisme économique“); *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, *Bulletin Joly Sociétés* 2014, 314 („volonté protectionniste“), 317 („certains mesures tendent vers un protectionnisme excessif“); *Goyet/Rontchevsky/Storck*, RTDCom. 2014, 363, 364 („souci de protectionnisme“); zum Vorwurf eines antiliberalen, protektionistischen Einschlags der Doppelstimmrechtsregelung siehe die Nachweise in Fn. 177, 178 auf S. 833 und den begleitenden Text.

<sup>90</sup> Siehe *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 43; *Barrière/de Reals*, *Revue des Sociétés* 2014, 279; mit Blick auf mangelnde Kohärenz und unklare Formulierungen auch *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, *Bulletin Joly Sociétés* 2014, 314, 314, 317 sowie *Goyet/Rontchevsky/Storck*, RTDCom. 2014, 363, 376, die anmerken, dass sich die produzierten Rechtsunsicherheiten im Sinne des Gesetzgebers als besonders effektiv zur Abschreckung umstrittener Übernahmehorhaben erweisen könnten. Speziell zum Vorwurf, mit dem Doppelstimmrecht im Widerspruch zum Regelungsziel des Gesetzes schleichende Kontrollen zu erleichtern, siehe die Nachweise in Fn. 171 auf S. 833 und den begleitenden Text.

<sup>91</sup> *Pérès*, RTDF 2014, 139; *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, *Bulletin Joly Sociétés* 2014, 314; partiell auch *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 44 (zweite Spalte oben).

<sup>92</sup> *Pérès*, RTDF 2014, 139.

<sup>93</sup> Der Code de commerce von 1807 regelte die *société anonyme* nur rudimentär, die Hauptversammlung (*assemblée générale*) erwähnte er nicht einmal (*Deutsch*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 46, 67 Rn. 41; knapp *Merle/Fauchon*, *Sociétés commerciales*<sup>19</sup>, 2015, S. 30 Rn. 22). Die damals bestehende Konzessionspflicht sorgte allerdings für eine Vereinheitlichung der praktischen Ausgestaltung, weil die Genehmigungsbehörden zahlreiche detaillierte Vorgaben aufstellten (*Deutsch*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 46, 51–52 Rn. 6; zum Ablauf des Konzessionsverfahrens, das sukzessive Prüfungen durch verschiedene Behörden, abschließend durch den Conseil d’État, vorsah, siehe instruktiv *Deutsch*, a. a. O., S. 83–87 Rn. 70–78). So wiesen fast alle Aktiengesellschaften dieser Zeit strenge Höchststimmengrenzen pro Aktionär auf: In den ersten Jahrzehnten betrug sie selten mehr als fünf, in den 1850er Jahren wurden sie auf zehn oder 20 Stimmen pro Aktionär gelockert. Zudem bestanden vielfach Mindestbeteiligungsschwellen für den Zugang zu und die

erhielten 1903 das ausdrückliche Placet des Gesetzgebers.<sup>94</sup> Anschließend breiteten sie sich rasch aus<sup>95</sup> und trugen zu zahlreichen Missbräuchen von Kontrollmacht bei.<sup>96</sup> Der französische Gesetzgeber untersagte daher zunächst 1930 die Ausgabe neuer Mehrstimmrechtsaktien in der *société anonyme*,<sup>97</sup> um sodann im November 1933 auch bestehende Mehrstimmrechte eng zu begrenzen: Der Code de commerce gab seitdem in der *société anonyme* als Grundregel eine Proportionalität von Kapitalanteil und Stimmrechtsmacht vor.<sup>98</sup> Als allgemeine Ausnahme gestattete er nur noch Doppelstimmrechte bei liberierten Namensaktien.<sup>99</sup> Zunächst waren diese in zwei Varianten zulässig: erstens per Satzung von Anfang an für alle liberierten Namensaktien, zweitens kraft Satzungsregelung oder aufgrund eines Beschlusses einer außerordentlichen Hauptversammlung für solche liberierten Namensaktien, die mindestens zwei Jahre auf denselben Aktionär eingetragen sind.<sup>100</sup> Die erste Variante schaffte der Gesetzgeber mit dem großen Reform-

---

Abstimmung auf der Hauptversammlung (zu beidem, einschließlich der Motive für diese Regelungen *Pargendler/Hansmann*, *Business History* 55 (2013), 585, 593–594; *Deutsch*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, S. 46, 68–69 Rn. 42). Der Ausschluss von „Kleinaktionären“ von der Mitentscheidung bedingte, dass für bestimmte Konstellationen ein überproportionaler Einfluss der stimmberechtigten Aktionäre möglich war, insofern ähnlich wie bei einem Mehrstimmrecht. Mit dem bahnbrechenden Gesetz vom 24.07.1867 über die verschiedenen Formen der Aktiengesellschaft (*sociétés par actions, sociétés en commandite par actions, sociétés anonymes*) erhielten Aktionäre mehr Freiraum bei der Regelung der Stimmrechte. Jedenfalls nach überwiegender Ansicht waren damit auch Mehrstimmrechte zulässig, wurden aber kaum genutzt (näher *Bosvieux*, *Journal des Sociétés* 1934, 1, 3–4). Vielmehr verschwanden die Stimmrechtsobergrenzen, und es dominierte zunächst eine One-Share-One-Vote-Praxis. Nachdem Mehrstimmrechte 1903 ausdrücklich gestattet worden waren, breiteten sie sich aber vor allem ab ca. 1920 stark aus (*Bosvieux*, *Journal des Sociétés* 1934, 1, 4; *Pargendler/Hansmann*, *Business History* 55 (2013), 585, 594).

<sup>94</sup> Gesetz vom 16.11.1903, dazu *Bosvieux*, *Journal des Sociétés* 1934, 1, 2–3; *Couret*, *Bulletin Joly Bourse* 2014, 488, 488 mit Fn. 2; *Germain/Magnier*, *Les sociétés commerciales*<sup>21</sup>, 2014, S. 374 Rn. 2088.

<sup>95</sup> *Storck/de Ravel d'Esclapon*, *Bulletin Joly Sociétés* 2009, 90. Zahlenmaterial bei *Serpoul*, *Shareholder Protection and Stock Market Development in France (1852–2007)*, June 15, 2013, S. 18: 1928 sollen 24 % der an der Pariser Börse notierten Gesellschaften Mehrstimmrechtsaktien ausgegeben haben.

<sup>96</sup> *Kaddouch*, *Le Droit de Vote de l'Associé*, 14 décembre 2001, CCVI; *Storck/de Ravel d'Esclapon*, *Bulletin Joly Sociétés* 2009, 90, 94–95 („facisme actionnaire“ als aus der zeitgenössischen Literatur überliefertes Zitat); knapp *Storck/Schneider*, AG 2008, 700; aus der älteren Literatur *Bosvieux*, *Journal des Sociétés* 1934, 1, 5–6.

<sup>97</sup> Gesetz vom 26.04.1930, dazu *Kaddouch*, *Le Droit de Vote de l'Associé*, 14 décembre 2001, CCVI; *Bosvieux*, *Journal des Sociétés* 1934, 1, 6; *Germain/Magnier*, *Les sociétés commerciales*<sup>21</sup>, 2014, S. 374 Rn. 2088.

<sup>98</sup> Heute Art. L. 225–122 Abs. 1 C. com. Zu der damaligen Neuregelung aus zeitgenössischer Sicht siehe die Kommentierung der *A.N.S.A.*, *Le Droit de Vote dans les Assemblées d'Actionnaires des Sociétés par actions*, Janvier 1934, S. 3–9 einschließlich Wiedergabe des Gesetzestextes.

<sup>99</sup> *Loi réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions* vom 13.11.1933, dazu *Merle/Fauchon*, *Sociétés commerciales*<sup>19</sup>, 2015, S. 383 Rn. 364; *Storck/de Ravel d'Esclapon*, *Bulletin Joly Sociétés* 2009, 90; aus zeitgenössischer Sicht eingehend die Kommentierung von *A.N.S.A.*, *Le Droit de Vote dans les Assemblées d'Actionnaires des Sociétés par actions*, Janvier 1934, S. 9–18 (mit Abdruck des Gesetzestextes); die Regelung wurde auch in Deutschland aufmerksam registriert, siehe *Schlegelberger*, *Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts*, 1935, S. 12.

Zu der allgemeinen Ausnahme in Form des Treuedoppelstimmrechts kamen noch zwei spezifische: Gemischtwirtschaftliche Unternehmen im öffentlichen Interesse und Gesellschaften, die behördlich genehmigte Betriebe außerhalb des französischen Mutterlandes führten, durften bestehende Satzungsbestimmungen zu Mehrstimmrechtsaktien und damit auch diese selbst beibehalten, zu beidem *Germain/Magnier*, *Les sociétés commerciales*<sup>21</sup>, 2014, S. 374–375 Rn. 2088 und eingehend *A.N.S.A.*, *Le Droit de Vote dans les Assemblées d'Actionnaires des Sociétés par actions*, Janvier 1934, S. 45–47.

<sup>100</sup> Art. 1 des Gesetzes vom 13.11.1933, dazu eingehend *Bosvieux*, *Journal des Sociétés* 1934, 1, 8 ff.; aus heutiger Sicht *Ledoux*, *Le droit de vote des actionnaires*, 2002, S. 294 Rn. 348; *Couret*, *Bulletin Joly Bourse* 2014, 488, 488 mit Fn. 4, dort wörtliche Wiedergabe des Gesetzestextes.

gesetz vom 24.07.1966 ab, entsprechend dem Regelungsziel, treue Aktionäre zu belohnen und so die Bindung der Aktionäre an die Gesellschaft zu stärken.<sup>101</sup> Das seitdem nur noch haltedauerabhängig zulässige Doppelstimmrecht blieb anschließend lange unverändert.<sup>102</sup> Insbesondere konnten ihm unionsrechtliche Einflüsse nichts anhaben: In der Verhandlung der Übernahmerichtlinie verteidigte die französische Regierung das Treuedoppelstimmrecht erfolgreich als nichtdiskriminierende Belohnung loyaler Aktionäre, die langfristiges Sparen fördere, das Aktionariat stabilisiere und integraler Teil des sozialen Paktes zwischen Gesellschaften und Aktionären einschließlich Arbeitnehmer-Aktionären in Frankreich sei.<sup>103</sup> Auch eine Debatte in den Jahren 2007/2008 anlässlich von Überlegungen der Europäischen Kommission, die One-Share-One-Vote-Regel europarechtlich zu verankern,<sup>104</sup> überstand es letztlich unbeschadet, wenn nicht gar gestärkt.<sup>105</sup> Dogmatisch haftet das Treuedoppelstimmrecht nicht der Aktie, sondern dem Aktionär an und geht folglich, abgesehen von bestimmten, gesetzlich enumerativ geregelten Fäl-

<sup>101</sup> Art. L. 225-123 C. com. (Art. 175 des Gesetzes vom 24.07.1966), dazu *Ledoux*, *Le droit de vote des actionnaires*, 2002, S. 294. Allgemein zur Entstehung und Bedeutung der Reform von 1966 *Vuillermet*, *Droit des sociétés commerciales*<sup>3</sup>, 1969, S. 4–5; *Merle/Fauchon*, *Sociétés commerciales*<sup>19</sup>, 2015, S. 290–291 Rn. 293.

<sup>102</sup> *Ledoux*, *Le droit de vote des actionnaires*, 2002, S. 295.

<sup>103</sup> *Délégation Française*, Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition – Remarques sur l'article 11, 06.03.2003; dazu *Seibert*, FS Westermann, 2008, S. 1505, 1507–1508 mit ausführlichen Zitaten aus der deutschen Übersetzung des Dokuments; knapp *Wiesner*, ZIP 2004, 343, 348; kritisch *Conac*, ZVerglRWiss 2015, 215, 236 („not very convincing“); aus politikwissenschaftlicher Perspektive eingehend *Clift*, JCMS 47 (2009), 55, 65, 66–73, dort insb. S. 72.

<sup>104</sup> Diese Überlegungen gingen auf einen Aktionsplan der Kommission aus dem Jahr 2003 zurück; nach einer ausführlichen rechtsvergleichenden Studie gab die Kommission das Ansinnen aber Ende 2007 auf, näher *Lutter/Schmidt/Bayer*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht<sup>5</sup>, 2012, S. 364–365, § 18 Rn. 15–16 m. w. N.

<sup>105</sup> Gegen die damaligen Bestrebungen der Kommission formierte sich in Frankreich bald heftiger Widerstand, insbesondere aus der Wirtschaft. So legte die Handelskammer von Paris (Chambre de commerce et d'industrie de région Paris – Île-de-France, CCIP) im Mai 2007 einen auch aufsatzförmig begleiteten Bericht vor, der die Pläne heftig kritisierte: Die Kommission betreibe eine Reform, die vom Europäischen Parlament und nationalen Gesetzgebern abgelehnt worden sei, ohne die Emittenten einbezogen zu haben. Es sei nicht belegt, dass Länder mit der Regel *une action = une voix* über attraktivere oder effizientere Börsenmärkte verfügten. Im Gegenteil zeige unter anderem das Beispiel der USA, dass Flexibilität vorzuzugwürdig sei. Das französische haltedauerabhängige Doppelstimmrecht sei zudem geboten, um treue Aktionäre mit mittel- oder langfristiger Perspektive zu fördern, angesichts zunehmend kurzfristiger institutioneller Investoren (zum Ganzen *Outin-Adam/Bienvenu*, *La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires* 2007, 3, 3–4). Dies fand Beifall im Sénat, wo sich eine *note d'information* nach Anhörung unter anderem namhafter Wirtschaftsvertreter sogar für einen Ausbau der Mehrstimmrechtsmöglichkeiten im französischen Recht aussprach, unter Verweis auf die Praxis anderer europäischer Länder und das Potenzial einer Stabilisierung des Aktionariats (*Gaudin*, *Rapport d'information fait au nom de la mission commune d'information (1) sur la notion de centre de décision économique et les conséquences qui s'attachent, en ce domaine, à l'attractivité du territoire national.*, 22 juin 2007, S. 250–258).

Stimmen aus der Literatur sprachen sich ebenfalls dafür aus, am Ansatz des geltenden Rechts festzuhalten, die Entscheidung über Mehrstimmrechte den Unternehmen und damit dem Markt zu überlassen, befürworteten aber größere Transparenz (so etwa *Reygrobelle*, RTDF 2007, 101 ff.; *Clerc*, RTDF 2007, 88 ff.). Diese Sicht war indes nicht unbestritten. Andere Autoren warben dafür, das zeitabhängige Doppelstimmrecht abzuschaffen und treue Aktionäre stattdessen rein finanziell zu belohnen (so *Storck/de Ravel d'Esclapon*, *Bulletin Joly Sociétés* 2009, 90 ff., die dafür plädierten, für solche finanziellen Belohnungen weitergehende Möglichkeiten als eine um 10 % erhöhte Dividende für Namensaktien gemäß Art. L. 232-14 C. com. zu schaffen).

len,<sup>106</sup> bei Übertragung der Aktie verloren (Art. L. 225-124 C. com.).<sup>107</sup> In der zunehmend populären<sup>108</sup> *société anonyme simplifiée* sind die Vorschriften der *société anonyme* über das haltedauerabhängige Doppelstimmrecht nicht anwendbar (Art. L. 227-1 Abs. 3 C. com.).<sup>109</sup>

#### b) Rechtsprobleme der Neuregelung

Im Zusammenhang mit der Generalisierung des Treuedoppelstimmrechts (Wechsel vom Opt-in-System zum Opt-out-System) hat die französische Rechtswissenschaft bald zahlreiche Probleme ausgemacht, die allerdings teilweise aus schon vorher ungelösten Fragen erwachsen:

So ist seit Längerem ungeklärt und umstritten, ob die Hauptversammlung entstandene Doppelstimmrechte nur abschaffen oder ändern kann, wenn dies zusätzlich die berechtigten Aktionäre gesondert beschließen.<sup>110</sup> Die Loi Florange milderte die Frage für die Praxis insofern ab, als es das Doppelstimmrecht gleichsam ex nunc zur Regel erklärte: Die Zweijahresfrist zum standardmäßigen Erwerb begann erst mit Inkrafttreten der Loi Florange,<sup>111</sup> sodass ein darauf basierendes Doppelstimmrecht nicht vor dem 3. April 2016 entstehen konnte.<sup>112</sup> Dadurch blieb genug Zeit für Opt-out-Beschlüsse, ohne dass

<sup>106</sup> Art. L. 225-124 Abs. 1 Satz 2 und 3, Abs. 2 C. com.: Übertragung im Wege der Erbfolge, Teilung von Gemeinschaftseigentum von Ehegatten, Schenkung zwischen Ehegatten oder erbberechtigten Verwandten, sowie Spaltung und Fusion einer Gesellschaft, sofern auch in der neuen Aktiengesellschaft ein zeitabhängiges Doppelstimmrecht vorgesehen ist. In den letztgenannten Fällen erwerben die Aktionäre der fusionierten oder aufgespaltenen Gesellschaft in der aufnehmenden bzw. neuen Gesellschaft sofort ein Doppelstimmrecht, ohne erneut zwei Jahre warten zu müssen (*Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 494; *Storck/Schneider*, AG 2008, 700, 702–703).

<sup>107</sup> *Ledoux*, Le droit de vote des actionnaires, 2002, S. 298–299.

<sup>108</sup> Siehe *Merle/Fauchon*, Sociétés commerciales<sup>19</sup>, 2015, S. 2–3 mit Statistiken zur Anzahl verschiedener französischer Gesellschaftsformen in Frankreich bzw. Paris ab 2000 bzw. 1995.

<sup>109</sup> Allerdings lassen sich ganz ähnliche bzw. sogar weitergehende Ergebnisse in der SAS, in der grundsätzlich größere Vertragsfreiheit als in der SA herrscht, wohl über Vorzugsaktien erzielen (Art. L. 228-11 C. com., von Art. L. 227-1 C. com. nicht ausgeschlossen), siehe *Couret*, Droit des Sociétés 2013, 13, 16 Rn. 23 a. E. = *ders.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2013, 19, 23 Rn. 23 a. E.

<sup>110</sup> Dies hängt davon ab, ob Aktien mit Doppelstimmrecht eine gesonderte Aktienkategorie (*catégorie d'actions déterminée*) im Sinne von Art. L. 225-99 C. com. darstellen. Bejaht man dies, muss eine gesonderte Versammlung (*assemblée spéciale*) der berechtigten Aktionäre zustimmen, wenn das Doppelstimmrecht geändert oder abgeschafft werden soll. Dies könnte auch den Fall betreffen, dass eine Gesellschaft, in der haltedauerabhängige Doppelstimmrechte vorgesehen sind, mit einer anderen Gesellschaft fusioniert, in der dies nicht der Fall ist (siehe Art. L. 236-9 Abs. 2 C. com.). Dabei stellt sich aber das zusätzliche Problem, dass ein Hauptversammlungsbeschluss der Zielgesellschaft, der die Fusion billigt, nur indirekt auf bei ihr bestehende Doppelstimmrechte einwirkt. Zum Ganzen *Ledoux*, Le droit de vote des actionnaires, 2002, S. 297–299 m. w. N. *Ledoux*, ebd., lehnt selbst eine Einordnung als gesonderte Aktienkategorie ab, zum einen mit Verweis darauf, dass Art. L. 228-11 Abs. 1 Satz 2 C. com. einen Vorbehalt für die Regelung unter anderem in Art. 225-123 C. com. formuliert, zum anderen und vor allem mit dem Argument, dass Art. L. 225-123 und 124 C. com. es untersagten, feste Aktienkategorien zu bilden. Vielmehr ist zwingend, dass ein Doppelstimmrecht allen (Namens-)Aktien nach der vorgegebenen Haltedauer anfällt und bei Übertragung der Aktie wieder untergeht.

Die Notwendigkeit einer gesonderten Versammlung und Beschlussfassung der Inhaber eines Doppelstimmrechts bejaht hingegen *Vannoote*, BRDA 2014, 18, 19–20. Die Frage wird bereits seit der erstmaligen Regelung des Doppelstimmrechts 1933 diskutiert, siehe *Bosvieux*, Journal des Sociétés 1934, 1, 26, 34–35, der bei haltedauerabhängigen Doppelstimmrechten keinen gesonderten Beschluss der Berechtigten für erforderlich hält.

<sup>111</sup> Art. 7 Abs. 3 Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

<sup>112</sup> *Basdevant*, RTDF 2014, 154, 155.

sich die Frage nach dem Umgang mit bereits privilegierten Aktionären stelle.<sup>113</sup> Zügige Opt-outs waren auch insofern geboten, als die nötige Zweidrittelmehrheit deutlich schwerer zu organisieren ist, sobald einige Aktionäre vom Doppelstimmrecht profitieren.<sup>114</sup> Kritiker haben dem Gesetzgeber freilich vorgehalten, damit der eigenen Rechtfertigung, die Wirtschaft sei akut bedroht, zu widersprechen,<sup>115</sup> und überdies aus dem herkömmlichen Verständnis auszubrechen, demzufolge statuarisch eingeführte Doppelstimmrechte unmittelbar für alle Aktionäre gelten, welche die Mindesthaltedauer im Beschlusszeitpunkt erfüllen.<sup>116</sup>

Eine zweite, schon vorher offene Frage geht dahin, ob die Statuten zusätzliche Anforderungen an oder Modalitäten für die Ausübung eines Doppelstimmrechts vorgeben können, etwa ob sie eine vorherige Anzeige des begünstigten Aktionärs per eingeschriebenem Brief verlangen oder das Doppelstimmrecht auf bestimmte Kategorien von Aktionärsversammlungen beschränken dürfen.<sup>117</sup>

Hiermit verbunden ist ein dritter Punkt, der zwar schon länger offen, aber erst durch die Loi Florange wirklich bedeutsam geworden ist, nämlich inwieweit ein Aktionär, dauerhaft oder vorübergehend, auf sein Doppelstimmrecht verzichten kann. Autoren, die im vorgenannten Sinn Ausübungsmodalitäten in den Statuten billigen, verlangen hierfür eine entsprechende statuarische Regelung und halten einen Verzicht wohl nur in deren Rahmen für zulässig.<sup>118</sup> Unter dem neuen Recht ist das insofern bedeutsam, als für Aktionäre mit nennenswerter Beteiligung nun eine deutlich größere Gefahr besteht, durch Stimmrechtsverdopplung ungewollt und überraschend die Schwelle für ein Pflichtangebot zu überschreiten, zumal die Loi Florange sie abgesenkt hat.<sup>119</sup> Neben dem radikalen Ausweg, die Aktienbeteiligung zu reduzieren, oder dem bürokratischen und nach-

<sup>113</sup> Siehe *Vannoote*, BRDA 2014, 18, 19.

<sup>114</sup> Siehe *Garel/Deniaud/Vermeille*, RTDF 2014, 81, 87; *Barrière/de Reals*, *Revue des Sociétés* 2014, 279, 289.

<sup>115</sup> So *Couret*, *Bulletin Joly Bourse* 2014, 488, 492; *Barrière/de Reals*, *Revue des Sociétés* 2014, 279, 288: Wenn die Wirtschaft wirklich akut bedroht ist und eiliges Handeln nötig ist, hätte man eine sofortige Anwendung auf Aktionäre regeln können, die ihre Aktien bereits zwei Jahre halten. Dies hätte den Zielen der Gesetzesverfasser besser entsprochen. Wenn keine Eilbedürftigkeit besteht, sei fraglich, ob die Reform wirklich auf eine Regelungsnotwendigkeit reagiere.

<sup>116</sup> *Couret*, *Bulletin Joly Bourse* 2014, 488, 492; ebenso zur sofortigen Wirkung einer statuarischen Doppelstimmrechtsregelung, aber ohne daran anknüpfende Kritik an der Loi Florange, *Vannoote*, BRDA 2014, 18; *Basdevant*, RTDF 2014, 154, 155; *Mestre* (Hrsg.), *Le Lamy sociétés commerciales*, DL 2016, 2226 Rn. 4799. Die sofortige Begründung von Doppelstimmrechten rechtfertigt man damit, dass das Doppelstimmrecht als Abwehrmaßnahme gegen Übernahmen seine Wirksamkeit verlöre, wenn man zwei Jahre zuwarten müsste, dazu auch *Couret* (ebd.).

<sup>117</sup> Jeweils dafür *Couret*, *Bulletin Joly Bourse* 2014, 488, 493; für Beschränkbarkeit auf bestimmte Kategorien von Versammlungen auch bereits *Bosvieux*, *Journal des Sociétés* 1934, 1, 21; dagegen *Ledoux*, *Le droit de vote des actionnaires*, 2002, S. 299 mit Fn. 70. Vor allem mit Blick auf kleine, nicht börsennotierte *sociétés anonymes*, die unter Art. L. 225-123 C. com. fallen, könnte es naheliegen, zumindest gewisse Verfahrensbedingungen zuzulassen. Jedenfalls für börsennotierte Gesellschaften erscheint es unter dem neuen Recht hingegen fraglich, ob die Statuten ein Doppelstimmrecht auf bestimmte Hauptversammlungen beschränken dürften, weil sich ein Doppelstimmrecht hierdurch aushöhlen ließe. Letztlich hängt die Antwort nach der Loi Florange davon ab, ob man den Vorbehalt einer gegenteiligen Satzungsbestimmung so auslegt, dass er nur einen vollständigen Opt-out erlaubt („ganz oder gar nicht“), oder, gleichsam als Minus, auch einschränkende Vorgaben, wie etwa eine längere Mindesthaltedauer (zu dieser umstrittenen Frage siehe den Text zu Fn. 124–134 auf S. 873–874; der neue Wortlaut spricht für Ersteres).

<sup>118</sup> *Couret*, *Bulletin Joly Bourse* 2014, 488, 493; ebenso bereits vor der Loi Florange *Storck/Schneider*, AG 2008, 700, 703.

<sup>119</sup> Dazu 4. Teil, § 5 III. 2., S. 838 ff.

teilbehafteten<sup>120</sup> Weg, seine Namensaktien in Inhaberaktien umzuwandeln,<sup>121</sup> den die Gesellschaft überdies blockieren kann,<sup>122</sup> wäre ein – gegebenenfalls vorsorglich erklärter bzw. angekündigter – Verzicht auf das Doppelstimmrecht ein einfacher Weg, diesem Damoklesschwert zu entgehen. Weiterhin besteht die Möglichkeit, bei der französischen Kapitalmarktaufsichtsbehörde AMF eine Ausnahme vom Pflichtangebot wegen nur temporärer Schwellenüberschreitung zu beantragen und dabei für sechs Monate auf Ausübung der Stimmrechte zu verzichten (Art. 234-4 règlement général de l'AMF), oder sich auf eine passive Schwellenüberschreitung zu berufen, nachdem Namensaktien in Inhaberaktien umgewandelt wurden (Art. 234-9, 5° règlement général de l'AMF).<sup>123</sup>

Ein viertes, sehr wichtiges Problem entsteht aus der neuen Formulierung des geänderten Art. L. 225-123 C. com.: Dessen Abs. 1 regelt, dass ein Doppelstimmrecht in den Statuten allen vollständig liberierten Namensaktien zuerkannt werden kann, die seit „mindestens“ zwei Jahren auf den Namen desselben Aktionärs eingetragen sind.<sup>124</sup> Abs. 3 Satz 1 ergänzt speziell für Gesellschaften, die auf einem Geregelten Markt notieren, dass die in Abs. 1 vorgesehenen Doppelstimmrechte *ex lege*, sofern nicht nach Inkrafttreten der Loi Florange eine gegenteilige Statutenbestimmung angenommen wird, für alle vollständig liberierten Namensaktien gelten, die seit zwei Jahren auf den Namen desselben Aktionärs lauten.<sup>125</sup> In der zweiten Bestimmung, die hier weitgehend originalgetreu und daher etwas sperrig übersetzt wiedergegeben ist, fehlt der Zusatz „mindestens“. Das hat zu der Frage geführt, ob börsennotierte Gesellschaften auch in Zukunft in ihren Statuten eine Mindesthaltedauer von mehr als zwei Jahren für ein Doppelstimmrecht verlangen können.<sup>126</sup> Praktisch ist das sehr bedeutsam – viele Gesellschaften, die unter dem alten Recht ein Doppelstimmrecht eingeführt haben (Opt-in), verlangen eine

<sup>120</sup> So eröffnen gemäß Art. L. 232-14 C. com. nur Namensaktien nach zweijähriger Haltedauer eine bis zu 10 % erhöhte Dividende.

<sup>121</sup> Torck, *Droit des Sociétés* 2014, 18, 20.

<sup>122</sup> In einer börsennotierten *société anonyme* kann eine außerordentliche Hauptversammlung, die stets mit Zwei-Drittel-Mehrheit beschließt (Art. L. 225-96 Abs. 3 C. com.), die Anteilseigner verpflichten, Inhaberaktien in Namensaktien umzuwandeln (*Merle/Fauchon, Sociétés commerciales*<sup>19</sup>, 2015, S. 618 Rn. 551). Da nur Namensaktien zu einem Doppelstimmrecht berechtigen, kann die außerordentliche Hauptversammlung einen Aktionär auf diese Weise also zwingen, ein Doppelstimmrecht zu erwerben, wenn er die Aktie weiterhin halten möchte, auch wenn der Aktionär daran kein Interesse hat, z. B. weil er dadurch die Pflichtangebotschwelle von 30 % der Stimmrechte zu überschreiten droht. Ein solcher Zwang scheidet hingegen, wenn der Aktionär auf den Erwerb des Doppelstimmrechts (einseitig) verzichten kann.

<sup>123</sup> *Barrière/de Reals*, *Revue des Sociétés* 2014, 279, 289; *Couret*, *Bulletin Joly Bourse* 2014, 488, 495 misst beidem allerdings nur marginale Bedeutung zu. Eine weitere Befreiungsmöglichkeit besteht in dem Fall, dass ein Aktionär nach Abgabe eines Übernahmeangebots bereits mehr als 50 % des Kapitals, aber weniger als 50 % der Stimmrechte hält und sodann durch Erwerb von Doppelstimmrechten auch die letztgenannte Schwelle überschreitet, Art. 234-9, 6° bis règlement général de l'AMF, dazu *Bine/Crostwhaite*, *Bulletin Joly Bourse* 2014, 497, 501.

<sup>124</sup> Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans *au moins*, au nom du même actionnaire [*Hervorhebung d. Verf.*].

<sup>125</sup> Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire.

<sup>126</sup> Vgl. *Le Nabasque*, *Revue de droit bancaire et financier* 2013, Repère 6, 1.

Haltedauer von vier Jahren, vereinzelt sogar von zehn Jahren.<sup>127</sup> Diese und andere nach dem bisherigen Recht getroffene Regelungen bleiben gemäß ausdrücklicher Anordnung in der Loi Florange auch nach dessen Inkrafttreten gültig.<sup>128</sup> Umstritten ist hingegen, ob längere Haltedauern nach neuem Recht weiterhin eingeführt werden können:

Befürworter einer liberalen Auslegung machen geltend, dass Abs. 3 Satz 1 auf Abs. 1 verweist, der eine längere Mindesthaltefrist gestattet (mindestens, franz. „au moins“), und überdies den Vorbehalt einer gegenteiligen Satzungsbestimmung normiert.<sup>129</sup> Da Letzteres jedenfalls eine vollständige Abbedingung gestattet, lässt sich zudem *a maiore ad minus* argumentieren: Dass Doppelstimmrechte sogar vollständig abgeschafft werden könnten, spricht dafür, per Satzung auch „nur“ die nötige Haltedauer verlängern zu dürfen.

Die Gegenmeinung stützt sich auf den Wortlaut von Abs. 3, der bestimmt, dass das in Abs. 1 vorgesehene Doppelstimmrecht *ex lege (de droit)* nach zwei Jahren Haltedauer gilt, ohne diese Frist, anders als Abs. 1, mit dem Zusatz „mindestens“ zu versehen.<sup>130</sup> Methodisch liegt insofern ein Umkehrschluss nahe. Für diesen spricht auch die Entstehungsgeschichte:<sup>131</sup> Der erste Gesetzesvorschlag sah den Zusatz „au moins“, wie er in (dem heutigen) Art. L. 225-123 Abs. 1 C. com. steht, auch für den heutigen Abs. 3 Satz 1 vor.<sup>132</sup> Dort wurde er im weiteren Verfahren aber gestrichen. Das mutmaßliche Motiv des Gesetzgebers erblickt man darin, eine Umgehung der Vorschrift durch übermäßig lange Haltedauererfordernisse zu verhindern.<sup>133</sup> In der Sache wird das mit Blick auf denkbare mildere Regelungsmöglichkeiten zu Recht kritisiert.<sup>134</sup> Mit anderen Argumenten

<sup>127</sup> *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 492 mit Fn. 34 geht davon aus, dass in der Praxis im Mittel eine Frist von vier Jahren verlangt werde, die Statuten von Pernod Ricard fordern zehn Jahre, zu Letzterem auch *Storck/Schneider*, AG 2008, 700, 702.

<sup>128</sup> Art. 7 IV Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle; *Le Nabasque*, Revue de droit bancaire et financier 2013, Repère 6, 1; *Basdevant*, RTDF 2014, 154, 155; *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 278; näher zur Begründung dieser Regelung *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 494.

<sup>129</sup> So namentlich die Association Nationale des Sociétés par Actions (A.N.S.A.), eine seit 1930 bestehende Vereinigung von börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften (*sociétés par actions*) sowie Rechtsanwaltskanzleien, in ihrer Entscheidung n° 14-007 vom März 2014 (zitiert nach *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 492 [Entscheidung selbst dem Verf. nicht zugänglich]); *Vannoote*, BRDA 2014, 18 bezeichnet diese Ansicht sogar als zweifelsfrei.

<sup>130</sup> *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18, 20; diese Auslegung voraussetzend auch *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 278; sympathisierend *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 492 („Manifestment, cette thèse paraît plus proche de l'esprit de la loi.“).

<sup>131</sup> *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18, 20.

<sup>132</sup> Proposition des Loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel, n° 1037 vom 15.05.2013, 12, Art. 5 Abs. 2: „Dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, sauf clause contraire des statuts, un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans *au moins*, au nom du même actionnaire.“ [*Hervorhebung d. Verf.*].

<sup>133</sup> So *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18, 20, allerdings ohne Beleg aus den parlamentarischen Materialien.

<sup>134</sup> *Ders.*, Droit des Sociétés 2014, 18, 20 betont, dass sich ohne Weiteres eine Obergrenze hätte festlegen lassen unter Berücksichtigung der Praxis derjenigen Gesellschaften, die schon vor der Loi Florange heldauerabhängige Doppelstimmrechte vorsahen.

Weiterhin könnte man anführen, dass ein Beschluss, der eine über zwei Jahre hinausgehende Frist für den Erwerb eines Doppelstimmrechts in der Satzung festlegt(e), eine Zweidrittelmehrheit erfordert(e), also die gleiche Schwelle wie ein vollständiger Opt-out. Auch insofern könnte schwerlich von Umgehung die Rede sein, weil dieselbe Gesellschaftermehrheit Doppelstimmrechte auch hätte abwählen kön-

ließe sich die Regelung aber durchaus rechtfertigen.<sup>135</sup>

Schließlich stellt sich ein fünftes, ebenfalls durch die Loi Florange geschaffenes Auslegungsproblem in Gestalt einer viel kritisierten, geradezu kryptischen Übergangsvorschrift,<sup>136</sup> die vorübergehend Aktionären helfen soll, welche durch die Loi Florange ein standardmäßiges Doppelstimmrecht erwerben und dadurch nach einem vorherigen Unterschreiten der Pflichtangebotsschwelle diese (erneut) überschreiten würden.<sup>137</sup>

### c) Bewertung der Wirksamkeit

In der Sache fällt die Bewertung sehr verhalten aus. Eine spürbare, vom Gesetzgeber angestrebte Stärkung langfristiger Aktionäre halten viele Stimmen für unwahrscheinlich. Zunächst wird schon unterschiedlich beurteilt, inwieweit ein Treuedoppelstimmrecht an sich überhaupt einen Anreiz bietet, kurzfristig lockendem Gewinn zu entsagen: Die einen machen geltend, dass Aktionäre mit Doppelstimmrecht unverändert der Versuchung unterliegen, attraktive Übernahmeprämien unabhängig vom langfristigen fundamentalen Sinn der Fusion einzustreichen.<sup>138</sup> Andere argumentieren hingegen, wohl mit Blick auf die Nichtübertragbarkeit des Stimmenvorteils, dass Aktionäre mit Doppelstimmrecht weniger geneigt seien, Verkaufsgelegenheiten zu nutzen.<sup>139</sup>

---

nen. Der Gesetzgeber müsste sogar fürchten, durch ein Verbot höherer Haltedauerschwellen mehr Opt-outs zu provozieren, sofern mit diesen kein abschreckender Imageschaden einhergeht.

<sup>135</sup> Abseits des nicht überzeugenden Umgehungsarguments (siehe soeben Fn. 134 auf S. 827) sprechen Gründe des Minderheitenschutzes dafür, keine übermäßig langen Erwerbsfristen für Doppelstimmrechte zuzulassen. Denn je kürzer die Erwerbsfrist ist, umso schneller können neue bzw. weitere Aktionäre Doppelstimmrechte erhalten und umso anfälliger ist folglich die Stellung von Aktionären, die nur vermittelt über Doppelstimmrechte eine faktische Kontrollposition in der Gesellschaft innehaben. Hier von kann je nach Konstellation ein disziplinierender Effekt ausgehen, der dem Anreiz entgegenwirkt, die Kontrollmacht zulasten der Minderheit zu missbrauchen.

<sup>136</sup> Deutlich *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 495: „Mais la loi ici est d’une obscurité rare pour le commun des mortels, et même d’ailleurs pour les spécialistes.“; ironisch *Basdevant*, RTDF 2014, 154, 157: „Ce texte qui n’est pas d’une clarté extrême, [...]“; *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 289: „passablement ambigu“; *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 315.

<sup>137</sup> Art. 6 Abs. 5 Satz 1 Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l’économie réelle. Näher dazu *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 495–496; *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18, 21; *Basdevant*, RTDF 2014, 154, 156–157. Dabei geht es, wie Torck überzeugend erläutert, in der Sache wohl um folgende Konstellation: Ein Aktionär, der zurzeit des Inkrafttretens der Loi Florange über 30 % des Kapitals und der Stimmrechte hält, veräußert nach Inkrafttreten der Loi Florange einen Teil seiner Beteiligung und unterschreitet dadurch die Pflichtangebotsschwelle von 30 % des Kapitals oder der Stimmrechte (sie kann nach französischem Recht ohne Angebotspflicht durch kleine jährliche Zukäufe überschritten werden, vor der Loi Florange von bis zu 2 %, seit der Loi Florange bis zu 1 %). Zwei Jahre nach Inkrafttreten der Loi Florange überschreitet derselbe Aktionär die Pflichtangebotsschwelle erneut, weil er infolge der neuen Standardregelung Doppelstimmrechte und dadurch wieder einen Stimmrechtsanteil von über 30 % erhält. Das würde an sich ein Pflichtangebot auslösen. Die Übergangsregelung ermöglicht aber der französischen Kapitalmarktbehörde AMF (Autorité des marchés financiers), unter von ihr näher zu bestimmenden Voraussetzungen davon zu befreien, sofern der in Rede stehende Aktionär auch unter Berücksichtigung seiner Doppelstimmrechte über einen niedrigeren Stimmrechtsanteil verfügt, als er ihn zur Zeit des Inkrafttretens der Loi Florange hatte.

<sup>138</sup> *Le Nabasque*, Revue de droit bancaire et financier 2013, Repère 6, 2; *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 288, 290; *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 509, 516; *Marsh*, Bulletin Joly Bourse 2014, 483, 487.

<sup>139</sup> *Couret*, Droit des Sociétés 2013, 13, 13 Rn. 4 a. E. = *ders.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2013, 19, 19 Rn. 4 a. E.; *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 315.

Weiterhin betonen die Kritiker, dass schon vor der Neuregelung 52,5 % der Gesellschaften im CAC 40 und 68 % derjenigen im SBF 250 ein zeitabhängiges Doppelstimmrecht statuarisch vorgesehen hatten.<sup>140</sup> Im CAC 40 sollen 20 bis 30 % der Aktien davon profitiert haben.<sup>141</sup> Praktiker verweisen zudem auf die Möglichkeit, ein Doppelstimmrecht mit einer Obergrenze für die Stimmrechte zu kombinieren, welche ein einzelner Aktionär maximal ausüben kann (Art. L. 225-125 C. com.). Mehrere große französische Gesellschaften praktizieren dies schon seit der Zeit vor der Reform,<sup>142</sup> allerdings wohl üblicherweise dergestalt, dass sich die statuarische Stimmrechtsobergrenze für Doppelstimmrechte ebenfalls verdoppelt.<sup>143</sup> Manche Stimmen messen der Verallgemeinerung des Treuedoppelstimmrechts daher keine grundstürzende Wirkung zu.<sup>144</sup> Die erreichte Verbreitungswirkung sollte man gleichwohl nicht unterschätzen. Die vorstehenden Zahlen zur Nutzung solcher Doppelstimmrechte vor der Loi Florange waren dem Gesetzgeber bekannt.<sup>145</sup> Sie bedeuten umgekehrt, dass zwischen gut 30 % aller und fast 50 % der großen Gesellschaften bisher der Regel *une action = une voix* folgten.<sup>146</sup> Bis Oktober 2015 haben laut einer empirischen Auswertung von den 46 französischen Gesellschaften des SBF 120, die bis zu der Loi Florange keine Doppelstimmrechte vorsahen, 32 (70 %) einen Opt-out beschlossen, 14 (30 %) haben dies unterlassen, wobei in sieben ein entsprechender Beschlussvorschlag scheiterte.<sup>147</sup> Ein ähnliches Bild zeichnet die AMF in einer differenzierten Auswertung von 60 Hauptversammlungen aus der ersten Jahreshälfte 2015: Von den 60 Gesellschaften verfügten 32 bereits 2013 über einen Doppelstimmrechtsmechanismus, davon 21 im CAC 40. Nach der Hauptversammlungssaison 2015 war ihre Zahl auf 44 Gesellschaften gestiegen, davon 27 im CAC 40.<sup>148</sup> Insofern scheint die Wirkung des Gesetzes nicht unbeachtlich.<sup>149</sup> Hinzu kommt die Signalwir-

<sup>140</sup> *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 488–489; *Martin/Angel*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 22 (im CAC 40 52,5 %, im SBF 120 58 % bzw. 61 %, wenn man nur die französischen Emittenten berücksichtigt); gleiche Kritik ohne Zahlenmaterial *Garel/Deniaud/Vermeille*, RTDF 2014, 81, 87. Auflistung zahlreicher Gesellschaften des CAC 40, die bereits vor der Loi Florange ein Doppelstimmrecht eingeführt haben, mit Angabe der entsprechenden Bestimmung ihrer Statuten bei *de Vilmorin/Berdou*, Droit des Sociétés 2014, 34.

<sup>141</sup> *Emery-Dumas*, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 21; *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488.

<sup>142</sup> *De Vilmorin/Berdou*, Droit des Sociétés 2014, 34: Danone, Lafarge, Pernod Ricard, Schneider Electric, Société Générale, Total, jeweils mit Angabe der entsprechenden Statutenbestimmung.

<sup>143</sup> So *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 496, der eine solche Regelung mit Blick auf das Proportionalitätsprinzip für rechtlich geboten hält.

<sup>144</sup> *Ders.*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 489, allerdings zugleich in Fn. 15 mit dem Hinweis, dass die Neuregelung 14 Gesellschaften im CAC 40 betreffen könnte und sich bislang nur drei per Aktionärsbeschluss herausoptiert hätten (NEXAN, NEXITY, SAFT). Bei Alstom sei eine entsprechende Beschlussvorlage gescheitert (ebd., Fn. 17).

<sup>145</sup> Siehe *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 116.

<sup>146</sup> Vgl. *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18.

<sup>147</sup> *Tézenas du Montcel/Benoit*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2015, 18 ff. Bezogen auf die Gesamtstichprobe der 111 Gesellschaften französischen Rechts im SBF 120 entspricht dies 13 %. Siehe zuvor auch schon *de Vilmorin/Berdou*, Droit des Sociétés 2014, 34, die sieben Gesellschaften aus drei unterschiedlichen Segmenten der NYSE Euronext auflisten, die zur Zeit ihres Artikels einen Opt-out betrieben haben, darunter Euler Hermes und Nexity aus dem Compartment A.

<sup>148</sup> *AMF*, Rapport 2015 sur le gouvernement, 9 novembre 2015, S. 46–47.

<sup>149</sup> Dahingehend auch Äußerungen im Gesetzgebungsverfahren, siehe *Emery-Dumas*, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 21: „Il s’agit d’une mesure extrêmement importante selon la majorité des personnes auditionnées. Un des interlocuteurs de votre rapporteure a d’ailleurs estimé que cet article constituera peut-être l’une des mesures phares de l’actuelle législature.“

kung der Abkehr von dem mehrere Jahrzehnte geltenden Standard *une action = une voix* für börsennotierte Gesellschaften.<sup>150</sup>

Eine andere Frage ist, ob sich hierdurch die Machtverhältnisse in der Praxis spürbar in der gesetzgeberisch erwünschten Weise verschieben (werden). Die Anwälte *Didier Martin* und *Karine Angel* haben vor Annahme der Loi Florange Aktionariat und Hauptversammlungspräsenz 45 französischen Gesellschaften im SBF 120 analysiert, welche bis dato kein Doppelstimmrecht eingeführt hatten, und grob abgeschätzt, inwieweit die Reform Aktionären mit einer Beteiligung zwischen 5 % und 15 % nutzen könnte.<sup>151</sup> Naturgemäß bietet dies nicht mehr als einen groben Anhaltspunkt, auch weil die Autoren nicht wissen konnten, wie viele Aktionäre mit Namensaktien sich später durch ihre Haltedauer für Doppelstimmrechte qualifizieren werden.<sup>152</sup> Gleichwohl liefert die Betrachtung interessante Anhaltspunkte: Sie legt nahe, dass ein standardmäßiges Doppelstimmrecht, abgesehen von einer Gesellschaft in der Stichprobe, kaum den Einfluss von Individualanlegern oder Belegschaftsaktionären stärken wird. Beide Gruppen könnten im Gegenteil durch ein steigendes Stimmgewicht großer Beteiligungen marginalisiert werden. Der Einfluss des französischen Staates als Aktionär wird sich, erwarten die Autoren, mit Ausnahme von zwei bis drei Gesellschaften<sup>153</sup> nicht erheblich ändern.<sup>154</sup> Auch französische institutionelle Investoren sehen *Martin/Angel* mit Blick auf deren deutlich reduzierte Beteiligungen nur sehr punktuell als Nutznießer.<sup>155</sup> Demgegenüber fürchten die Autoren in Gesellschaften mit stark gestreutem Aktionariat und geringer Hauptversammlungspräsenz einen perversen Effekt dadurch, dass Aktionäre mit einer Beteili-

<sup>150</sup> Sehr kritisch, aber vielleicht etwas weitgehend *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 47 („[...] serious break in our legal tradition. French law abandons its historical neutrality [...]“).

<sup>151</sup> *Martin/Angel*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 23. Der Fokus auf Aktionäre mit einer Beteiligung zwischen 5 % und 15 % ergibt sich aus zwei vereinfachenden Annahmen der Autoren: Erstens nehmen sie an, dass Großaktionäre es vorziehen, ihre Anteile teilweise in Inhaberaktien umzuwandeln, als durch ein Doppelstimmrecht für Namensaktien die Pflichtangebotsschwelle von 30 % der Stimmrechte zu überschreiten. Zweitens nehmen sie an, dass Aktionäre mit einer Beteiligung zwischen 5 % und 15 % ihre Anteile in Form von Namensaktien halten, um Doppelstimmrechte zu erlangen. Genau genommen enthalten beide Annahmen implizit weitere Voraussetzungen. Insbesondere muss ein Aktionär, der zwischen 15 % und 30 % hält, nur fürchten, durch zeitabhängige Doppelstimmrechte die Pflichtangebotsschwelle zu überschreiten, wenn ein hinreichender Anteil der übrigen Aktionäre kein Doppelstimmrecht erwirbt, also kurzfristig anlegt oder Inhaberaktien hält. Denn andernfalls findet eine Stimmrechtsverdopplung parallel bei mehreren Aktionären statt, mit der Folge, dass deren prozentualer Stimmrechtsanteil jeweils unterproportional zunimmt. Bei einer Beteiligung von nur relativ knapp über 15 % besteht deswegen keine Gefahr, die Pflichtangebotsschwelle zu überschreiten, sofern es zumindest weitere kleine langfristige Aktienblöcke mit Namensaktien gibt. *Martin/Angel* nehmen m. w. N. implizit an, dass dies nicht der Fall ist. Ihre als Annex abgedruckte Tabelle zur Beteiligungsstruktur von 21 Gesellschaften mit Kontrollaktionär weist allerdings für 16 dieser Gesellschaften mehr als zwei nenennswerte, mutmaßlich in der Regel langfristige Anteilseigner aus.

<sup>152</sup> *Dies.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 23.

<sup>153</sup> *Dies.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 23–24 mit Fn. 24: Air France KLM, Orange, Nicox.

<sup>154</sup> Hierfür geben *dies.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 23 drei Fallgruppen an: Der französische Staat (1) befindet sich schon vor der Reform in einer Kontrollposition (sechs Gesellschaften), (2) verfügt über eine so geringe Beteiligung, dass er auch nach Stimmrechtsverdopplung auf Unterstützung durch andere Großaktionäre angewiesen ist, oder (3) kann seinen möglichen Doppelstimmrechtsvorteil nicht vollständig nutzen, ohne die Pflichtangebotsschwelle zu überschreiten (zusammen acht Gesellschaften).

<sup>155</sup> *Dies.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 24 mit Fn. 25: Reform käme lediglich vier französischen institutionellen Investoren zugute (AXA, Prédica, BNP Paribas und Covéa), und das auch nur für wenige Beteiligungen.

gung von 5 bis 15 % die tatsächliche Kontrolle erlangen, ohne ein Pflichtangebot abgeben zu müssen. Dies könnte, so *Martin/Angel*, ein Dutzend überwiegend ausländischer Fonds entscheidend stärken, die nicht notwendig als langfristige Investoren gelten. In Rede stünden namentlich Finanzinvestoren als Großaktionäre oder andere Aktionäre, die gegenwärtig kein wesentliches Gewicht haben, aber davon profitieren könnten, dass ein Großaktionär seine Doppelstimmrechte mit Blick auf die Pflichtangebotsschwelle neutralisieren muss.<sup>156</sup> Insgesamt sehen *Martin/Angel* daher im Wesentlichen ausländische Finanzinvestoren als eigentliche Gewinner der Reform, gegenläufig zur Intention der Gesetzesverfasser.<sup>157</sup>

Weitere ungewollte Effekte sind insofern denkbar, als die Regelung nicht gegen Umgehungen gefeit ist: Das haltedauerabhängige Doppelstimmrecht erlischt zwar grundsätzlich bei Veräußerung der Aktie, nicht aber bei nur wirtschaftlicher bzw. indirekter Übertragung. Dies gilt z. B., wenn ein Investor Aktien an einer *société anonyme* über eine Beteiligungs- bzw. Holdinggesellschaft erwirbt. Diese erlangt nach zwei Jahren ein Doppelstimmrecht und behält es unabhängig davon, wie oft sie selbst zwischenzeitlich den Eigentümer wechselt.<sup>158</sup> Der Gesetzgeber war sich dieser offenen Flanke bewusst. In den Gesetzesberatungen war zunächst vorgeschlagen worden, in Art. L. 225-124 Abs. 1 Satz 1 C. com. einen Verlust des Doppelstimmrechts auch bei indirekter Aktienübertragung zu normieren (clause „holding“<sup>159</sup>).<sup>160</sup> In den weiteren Beratungen erachtete man dies aber für nicht umsetzbar und fürchtete erhebliche Rechtsunsicherheit mit Blick auf die Wirksamkeit von Beschlüssen, bei denen Doppelstimmrechte zum Tragen kommen. Daher wurde die Ergänzung wieder gestrichen.<sup>161</sup>

Schließlich kann wie bereits angedeutet die beabsichtigte Stärkung langfristiger Ankeraktionäre an der Pflichtangebotsschwelle von 30 % scheitern. Überspringt ein Aktionär diese, muss er ein Angebot für 100 % der Anteile abgeben. Ein langfristiger Ankeraktionär (mit mindestens 15 % der Aktien), der dies nicht will oder kann, wird unter dem alten Recht regelmäßig in der Lage gewesen sein, die nötige Zweidrittelmehrheit zur Begründung von Doppelstimmrechten zu blockieren.<sup>162</sup> Nach neuem Recht müsste er eine Zweidrittelmehrheit für einen Opt-out organisieren. Gelingt ihm das erwartbarerweise<sup>163</sup> nicht, gibt es zwar die bereits genannten (Aus-)Wege, um eigene Doppelstimm-

<sup>156</sup> *Dies.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 24.

<sup>157</sup> *Dies.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 24.

<sup>158</sup> Siehe *Basdevant*, RTDF 2014, 154, 156.

<sup>159</sup> *Ders.*, RTDF 2014, 154, 156.

<sup>160</sup> Siehe *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 120–121, amendement CE 193 sowie dazu den Stand des Gesetzentwurfs o. A., Texte de la Commission des Affaires Economiques, 17 juillet 2013, S. 12.

<sup>161</sup> *Emery-Dumas*, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 52: „[...] elle [la commission] a supprimé la disposition selon laquelle les droits de vote double ne pouvaient plus être utilisés quand les actions ont été transférées directement ou indirectement à un autre porteur. En effet, cette disposition serait quasiment impossible à mettre en œuvre car elle supposerait de connaître, lors de la tenue des assemblées d'actionnaires, l'ensemble des dispositifs juridiques utilisés par les actionnaires. En outre, aucune disposition ne prévoit le sort des décisions collectives prises avec des droits de vote double qui seraient ensuite annulés. Enfin, en cas d'utilisation inappropriée des droits de vote double, il existe déjà des dispositifs juridiques pour répondre aux contournements observés.“

<sup>162</sup> *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18, 20.

<sup>163</sup> Dies wird generell sehr schwer und in aller Regel unmöglich sein, sobald es einen Aktionär gibt, der von der Doppelstimmrechtsregelung bereits profitiert, siehe *Garel/Deniaud/Vermeille*, RTDF 2014, 81, 87. Dies gilt umso mehr, wenn man einen getrennten Beschluss der begünstigten Aktionäre für erforderlich erachtet (zu diesem Streit oben 4. Teil, § 5 III. 1. b), S. 824 ff.

rechte zu neutralisieren. Es bleibt aber das paradoxe Ergebnis, dass die Neuregelung in einer naheliegenden Konstellation ausgerechnet den Anteil derjenigen verwässert, deren Position sie eigentlich stärken soll.<sup>164</sup> Verschärft wird dieses Problem dadurch, dass sich die erforderliche „Neutralisierung“ vorab nicht sicher berechnen lässt, weil der eigene Stimmenanteilszuwachs durch Doppelstimmrechte auch davon abhängt, wie viele der anderen Aktionäre Doppelstimmrechte erwerben bzw. halten oder verlieren.<sup>165</sup> Dies nährt Sorgen, Fälle passiver Schwellenüberschreitung in beide Richtungen könnten sich vervielfachen.<sup>166</sup>

Auch unabhängig von alledem sieht man allerdings den französischen Staat als Profiteur der Reform mit Blick auf den pikanten Art. 7 Abs. 6 der Loi Florange:<sup>167</sup> Diese Vorschrift besagt, dass der Staat bei *sociétés anonymes*, an denen er gesetzlich eine bestimmte Mindestbeteiligung am Kapital von unter 50 % halten muss, seine Verpflichtung erfüllt, wenn er die Schwelle entweder bezogen auf das Kapital oder die Stimmrechte erreicht. Zudem erlaubt Art. 7 Abs. 6 dem Staat, die vorgegebene Schwelle zeitweise zu unterschreiten, sofern er sie innerhalb von zwei Jahren wieder erreicht. Laut Schätzungen der Agence des participations de l'État im Gesetzgebungsverfahren kann der französische Staat deswegen infolge des zum Standard erhobenen Doppelstimmrechts zwischen 2,4 % und 23,9 % seiner Beteiligungen an großen Unternehmen verkaufen und erhebliche Erlöse erzielen, ohne sein bisheriges Kontrollniveau zu unterschreiten.<sup>168</sup> Die Analyse von *Martin/Angel* bestätigt ein entsprechendes Potenzial.<sup>169</sup> Etwas überspritzt lässt sich also festhalten, dass das Standard-Doppelstimmrecht zwar ambivalent und unsicher auf die Kontrollverhältnisse in großen französischen Aktiengesellschaften wirkt, aber ganz sicher Potenzial zur einmaligen Aufbesserung der französischen Staatsfinanzen bietet. Zyniker mögen in derartigen einmaligen Haushaltsaufbesserungen freilich genau den *court-termisme* erkennen, welchen die Loi Florange vorgeblich bekämpfen soll.

#### d) Rechtspolitische und -ökonomische Bewertung im französischen Schrifttum

Die vorstehenden Ausführungen lassen erahnen, dass das juristische Schrifttum die Neuregelung auch in rechtspolitischer Hinsicht überwiegend sehr kritisch sieht. Dies gilt vor allem, aber keineswegs nur, für Autoren, die rechtsökonomisch argumentieren.

Viele Autoren halten der Reform vor, einen bestimmenden Einfluss mit geringer Beteiligungshöhe zu erleichtern und damit den selbst gesteckten Zielen, schleichende Kontrollerwerbe<sup>170</sup> zu begrenzen und langfristig-strategische Aktionäre zu stärken, zuwider

<sup>164</sup> *Torck*, *Droit des Sociétés* 2014, 18, 20; ganz ähnlich *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 47.

<sup>165</sup> *Torck*, *Droit des Sociétés* 2014, 18, 21.

<sup>166</sup> *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 47.

<sup>167</sup> So etwa *Couret*, *Bulletin Joly Bourse* 2014, 488, 490, allerdings auch mit dem Hinweis, dass die Regelung tatsächlich nur wenige Gesellschaften betreffen dürfte; *Torck*, *Droit des Sociétés* 2014, 18, 19; *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 47.

<sup>168</sup> *Emery-Dumas*, *Rapport N° 328*, 29 janvier 2014, S. 22 mit Abdruck einer entsprechenden Tabelle. Dieser zufolge kann der französische Staat seine Beteiligungen an folgenden Unternehmen ohne Verminderung des vorherigen Kontrollniveaus in dem angegebenen Umfang reduzieren: EDF 9,28 %, Areva 6,26 %, ADP 9,03 %, Safran 2,41 %, Orange 15,68 %, GDF-Suez 23,95 %.

<sup>169</sup> *Martin/Angel*, *La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires* 2014, 21, 24.

<sup>170</sup> Zum Begriff oben Fn. 41 auf S. 815.

zu laufen.<sup>171</sup> Dementsprechend bemängeln sie, dass der Gesetzgeber keine Folgenabschätzung oder Konsultation der betroffenen Kreise unternommen hat.<sup>172</sup>

Darüber hinaus stößt die Intention des Gesetzgebers grundsätzlich auf Kritik: Einige Stimmen halten ihm vor, dass seine Regelungsziele auf unbestätigten und/oder umstrittenen Annahmen beruhen: Es bestehe kein anerkannter Kausalzusammenhang zwischen der Haltedauer von Investoren und der kurz- oder langfristigen Führung einer Gesellschaft, ebenso wenig wie über die behaupteten positiven Auswirkungen langfristiger Aktionäre oder gar die automatische Zuteilung eines Doppelstimmrechts.<sup>173</sup> Letzteres berge das Risiko, Aktionäre zu stärken, die eng mit den Verwaltungsorganen verbunden sind, zum Schaden der Kleinanleger und institutionellen Investoren sowie auf Kosten des Wirtschaftswachstums.<sup>174</sup> In diese Richtung zielt auch die Kritik, der Gesetzgeber habe das Prinzip *un homme = une voix* für börsennotierte Gesellschaften ohne wesentlichen Grund aufgegeben, nur um Übernahmen französischer Gesellschaften zu bekämpfen, und unter Vernachlässigung der Besonderheiten jeder einzelnen Gesellschaft.<sup>175</sup> Insofern erkennen zwar auch Kritiker der Neuregelung an, dass Doppelstimmrechte für einige Gesellschaften je nach deren spezifischer Situation sinnvoll sein können. In der Generalisierung sehen sie aber einen verfehlten *one fits all approach*,<sup>176</sup> dabei wohl implizit zugrunde legend, dass das Prinzip *une action = une voix* regelmäßig die bessere (wohlfahrtsförderlichere) Standardregelung sei.

Insgesamt bescheinigen viele Stimmen der Reform einen antiliberalen,<sup>177</sup> protektionistischen<sup>178</sup> Einschlag. Ein solcher ist im Gesetzgebungsverfahren immerhin wesentlich abgemildert worden. So sah der Entwurf anfänglich vor, das Treuedoppelstimmrecht standardmäßig französischen und europäischen Aktionären vorzubehalten, womit wiederum eine bisherige Option zum Regelfall erhoben werden sollte (Wechsel von Opt-in zu Opt-out).<sup>179</sup> Aufgrund juristischer Bedenken gegen die Rechtfertigung dieser Ungleichbehandlung wurde die Klausel sogar auf Betreiben einer Mitinitiatorin des Gesetzentwurfs komplett gestrichen.<sup>180</sup> Somit hat die Loi Florange die bis dato im Gesetz vorgesehene Möglichkeit, ein Doppelstimmrecht Franzosen und Bürgern der EU bzw.

<sup>171</sup> *Martin/Angel*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 24; *Garel/Deniaud/Vermeille*, RTDF 2014, 81, 87; *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 47; *Bine/Crostwhaite*, Bulletin Joly Bourse 2014, 497, 502.

<sup>172</sup> *Garel/Deniaud/Vermeille*, RTDF 2014, 81, 87; *Martin/Angel*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 24.

<sup>173</sup> *Garel/Deniaud/Vermeille*, RTDF 2014, 81, 82–86, 88–91; ihnen folgend *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18, 19; ähnlich, aber allgemeiner mit Blick auf das Schicksal von Industrieanlagen übernommener französischer Unternehmen *Pérès*, RTDF 2014, 139.

<sup>174</sup> *Garel/Deniaud/Vermeille*, RTDF 2014, 81, 88–90; *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18, 19; ähnlich *Pérès*, RTDF 2014, 139.

<sup>175</sup> *Couret*, Droit des Sociétés 2013, 13, 15 Rn. 13 = *ders.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2013, 19, 21 Rn. 13.

<sup>176</sup> *Garel/Deniaud/Vermeille*, RTDF 2014, 81, 90–91; in der Sache auch *Marsh*, Bulletin Joly Bourse 2014, 483, 487.

<sup>177</sup> *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18, 19.

<sup>178</sup> *Le Nabasque*, Revue de droit bancaire et financier 2013, Repère 6, 1: „patriotisme économique“; *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314: „volonté protectionniste“; *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42: „more interventionist and overtly ‘patriotic’, [...]“; in größerem Zusammenhang auch *Conac*, ZVerglRWiss 2015, 215, 228 f. („move towards more protectionism“).

<sup>179</sup> Proposition des Loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel, n° 1037 vom 15.05.2013, 12, Art. 5 Absatzrandnummer 4.

<sup>180</sup> *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 119–120; dazu *Couret*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2013, 19, 21–22 = *ders.*, Droit des Sociétés 2013, 13, 15; *Le Nabasque*, Revue de droit

des EWR vorzubehalten, letztlich sogar für alle Aktiengesellschaften unabhängig von der Börsennotierung<sup>181</sup> abgeschafft. Die Literatur hat das deutlich begrüßt,<sup>182</sup> zumal die Beschränkung ohnehin leicht zu umgehen war.<sup>183</sup> Zumindest theoretisch ist das ein bedeutsamer Schritt, da ein erheblicher, wenn auch minoritärer, Anteil des CAC 40 von US-amerikanischen Investoren gehalten wird.<sup>184</sup> Kritiker wenden indes ein, dass gerade diese Aktionäre herkömmlich Inhaberaktien bevorzugen und insofern durch ein standardmäßiges Treuedoppelstimmrecht benachteiligt würden, das nur bei Namensaktien anfällt.<sup>185</sup> Aus dieser Perspektive hat der Gesetzgeber schlicht eine zwar offensichtliche, aber weitgehend irrelevante Diskriminierung durch eine weniger offensichtliche, aber praktisch viel gewichtigere ersetzt.<sup>186</sup>

Unter anderem aus diesem Grund fürchten viele, die Neuregelung schade der Attraktivität des französischen Aktienmarktes für ausländische Investoren, da zeitabhängige Doppelstimmrechte nur für Namensaktien vorgesehen sind.<sup>187</sup> Diese gelten als unattraktiv für ausländische Investoren, weil eine Aktienleihe ausgeschlossen ist und die Einschreibung auf den Namen eine leichte Handelbarkeit und damit eine geschmeidige Portfolioanpassung erschwert.<sup>188</sup>

Die Gegenmeinung wendet ein, dass Namensaktien auch Vorteile bieten – unter anderem eröffnen sie gemäß Art. L.232-14 C. com. nach zweijähriger Haltedauer eine bis zu 10 % erhöhte Dividende<sup>189</sup> – und von Gesellschaften ebenso wie der Europäischen Kommission favorisiert werden, weil sie den Emittenten eine bessere Identifikation ihrer Aktionäre ermöglichen.<sup>190</sup> Ebenso können Befürworter darauf verweisen, dass die Europäische Kommission sich offen dafür gezeigt hat, langfristiges Engagement der Ak-

---

bancaire et financier 2013, Repère 6, 2; europarechtliche Zweifel an der alten Regelung mit Blick auf die Kapitalverkehrsfreiheit erwähnend auch *Storck/Schneider*, AG 2008, 700, 703.

<sup>181</sup> *Basdevant*, RTDF 2014, 154, 156.

<sup>182</sup> *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 490, auch dazu, dass die Regelung auf das Gesetz vom 13.11.1933 zurückging und im Ursprung dazu diente, nach dem Ersten Weltkrieg einen Kontrollwerb durch ausländische Investoren zu bekämpfen, die von der starken Abwertung des Franc profitierten; *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 315.

<sup>183</sup> *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 490–491: Durch Gründung einer neuen Gesellschaft, die die Aktien hält; siehe zudem *ders.*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 491 zu den Folgen für bestehende statuarische Regelungen, die ein Doppelstimmrecht auf ausländische Aktionäre begrenzen: Insoweit könnten solche Vorgaben gemäß Art. L. 225-122 Abs. 1 S. 2 C. com. als „non écrite“ gelten, was *Couret* aber als nicht absolut sicher erscheint.

<sup>184</sup> Zahlen bei *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 491.

<sup>185</sup> *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18, 20; ähnlich *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 47; *Conac*, ZVerglRWiss 2015, 215, 228 f.

<sup>186</sup> *Le Nabasque*, Revue de droit bancaire et financier 2013, Repère 6, 2; dem folgend *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18, 20.

<sup>187</sup> *Le Nabasque*, Revue de droit bancaire et financier 2013, Repère 6, 2 („Tant pis pour l’attractivité de la place de Paris!“); *Couret*, Droit des Sociétés 2013, 13, 15 Rn. 13; *Couret*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2013, 19, 21 Rn. 13; *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 47–48; *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 289; *Marsh*, Bulletin Joly Bourse 2014, 483, 487 („[...] dégradation de la réputation de la place de Paris“), sowie allg. a. a. O., S. 483, 487 unter Verweis auf einen von der Loi Florange vermittelten Eindruck, dass Beteiligungen ausländischer Investoren an französischen Unternehmen nicht willkommen seien, und in Erwartung eines zusätzlichen Bewertungsabschlags für französische Unternehmen.

<sup>188</sup> *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 491. Hinzu kommt, dass eine Umwandlung in Namensaktien Kosten verursacht, *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 315.

<sup>189</sup> Allg. dazu *Germain/Magnier*, Les sociétés commerciales<sup>21</sup>, 2014, S. 377 Rn. 2092.

<sup>190</sup> *Couret*, Bulletin Joly Bourse 2014, 488, 491–492; mit Blick auf die letztgenannten beiden Punkte auch *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 316.

tionäre durch haltedauerabhängige Mehrstimmrechte oder erhöhte Dividenden zu fördern,<sup>191</sup> und dass zahlreiche Länder innerhalb und außerhalb Europas, darunter die USA, Mehrstimmrechte gestatten.<sup>192</sup> Nicht zuletzt mit Blick darauf erhält das grundsätzliche Ziel des Gesetzgebers, eine langfristige Orientierung der Aktionäre und mehr langfristiges Engagement mit dem haltedauerabhängigen Doppelstimmrecht zu fördern, stellenweise ausdrückliches Lob.<sup>193</sup>

Zudem verweisen Literaturstimmen darauf, dass die erhebliche Zahl von Gesellschaften in den französischen Börsenindizes, welche bereits vor der Reform Mechanismen zur Belohnung treuer Aktionäre einsetzten, keine (negative) Veränderung ihres Börsenwertes oder eine Ausgrenzung durch Investoren verzeichneten.<sup>194</sup> Es sei davon auszugehen, dass Anlageentscheidungen vorrangig von wirtschaftlichen Fundamentaldaten der jeweiligen Gesellschaft bestimmt würden.<sup>195</sup> Die letzte Aussage hat zu einem bestimmten Grad sicher einiges für sich,<sup>196</sup> die vorherige überzeugt hingegen weniger. Denn es liegt nicht fern, dass sich Gesellschaften, die vor der Loi Florange Treuestimmrechte per Opt-in eingeführt haben, in bestimmter Weise systematisch von denjenigen unterscheiden, die bei der damaligen Standardregel geblieben sind, nach der Loi Florange aber keinen Opt-out vollziehen. Investoren könnten deshalb Treuestimmrechte bei beiden Gruppen im Schnitt abweichend bewerten.<sup>197</sup>

#### e) Aufnahme in der Praxis und im Ausland

Ergänzend zu der juristischen und rechtsökonomischen Betrachtung lohnt ein Blick darauf, wie die Reform des Doppelstimmrechts außerhalb der französischen Rechtswissenschaft aufgenommen worden ist.

Betrachtet man zunächst den Kreis der unmittelbar Betroffenen, ist bemerkenswert und in gewisser Weise bezeichnend, dass einerseits von Großunternehmen (wesentlich mit-)finanzierte Denkfabriken (Institut de l'entreprise, Terra Nova) die erweiterte Treuestimmrechtsregelung maßgeblich propagiert haben, andererseits aber wichtige Akteure der institutionellen Vermögensanlage aus dem In- und Ausland die Reform negativ aufgenommen haben.<sup>198</sup> So hat die französische Vermögensverwaltervereinigung Associa-

<sup>191</sup> *Martin/Angel*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 22; ferner *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 316, die auf die Einführung des Europäischen langfristigen Investmentfonds verweisen.

<sup>192</sup> *Martin/Angel*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 22.

<sup>193</sup> Etwa von *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 315–316.

<sup>194</sup> *Martin/Angel*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 22; *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18, 19, der aber auch verbleibende Zweifel betont; *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 315.

<sup>195</sup> *Martin/Angel*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 21, 22.

<sup>196</sup> Anekdotische Belege, namentlich die Börsengeschichten von Google, Apple, Amazon und Facebook sprechen dafür, dass Investoren in gewissen Konstellationen (hier: junge Gesellschaften, starke Gründerfiguren mit hohem unternehmerischem und innovativem Talent, sehr innovatives Marktumfeld) sogar Mehrstimmrechtskonstruktionen ohne ersichtliche Preisabschläge akzeptieren, die dauerhaft eine Kontrolle weniger Insider sichern. Der Alibaba-Börsengang zeigt, dass in Ausnahmefällen sogar Gesellschaften mit anerkannt schlechten Governance-Standards und einem unsicheren rechtlichen Umfeld exorbitante Börsenbewertungen bei der Erstemission erzielen können.

<sup>197</sup> In der Sache ebenso *Torck*, Droit des Sociétés 2014, 18, 19: Die genauen Gründe, aus denen fast die Hälfte der SBF-120-Gesellschaften keine Doppelstimmrechte beschlossen hat, sind nicht bekannt und drohen durch die neue Standardregel gelegnet zu werden.

<sup>198</sup> Allg. dazu *Delvoie/Clottens*, Law and Financial Markets Rev. 9 (2015), 19, 21.

tion Française de la Gestion Financière (AFG) ihren Mitgliedern, die nahezu 20 % des Streubesitzes am CAC 40 und SBF 120 halten, empfohlen, für einen Opt-out zu stimmen, also den Grundsatz *une action = une voix* beizubehalten. Stattdessen befürwortet(e) die AFG einen Dividendenaufschlag, um langfristige Haltedauern zu begünstigen.<sup>199</sup> Übereinstimmend hatte sich bereits vor der Loi Florange ein Mitarbeiter eines führenden französischen Versicherungskonzerns und Vermögensverwalters geäußert.<sup>200</sup> Der einflussreiche US-amerikanische Stimmrechtsberater ISS drängte in ähnlicher Weise mit seinen Abstimmungsempfehlungen für 2.015 französische Gesellschaften, ihre Aktionäre vor dem automatischen Entstehen von Doppelstimmrechten über einen Opt-out-Beschluss abstimmen zu lassen.<sup>201</sup> Die AMF hat Gleiches von anderen Stimmrechtsberatern berichtet.<sup>202</sup> Während sich Investorenvertreter und ihre Dienstleister demnach gegen das automatische Doppelstimmrecht gesperrt haben, ebenso wie schon unter dem alten Recht gegen einen Opt-in,<sup>203</sup> ist als Durchsetzer der Neuregelung vor allem der französische Staat hervorgetreten. In zwei Gesellschaften, Alstom und Renault, hat er einen Opt-out sogar buchstäblich mit Haken und Ösen verhindert, gleichsam in bester Manier eines aktivistischen Hedgefonds.<sup>204</sup> Dieses und anderes Engagement als Aktionär rechtfertigt der französische Staat üblicherweise mit Verweisen auf die Umsetzung einer strategischen Vision, langfristige Forschung und das öffentliche Interesse.<sup>205</sup> Insbesondere bei Renault hat es indes heftige Kritik auf sich gezogen.<sup>206</sup>

Des Weiteren fällt die intensive wissenschaftliche Wahrnehmung der Reform im Ausland auf. Allgemein haben europäische Autoren das französische Treuedoppelstimm-

<sup>199</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, 2014, S. 11 unter B.4; bei Doppelstimmrechten verwies die AFG darauf, dass sie ermöglichten, mit einem Minderheitsanteil die Kontrolle zu übernehmen, und fürchtete deswegen Missbrauchspotenzial infolge des Umstands, dass Aktionärs-einfluss und wirtschaftliches Risiko auseinanderfallen. Auch Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen beurteilte die AFG kritisch, sofern Aktionäre dadurch gehindert werden, im Einzelfall über die Annahme oder Ablehnung des Angebots zu entscheiden (a. a. O., S. 13 unter C.3-1).

<sup>200</sup> Siehe *Hellebuxck*, in: *Conseil d'Analyse Économique* (Hrsg.), *Investissements et investisseurs de long terme*, 2010, S. 213, 216–217 von AXA Investment Managers.

<sup>201</sup> ISS, 2015 *Benchmark Policy Recommendations*, Nov. 6, 2014, S. 3: Als Reaktion auf den Erlass der Loi Florange nahm ISS Richtlinien auf, um die Beibehaltung des One-Share-One-Vote-Grundsatzes in französischen Gesellschaften zu fördern. Gesellschaften, welche bis dato keine Satzungsregelung hatten, die Doppelstimmrechte verbietet, hielt ISS an, ihre Aktionäre über eine dahingehende Satzungsänderung abstimmen zu lassen. ISS drängte darauf, einen entsprechenden Vorschlag für eine Satzungsänderung bis zum 2. April 2016 zu unterbreiten, also bevor die gesetzliche Zweijahresfrist für den automatischen Erwerb doppelter Stimmrechte ablief, die am 3. April 2014 begonnen hatte. Andernfalls drohte ISS unter anderem, einzelfallabhängig zu empfehlen, gegen die Wiederwahl von Direktoren oder Aufsichtsratsmitgliedern zu stimmen. Gesellschaften, die bereits vor der Loi Florange Doppelstimmrechte zuließen, nahm ISS von dieser Abstimmungsempfehlung aus.

<sup>202</sup> AMF, *Rapport 2015 sur le gouvernement*, 9 novembre 2015, S. 46.

<sup>203</sup> Dazu *Storck/Schneider*, AG 2008, 700, 704.

<sup>204</sup> Näher *AMF*, *Rapport 2015 sur le gouvernement*, 9 novembre 2015, S. 47: Bei Alstom wollte der Großaktionär Bouygues mit 29,3 % der Stimmrechte ursprünglich für einen Opt-out stimmen. Letztlich votierte Bouygues aber gegen den entsprechenden Beschlussvorschlag, nachdem Bouygues eine Vereinbarung mit dem französischen Staat über die Leihe von 20 % der Alstom-Aktien mit Kaufoption geschlossen hatte. Bei Renault hat der französische Staat seinen Aktienanteil temporär mittels eines Optionsvertrags mit der Deutschen Bank erhöht, um dafür zu sorgen, dass ein Opt-out-Beschlussvorschlag nicht die erforderliche Zweidrittelmehrheit erhielt.

<sup>205</sup> Dazu *Schmidt*, *Recueil Dalloz* 2015, n° 42 Éditorial.

<sup>206</sup> *Mortier*, *Droit des Sociétés* 2016, 6 zum Versuch des Ministers Macron, über die Aktionärsrechte und sodann mit politischen Drohungen auf die Vergütung des Renault-Chefs Carlos Ghosn Einfluss zu nehmen.

recht schon vor der Loi Florange ganz unterschiedlich bewertet: In Deutschland ist es in der Heuschreckendebatte um Hedgefonds und Finanzinvestoren teilweise auf Sympathie, überwiegend aber auf Ablehnung gestoßen.<sup>207</sup> In ähnlicher Weise haben nach der Loi Florange Stimmen aus dem europäischen Schrifttum einen *entrenchment effect* gegen feindliche Übernahmen zugunsten vorhandener Paketaktionäre beanstandet: Das Treuestimmrecht, argwöhnen sie, könnte einer verdeckten Maßnahme zugunsten dieser Aktionäre gleichkommen, für die es weniger beschwerlich sei als für Kleinanleger, ihre Aktien auf den Namen zu registrieren.<sup>208</sup> Zudem haben sich prominente Autoren der Kritik angeschlossen, das standardmäßige Treuedoppelstimmrecht habe unbeabsichtigt schleichende Übernahmen erleichtert.<sup>209</sup>

Demgegenüber hat das französische Treuedoppelstimmrecht in der *Short-termism*-Debatte außerhalb Frankreichs viele Anhänger, vor allem in jüngerer Zeit. In der neueren US-amerikanischen Diskussion erscheint die französische Regelung, soweit sie angesprochen wird, nach der Loi Florange in der Regel positiv als denkbarer Ansatzpunkt gegen *Short-termism*. Die einschlägigen Autoren haben sich dabei allerdings soweit ersichtlich durchgängig auf eine knappe Erwähnung ohne nähere rechtsvergleichende Untersuchung beschränkt.<sup>210</sup> Bedenkt man, dass die US-amerikanische Rechtswissenschaft und *Short-termism*-Debatte im Allgemeinen eher wenig rechtsvergleichend interessiert ist, erscheint das gleichwohl beachtlich.

In der alten Welt ist das Meinungsbild bei *Short-termism*-Diskutanten in jüngerer Zeit ebenfalls zunehmend positiv, aber differenzierter: Während *Charkham*, in den 1990er Jahren ein führender englischer Vertreter der *Short-termism*-These, die damals per Opt-in möglichen Loyalitätsprämien noch eher als Abwehrinstrument gegen Übernahmen denn als besonderen Anreiz zu langfristigem Verhalten einordnete,<sup>211</sup> nennen heute mehrere englische Stimmen das Instrument als potenziell zielführende Maßnahme gegen *Short-termism*,<sup>212</sup> ebenso wie teils sehr prominente Stimmen im europäischen Diskurs.<sup>213</sup>

<sup>207</sup> Dazu bereits oben 2. Teil, § 2 V.3.a), S. 363, Text bei Fn. 693–698 auf S. 364.

<sup>208</sup> *Delvoie/Clottens*, *Law and Financial Markets Rev.* 9 (2015), 19, 21.

<sup>209</sup> *Enriques/Gatti*, *JCLS* 15 (2015), 55, 89 Fn. 159: Die Verdopplung des Stimmrechts nach zwei Jahren erleichtere eine schleichende Kontrollübernahme durch Erwerb eines Minderheitsanteils und anschließendes Abwarten mit nachfolgendem Anstieg der Stimmrechtsmacht knapp unter die Pflichtangebotsschwelle. Ebenso kritisieren die Autoren (ebd.), dass Frankreich und Italien die Neutralitätspflicht der Unternehmensverwaltung zu einer Opt-in-Möglichkeit umgewandelt haben. Auch dies werde sehr wahrscheinlich die schwach regulierten schleichenden Übernahmen zu einer attraktiveren Erwerbsstrategie machen. Positiv sehen *dies.*, *JCLS* 15 (2015), 55, 78 hingegen die mit der Loi Florange eingeführte Mindestannahmeschwelle für Übernahmeangebote von 50 %, weil diese es erschwere, die Pflichtangebotsregel mit einem bewusst niedrigen Preisangebot zu umgehen.

<sup>210</sup> *Barton*, *Harv. Bus. Rev.* 89 (2011), 85, 91; ihm folgend *Helms/Fox/Kenagy*, *I.C.C.L.R.* 23 (2012), 45, 52, 54; *Wong*, Rethinking „One Share, One Vote“, 19.04.2013 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2013/04/19/rethinking-one-share-one-vote/>> (geprüft am 11.06.2020); *Belinfanti*, 38 *Del. J. Corp. L.* 789, 847, 860 (2014) (mit dem weitergehenden Vorschlag, Mehrstimmrechte über die Haltedauer hinaus an Stewardship-Verhalten zu knüpfen); zudem im Rahmen einer Studie von *time-phased voting* in den USA vor dem Hintergrund der dortigen *Short-termism*-Debatte *Dallas/Barry*, 40 *Del. J. Corp. L.* 541, 550 (2016).

<sup>211</sup> *Charkham*, *Keeping good company*, 1995, S. 148.

<sup>212</sup> So aus ökonomischer Sicht *Davies/Haldane/Nielsen u. a.*, *J. Fin. Stability* 12 (2014), 16, 25; *The Purposeful Company Task Force & Steering Group*, Interim Report, May 2016, S. 57, kritischer allerdings a. a. O., S. 126–127; aus juristischer Sicht *Arsalidou*, *ECFR* 9 (2012), 342, 376–377.

<sup>213</sup> Jeweils knapp *Wymeersch*, *FS Hopt*, 2010, S. 1565, 1586; *Jackson/Petraki*, in: *Vitols/Kluge* (Hrsg.), *The sustainable company*, 2011, S. 199, 212, 218. Für liberale Zulassung solcher Gestaltungen in den einzelstaatlichen Gesellschaftsrechten *Reflection Group on the Future of EU Company Law*,

Dies ist allerdings nicht unwidersprochen geblieben, sowohl – ebenso prominent – in der englischen *Short-termism*-Debatte<sup>214</sup> als auch in der europäischen.<sup>215</sup> Dessen ungeachtet zeichnet sich in mehreren EU-Mitgliedstaaten nach der Finanzkrise ein gewisses Momentum für Treuebelohnungen langfristiger Aktionäre ab: In den Niederlanden hat es seit der Finanzkrise Überlegungen seitens Regierung und Parlament gegeben, eine rechtliche Grundlage für Treuedividenden und/oder Treuestimmrechte zu schaffen.<sup>216</sup> Auch ohne eine solche Grundlage haben 2013 und 2014 Gesellschaften der Fiat-Gruppe im Zuge einer Sitzverlegung von Italien in die Niederlande erfolgreich Treuedoppelstimmrechte nach dem Muster des französischen Vorbildes eingeführt, allerdings mit dreijähriger Haltedauerschwelle.<sup>217</sup> Italien hat hierauf umgehend reagiert und 2014 seinerseits eine gesetzliche Basis (unter anderem) für Treuemehrstimmrechte geschaffen, die sich sichtlich am französischen Modell orientiert, es aber bei einer Opt-in-Regelung belässt.<sup>218</sup>

## 2. Absenkung der Pflichtangebotschwelle

Art. L. 433-3 Abs. 1, Abs. 5 Code monétaire et financier (CMEF) schreibt vor, dass ein Aktionär einer Gesellschaft mit Sitz in Frankreich, die in der EU oder dem EWR auf einem regulierten Markt gelistet ist, in drei Konstellationen ein Pflichtangebot für alle Anteile dieser Gesellschaft abgeben muss:<sup>219</sup>

- erstens, wenn der Aktionär allein oder in Abstimmung mit anderen mehr als 30 % des Kapitals oder der Stimmrechte dieser Gesellschaft erwirbt;

---

Report, 05.04.2011, S. 46–47 sowie nachfolgend *former Reflection Group on the Future of EU Company*, ECFR 10 (2013), 304, 316.

<sup>214</sup> Mayer, *Firm Commitment*, 2013, S. 207–209 kritisiert, dass das französische Treuestimmrecht Aktionäre nur für das Halten ihrer Aktien belohnt, aber nicht vorsieht, dass sie sich verpflichten, die Aktien für eine bestimmte Zeit zu halten oder den Grad ihrer Bindung zu signalisieren. Loyalty- und Doppelstimmrechtsaktien belohnen Aktionäre für ihre vergangene Haltedauer und verfehlten es dadurch, sie für die zukünftigen Folgen ihrer Handlungen verantwortlich zu machen. In dem Ausmaß, in dem Aktionäre, die ihre Aktien bereits lange gehalten haben, diese mit größerer Wahrscheinlichkeit in naher Zukunft abgeben, belohnen sie potenziell sogar das Fehlen einer Bindung (*commitment*); zuvor ablehnend auch schon Walker, Walker Review, Final Recommendations, 26.11.2009, S. 87 Rn. 5.48 (ohne ausdrückliche Nennung des französischen Vorbildes).

<sup>215</sup> Ginevri, ECFR 12 (2011), 587, 607.

<sup>216</sup> Näher *Frentrop*, Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 68–69 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>217</sup> Näher *Delvoie/Clottens*, Law and Financial Markets Rev. 9 (2015), 19, 22; *Ventoruzzo*, ZVerglRWiss 114 (2015), 192, 196, 202–203.

<sup>218</sup> Der italienische Gesetzgeber hat im Zuge dieser Reform börsennotierten Gesellschaften erlaubt, nach dem Muster der französischen Regelung vor der Loi Florange Treuedoppelstimmrechte nach zweijähriger Haltedauer per Opt-in einzuführen (Art. 127-quinquies und Art. 127-sexies *testo unico* in materia di intermediazione finanziaria). Nicht börsennotierte Gesellschaften können nun überdies „normale“ Mehrstimmrechte mit bis zu drei Stimmen pro Aktie schaffen (Art. 251 Abs. 4 *cod. civ.*). Zu Einzelheiten dieser Reform, einschließlich der Motivation des Gesetzgebers und wichtiger Rechtsprobleme instruktiv *Ventoruzzo*, ZVerglRWiss 114 (2015), 192, 192–193, 208–214; knapp *Delvoie/Clottens*, Law and Financial Markets Rev. 9 (2015), 19, 22.

<sup>219</sup> Dass ein Pflichtangebot abgegeben werden muss, wenn eine Person Wertpapiere erwirbt, die ihr einen kontrollbegründenden Anteil an den Stimmrechten einer Gesellschaft verschaffen, ist europarechtlich vorgegeben, Art. 5 Abs. 1 Satz 1 RL 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. L 142 vom 30.04.2004, S. 12. Es bleibt aber den Mitgliedstaaten überlassen, den prozentualen Anteil der Stimmrechte festzulegen, der eine Kontrolle begründet, Art. 5 Abs. 3 RL 2004/25/EG.

- zweitens erlaubt das französische Recht einem Aktionär, der zwischen 30 % und 50 % des Kapitals oder der Stimmrechte hält, zwar einen langsamen Ausbau seiner Position. Wenn er aber zu schnell zu viel hinzuerwirbt (*excès de vitesse [d'acquisition]*), muss er ein Pflichtangebot abgeben. Das Gesetz setzte die Grenze bis zur Loi Florange auf 2 % des Kapitals oder der Stimmrechte innerhalb von zwölf Monaten;<sup>220</sup>
- drittens ist ein Pflichtangebot unabhängig von *excès de vitesse* jedenfalls bei Überschreitung von 50 % des Kapitals oder der Stimmrechte fällig.

Die näheren Einzelheiten regelt jeweils die französische Kapitalmarktaufsicht Autorité des marchés financiers (AMF) in ihren allgemeinen Finanzmarktregeln (*règlement général*).

Die Initiatoren der Loi Florange wollten anfänglich ganz anders auf diese Vorschriften einwirken, als es schließlich der verabschiedete Gesetzentwurf tat. Der Ursprungsentwurf der Loi Florange hatte, unter dem Titel der Förderung eines langfristigen Aktionariats, vorgesehen, die erstgenannte Pflichtangebotschwelle von 30 % auf 25 % abzusinken.<sup>221</sup> Die angestrebten Ziele waren freilich auch stark protektionistisch: Allgemein wollte man einen Ausverkauf strategischer Unternehmen ans Ausland verhindern, wertvernichtende Übernahmen bekämpfen und übernahmefreundlichen Fonds entgegentreten.<sup>222</sup> Konkret sollte die Absenkung auf 25 % den Minderheitenschutz verbessern und faktische Kontrollen angesichts schwacher Hauptversammlungspräsenzen verhindern.<sup>223</sup> Insoweit sah man in der Schwellenabsenkung zudem eine unerlässliche Komplementärmaßnahme zur Generalisierung von Doppelstimmrechten, die das Risiko faktischer Kontrollen steigere.<sup>224</sup>

Im Gesetzgebungsverfahren wurde dieser Vorschlag aber aufgegeben: Erstens bemängelte man, dass sich Frankreich mit einer Schwelle von 25 % vom Standard der EU-Mitgliedstaaten entfernt hätte, von denen nur Kroatien eine ebenso niedrige Schwelle vorsah.<sup>225</sup> Zweitens wäre die erneute Absenkung relativ schnell auf die letzte Absenkung von 33 % auf 30 % im Oktober 2010 gefolgt, mit der Notwendigkeit einer weiteren Altfallregelung.<sup>226</sup> Drittens zweifelte man, dass mit einer solchen Absenkung faktische Kontrollen vermieden würden, und erblickte viertens einen Widerspruch zu dem Ziel, das Aktionariat mit Doppelstimmrechten zu stabilisieren.<sup>227</sup>

<sup>220</sup> Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 323 Rn. 1651.

<sup>221</sup> Proposition des Loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel, n° 1037 vom 15.05.2013, 12, Art. 4.

<sup>222</sup> Valter, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 39.

<sup>223</sup> Dies., Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 107–109.

<sup>224</sup> Dies., Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 111.

<sup>225</sup> Emery-Dumas, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 44; dagegen Valter, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 110–111 unter Verweis auf mindestens ebenso niedrige Schwellen in Südkorea, Australien, Kanada, Neuseeland, der Türkei und Israel.

<sup>226</sup> Emery-Dumas, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 44; hierzu muss man wissen, dass das Übergangsrecht zur Änderung von 2010 vereinfacht gesagt die bis dato geltende 33-%-Schwelle für Altfälle dauerhaft festschrieb, sodass das alte Recht für diese fortgilt („survie de la loi ancienne“), näher Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 318 Rn. 1615–1616. Eine weitere derartige *clause grand-père* in kurzem Abstand wollte man also vermeiden. Vonseiten der Gesetzesinitiatoren war demgegenüber genau eine solche Klausel vorgeschlagen worden (siehe Valter, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 112–113).

<sup>227</sup> Emery-Dumas, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 44; Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 270 Rn. 1402.

Dafür nahmen im Gesetzgebungsverfahren seine Initiatoren<sup>228</sup> bereits frühzeitig die Regelung des *excès de vitesse* in den Blick und schlugen vor, den unschädlichen Zuerwerb von 2 % auf 1 % abzusenken. Damit griff man in der Sache die Empfehlung einer AMF-Arbeitsgruppe aus dem Jahr 2008 auf.<sup>229</sup> Im Gesetzgebungsverfahren war diese Form der Bekämpfung schleichender Kontrollerwerbe offenbar relativ unstrittig<sup>230</sup> und wurde dementsprechend Gesetz.

Die Literatur hat gemischt reagiert: Sie stimmt zu, dass die vorherige 2-%-Schwelle Aktionäre sehr frei gewähren ließ, indem sie einen Zukauf von 10 % in nur fünf Jahren ermöglichte. Das alte Recht gestattete bei ein wenig Geduld leicht einen faktischen Kontrollerwerb ohne Pflichtangebot.<sup>231</sup> Zugleich herrscht Einigkeit, dass die Absenkung auf 1 % im Ergebnis ein halbherziger Schritt ohne entscheidende praktische Auswirkungen ist.<sup>232</sup> Dieser Befund wird indes unterschiedlich bewertet: Die einen sehen in der Regelungsanpassung einen unzulänglichen Schritt in die richtige Richtung, unter Verweis darauf, dass Großbritannien jeglichen weiteren Zuerwerb untersagt.<sup>233</sup> Die Gegenposition räumt dies zwar ein, ebenso wie eine geringe Effektivität der Absenkung beim Kampf gegen schleichenden Kontrollerwerb. Sie begrüßt aber, dass der Gesetzgeber mit der moderaten Einschränkung eine gewisse entlastende Flexibilität erhalten hat.<sup>234</sup>

### 3. Mindestannahmeschwelle für die Wirksamkeit eines Übernahmeangebots

Bis zur Loi Florange stellte es das französische Übernahmerecht einem Bieter grundsätzlich frei, ob er sein Erwerbsangebot an die Aktionäre der Zielgesellschaft unter die Bedingung stellen wollte, eine bestimmte Mindestzahl von Titeln zu erhalten, bei deren Verfehlen sein Angebot hinfällig werden sollte (*seuil de renonciation*). Nur ausnahmsweise sah sich die Kapitalmarktregulierungsbehörde berechtigt, gestützt auf die Generalklausel in Art. 231-3 *règlement général* im Einzelfall eine Zurückweisungsschwelle vorzugeben.<sup>235</sup> Zwar enthielt in der Praxis eine große Mehrheit der freiwilligen Übernahmeangebote eine Mindestannahmebedingung zwischen der Hälfte und zwei Dritteln

<sup>228</sup> Siehe Valter, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 115.

<sup>229</sup> Barrière/de Reals, Revue des Sociétés 2014, 279, 280.

<sup>230</sup> Vgl. Emery-Dumas, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 48–49, wo Änderungen nicht an der Regelung in der Sache, sondern nur an der Übergangsvorschrift diskutiert werden.

<sup>231</sup> Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 323 Rn. 1651.

<sup>232</sup> Deutlich Marsh, Bulletin Joly Bourse 2014, 483, 484 („Il s’agit de demi-mesures avec un effet probable de retarder la prise de contrôle sans pour autant l’empêcher.“).

<sup>233</sup> Barrière/de Reals, Revue des Sociétés 2014, 279, 281; Pietrancosta, RTDF 2014, 42, 44, der wohl zugrunde legt, dass der französische Gesetzgeber bei der Regelung der Zuerwerbsschwelle am britischen Übernahmerecht Maß genommen habe. Aus den Materialien ist dies allerdings nur eingeschränkt zu belegen. Der Vergleich mit Großbritannien spielte zumindest explizit nur als Einwand gegen eine Absenkung der 30-%-Schwelle auf 25 % eine Rolle (Valter, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 111 oben).

<sup>234</sup> Durand, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 276; Bine/Crostwhaite, Bulletin Joly Bourse 2014, 497, 501 mit Verweis darauf, dass hierdurch vermieden werde, die Beteiligung von Finanzinvestoren an börsennotierten Gesellschaften exzessiv zu beschränken und die AMF mit einer größeren Zahl von Befreiungsersuchen bei passiver Schwellenüberschreitung oder mit Blick auf temporäre Schwellenüberschreitung zu befassen. Weiterhin wurde geltend gemacht, dass das Familienaktionariat und große Aktienblöcke einen gewissen Spielraum für Beteiligungsanpassungen benötigten, siehe Mouial-Bassilana/Parachkévova, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 317.

<sup>235</sup> Zum Ganzen Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 183–184 Rn. 920.

des Kapitals oder der Stimmrechte.<sup>236</sup> Einzelne viel beachtete Fälle von Übernahmeangeboten ohne solche Schwellen im In- und Ausland wiesen aber auf eine potenzielle Schwachstelle in der Regulierung hin.<sup>237</sup> 2010 kündigte die Autorité des marchés financiers (AMF), die oft Einfluss auf das Parlament zu nehmen versucht,<sup>238</sup> in ihrem Jahresbericht anlässlich eines dieser Fälle, Axel Springer/SeLoger.com, Überlegungen dazu an, eine allgemeine Zurückweisungsschwelle von 50,01 % einzuführen.<sup>239</sup> 2011 konsultierte sie zu einem Regelungsvorschlag.<sup>240</sup> Die Loi Florange griff die Anregung (erst) im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens auf und regelt nun, dass ein Übernahmeangebot, vorbehaltlich einer Befreiung durch die AMF,<sup>241</sup> automatisch unwirksam wird, wenn der Erwerber bei Fristablauf nicht mehr als die Hälfte des Kapitals oder der Stimmrechte erhalten hat (Art. 433-1-2 Abs. 1 CMEF). In diesem Fall verliert der Bieter seine Stimmrechte für denjenigen Teil der Aktien, den er über die auslösende Pflichtangebotschwelle (30 % oder, zwischen 30 % und 50 %, *excès de vitesse*) hinaus erworben hat,<sup>242</sup>

<sup>236</sup> *Bine/Crostwhaite*, Bulletin Joly Bourse 2014, 497; *Marsh*, Bulletin Joly Bourse 2014, 483, 484; in einzelnen Fällen sind mit Billigung der AMF auch höhere Mindestannahmebedingungen von bis zu 95 % verwendet worden, siehe die Übersicht bei *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 186–188 Rn. 930.

<sup>237</sup> *Bine/Crostwhaite*, Bulletin Joly Bourse 2014, 497, 497–498 sowie *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274; Möglichkeit eines Angebots, dass nicht auf eine Anteilsmehrheit, sondern eine faktische, „schleichende“ Kontrolle zielt und zu diesem Zweck einen bewusst niedrigen Preis bietet, insbesondere keine Kontrollprämie. Diese Möglichkeit ist vor allem dadurch problematisch, dass der (vormalige) Bieter seine Position nach französischem Recht nachfolgend unter Beachtung des *excès de vitesse* weiter ausbauen kann, also bis zur Grenze von 2 % (vor der Loi Florange) bzw. 1 % (seit der Loi Florange) pro Jahr.

<sup>238</sup> So *Conac*, in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), Comparative corporate governance, 2013, S. 444, 494.

<sup>239</sup> AMF, Rapport Annuel 2010, 30 mai 2011, S. 153; zu diesem Fall als Hintergrund auch *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 281–282. Axel Springer hatte über seine Tochter AS Online Beteiligungs GmbH zunächst ein öffentliches Übernahmeangebot für SeLoger.com ohne Mindestannahmebedingung zu einem Preis abgegeben, der unter der Spanne lag, welche ein Gutachter von SeLoger.com als Unternehmenswert ermittelt hatte. Zugleich betonte Axel Springer seine Absicht eines Kontrollerwerbs. Die Übernahme wurde letztlich zu einem erhöhten Preis einvernehmlich vollzogen. Die AMF sah die zuvor angewandte Taktik als ungewöhnlich an und machte als Problem aus, dass ohne Mindestannahmeschwelle bei einem niedrigen Preisangebot die Kontrolle der Zielgesellschaft zufällig werden könne, je nachdem, ob der Erwerber die faktische, rechtliche oder gar keine Kontrolle erhält. In Abgrenzung von ihren früheren Stellungnahmen erachtete sie es als problematisch, eine Mindestannahmeschwelle nach geltendem Recht für ein bereits ordnungsgemäß eingereichtes Übernahmeangebot vorzugeben. Von einer systematischen Mindestannahmeschwelle von 50,01 % versprach sich die AMF eine Garantie klarerer Finanzbedingungen und eine größere Transparenz hinsichtlich der Kontrolle der Gesellschaft (zum Ganzen AMF, a. a. O., S. 152–153 inkl. Fn. 48 sowie *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 184 Rn. 920).

<sup>240</sup> Näher *Bine/Crostwhaite*, Bulletin Joly Bourse 2014, 497, 498.

<sup>241</sup> Dies ergibt sich aus dem Ausgestaltungsvorbehalt zugunsten der AMF in Verbindung mit Art. 231-9 ihres règlement général; näher zu den dort geregelten vier Fallgruppen, die nicht abschließend sind, *dies.*, Bulletin Joly Bourse 2014, 497, 499.

<sup>242</sup> Die beabsichtigte Funktionsweise lässt sich am besten anhand eines Beispiels verdeutlichen (nach *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 275): Ein Aktionär, der 25 % des Kapitals an einer Gesellschaft hält und einen Block von 10 % hinzuerwirbt, hält sodann 35 %, überschreitet also die Pflichtangebotschwelle von 30 %. Bei dem anschließenden Pflichtangebot werden ihm weitere 12 % angedient, der Aktionär hält nun also 47 %. Damit bleibt er unter der Mindestannahmeschwelle von 50 %, sodass sein Pflichtangebot unwirksam wird. Die in dessen Rahmen angedienten 12 % erhalten die jeweiligen Verkaufsinteressenten zurück, sodass der Aktionär wieder auf 35 % zurückfällt. Für die 5 %, die er über der Pflichtangebotschwelle verbleibt, verliert er seine Stimmrechte. Ob der Gesetzgeber diese Funktionsweise wasserdicht umgesetzt hat, ist allerdings nicht unumstritten, siehe die alternative Interpretation des vorstehenden Beispielsfalls von *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 45. Für ein weiteres Beispiel zur Fallgruppe des *excès de vitesse* siehe *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 275–276.

und zwar so lange, bis er mehr als 50 % des Kapitals oder der Stimmrechte erlangt (Art. 433-1-2 Abs. 2 CMEF).<sup>243</sup> Für solche Zuerwerbe muss er wiederum ein Übernahmeangebot einreichen, will er nicht seine Stimmrechte daraus verlieren (Art. 433-1-2 Abs. 3 CMEF).<sup>244</sup>

Auch diese Regelung ordnet die Loi Florange in den Titel zur Förderung eines langfristigen Aktionariats ein. Konkret begründete man sie im Gesetzgebungsverfahren aber als ergänzende Maßnahme zur Absenkung der Pflichtangebotschwelle: Die Mindestannahmeschwelle soll verhindern, dass ein Erwerber den Gedanken der Pflichtangebotschwelle umgeht, indem er ein wenig attraktives Angebot unterbreitet und dadurch die faktische Kontrolle erlangt<sup>245</sup> – der Bezug zum Fall Springer/SeLoger.com erscheint offensichtlich. Zudem versprach man sich von der Regelung eine größere Klarheit und Effizienz der Regulierung von Übernahmen, eine bessere Kontrolle schleichender Kontrollenwerbende und behauptete einen relativen Konsens am Börsenplatz Paris.<sup>246</sup>

Das Schrifttum sieht in der Regelung Licht und Schatten: Auf der positiven Seite verzeichnet es erstens, dass die Mindestannahmeschwelle dazu beiträgt, Kontrollsituationen klarer zu gestalten und so unnötige Destabilisierungen zulasten einer beständigen Unternehmensstrategie zu vermeiden. Dabei bemängelt es allerdings zugleich eine bestenfalls schwache und indirekte Verbindung zu dem Ziel, das Aktionariat zu stabilisieren.<sup>247</sup> Zweitens findet Beifall, dass die Mindestannahmeschwelle den Erwerbsinteressenten anhält, eine attraktive Prämie zu bieten.<sup>248</sup> Ob sich dies immer in die gewünschte Richtung auswirken wird, steht freilich auf einem anderen Blatt.<sup>249</sup>

Kritiker erkennen zwar die Ziele des Gesetzgebers an, sie rügen aber, dass die Regelung ein Risiko bekämpfe, das lediglich in Einzelfällen zutage getreten und bisher nie durchgeschlagen sei.<sup>250</sup> Gleichwohl beschwere die zusätzliche Regulierung alle Bieter.

<sup>243</sup> Im Übrigen ist die Dauer des Stimmrechtsverlustes nicht zeitlich beschränkt, aber an die Person des erfolglosen Bieters gebunden. Wenn dieser die Anteile abtritt, ist der Erwerber also nicht mehr betroffen, siehe *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 275.

<sup>244</sup> Zugleich darf er keine Anteile hinzuerwerben, ohne die AMF zu informieren. Die Notwendigkeit eines (erneuten) Übernahmeangebots für jeglichen Zuerwerb bedeutet, dass der Initiator eines gescheiterten Gebots die normalerweise vorgesehene Möglichkeit verliert, jährlich einen kleinen Anteil in den Grenzen von *excès de vitesse* hinzuzuerwerben, ohne ein Pflichtangebot abgeben zu müssen, dazu teils kritisch *Bine/Crostwhaite*, Bulletin Joly Bourse 2014, 497, 498.

<sup>245</sup> *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 114; *Emery-Dumas*, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 45; diesen Effekt positiv sehend auch *Enriques/Gatti*, JCLS 15 (2015), 55, 78.

<sup>246</sup> *Emery-Dumas*, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 46; dazu *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 184 Rn. 921. Tatsächlich bestand ein solcher Konsens wohl eher nicht, siehe *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 282.

<sup>247</sup> *Mouial-Bassilana/Parachkevova*, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 318.

<sup>248</sup> *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 283.

<sup>249</sup> Der Gesetzgeber dürfte vor allem den vorgenannten Fall Axel Springer/SeLoger.com im Sinn gehabt haben, also schleichende Übernahmen durch ausländische Investoren. Allerdings kann die Mindestannahmeschwelle im Einzelfall ebenso aktivistischen Investoren als zusätzlicher Hebel dienen, um ein freundliches Übernahmevorhaben zu attackieren (so *Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP/Activist Insight*, *Activist Investing in Europe*, October 2014, S. 7). Der französische Staat hat in Verbindung mit dem *noyau dur* in der Vergangenheit immer wieder aktiv Restrukturierungen französischer Unternehmen organisiert. Im Einzelfall könnte die Mindestannahmeschwelle auch die Kosten solcher Initiativen in die Höhe treiben.

<sup>250</sup> *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 44. Für diese Argumentation spricht, dass Mindestannahmeschwellen in der deutschen Übernahmepraxis zwar verbreitet, aber keineswegs durchgängig zu finden sind, offenbar ohne dass die letztgenannten Fälle als besonderes Problem empfunden werden, siehe *Hasselbach*, BB 2015, 1033, 1036.

Sie gehe damit zulasten eines liquiden Aktienmarktes und des Marktes für Unternehmenskontrolle.<sup>251</sup> Vor allem hält man dem Gesetzgeber vor, mit der Neuregelung schleichende Kontrollerwerbe nicht zu verhindern, sondern paradoxerweise nur ihre Realisierung über öffentliche Übernahmeangebote, also den im Verhältnis transparentesten und egalitärsten Weg, zugunsten von Blockkäufen abseits der Börse.<sup>252</sup> Ferner bestehen Bedenken gegen die wasserdichte Formulierung eines Teils der Regelung zum Stimmrechtsverlust<sup>253</sup> ebenso wie vereinzelt hinsichtlich der Vereinbarkeit mit der Übernahmerichtlinie.<sup>254</sup>

Aus rechtsvergleichender Perspektive fällt die Bewertung uneinheitlich aus: Die einen verweisen auf das Vorbild des britischen Takeover Code<sup>255</sup>,<sup>256</sup> während andere dem französischen Gesetzgeber vorwerfen, sich mit der neuen Regelung in Kontinentaleuropa isoliert und das Regelungsgleichgewicht des englischen Rechts verkannt zu haben.<sup>257</sup>

#### 4. Abschaffung der Neutralitätspflicht

##### a) Eckpunkte der Reform

Eine weitere grundlegende Änderung durch die Loi Florange, die erst im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens hinzukam, betrifft die Kompetenzen der Verwaltung der Zielgesellschaft angesichts eines Übernahmeangebots: Seit Umsetzung der Übernahmerichtlinie im Jahr 2006 hatte das französische Recht die Verwaltung einer Zielgesellschaft grundsätzlich verpflichtet, das Übernahmeangebot nicht auf eigene Faust zu torpedieren, sich insofern also neutral zu verhalten:<sup>258</sup> Ohne Zustimmung der Hauptversamm-

<sup>251</sup> Pietrancosta, RTDF 2014, 42, 44; in der Sache ähnlich Marsh, Bulletin Joly Bourse 2014, 483, 484: Verkomplizierung von Joint Ventures, der Etablierung von Überkreuzbeteiligungen und generell Teilübernahmen, die in den USA unabhängig von der 50%-Schwelle erlaubt seien.

<sup>252</sup> Pietrancosta, RTDF 2014, 42, 44; in ähnliche Richtung Barrière/de Reals, Revue des Sociétés 2014, 279, 283, 290, die eine Abschreckung von Pflichtangeboten erwarten; siehe aber auch Bine/Crostwhaite, Bulletin Joly Bourse 2014, 497, 500: Gibt es im Zielunternehmen mehrere zerstreute Paketaktionäre, mache das neue Recht freiwillige, über 50 % hinausgehende Mindestannahmebedingungen tendenziell attraktiver, als einzelne Blöcke vor einem öffentlichen Übernahmeangebot anzukaufen, wie es bisher meist vorgezogen worden sei.

<sup>253</sup> Siehe zu dem in Fn. 242 auf S. 841 geschilderten Beispielfall Pietrancosta, RTDF 2014, 42, 45 gegen Durand, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 275; zudem ders., Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 276 Fn. 15 zu einer weiteren, bei wörtlicher Auslegung das Ziel des Gesetzgebers verfehlenden Regelung mit Blick auf die Fallgruppe *excès de vitesse*, die Durand aber per Auslegung korrigiert.

<sup>254</sup> Pietrancosta, RTDF 2014, 42, 45.

<sup>255</sup> Panel on Take-Overs and Mergers, Takeover Code, 2016, Rule 9.3 und Rule 10.

<sup>256</sup> Durand, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 275.

<sup>257</sup> Pietrancosta, RTDF 2014, 42, 44.

<sup>258</sup> Dieses Prinzip ist europarechtlich als Grundregel vorgesehen, Art. 9 Abs. 2 und 3 der RL 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. L 142 vom 30.04.2004, S. 12. Die Mitgliedstaaten können allerdings nach Maßgabe von Art. 12 Abs. 1 und 2 RL 2004/25/EG davon absehen, es ihren Gesellschaften vorzuschreiben.

Im französischen Schrifttum wird mitunter vertreten, dass das Neutralitätsprinzip in der Sache schon vorher in Form von Regeln der Börsen- bzw. Kapitalmarktregulierungsbehörden galt, so etwa Durand, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 280 Fn. 48; Pérès, RTDF 2014, 139, 140 inkl. Fn. 13; von politikwissenschaftlicher Seite ebenso Clift, JCMS 47 (2009), 55, 67, 70. Zumindest in dieser Absolutheit erscheint das zweifelhaft. Die Autoren stützen sich auf behördliche Regulierungsvorschriften, unter anderem das Prinzip des freien Spiels der Angebote und Gegengebote („libre jeu des offres et de leurs surenchères“), die schon vor der bzw. bis zur gesetzlichen Regelung des Neutralitätsprinzips im Jahr 2006 galten. Indes hat die AMF nach Inkrafttreten der Loi Florange (weitgehend) gleichlautende Regeln in ihrem règlement général beibehalten bzw. neu aufgenommen (siehe Fn. 287, 288, 289 und den begleitenden Text auf S. 848–848). Dass die fortbestehenden bzw. wiederbelebten „alten“ Vorschriften offenbar mit der nun gesetzgeberisch verankerten „Widerstands-Kompetenz“ des Verwaltungsrates vereinbar sind, spricht

lung waren ihr keine Maßnahmen gestattet, die ein unterbreitetes Angebot scheitern lassen könnten (*principe de neutralité* oder *principe de non-frustration*),<sup>259</sup> allerdings unter dem Vorbehalt, dass auch der Bieter diesem Prinzip folgt (Reziprozität).<sup>260</sup> Die Loi Florange hat, ähnlich wie beim Doppelstimmrecht, die bisherige Ausnahme zur Regel erhoben:<sup>261</sup> Art. L. 233-32 Abs. 1 C. com. bestimmt nun, dass der Verwaltungsrat (*conseil d'administration*) einer börsennotierten Zielgesellschaft bzw. der Vorstand (*directoire*) nach Ermächtigung durch den Aufsichtsrat (*conseil de surveillance*) während eines Übernahmeangebots grundsätzlich jede Entscheidung treffen darf, deren Umsetzung geeignet ist, das Angebot scheitern zu lassen, vorbehaltlich der Kompetenzen, die der Hauptversammlung ausdrücklich zugewiesen sind, und in den Grenzen des Sozialinteresses der Gesellschaft (*intérêt social de la société*).<sup>262</sup> Zugleich ermöglicht Art. L. 233-33 C. com. neue Fassung, in den Statuten einer börsennotierten Gesellschaft eine *neutralité „à la carte“*<sup>263</sup> aus den Elementen des bisherigen Rechts<sup>264</sup> zu wählen: Die Statuten können für die Angebotsphase (*en période d'offre*)

- Maßnahmen, die geeignet sind, das Übernahmeangebot scheitern zu lassen, von einer Zustimmung der Hauptversammlung abhängig machen und etwaige Ermächtigungen zu solchen Maßnahmen, außer die Suche nach Alternativgeboten, aussetzen (Abs. 1);

dagegen, ihnen für den Zeitraum vor 2006 eine Regelung des Neutralitätsprinzips (Vereitelungsverbots) zu entnehmen. Plausibel erscheint allerdings eine differenziertere Ansicht, derzufolge die Rechtslage vor 2006 tendenziell restriktiver für Verteidigungsmaßnahmen der Verwaltung war als das Regime, welches seit der Loi Florange besteht, vor allem mit Blick darauf, dass die Verwaltung nun über eine klarere gesetzliche Grundlage für Maßnahmen verfügt, die ein Übernahmeverhaben scheitern lassen könnten (so *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 511). Für dieses Verständnis spricht zudem, dass die AMF im Zuge der Loi Florange etwas sibyllinisch angedeutet hat, das Prinzip des freien Spiels nun anders auszulegen, dazu *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 66 Rn. 337. Dies ist zu beachten, wenn man versucht, anhand der Rechtslage von vor 2006 Rückschlüsse auf das heutige Regime zu ziehen, siehe dazu Fn. 278 und den begleitenden Text auf S. 847.

<sup>259</sup> Gesetz n° 2006-387 vom 31. März 2006, dazu *Noury*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 36, 39; *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 283–284; *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 509.

<sup>260</sup> Sehr kritisch dazu *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 284. Dieser Regelungsansatz ging auf *Lepetit*, Rapport du groupe de travail Sur la transposition de la directive Concernant les offres publiques d'acquisition, 27 juin 2005, S. 14–16 zurück, dazu ebenso wie zu weiteren Kernpunkten der Umsetzung der Übernahmerrichtlinie durch den französischen Gesetzgeber des Jahres 2006 *Ferrarini/Miller*, 42 Cornell Int'l. L. J. 301, 317–320 (2009).

<sup>261</sup> *Grillier/Segain*, RTDF 2014, 128, 129.

<sup>262</sup> Hinzu kommen Folgeänderungen im Code de commerce. So ersetzte Art. 10 der Loi Florange, jeweils in Art. 233-32 C. com., das Prinzip, dass Delegationen der Hauptversammlung an die Verwaltung, potenziell übernahmeschädliche Maßnahmen zu treffen, während der Angebotsphase vorübergehend außer Kraft treten, sowie das Prinzip, dass bereits vorher entschiedene, aber während der Gebotsphase noch nicht (vollständig) umgesetzte, potenziell übernahmeschädliche Maßnahmen („mesures de défense prises «à froid»“) von der Hauptversammlung bestätigt werden müssen (zu beidem *Noury*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 36, 37 mit Wiedergabe der Vorschriften alter Fassung in Fn. 5 und 6). Beides kann nun in den Statuten vorgesehen werden (siehe sogleich im Text).

<sup>263</sup> *Dies.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 36, 39. Diese Regelung ist europarechtlich geboten, Art. 12 Abs. 2 RL 2004/25/EG.

<sup>264</sup> Siehe dazu soeben Fn. 262. Daraus folgt, dass eine Gesellschaft mit den neuen statuarischen Gestaltungsmöglichkeiten weiter den Rechtsrahmen wählen kann, der bis zur Loi Florange allgemein galt, *dies.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 36, 38. Darin erschöpfen sich die Wahlmöglichkeiten allerdings nicht. Das neue Recht erlaubt darüber hinaus, der Hauptversammlung stets, sogar unabhängig von Reziprozität der Bietergesellschaft, die Entscheidung über Maßnahmen vorzubehalten, welche ein laufendes Übernahmeangebot scheitern lassen könnten. Nach vorherigem Recht war das nicht möglich, *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 513.

- angebotsschädliche Entscheidungen der Verwaltung, die vor der Angebotsphase getroffen, aber noch nicht (vollständig) umgesetzt worden sind und aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit herausfallen, unter den Vorbehalt der Billigung oder Bestätigung durch die Hauptversammlung stellen (Abs. 2); und
- bestimmen, dass die Abs. 1 und 2 nur für Angebote von Bietern gelten sollen, deren Leitungsorgane selbst (bzw. die Leitungsorgane der Kontrollaktionäre) einem entsprechenden Neutralitätsprinzip unterworfen sind.

Im Umkehrschluss folgt hieraus, dass ohne anderslautende Statutenbestimmung, anders als zuvor nach französischem Recht, erteilte Ermächtigungen in einer Übernahmesituation wirksam bleiben. Gleiches gilt für bereits von der Verwaltung beschlossene, aber noch nicht umgesetzte Verteidigungsmaßnahmen.<sup>265</sup> Zulässige Abwehraktionen der Zielgesellschaft können spiegelbildlich die Entscheidungsfreiheit des Bieters wiederherstellen: Verändert eine Maßnahme der Zielgesellschaft deren Bestand oder verteuert sie die Übernahme für den Bieter, kann sich dieser mit Genehmigung der AMF zurückziehen, Art. 232-11 Abs. 2 *règlement général*.<sup>266</sup>

Wählen die Statuten das Neutralitätsprinzip, greift dieses gemäß dem Wortlaut von Art. 233-33 C. com. erst in der Angebotsphase. Art. 231-2 *règlement général de l'AMF* definiert diese als Zeitspanne zwischen der Veröffentlichung der wesentlichen Angebotsbedingungen durch die AMF und der Veröffentlichung der Ergebnisse des Angebots bzw. seiner Wiedereröffnung. Solange ein potenzieller Bieter seine Übernahmeabsicht nur anderweitig bekundet hat, wird die Verwaltung des potenziellen Ziels durch eine Neutralitätsklausel in den Statuten also nicht eingeschränkt.<sup>267</sup>

Anreize, am Neutralitätsprinzip festzuhalten, bestehen vor allem für Gesellschaften, die auf dem europäischen Übernahmemarkt als Käufer auftreten und von einer Reziprozitätsregel<sup>268</sup> bei Zielunternehmen profitieren wollen. Eine entsprechende Statutenänderung erfordert indes eine Zwei-Drittel-Mehrheit, die regelmäßig schwer zu erlangen sein wird.<sup>269</sup> Eine Auswertung der Hauptversammlungen des Jahres 2015 verzeichnet denn auch für die 111 französischen Gesellschaften des SBF 120 keine einzige statuarische Verankerung des Neutralitätsprinzips.<sup>270</sup> Allerdings haben 66 % bzw. 75 % der Gesellschaften, die ihre Verwaltungen zu einer Kapitalerhöhung bzw. Aktienrückkäufen ermächtigt haben, die Aussetzung während einer etwaigen Angebotsphase (*période d'offre publique*) vorgesehen. Unter den CAC 40 fiel der Anteil mit 82 % bzw. 87 % noch höher aus.<sup>271</sup> Nur ein Emittent hat die Suspendierung unter einen Reziprozitätsvorbehalt gestellt.<sup>272</sup>

<sup>265</sup> *Noury*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 36, 37.

<sup>266</sup> Näher dazu *Pères*, RTDF 2014, 139, 142.

<sup>267</sup> Kritisch *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 512, der argumentiert, dass es logischer gewesen wäre, die Neutralitätspflicht einsetzen zu lassen, sobald ein Übernahmeangebot angekündigt oder die Absicht zu einem Gebot im Rahmen der Put-up-or-Shut-up-Regel des Art. 433-1 Abs. 5 CMEF förmlich gegenüber der AMF erklärt wird.

<sup>268</sup> Art. 12 Abs. 3 RL 2004/25/EG.

<sup>269</sup> *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 50; *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 286.

<sup>270</sup> *Tézenas du Montcel/Benoit*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2015, 18 ff.

<sup>271</sup> *Dies.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2015, 18 ff.

<sup>272</sup> *Dies.*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2015, 18 ff. Die Autoren sehen dies darin begründet, dass die Aktionäre indifferent gegenüber einem Reziprozitätsvorbehalt sind, und ein solcher zumindest teilweise nicht vorgeschlagen wird, um zu vermeiden, dass die Aktionäre die Delegation angesichts der dadurch erhöhten Komplexität ablehnen.

Im Gesetzgebungsverfahren maß der bereits erwähnte Bericht von *Clotilde Valter*, einer Mitinitiatorin der Loi Florange, der Aufgabe des Neutralitätsprinzips zwei Zwecke zu: Der erste lässt sich als protektionistisch einordnen und fußte auf der Annahme, dass französische Gesellschaften vergleichsweise niedrig bewertet seien. Die Neuregelung sollte deshalb zeitnah dem Risiko entgegentreten, die Kontrolle über strategische Unternehmen zu verlieren. Dies fügt sich in Bemühungen der französischen Legislative und Exekutive seit den 1980er Jahren ein, als strategisch eingeordnete Unternehmen und Sektoren in einem zunehmend übernahmefreundlichen Umfeld vor unerwünschten, insbesondere ausländischen, Erwerbsversuchen zu schützen.<sup>273</sup> Der zweite Zweck ging, unter Berufung auf ökonomische Forschung aus den USA, von der Prämisse aus, dass Gesellschaften, die eine langfristige industrielle Strategie verfolgen und dabei erfolgreich innovativ sind, häufiger zum Ziel von Übernahmen werden. Sie seien dementsprechend anfällig für feindliche Übernahmen, insbesondere weil der Börsenkurs nur ein schwacher Indikator für die Solidität eines Unternehmen sei.<sup>274</sup> Mit Blick darauf soll die Aufgabe der Neutralitätspflicht verhindern, dass kurzfristig-aktivistische<sup>275</sup> Marktakteure temporäre Schwächephasen der Börse ausnutzen, um langfristig innovative Unternehmen zum Schaden der französischen Wirtschaft feindlich zu übernehmen.

#### b) Rechtsfragen im Zuge der Neuregelung

Auch die neuen Vorschriften zur Nicht-Neutralität werfen schon für sich genommen Unklarheiten auf. Dies gilt etwa für den Umfang der Satzungsdispositivität gemäß Art. 233-33 C. com.: Fest steht, dass Statuten die ersten beiden Absätze alternativ oder kumulativ umsetzen können. Hingegen lässt sich dem Wortlaut nicht eindeutig entnehmen, ob auch nur einzelne Regelungselemente aus einem Absatz wählbar sind.<sup>276</sup> Zudem lässt das Übergangsrecht Fragen offen.<sup>277</sup>

Vor allem aber bedingt der Systemwechsel, dass Praxis und Rechtswissenschaft den Verhaltensspielraum der Verwaltung der Zielgesellschaft in einer Übernahmesituation

<sup>273</sup> Zu diesem Zweck setzte der französische Staat eine Reihe von Instrumenten ein (zum Folgenden *Clift*, JCMS 47 (2009), 55, 67–68; *Conac*, ZVerglRWiss 2015, 215, 227–229): Erstens verstärkten frühere Regierungen bei Privatisierungen gezielt die bestehenden *noyaux durs*, das französische Pendant zur Deutschland AG; zweitens behielt sich der Staat nicht selten Sperrminoritäten vor und/oder räumte sich Goldene Aktien ein; drittens machten seit 1996 mehrere Gesetze Übernahmen in einem knappen Dutzend „strategischer“ Sektoren von einer staatlichen Genehmigung abhängig; viertens setzte der Staat wiederholt die erheblichen finanziellen Mittel der Caisse des dépôts et consignation (CDC) ein; fünftens erließ der französische Gesetzgeber 2005 ein maßgeschneidertes Gesetz, welches eine feindliche Übernahme Renaults erschwerte, indem ein Bieter zusätzlich für ausländische Gesellschaften bieten musste, an denen die Zielgesellschaft mindestens 30 % hält, im Fall von Renault also Nissan; sechstens versuchten Politiker vielfach verbal, auf Übernahmehorhaben Einfluss zu nehmen, etwa 2005 der damalige Premierminister Dominique de Villepin auf ein mutmaßliches Vorhaben eines amerikanischen Bieters, Danone zu übernehmen.

<sup>274</sup> *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 136.

<sup>275</sup> Siehe die Charakterisierung institutioneller Investoren durch Valter, siehe dazu oben Fn. 83, 85 und den begleitenden Text auf S. 820.

<sup>276</sup> *Noury*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 36, 39.

<sup>277</sup> So ist das Schicksal von Ermächtigungen zu einer Kapitalerhöhung unklar, welche die Hauptversammlung der Verwaltung vor Inkrafttreten der Loi Florange erteilt hat: Kann die Verwaltung eine solche Ermächtigung nach Inkrafttreten der Loi Florange ohne Weiteres in einer Übernahmesituation aktivieren oder wird die Ermächtigung gemäß dem Recht ihres Erteilungszeitpunktes suspendiert? Für Letzteres *Pérès*, RTDF 2014, 139, 141.

neu ausloten müssen:<sup>278</sup> So wird erst die (weitere<sup>279</sup>) Entscheidungspraxis Klarheit bringen, inwieweit bestimmte Verteidigungsmaßnahmen mit dem Sozialinteresse (*l'intérêt social*) der Gesellschaft übereinstimmen.<sup>280</sup> Dieses umfasst im französischen Recht nach verbreiteter Ansicht neben dem Interesse der Aktionärs-gesamtheit auch dasjenige des Unternehmens und der betroffenen Anspruchsgruppen, allen voran der Arbeitnehmer.<sup>281</sup> Damit verbunden stellt sich infolge der erweiterten Handlungsfreiheit und -kompetenz der Verwaltungsorgane nun die Frage nach ihrer Verantwortlichkeit für getroffene bzw. unterlassene, potenziell übernahmeverhindernde Maßnahmen.<sup>282</sup> Literaturstimmen haben hierzu den Maßstab formuliert, offenbar inspiriert vom Recht des US-Staates Delaware, dass die Handlungskompetenz im Verhältnis zu der erwarteten Be-

<sup>278</sup> In Grenzen wird man sich dabei an der Rechtslage vor 2006 orientieren können, zumal die AMF über ihr *règlement général* bereits mehrere Regelungen wieder in Kraft gesetzt hat, die vor 2006 galten, allerdings möglicherweise mit teils modifizierter Auslegung (siehe näher Fn. 287, 288, 289 und den begleitenden Text auf S. 848–848). Literaturstimmen bewerten die Rechtslage von vor 2006 als tendenziell restriktiver für Verteidigungsmaßnahmen der Verwaltung als das fortan geltende Regime, nicht zuletzt mit Blick darauf, dass die Verwaltung nun über eine klarere gesetzliche Grundlage für Maßnahmen verfügt, die ein Übernahmeverhaben scheitern lassen könnten, *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 509, 511; wohl auch *Pérès*, RTDF 2014, 139, 140 inkl. Fn. 13.

<sup>279</sup> Das Sozialinteresse der Gesellschaft bildete auch schon nach altem Recht eine Zulässigkeitsgrenze für bestimmte Verteidigungsmaßnahmen der Gesellschaft. Dies war vor allem in der Zeit vor 2006 bedeutsam, näher *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 378–379 Rn. 1983–1985. Allerdings gibt es hierzu so gut wie keine Entscheidungspraxis (*Viandier*, a. a. O., S. 379 Rn. 1985; siehe aber auch die Nachweise und Zitate bei *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 281 Fn. 54).

<sup>280</sup> Siehe *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 50, der die Unklarheit des Konzepts betont und zahlreiche Rechtsstreitigkeiten bis zur erforderlichen Klärung prophezeit; *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 386 Rn. 2024 spricht sogar von der „boîte de Pandore de la définition de l'intérêt social“; ähnlich, aber mit anderer Schlussfolgerung *Pérès*, RTDF 2014, 139, 141–142, der ebenfalls die Unschärfe des Konzepts betont, aber gerade deswegen keine besonderen inhaltlichen Einschränkungen des Handlungsspielraums der Verwaltung erwartet, sofern diese zusammen mit geeigneten Beratern unter der Anwendung der üblichen Sorgfalt entscheidet; zu möglichen Einzelfragen beispielhaft *Noury*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 36, 37: So ist etwa unklar, ob und wann die Verwaltung eine strategische Beteiligung verkaufen und vorherige Ermächtigungen der Hauptversammlung nutzen kann. Ersteres könne die Frage nach dem Sozialinteresse der Gesellschaft vor allem dann aufwerfen, wenn das Übernahmeangebot unwirksam wird (*caducité*). Auch Ermächtigungen, das Kapital zu erhöhen oder Aktien zurückzukaufen, die die Hauptversammlung nicht in einer Situation erteilt hat, in der ein entsprechendes Bedürfnis der Gesellschaft bestand, sondern weil die Verwaltung einem Übernahmeangebot entgegentreten will, werfen nach *Noury* die Frage auf, inwieweit eine Ausübung dem Sozialinteresse der Gesellschaft entspricht.

<sup>281</sup> In diesem Sinne etwa *Noury*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 36, 38; *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 281; *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 514 sowie *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 285 mit Fn. 42, die ergänzend auf eine Entscheidung der Commission des opérations de bourse (COB), ein Vorgänger der AMF, vom 25.07.1978 verweisen, derzufolge das Interesse der Gesamtheit der Aktionäre während der Angebotsphase das dominierende Anliegen der Geschäftsleitung sein muss.

Allgemein hängt die Frage, welche Aspekte der *intérêt social* umfasst, von der Konzeption dieses Rechtsinstituts ab. Hierfür konkurrieren im französischen Recht eine vertragliche, eine institutionelle und eine auf das Unternehmen in seinen wirtschaftlichen, menschlichen und finanziellen Aspekten bezogene Konzeption, für einen Überblick siehe *Cozian/Viandier/Deboissy*, Droit des sociétés<sup>28</sup>, 2015, S. 235–236 Rn. 409; gedrängter *Germain/Magnier*, Les sociétés commerciales<sup>21</sup>, 2014, S. 54 Rn. 1559, die eine auf die Aktionäre zentrierte und eine alle Anspruchsgruppen einbeziehende Sicht gegenüberstellen.

<sup>282</sup> *Noury*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 36, 37. Beispielhaft *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 285 und *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 514, die die Frage aufwerfen, ob das Sozialinteresse zumindest mit Blick auf ungefragte Übernahmeangebote nicht eine Pflicht der Direktoren beinhaltet, Verteidigungsmaßnahmen zu ergreifen und zu versuchen, bessere Bedingungen zu erreichen, sei es für die Aktionäre oder für die Beschäftigten.

drohung beurteilt, verhältnismäßig zu dieser ausgeübt werden und die Verwaltung Rechenschaft über ihre Handlungen bzw. ihr Unterlassen ablegen muss.<sup>283</sup> Zudem empfiehlt das Schrifttum, (Verfahrens-)Regeln angemessener Governance zu beachten.<sup>284</sup> Als relativ unproblematisch und zugleich am effektivsten gelten nach wie vor die Aktienbezugsrechte des Art. 233-32 Abs. 2 C. com., die sog. *bons Breton*, weil die Hauptversammlung sie stets als dezidiertes Verteidigungsinstrument gegen Übernahmen autorisiert haben muss.<sup>285</sup> Vor der Loi Florange war der Anteil der CAC-40-Gesellschaften, welche dieses Instrument nutzten, allerdings stark abgesunken (von 17,5 % im Jahr 2007 auf 7,5 % im Jahr 2013). Praktiker machten dafür ein schlechtes Ansehen bei den Aktionären, aber auch das Neutralitätsprinzip verantwortlich.<sup>286</sup>

Für die Praxis ist einstweilen zuvörderst das *règlement général* de l'AMF mit seinen zahlreichen Vorschriften zum Ablauf von Übernahmen bedeutsam. (Fast) An deren Beginn steht mit Art. 231-3 eine Generalklausel, die den neuen Spielraum der Verwaltung eher eng zu interpretieren scheint.<sup>287</sup> Art. 231-7 Abs. 1 *règlement général* bekräftigt, dass Bieter und Ziel sicherstellen müssen, das Sozialinteresse sowie die gleiche Behandlung und Information der Anteilseigner der beteiligten Gesellschaften nicht zu beeinträchtigen.<sup>288</sup> Gemäß Abs. 2 muss die Unternehmensleitung die AMF informieren, wenn sie sich entschließt, eine Entscheidung zu treffen, deren Umsetzung das Übernahmeangebot scheitern lassen könnte.<sup>289</sup> Der Bieter kann sich dann mit Genehmigung der AMF von

<sup>283</sup> *Noury*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 36, 37, ohne Bezugnahme speziell auf das US-Recht, aber mit dem Hinweis, dass andere Rechtsordnungen, die bereits vorher die Nicht-Neutralität der Unternehmensleitung eingeführt haben, ein Analyseraster für das französische Recht bieten.

<sup>284</sup> *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 285; *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 510–511, 514: Stellungnahme eines Komitees unabhängiger Verwaltungsräte, Gutachten externer Berater. Ähnliche, wenngleich teils abgeschwächte Anforderungen stellt die Literatur an die Erarbeitung der Stellungnahme der Unternehmensleitung der Zielgesellschaft zum Übernahmeangebot, *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 386–387 Rn. 2026–2027 (Begründung, unabhängiger Expertenrat).

<sup>285</sup> *Noury*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 36, 37; siehe auch *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 49. Die Loi Florange hat die Regelung der *bons Breton* nicht verändert.

<sup>286</sup> *Grillier/Segain*, RTDF 2014, 128.

<sup>287</sup> Siehe *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 50. Art. 231-3 *règlement général* lautet: „En vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées (Arrêté du 10 juillet 2009, en vigueur à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2009)“ par l'offre „de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition.“ [dt.: Mit Blick auf einen geordneten Ablauf der Geschäfte im besten Interesse der Investoren und des Marktes müssen alle vom Angebot betroffenen Personen das freie Spiel der Gebote und ihrer Übergebote, die gleiche Behandlung und Information der Anteilseigner der „vom Angebot“ betroffenen Personen (Entscheidung vom 10.07.2009, in Kraft ab dem 01.10.2009), die Transparenz und Integrität des Marktes sowie die Loyalität bei den Transaktionen und den Wettbewerb respektieren.]. Damit orientiert sich die AMF an Regelungen, die bis zur Umsetzung der Übernahmerichtlinie im Jahr 2006 galten, siehe *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 280 Fn. 48, zum Prinzip des freien Spiels der Gebote und Übergebote. Allerdings hat die AMF im Zuge der Loi Florange etwas sibyllinisch angedeutet, bei der Auslegung des Prinzips des freien Spiels zu berücksichtigen, dass das Neutralitätsprinzip entfallen ist, dazu *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 66 Rn. 337.

<sup>288</sup> Damit orientiert sich die AMF an Regelungen, die bis zur Umsetzung der Übernahmerichtlinie im Jahr 2006 galten, siehe *Pérès*, RTDF 2014, 139, 141 Fn. 18 mit dem dazugehörigen Fließtext.

<sup>289</sup> Auch hiermit belebt die AMF den Rechtsstand wieder, der galt, bevor 2006 die Neutralitätsregel eingeführt wurde, *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 50; *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 511; *Pérès*, RTDF 2014, 139, 140 Fn. 13.

seinem Angebot lossagen.<sup>290</sup> Diese und weitere Vorgaben verdeutlichen, dass der Spielraum der Verwaltung der Zielgesellschaft ungeachtet bestehender Unklarheiten nicht so weitreichend ist, wie es auf den ersten Blick scheinen mag.<sup>291</sup>

### c) Rechtspolitische und -ökonomische Bewertung im Schrifttum

Auch die Abschaffung der Neutralitätspflicht durch die Loi Florange ist in der französischen Rechtswissenschaft vielfach auf Missbilligung gestoßen. Wohl unstrittig wird ein empfindlicher Bruch mit dem bisherigen Recht festgestellt<sup>292</sup> und als Annäherung an das deutsche System eingeordnet.<sup>293</sup> Kritiker beanstanden, dass der Gesetzgeber zuvor weder die Marktteilnehmer angemessen konsultiert noch eine Folgenanalyse durchgeführt habe.<sup>294</sup>

Abgesehen von dem Tadel mangelnder Vorbereitung gehen die Meinungen über die sachliche Bewertung der Neuregelung auseinander. Marktfreundliche Stimmen werten die Änderung als Ausdruck einer übertriebenen politischen Feindseligkeit gegenüber Übernahmeangeboten.<sup>295</sup> Sie kritisieren zudem, dass der Gesetzgeber entgegen seiner Bekundungen nicht das langfristige Aktionariat an sich, sondern allein langfristige Aktionäre in einer Kontrollposition fördere. Ein Kontrollwechsel bedeute indes nicht notwendig eine kurzfristige Politik, wie umgekehrt eine Erhaltung des *noyau dur* der Aktionäre nicht unbedingt eine Politik zugunsten der Realwirtschaft darstelle. Die Philosophie des Marktes bestehe darin, schlechte Manager zu sanktionieren anstatt sie an der Unternehmensspitze zu verewigen.<sup>296</sup>

Andere halten umgekehrt das bisherige französische Reziprozitätsprinzip für verfehlt. Es habe nur scheinbar gleiche Wettbewerbsbedingungen hergestellt und bewirkt, dass die Regeln für französische, in Paris notierte Gesellschaften in paradoxer Weise von ausländischem Recht abhingen.<sup>297</sup> Den Systemwechsel erachtet diese Meinung für gerechtfertigt, um das langfristige Unternehmensinteresse gegenüber Interessen kurzfristiger Aktionäre zur Geltung zu bringen: Ihre Vertreter erkennen zwar eine gewisse Logik des Neutralitätsprinzips, die Aktionäre als Adressaten eines Übernahmeangebots über dieses entscheiden zu lassen.<sup>298</sup> Dies stimme mit dem Ziel kurzfristiger Aktienwert-

<sup>290</sup> Art. 232-11 Abs. 2 règlement général.

<sup>291</sup> Zutreffend *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 51.

<sup>292</sup> So *Noury*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, 36, 38 in einer im Übrigen neutral gehaltenen Abhandlung; *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 389 Rn. 2040 („changelement de cap radical“); für eine dezidiert kritische Stimme *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 48.

<sup>293</sup> Mit gewissen Einschränkungen *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 49. Am deutschen System orientierte sich wohl auch der französische Gesetzgeber, siehe die bei *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 137 wiedergegebene Äußerung.

<sup>294</sup> *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 48; ähnlich *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 19 Rn. 58 („[...] pris par leur élan et sans qu’aucune réflexion de fond n’ait été entreprise, les auteurs de la proposition prononcèrent la fin du principe de neutralité des dirigeants [...]“).

<sup>295</sup> *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 48; geradezu polemisierend *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 19 Rn. 58.

<sup>296</sup> *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 319.

<sup>297</sup> *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 284. Konsequenterweise wird die gleiche Kritik auch gegen die neue Opt-in-Reziprozitätsregel in Art. L. 233-33 Abs. 3 C. com. vorgetragen, *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 513.

<sup>298</sup> *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 512.

maximierung überein. Es vernachlässige aber das Interesse der Zielgesellschaft,<sup>299</sup> welche die Folgen des Übernahmeangebots trafen. Ihren Belangen sei nicht stets am besten gedient, wenn die Aktionäre entscheiden, welche bisweilen aktivistische Fonds mit kurzfristigen finanziellen Zielen ohne Interesse an einer Logik langfristiger Investitionen seien.<sup>300</sup> Das gelte umso mehr, als laufende Übernahmeangebote oft Veränderungen im Aktionariat hin zu solchen Anteilseignern auslösten.<sup>301</sup> Daher sei es legitim, dass die Gesellschaft die Vereinbarkeit mit ihrem Sozialinteresse prüft und gegebenenfalls reagiert.<sup>302</sup> Zudem könne der Verwaltungsrat, der kraft seines Auftrags nicht allein die Vermögensinteressen der Aktionäre einbeziehe, die Folgen für die Entwicklung der juristischen Person besser berücksichtigen als die Hauptversammlung.<sup>303</sup> Er sei das schneller mobilisierbare, in der Zusammensetzung während der Angebotsphase stabilere und repräsentativere Organ im Vergleich zu einer spärlichen Aktionärsversammlung. Daher habe er zu Recht das Vorrecht der Verteidigung gegen Übernahmen unter Beachtung des Sozialinteresses erhalten.<sup>304</sup>

Unternehmensvertreter, die die Kritik an kurzfristigen aktivistischen Investoren teilen, fürchten indes, dass sich die neue Verteidigungsfreiheit des Verwaltungsrates als Bumerang erweisen könnte, wenn institutionelle Investoren und Stimmrechtsberater sie zum Anlass nehmen, Ermächtigungen zur Emission junger Aktien genauer zu prüfen und stärker als bisher zu begrenzen.<sup>305</sup> Die gleiche Einschätzung vertreten Berater aktivistischer Investoren.<sup>306</sup> In der Tat empfiehlt der einflussreiche US-amerikanische Stimmrechtsberater ISS seit Inkrafttreten der Loi Florange seinen Kunden, jegliche Ermächtigung zu einer Kapitalerhöhung abzulehnen, wenn sie ohne Zustimmung der Aktionäre zur Abwehr eines Übernahmeangebots eingesetzt werden kann.<sup>307</sup> Dafür, dass sich diese Empfehlung in der Praxis etabliert, spricht der oben erwähnte Umstand, dass die französischen Gesellschaften des SBF 120 und vor allem des CAC 40, die ihre Verwal-

<sup>299</sup> *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 284; *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 516.

<sup>300</sup> *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 284; *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 512.

<sup>301</sup> *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 510, 512, 515.

<sup>302</sup> *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 284.

<sup>303</sup> *Barrière*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 510.

<sup>304</sup> *Ders.*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 516; vorsichtiger noch *ders.*, Bulletin Joly Bourse 2014, 508, 512: Gewissen Aktionären auf der Hauptversammlung komme daher jedenfalls keine größere Legitimation zu, über Verteidigungsmaßnahmen gegen ein an alle Aktionäre gerichtetes Übernahmeangebot zu entscheiden, als dem Verwaltungsrat.

<sup>305</sup> *Marsh*, Bulletin Joly Bourse 2014, 483, 486–487; zu Marshs kritischer Haltung gegenüber aktivistischen Aktionären, die oft einen kurzfristigen gewinnträchtigen Ausstieg anstrebten, ohne die langfristigen Belange der Zielgesellschaft angemessen zu berücksichtigen, siehe a. a. O., S. 484–485.

<sup>306</sup> *Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP/Activist Insight*, Activist Investing in Europe, October 2014, S. 7.

<sup>307</sup> Zunächst für die Gesellschaften des CAC 40 *ISS*, 2015 Benchmark Policy Recommendations, Nov. 6, 2014, S. 11–12, anschließend auch für alle anderen börsennotierten Gesellschaften *ders.*, 2016 Benchmark Policy Recommendations, Nov. 20, 2015, S. 17: Als Reaktion auf den Erlass der Loi Florange hat ISS Richtlinien angenommen, welche sicherstellen sollen, dass Aktionäre weiterhin über den Einsatz von Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen entscheiden. ISS empfiehlt daher nunmehr, gegen jede generelle Ermächtigung zu einer Aktiengabe (mit oder ohne Bezugsrechten) zu stimmen, sofern diese ohne Zustimmung der Aktionäre zur Abwehr einer Übernahme eingesetzt werden kann. ISS wandte diese Politik zunächst auf Gesellschaften des CAC 40 an und erstreckte sie nach einem Jahr Anpassungszeit auf alle börsennotierten französischen Gesellschaften.

tungen 2015 zu Kapitalerhöhung bzw. Aktienrückkäufen ermächtigt haben, dies ganz überwiegend mit der Suspendierung während einer Angebotsphase verknüpft haben.<sup>308</sup>

### 5. Schwelle für Gratisaktien an die Gesamtbelegschaft

Der verdreifachten Obergrenze für Gratisaktien an die Gesamtbelegschaft, sofern Zuteilungsunterschiede im Rahmen von eins zu fünf bleiben (Art. L. 225-197-1, I Abs. 3 C. com.), hat die Literatur zur Loi Florange relativ wenig Aufmerksamkeit gewidmet. Dem Bericht der Mitinitiatorin des Gesetzes *Clotilde Valter* zufolge bezweckte die Änderung, zusammen mit der besseren Einbindung der Arbeitnehmer in Übernahmeverfahren, das Sozialinteresse der Gesellschaft zu stärken. Hierzu solle die Sicht von Akteuren mit guter Innenkenntnis des Unternehmens gegenüber „durchreisenden“ Aktionären (*actionnaires de passage*) gestärkt und zugleich die Auswirkung der Entscheidungen von Akteuren wie Fondsmanagern begrenzt werden, die ohne eigenes Risiko wichtige Konsequenzen (insbesondere) für die Beschäftigten hervorrufen.<sup>309</sup> Bei der anschließenden Debatte der Regelung in der Commission des Affaires Économiques, die kurz und unstrittig ausfiel, formulierte Valter etwas spezifischer: Die erhöhte Obergrenze solle erstens ermöglichen, die Arbeitnehmer in die laufende Geschäftsführung einzubinden, ergänzend zu der eingeführten Arbeitnehmervertretung im Verwaltungsrat.<sup>310</sup> Zweitens solle sie dazu beitragen, „de facto“ einen stabilen Referenzaktionär zu schaffen, der jede langfristige Strategie unterstützt und als Schutz bei feindlichen Übernahmeversuchen dient.<sup>311</sup> Im weiteren Gesetzgebungsverfahren hat man der Vorschrift außerdem einen Beitrag zu sozialer Gerechtigkeit zugeschrieben.<sup>312</sup>

Der Zweck, einen stabilen Referenzaktionär zu schaffen, erklärt sich vor allem aus den übrigen Vorgaben für Gratisaktien in Art. L. 225-197-1 C. com. So sieht das Gesetz vor, dass die Hauptversammlung bei dem Beschluss über die Ausgabe eine Erwerbsperiode von nicht unter einem Jahr sowie eine Mindesthalteverpflichtung von mindestens einem weiteren Jahr festsetzt (Art. L. 225-197-1, UA 6-8 C. com.). Mitarbeiter können also über Gratisaktien zu langfristigen Investoren gemacht werden. Von solchen Beteiligungsinstrumenten erhoffen sich Unternehmen nicht nur eine bessere Identifikation, Motivation und Mitarbeiterbindung.<sup>313</sup> Darüber hinaus können sie einen stabilen Aktionärsblock einrichten, der sich gegebenenfalls bei der Abwehr feindlicher Übernahmen als hilfreich erweist.<sup>314</sup>

Der weitere Zweck, Arbeitnehmer in die Geschäftsführung einzubinden, erklärt sich daraus, dass Frankreich ein weit stärker entwickeltes Mitarbeiteraktionariat herausge-

<sup>308</sup> Oben Fn. 270–272 auf S. 845.

<sup>309</sup> *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 40.

<sup>310</sup> Eingeführt mit Art. 9 der Loi n° 2013-504 du 14 juin 2013 relative à la sécurisation de l'emploi vom 14. Juni 2013; für einen Überblick über die Regelung siehe *de Vendeuil/Rault-Dubois*, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2013, 21 ff.

<sup>311</sup> *Valter*, Rapport n° 1283, 17 juillet 2013, S. 133.

<sup>312</sup> *Emery-Dumas*, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 61.

<sup>313</sup> *Letourneur*, Droit des Sociétés 2016, 35.

<sup>314</sup> *Merle/Fauchon*, Sociétés commerciales<sup>19</sup>, 2015, S. 682 Rn. 601 mit Fn. 4; kritisch dazu *Letourneur*, Droit des Sociétés 2016, 35, 37 („[...] le risque existe que l'actionnariat salarié tombe sous l'influence de l'employeur qui l'utiliserait notamment pour s'opposer à une OPA hostile, renforcer le soutien à certaines décisions des gestion, voire garantir une certaine immobilité des dirigeants.“).

bildet hat als Deutschland und damit einen europäischen Spitzenplatz einnimmt.<sup>315</sup> Gehören den Mitarbeitern mindestens 3 % des Kapitals, erhalten sie mindestens einen Vertreter mit beratender Stimme im Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrat (Art. L. 225-23, Art. L. 225-71 C. com.),<sup>316</sup> auch wenn das Unternehmen nicht unter die allgemeine Arbeitnehmermitbestimmung für größere Unternehmen fällt.<sup>317</sup>

Für die Literatur belegt die Neuerung ein Verständnis des Sozialinteresses des Unternehmens, das die Interessen der Arbeitnehmer umfasst. Darüber hinaus zeigt sie, dass die Arbeitnehmerschaft zunehmend stellvertretend für die betroffenen Gruppen steht, ähnlich wie bei der Beteiligung am Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrat großer Unternehmen.<sup>318</sup> Zudem sieht man in der Neuerung eine weitere gesetzliche Förderung sozial verantwortlichen Unternehmertums,<sup>319</sup> begleitet von dem Willen, mehr engagierte statt flüchtige Aktionäre zu schaffen.<sup>320</sup>

Die Wirkungskette, welche der Gesetzgeber anstrebt, hat indes Zweifel erregt: Vereinzelt spricht man Arbeitnehmer-Aktionären verantwortlich-engagiertes Verhalten ab und erachtet sie angesichts der Aktienoptionspraxis für mindestens ebenso kurzlebig wie normale Aktionäre.<sup>321</sup> Ob man der Neuerung damit gerecht wird, erscheint indes zumindest insofern zweifelhaft, als ihre Voraussetzungen (alle Beschäftigten berechtigt, max. 1:5-Verhältnis bei der Zuteilung) sicherstellen, dass sich die Anwendung grundlegend von der herkömmlichen aktienbasierten Vergütung unterscheiden wird. Fraglich ist eher, ob diese Voraussetzungen mehr als eine marginale Bedeutung zulassen. Schon im Gesetzgebungsverfahren wurden hieran Zweifel laut,<sup>322</sup> welche die Literatur teilt.<sup>323</sup>

<sup>315</sup> Siehe knapp *Letourneur*, *Droit des Sociétés* 2016, 35; näher *Merle/Fauchon*, *Sociétés commerciales*<sup>19</sup>, 2015, S. 682 Rn. 601: Ihnen zufolge gibt es in Frankreich zwischen 1,5 und 2 Mio. Mitarbeiteraktionäre, die im Schnitt 3,9 % des Gesellschaftskapitals halten. Instruktive Übersicht zu der Aktionärsstruktur von 28 CAC-40-Gesellschaften, an denen das *actionariat salarié* Stand Ende 2011 mehr als 3 % (16 Gesellschaften) bzw. zwischen 0,3 % und 3 % hielt (12 Gesellschaften) bei *Clément/Houillon*, *Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises*, N° 737, 20.02.2013, S. 150–151. Dabei stechen Bouygues (23,4 %) und Safran (16,1 %), aber auch Saint Gobain (8 %), Essilor (8,4 %), Société Générale (7,6 %), AXA (7,3 %) und BNP Paribas (6,6 %) heraus.

<sup>316</sup> Näher *Letourneur*, *Droit des Sociétés* 2016, 35, 36; *Merle/Fauchon*, *Sociétés commerciales*<sup>19</sup>, 2015, S. 453 Rn. 431. Dieser Vertreter wird aus dem Kreis der Mitarbeiteraktionäre oder, wenn die Mitarbeiterbeteiligung über einen Fonds erfolgt, aus dessen Aufsichtsrat, aber von der Hauptversammlung gewählt.

<sup>317</sup> Dazu *de Vendeuil/Rault-Dubois*, *La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires* 2013, 21, 22; *Merle/Fauchon*, *Sociétés commerciales*<sup>19</sup>, 2015, S. 700 Rn. 612. Seit 2013 ist eine Arbeitnehmerbeteiligung mit beratender Stimme im Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrat von *sociétés anonymes* vorgeschrieben, die mindestens 1.000 dauerhafte Arbeitnehmer in Frankreich oder mindestens 5.000 Arbeitnehmer weltweit beschäftigen und einen Betriebsrat (*comité d'entreprise*) bilden müssen, für einen Überblick *Merle/Fauchon*, *Sociétés commerciales*<sup>19</sup>, 2015, S. 452–454 Rn. 431 sowie S. 700 Rn. 612; zur Regelung im *Loi n° 2013-504 du 14.06.2013 relative à la sécurisation de l'emploi de Vendeuil/Rault-Dubois*, *La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires* 2013, 21, 22 ff.

<sup>318</sup> *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, *Bulletin Joly Sociétés* 2014, 314, 316.

<sup>319</sup> Franz.: *responsabilité sociétale des entreprises* (RSE); engl.: *Corporate Social Responsibility* (CSR).

<sup>320</sup> *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, *Bulletin Joly Sociétés* 2014, 314, 316.

<sup>321</sup> *Dies.*, *Bulletin Joly Sociétés* 2014, 314, 316 unter Verweis auf die Praxis der Aktienoptionen.

<sup>322</sup> Siehe *Emery-Dumas*, *Rapport N° 328*, 29 janvier 2014, S. 61 unter Verweis darauf, dass die Beteiligung der anderen Aktionäre stark verwässert würde und die Hauptversammlung dem zuvor mit Zweidrittelmehrheit zustimmen muss.

<sup>323</sup> *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, *Bulletin Joly Sociétés* 2014, 314, 316: Die Zahl der Gesellschaften, die Aktien an alle ihre Angestellten ausgeben wollen, werde wahrscheinlich lächerlich gering sein; ähnlich, aber weniger entschieden *Merle/Fauchon*, *Sociétés commerciales*<sup>19</sup>, 2015, S. 693 Rn. 606,

Eine Aussicht auf praktische Anwendung sieht man allerdings als Verteidigungsstrategie gegen Übernahmen.<sup>324</sup> Daneben gibt es allgemeine Zweifel daran, ob Arbeitnehmer in ihrer Eigenschaft als Aktionäre einen wesentlichen Einfluss entwickeln können, halten sie doch absolut gesehen meist deutlich minoritärere Beteiligungen.<sup>325</sup>

## 6. Einbindung des Betriebsrates bei Übernahmen

### a) Eckpunkte der Reform

Bereits vor der Loi Florange bezog das französische Recht den Betriebsrat (*comité d'entreprise*) der Zielgesellschaft in das Übernahmeverfahren ein: Der Betriebsrat erhielt bei Einreichung des Übernahmeangebots die *note d'information* (Angebotsunterlage) des Bieters<sup>326</sup> und konnte diesen unterstützt durch einen Experten anhören. Der Bieter musste seine industrielle und finanzielle Unternehmenspolitik, seine strategischen Pläne für die Zielgesellschaft und die Auswirkungen der Übernahme auf Vermögen, Arbeitsplätze, Standorte und Entscheidungszentren derselben darlegen. Der Betriebsrat hatte anschließend binnen 15 Tagen nach Veröffentlichung der *note d'information* das Angebot zu prüfen. Seine Bemerkungen, sofern vorhanden, wurden in die Antwort der Zielgesellschaft auf das Gebot aufgenommen, wenn sie vom Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrat abwichen.<sup>327</sup>

Dieses Informationsverfahren war allerdings anerkanntermaßen ineffektiv. Zwar war ein Nichterscheinen des Bieters vor dem Betriebsrat mit Stimmverlust der gehaltenen Aktien sanktioniert. Eine wesentliche Unzulänglichkeit erkannte man aber darin, dass die einfachen Informationspflichten des Bieters zu relativ ungenauen Angaben in der *note d'information* führten.<sup>328</sup> Vor diesem Hintergrund hat die Loi Florange das bisherige einfache Informationsverfahren (*procédure d'information simple*) zu einem Infor-

---

die eine Aktienverteilung an alle Arbeitnehmer als „nicht sonderlich häufig“ („n'est pas si fréquent“) bezeichnen.

<sup>324</sup> Emery-Dumas, Rapport N° 328, 29 janvier 2014, S. 61; Mouial-Bassilana/Parachkévova, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 316.

<sup>325</sup> Insoweit verneinend Letourneur, Droit des Sociétés 2016, 35, 36.

<sup>326</sup> Die *note d'information* des Bieters ist in Art. L. 621-8 Abs. 9 CMEF i. V.m. Art. 231-18 règlement général de l'AMF geregelt (näher zu Inhalt, behördlicher Kontrolle und Haftungsfragen Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 240–249 Rn. 1202–1241). Sie entspricht im Kern der deutschen Angebotsunterlage gemäß § 11 WpÜG i. V.m. § 3 WpÜG-AngVO (zu deren Inhalt, behördlicher Kontrolle und Haftungsfragen etwa von Werder/Braun/Fromholzer, Private Equity<sup>2</sup> 2012, S. 131, 163–168 Rn. 60–69 sowie eingehend Assmann/Pöttsch/Schneider<sup>2</sup>/Meyer, § 11 WpÜG Rn. 1–9, 15 ff.). Beide Dokumente dienen der Umsetzung von Art. 6 der Übernahme-RL 2004/25/EG (siehe Assmann/Pöttsch/Schneider<sup>2</sup>/ders., § 11 WpÜG Rn. 10).

<sup>327</sup> Zum Ganzen Durand, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 278; de Vilmorin/Aubonnet/Berdou, Bulletin Joly Bourse 2014, 503, 503–504. Diese Regelung beruhte auf dem Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE) sowie loi n° 2006-387 vom 31. März 2006, siehe Goyet/Rontchevsky/Storck, RTDCom. 2014, 363, 369; Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 254 Rn. 1285.

<sup>328</sup> Durand, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 278, der in Fn. 37 allerdings bemerkt, dass sich der vage Charakter der Informationen häufig daraus erklärte, dass der Bieter bei Einreichung des Übernahmeangebots häufig keine ausreichenden Tatsachenkenntnisse hat, um genaue und sichere Folgenprognosen abgeben zu können, insbesondere mit Blick auf Beschäftigungsaspekte, die weitgehend davon abhängen, inwieweit sich erhoffte Synergien nach Angebotsannahme bestätigen, vor allem bei feindlichen Übernahmen.

mations- und Konsultationsverfahren (*procédure d'information-consultation*) aufgewertet.<sup>329</sup> Dessen Ablauf lässt sich vereinfacht wie folgt zusammenfassen:<sup>330</sup>

- Versammlung des Betriebsrates der Zielgesellschaft unmittelbar nach Einreichung des Übernahmeangebots, um zu entscheiden, ob er das Angebot als feindlich einordnen, einen Wirtschaftsprüfer hinzuziehen und den Bieter anhören will;<sup>331</sup>
- Anhörung des Bieters spätestens eine Woche nach Einreichung des Angebots;<sup>332</sup> die Informationspflichten des Bieters sind unverändert,<sup>333</sup> müssen aber dem neuen Verfahrenskontext gerecht werden.<sup>334</sup>
- (Etwaige) Erstattung des Wirtschaftsprüferberichts innerhalb von drei Wochen,<sup>335</sup> wofür der Wirtschaftsprüfer gewisse Informationsrechte hat;<sup>336</sup>
- Konsultation mit Stellungnahme des Betriebsrates durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft spätestens einen Monat nach Angebotseinreichung; versäumt der Betriebsrat die Frist zur Stellungnahme, gilt die Konsultation als erfolgt; die Stellungnahme wird mit dem Wirtschaftsprüferbericht in der Antwort der Zielgesellschaft wiedergegeben und geht der abschließenden Stellungnahme des Verwaltungsrates voraus.<sup>337</sup>
- Fühlt sich der Betriebsrat unzureichend informiert, kann das *tribunal de grande instance* auf Antrag per einstweiliger Verfügung die Vorlage fehlender Elemente anordnen und gegebenenfalls die Frist zur Stellungnahme verlängern.<sup>338</sup>
- Ändern sich die Bedingungen erheblich, wird das Verfahren wiederholt.<sup>339</sup>
- Zuletzt erfolgen Treffen zwischen Betriebsrat und erfolgreichem Bieter sechs, zwölf und 24 Monate nach Angebotsschluss, damit Letzterer darüber Rechenschaft ablegt, wie er seine Absichten und etwaige Zusagen gegenüber dem Betriebsrat umgesetzt

<sup>329</sup> *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 45.

<sup>330</sup> Die nachstehende Liste orientiert sich an *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 279; für eine eingehendere Schilderung siehe etwa *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 255–257 Rn. 1287–1294.

<sup>331</sup> Art. L. 2323-35 Code du travail.

<sup>332</sup> Siehe Art. L. 2323-36 Abs. 2 Code du travail. Der Betriebsrat kann dabei den Wirtschaftsprüfer hinzuziehen, Art. L. 2323-36 Abs. 3 Code du travail. Erscheint der Bieter zu der Anhörung nicht, verliert er wie schon nach bisherigem Recht sein Stimmrecht, näher dazu *Viandier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 257–258 Rn. 1296–1297.

<sup>333</sup> Art. L. 2323-36 Abs. 2 Satz 2 Code du travail: Industrielle und finanzielle Unternehmenspolitik, strategische Pläne für die Zielgesellschaft und Auswirkungen der Übernahme auf Vermögen, Arbeitsplätze, Standorte und Entscheidungszentren derselben. Wie weit diese Informationspflicht reicht, insbesondere welche Dokumente dem Betriebsrat im Einzelnen zur Verfügung gestellt werden müssen, ist nicht abschließend klar, näher *de Vilmorin/Aubonnet/Berdou*, Bulletin Joly Bourse 2014, 503, 504.

<sup>334</sup> *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 279 leitet daraus ab, dass sie nun präzise und detailliert sein müssen und anders als zuvor nicht mehr zu allgemein bleiben können.

<sup>335</sup> Art. L. 2323-38 Code du travail.

<sup>336</sup> Gemäß Art. L. 2325-37 Abs. 3 Code du travail hat er Zugang zu Dokumenten, die für die Erarbeitung seines Berichts notwendig sind. Thematisch erstreckt sich dieser auf alle Aspekte der Informationspflicht des Bieters, Art. L. 2323-38 Code du travail.

<sup>337</sup> Zum Ganzen Art. L. 2323-39 Abs. 1 Code du travail. Der Verwaltungsrat muss folglich die fristgemäße Stellungnahme des Betriebsrates abwarten, bevor er seinerseits Annahme oder Ablehnung des Angebots empfiehlt, *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 286; *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 45. Der Bericht des Wirtschaftsprüfers für den Betriebsrat wird in der Antwort der Zielgesellschaft ungekürzt wiedergegeben, *de Vilmorin/Aubonnet/Berdou*, Bulletin Joly Bourse 2014, 503, 504.

<sup>338</sup> Art. L. 2323-39 Abs. 2 Code du travail. Näher dazu *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 279–280. Zu beachten ist, dass der Antrag keine aufschiebende Wirkung hat.

<sup>339</sup> Art. L. 2323-40 Abs. 2 Code du travail.

hat.<sup>340</sup> Spezielle Konsequenzen oder Sanktionen im Fall der Nichteinhaltung sind nicht normiert.<sup>341</sup>

Zu beachten ist, dass das Konsultationsverfahren im Einvernehmen von Bieter- und Zielgesellschaft – praktisch also wohl nur bei freundlichen Übernahmen – auch schon mit der Angebotsankündigung<sup>342</sup> beginnen kann.<sup>343</sup> Auf diese Weise kann der Erwerbsinteressent Sicherheit gewinnen, bevor er sich unwiderruflich verpflichtet.<sup>344</sup>

### b) Rechtspolitische und -ökonomische Bewertung im Schrifttum

Die Literatur hat das aufgewertete Verfahren gemischt aufgenommen. Vielfach hat sie sich erleichtert gezeigt, dass der Anfangsentwurf im parlamentarischen Verfahren entschärft wurde, insbesondere indem der Gesetzgeber davon Abstand nahm, ein zeitaufwendiges Mediationsverfahren zwischen Bieter und Betriebsrat einzuführen.<sup>345</sup> Über das Ergebnis gehen die Meinungen auseinander: Die einen gewärtigen immer noch ein beschwerliches Verfahren mit erheblicher Verzögerung des Zeitplans von Übernahmeangeboten.<sup>346</sup> Die anderen erwarten, dass das modifizierte Verfahren Übernahmen zwar etwas, aber wohl meist nicht entscheidend verzögern werde<sup>347</sup> und schon somit keine gravierenden Auswirkungen auf die Praxis zukämen. Hierfür spricht einiges. Selbst Wirtschaftsvertreter loben den engen Zeitrahmen für die Stellungnahme des Betriebsrates, auch wenn sie eine unnötige Verzögerung freundlicher Übernahmen bedauern.<sup>348</sup> Das strenge zeitliche Korsett bedingt allerdings, dass die Frist, welche dem Wirtschaftsprüfer für sein Gutachten für den Betriebsrat zur Verfügung steht, derart kurz ausfällt, dass etwas anderes als ein oberflächlicher Bericht unrealistisch erscheint.<sup>349</sup>

Für problemträchtig erachtet das französische Schrifttum insbesondere, dass durch die Anhörung des Bieters vor dem Betriebsrat vertrauliche geschäftliche Informationen

<sup>340</sup> Art. L. 2323-44 Code du travail.

<sup>341</sup> *De Vilmorin/Aubonnet/Berdou*, Bulletin Joly Bourse 2014, 503, 507.

<sup>342</sup> Also zu Beginn der *période de pré-offre* i. S. v. Art. 231-2 5° règlement général de l'AMF.

<sup>343</sup> Art. L. 2323-40 Abs. 1 Code du travail.

<sup>344</sup> *Durand*, Bulletin Joly Bourse 2014, 274, 280; zu dieser Möglichkeit der „Vorverlegung“ auch *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 288; *Goyet/Rontchevsky/Storck*, RTDCom. 2014, 363, 369–370.

<sup>345</sup> *Viardier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 254 Rn. 1286; *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 286; *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 46; *de Vilmorin/Aubonnet/Berdou*, Bulletin Joly Bourse 2014, 503.

<sup>346</sup> *Pietrancosta*, RTDF 2014, 42, 46.

<sup>347</sup> Vgl. *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 287–288, insb. Rn. 48, 50–51; wohl auch *de Vilmorin/Aubonnet/Berdou*, Bulletin Joly Bourse 2014, 503, 503, 505.

<sup>348</sup> *Marsh*, Bulletin Joly Bourse 2014, 483, 486, Letzteres mit Blick darauf, dass der Verwaltungsrat auch bei freundlichen Übernahmen erst die Stellungnahme des Betriebsrates abwarten müsse, bevor er seine Meinung formuliert. Dies bedeute eine erhebliche Unsicherheit für den Bieter im Vergleich zu der international üblichen Praxis, derzufolge sich Verwaltungsrat und leitende Manager des Zielunternehmens vorab zugunsten des Angebots verpflichteten. Diese Kritik erscheint indes überzogen. Erstens verliert sie dadurch an Gewicht, dass das Konsultationsverfahren wie dargelegt mit Zustimmung der Zielgesellschaft bereits in der Prä-Angebotsphase eingeleitet werden kann, in der der Bieter noch nicht durch ein offizielles Übernahmeangebot gebunden ist. Zweitens muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft der Literatur zufolge die Stellungnahme des Betriebsrates nur mit Blick darauf abwarten, ob er den Aktionären die Angebotsannahme oder -ablehnung empfiehlt. Nicht erfasst ist hingegen eine anderweitige vertragliche Bindung zwischen Zielgesellschaft und Bieter (so *Barrière/de Reals*, Revue des Sociétés 2014, 279, 286).

<sup>349</sup> So zu Recht *Marsh*, Bulletin Joly Bourse 2014, 483, 485–486.

über Strategie und Ziele des Bieters öffentlich werden könnten. Die Wirtschaft warnt vor insiderrechtlichen Fallstricken, fürchtet angesichts des Fragerechts des Betriebsrates umfangreiche *fishing expeditions* und argwöhnt, nicht ganz fernliegend,<sup>350</sup> die offen gelegten Informationen könnten instrumentalisiert werden, um Medien und die öffentliche Meinung für Anliegen des Betriebsrates einzuspannen.<sup>351</sup> Dies könnte zugleich aktivistischen Investoren zusätzliche Hebel in die Hand geben, um freundliche Übernahmen anzugreifen.<sup>352</sup> Insofern erscheint es mehr als berechtigt, dass die Wissenschaft praktische Probleme und Blockadesituationen infolge von Vorbehalten der Bieter erwartet, alle Elemente offenzulegen.<sup>353</sup> Ähnliche Probleme können sich hinsichtlich der Reichweite des Informationsrechts des Wirtschaftsprüfers stellen,<sup>354</sup> ebenso wie mit Blick auf die Veröffentlichung von Informationen in seinem Bericht, deren Bekanntwerden der Bietergesellschaft schaden könnte.<sup>355</sup>

Im Übrigen bemängeln Wirtschaftsvertreter unnötige Kosten und ein schwerfälliges Verfahren mit Blick auf die neue Verpflichtung, soziale Zusagen nach zwei Jahren auf ihre Einhaltung zu überprüfen. Zudem befürchten sie exzessive Rigidität, sofern Verpflichtungen nicht modifizierbar sind, wenn sich die Umstände während der Nachverfolgungszeit wandeln.<sup>356</sup> Das Verfahren schein unnötig, weil ein guter sozialer Dialog ohnehin im Interesse von Bieter und Zielgesellschaft sei.<sup>357</sup> Literaturstimmen haben insoweit weniger Bedenken. Sie verweisen gerade darauf, dass die Nichteinhaltung von Absichtserklärungen des Bieters schwer angreifbar ist, wenn und weil er bei Abgabe die Lage in der Zielgesellschaft bestenfalls in groben Zügen kennt und sich zahlreiche Rahmenbedingungen wirtschaftlicher, technischer und geopolitischer Art zwischenzeitlich wandeln werden. Vor diesem Hintergrund lasse sich eine zivilrechtliche Verantwortlichkeit für die Nichteinhaltung etwaiger Zusagen nur ausnahmsweise herleiten.<sup>358</sup>

#### IV. Zusammenfassung

In Frankreich entwickelte sich nach der Finanzkrise das Anliegen, langfristige Orientierung sowie Finanzierung zu fördern, zu einem Dauerbrenner. Entscheidende rechts-

<sup>350</sup> Entsprechende Taktiken der Gewerkschaften sind in Frankreich nicht unbekannt. So veröffentlichte die Gewerkschaft CFDT Anfang Dezember 2012 im Rahmen der Affäre um die Schließung des Stahlwerkes Florange ein internes Dokument von ArcelorMittal, um die Wettbewerbsfähigkeit des Stahlwerkes zu belegen, siehe dazu oben Fn. 55 sowie zur Affäre Florange den begleitenden Fließtext auf S. 817.

Die Mitglieder des Betriebsrates unterliegen zwar gemäß Art. 2325-5 Abs. 2 Code du travail einer allgemeinen Verschwiegenheitspflicht in Bezug auf alle vertraulichen Informationen, die der Arbeitgeber auch als solche bezeichnet. An deren Verletzung sind allerdings nur disziplinarische Sanktionen geknüpft, zu beidem *de Vilmorin/Aubonnet/Berdou*, Bulletin Joly Bourse 2014, 503, 505–506.

<sup>351</sup> *Marsh*, Bulletin Joly Bourse 2014, 483, 485.

<sup>352</sup> So *Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP/Activist Insight*, *Activist Investing in Europe*, October 2014, S. 7 bezogen sowohl auf die Konsultation des Betriebsrates als auch die Mindestannahmeschwelle für Übernahmeangebote von 50 %.

<sup>353</sup> *Mouial-Bassilana/Parachkévova*, Bulletin Joly Sociétés 2014, 314, 318; *Vianhier*, OPA, OPE et autres offres publiques<sup>5</sup>, 2014, S. 256 Rn. 1291.

<sup>354</sup> Dazu *de Vilmorin/Aubonnet/Berdou*, Bulletin Joly Bourse 2014, 503, 505.

<sup>355</sup> Dazu *dies.*, Bulletin Joly Bourse 2014, 503, 506.

<sup>356</sup> *Marsh*, Bulletin Joly Bourse 2014, 483, 485.

<sup>357</sup> *Ders.*, Bulletin Joly Bourse 2014, 483, 485.

<sup>358</sup> *Barrière/de Reals*, *Revue des Sociétés* 2014, 279, 287; zustimmend *Goyet/Rontchevsky/Storck*, RTDCom. 2014, 363, 371–372, die das verbleibende Risiko zivilrechtlicher Haftung allerdings trotzdem als nicht zu vernachlässigende Bedrohung bezeichnen.

politische Impulse lieferten Berichte mehrerer Kommissionen verschiedener Provenienz und Couleur, die sich sukzessive stärker auf das Thema konzentrierten: Zunächst erörterte es die *Commission Attali* relativ knapp, aber bestimmt. Sodann befeuerte vor allem die Wirtschaft, aber auch die Gewerkschaftsseite die Diskussion mit dem griffigen Topos der Bekämpfung von *court-termisme*. Die Wirtschaft präsentierte dazu über das Institut de l'entreprise eine Wunschliste an den Gesetzgeber, auf der unter anderem gelockerte Möglichkeiten für Treuemehrstimmrechte und Mitarbeiteraktien standen. Ab ca. Mitte 2011 bis Frühsommer 2012 katapultierte die *Mélange* aus Präsidentschafts- und Nationalversammlungswahlkampf gepaart mit der Affäre um das Stahlwerk *Florange* das Ziel, die Wirtschaft neu zu beleben und von kurzfristigen Renditezwängen insbesondere ausländischer Investoren zu befreien, sogar in den Vordergrund der Tagespolitik. Die Sozialisten gewannen nach einschlägigen Versprechungen beide Wahlen. Darauf veröffentlichte die ihnen nahestehende, aber stark von Großunternehmen finanzierte Denkfabrik Terra Nova eine entsprechende Programmschrift. Sie empfahl, wie unter anderem schon die Wirtschaft, *court-termisme* durch Förderung eines langfristigen Aktionariats entgegenzutreten. Unmittelbar anschließend ließ die Regierung den *Report Gallois* erarbeiten. Dieser griff zahlreiche Anregungen des Terra-Nova-Berichts sowie anderer Kommissionen auf und rekombinierte sie zu einem Regulierungsmenü, das langfristige Aktionäre stärken und kurzfristigen Druck des Übernahmemarktes dämpfen sollte. Damit traf er sich mit einer gleichgerichteten Initiative der angesehenen Commission des Lois der Assemblée nationale. Das nachfolgend als *Loi Florange* bekannt gewordene Gesetz griff diese Vorschläge in seinem zweiten, nicht namensgebenden, aber praktisch bedeutsameren Teil auf. Er brachte sechs teils grundlegende Änderungen des französischen Aktien- und Übernahmerechts, die den Einfluss kurzfristiger Investoren zurückdrängen sollen.

In der Rechtswissenschaft erfuhr diese Reform wegen handwerklicher Mängel und innerer Widersprüche viel berechtigte Kritik. Ihre praktischen Folgen waren und sind beachtlich, aber wohl weniger grundstürzend, als es auf den ersten (juristischen) Blick naheliegen mag. Eine besonders stark beachtete Maßnahme ist das nunmehr für börsennotierte Gesellschaften zum Standard erhobene Treuedoppelstimmrecht. Die französische Rechtswissenschaft hat sich überwiegend äußerst skeptisch geäußert, ob es langfristige Investoren wie angestrebt stärken wird. Demgegenüber erblicken viele, wenngleich keineswegs alle, Stimmen ausländischer *Short-termism*-Debatten hierin einen vielversprechenden Ansatz.

Daneben sollten sich vor allem die neue Mindestannahmeschwelle für Übernahmeangebote und die Abschaffung der Neutralitätspflicht spürbar auf die Praxis des französischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts auswirken. Der Wegfall der Neutralitätspflicht bedingt nicht zuletzt zahlreiche, derzeit offene Einzelfragen zum Umfang der erweiterten Handlungskompetenz der Leitungsorgane. Als Maßnahmen gegen kurzfristige Orientierung scheinen beide aber nur insoweit ohne Weiteres einsichtig, wie man dem Übernahmemarkt generell einen kurzfristigen Einschlag attestiert. Die französische Literatur führt die Regelung bezeichnenderweise weniger auf eine solche Wertung zurück, sondern, angesichts der Entstehungsgeschichte der *Loi Florange*, auf protektionistische Motive.

## § 6 Europäische Union

### I. Startschuss: De-Larosière-Bericht

#### 1. Bezüge zu Corporate Governance und kurzfristiger Orientierung

Auf Ebene der Europäischen Union sind im Zuge der Finanzkrise und des anschließenden „Regulierungstsunami[s] im europäischen Kapitalmarktrecht“<sup>1</sup> zahlreiche Initiativen entstanden, um langfristige Investitionen zu fördern und Treiber kurzfristiger Orientierung in der Wirtschaft zu bekämpfen. Dabei geriet neben der Regulierung von Banken und Versicherern bald<sup>2</sup> die Corporate Governance ins Visier.<sup>3</sup> Einen wesentlichen Anstoß hierfür lieferte eine Expertengruppe um *Jaques De Larosière*, welche die EU-Kommission 2008 beauftragte, „Vorschläge zur Stärkung der europäischen Aufsichtsregelungen für alle Finanzsektoren mit dem Ziel auszuarbeiten, ein effizienteres, stärker integriertes und nachhaltigeres europäisches Aufsichtssystem zu schaffen.“<sup>4</sup> Der Ende Februar 2009 veröffentlichte *De-Larosière*-Bericht präsentierte 31 Empfehlungen zur Finanzmarktaufsicht<sup>5</sup> sowie zur Prävention und Bewältigung künftiger Krisen, die Aspekte der Unternehmensführung im Finanzdienstleistungssektor einbezogen, insbesondere Rechnungslegung,<sup>6</sup> Vergütung<sup>7</sup> und internes Risikomanagement.<sup>8</sup> In der Unternehmensführung (Corporate Governance) erblickte die Expertengruppe sogar mit die wichtigste Schwachstelle.<sup>9</sup> Neben günstigen Zinsen und Finanzierungsmöglichkeiten seien die Rechnungsvorschriften systematisch auf kurzfristige Erträge ausgerichtet worden, indem sie Gewinne sofort zum Marktwert erfassten, ohne Abschläge für eventuelle künftige Verluste.<sup>10</sup> Vor diesem Hintergrund hätten sich Anleger und Aktionäre an stets höhere

<sup>1</sup> So der treffende Titel des Beitrags von *Mülbert*, ZHR 176 (2012), 369 ff.; eindrucksvolle Kritik an der Regelungsflut bei *Hemeling*, ZHR 181 (2017), 595 ff., der ein überkomplexes RegelungsDickicht mit vielen Inkonsistenzen und einem Mangel an Systematik beklagt; ablehnend zum Begriff des Regulierungstsunamis hingegen *Veil*, ZGR 2014, 544, 605, der eine stark negative Konnotation beanstandet und den Begriff daher für ungeeignet erachtet.

<sup>2</sup> Unmittelbar nach dem Ausbruch der Finanzkrise dominierten zunächst makroökonomische und regulatorische Themen. Die (Banken-)Corporate-Governance erhielt ab 2009 verstärkt Aufmerksamkeit, dazu *Mülbert*, ZHR 173 (2009), 1, 2 ff.; *Mülbert*, EBOR 10 (2009), 411, 417–418.

<sup>3</sup> Zu außer- und innereuropäischen Bestrebungen im Bankensektor mit ersten Übertragungen auf die allgemeine Corporate Governance *Mülbert*, EBOR 10 (2009), 411, 418–420; zum Bankensektor in der EU *Wittig*, WM 2010, 2337, 2337–2338; vor allem bezogen auf Versicherer und die allgemeine Corporate Governance *Reviglio/Bassanini*, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), 31, 44 ff., 54 ff.

<sup>4</sup> So das Mandat in der deutschen Fassung des Berichts, *High Level Group of Financial Supervision in the EU*, Report, 25.02.2009, S. 78.

<sup>5</sup> Dabei ging es unter anderem darum zu verhindern, dass Mitgliedstaaten unionsrechtliche Vorgaben derart unterschiedlich auslegen und anwenden, dass Regulierungsarbitrage möglich wird. Dieses Ziel gab einen wesentlichen Anstoß dafür, dass der Rechtsrahmen der Finanzmarktaufsicht anschließend nahezu vollständig aus den Händen der Mitgliedstaaten genommen und auf die Ebene des Unionsrechts gehoben wurde, dazu *Veil*, ZGR 2014, 544, 550–551, ferner S. 554–555, mit kritischer Bewertung des Regulierungsarbitrage-Arguments (a. a. O., S. 565–566).

<sup>6</sup> *High Level Group of Financial Supervision in the EU*, Report, 25.02.2009, S. 23–25 (Empfehlung 4).

<sup>7</sup> *Dies.*, Report, 25.02.2009, S. 34–36 (Empfehlung 11).

<sup>8</sup> *Dies.*, Report, 25.02.2009, S. 36–37 (Empfehlung 12).

<sup>9</sup> *Dies.*, Report, 25.02.2009, S. 33 Rn. 110: „Hier sind bei der derzeitigen Krise die größten Schwachstellen zutage getreten.“ [engl. Fassung: „This is one of the most important failures of the present crisis.“].

<sup>10</sup> *Dies.*, Report, 25.02.2009, S. 34 Rn. 111.

Erträge und Renditen über dem Wachstum der Realwirtschaft gewöhnt.<sup>11</sup> Weder Vorstandsmitglieder noch Aktionäre hätten die Geschäftsleitung hinreichend kontrolliert. Die Aktionäre hätten stattdessen Druck auf die Geschäftsleitungen ausgeübt, hohe Aktienkurse und Dividenden zu erzielen, sodass der Erfolg vielfach „nur noch daran gemessen wurde, ob die Gewinnerwartungen für das nächste Quartal übertroffen wurden.“<sup>12</sup> Vergütungs- und Anreizstrukturen innerhalb der Finanzinstitute hätten kurzfristiges Denken statt der langfristigen Ertragsentwicklung gefördert.<sup>13</sup>

## 2. Vorsichtiger Regulierungsauftrag und entschiedene Annahme durch die Kommission

Die Expertengruppe knüpfte an ihre Ausführungen – teils recht unbestimmte – Forderungen zur Gestaltung der Vergütung<sup>14</sup> und des Bilanzierungssystems.<sup>15</sup> Insgesamt blieb sie aber skeptisch: Zwar könnten zielgenaue Maßnahmen dazu beitragen, eine Reihe falscher Anreize abzuschwächen oder zu beseitigen. Aber: „Man sollte sich nicht der Illusion hingeben, dass Regulierung allein all diese Probleme lösen und die Mentalität, die das System beherrscht (und die Abwärtsspirale in Gang gesetzt hat) ändern kann.“<sup>16</sup>

Die Europäische Kommission hat das keineswegs abgeschreckt, sondern im Gegenteil eher angestachelt. Die ausgemachte Problematik kurzfristigen Denkens ist sie zunächst bezogen auf den Finanzsektor sowie bald und vor allem bezogen auf die Realwirtschaft mit einem wahren Stakkato von Grünbüchern, Mitteilungen und Aktionsplänen angegangen, samt daraus folgenden Einzelmaßnahmen. Das *Short-termism*-Thema durchzieht dieses Initiativenkonzert leitmotivisch, aber mit abnehmender Intensität: Zunächst prominent und forte artikuliert, erscheint es später mit zunehmendem Detaillierungsgrad eher piano im Hintergrund.

Dieser Abschnitt untersucht zunächst, wie die Kommission einzelne Schritte ihres Reformprogramms mit dem *Short-termism*-Topos gerechtfertigt und vorangetrieben hat. Anschließend analysiert er die Aufnahme dieses Aspekts im Schrifttum.

## II. Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik

Unter dem Eindruck der Finanzkrise wandte sich die Kommission zunächst Ende April 2009 mit zwei Empfehlungen gegen problematische Anreize zu kurzfristigem Verhalten in der Corporate Governance: Die erste Empfehlung behandelte die Vergütungspolitik im Finanzsektor,<sup>17</sup> die zweite die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung

<sup>11</sup> Dies., Report, 25.02.2009, S. 34 Rn. 112.

<sup>12</sup> Dies., Report, 25.02.2009, S. 11 Rn. 23–24.

<sup>13</sup> Dies., Report, 25.02.2009, S. 35 Rn. 117, ähnlich zuvor S. 11 Rn. 24.

<sup>14</sup> Dies., Report, 25.02.2009, S. 35 Rn. 118, 120: Vergütungsbezogene Anreize müssten in ihrer Zusammensetzung transparent sowie mit den Aktionärsinteressen und der langfristigen Rentabilität des Gesamtunternehmens in Einklang gebracht werden. Insbesondere müsse Boni ein mehrjähriger Rahmen zugrunde liegen.

<sup>15</sup> Die Marktpreisbewertung (*mark to market*) sei unvereinbar mit dem herkömmlichen Darlehensgeschäft und einer Politik, langfristige Anlagen zu halten (*dies.*, Report, 25.02.2009, S. 24 Rn. 75). Das Rechnungslegungssystem solle grundsätzlich neutral sein und die Geschäftsmodelle nicht beeinflussen statt die Banken zu kurzfristigem Handeln anzureizen (*dies.*, Report, 25.02.2009, S. 25 Rn. 79).

<sup>16</sup> *High Level Group of Financial Supervision in the EU*, Report, 25.02.2009, S. 34 Rn. 114–115.

<sup>17</sup> Empfehlung der Kommission vom 30. April 2009 zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor, (2009/384/EG), ABl. EU Nr. L 120 vom 15.05.2009, S. 22–27; zu wichtigen Elementen dieser

börsennotierter Gesellschaften.<sup>18</sup> Beide waren in vielen Bereichen identisch, auch wenn erstere deutlich weiter ging.<sup>19</sup> So beklagten beide Empfehlungen, dass sich Vergütungsstrukturen zu sehr an kurzfristigen Ergebnissen orientierten, und forderten stattdessen eine Ausrichtung an der langfristigen Wertschöpfung der Gesellschaft. Hierfür schlugen sie beispielhaft einen Horizont von drei bis fünf Jahren vor. Auch Kriterien nicht finanzieller Art sollten einbezogen werden.<sup>20</sup>

Wenig später, im Juni 2010, trat die Kommission mit dem Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik auf breiterer Front in die *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise ein. Inhaltlich bezog sie sich eingangs auf den *De-Larosière*-Bericht: Wie dieser hielt sie den Aktionären vor, ihrer Rolle als Unternehmenseigner „nicht immer einwandfrei gerecht geworden“ zu sein und damit wesentlich zur Finanzkrise beigetragen zu haben.<sup>21</sup> Die „Finanziarisierung“ der Ökonomie habe Aktionärsgruppen auf den Plan gerufen, die oft wenig „an langfristigen Zielen der Governance der Unternehmen/Finanzinstitute“ interessiert seien und aufgrund ihres kurzen oder gar extrem kurzen Anlagehorizonts eine übermäßige Risikoneigung anstacheln könnten.<sup>22</sup> Vielfach habe der kurzfristige Aktienkurs als alleiniges Leistungskriterium gedient.<sup>23</sup> Das zum Grünbuch mitzulesende Commission Staff Working Document<sup>24</sup> vertiefte und verallgemeinerte diese Kritik.<sup>25</sup>

Eine forsche Verallgemeinerung erfolgte auch im Grünbuch selbst: Die Problematik werfe allgemeiner die Frage nach der Effektivität der Corporate-Governance-Regeln auf, die von einer wirksamen Aktionärskontrolle ausgehen. Die Kommission kündigte

---

Empfehlung *Lutter/Schmidt/Bayer*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht<sup>5</sup>, 2012, S. 383–384 § 18 Rn. 54.

<sup>18</sup> Empfehlung der Kommission vom 30. April 2009 zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften, (2009/385/EG), ABl. EU Nr. L 120 vom 15.05.2009, S. 28–31. Zu wichtigen Neuerungen dieser Empfehlung *dies.*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht<sup>5</sup>, 2012, S. 383 § 18 Rn. 53, 385 § 18 Rn. 56, 387–388 § 18 Rn. 61.

<sup>19</sup> *Weber-Rey*, Corporate Governance in Europa, 2012, S. 4.

<sup>20</sup> Siehe insbesondere Empfehlung 2009/384/EG (Fn. 17 auf S. 859), Erwägungsgründe 3, 14, 17 i. V.m. Rn. 3.2, sowie Empfehlung 2009/385/EG (Fn. 18 auf S. 860), Erwägungsgründe 2, 6, 8 i. V.m. Rn. 3.2, 4.1, 5.2 lit. a).

<sup>21</sup> *Europäische Kommission*, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, 02.06.2010, S. 2.

<sup>22</sup> *Dies.*, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, 02.06.2010, S. 8–9.

<sup>23</sup> *Dies.*, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, 02.06.2010, S. 9.

<sup>24</sup> So ausdrücklich *dies.*, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, 02.06.2010, S. 3: „Dieses Grünbuch sollte in Verbindung mit dem Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen [...] gelesen werden.“

<sup>25</sup> Dort fand sich, anders als in der englischen Fassung des Grünbuches, ausdrücklich der Vorwurf von „short-termism“ (*dies.*, Staff Working Document Corp. Gov. Financial Institutions, 02.06.2010, S. 3–4). Zudem wurden die Vorwürfe gegen institutionelle Investoren eingehender, harscher und ohne Beschränkung auf „neue Kategorien von Aktionären“ ausgeführt. Vielmehr richtete das Staff Working Document die Kritik an die überwiegende Zahl institutioneller Anleger, deren Strategie in breit diversifizierten Fonds mit häufigem Portfolioumschlag sowie kurzfristig-relativer Bewertung der Fondsmanager bestehe (a. a. O., S. 24, 27 f.). Für solcherart kurzfristig-passive Anlageformen machte die Kommission zum einen Interessenkonflikte der institutionellen Investoren verantwortlich (S. 28). Zum anderen erkannte das Staff Working Document aber auch externe Hindernisse für Engagement, insbesondere eine ungeeignete Informationspolitik der Unternehmen sowie rechtliche Hindernisse für Investorenkooperation und die grenzüberschreitende Wahrnehmung von Aktionärsrechten (a. a. O., S. 25–26).

daher breitere Überlegungen in Bezug auf börsennotierte Gesellschaften im Allgemeinen an,<sup>26</sup> zu denen sich auch schon im Grünbuch Ausführungen fanden.<sup>27</sup> Welche Richtung die Kommission im Sinn hatte, verdeutlichten Best-Practice-Beispiele im Commission Staff Working Document, das unter anderem den englischen Stewardship Code bzw. seinen Vorläufer nannte.<sup>28</sup> In ähnlicher Weise ist an weiteren Stellen sowie an den verwendeten Quellen ein Einfluss der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte ablesbar, namentlich des *Walker Review*.<sup>29</sup>

Im Rahmen der Konsultation zum Grünbuch konnte die Kommission im Wesentlichen zustimmende Rückmeldungen der einschlägigen Lobbyorganisationen auf ihre stewardshiporientierten Vorschläge berichten.<sup>30</sup> Spätestens danach war klar, dass die Kommission den aufgezeigten Weg weiter beschreiten würde.

### III. Reflection Group on the Future of European Company Law

#### 1. Ursachen kurzfristiger Orientierung

Dass die Kommission eine grundsätzlich angelegte Initiative im Sinn hatte, zeigte sich auch daran, dass sie im Dezember 2010 eine Reflection Group on the Future of European Company Law aus renommierten Rechtswissenschaftlern ins Leben rief. Eine von drei Untergruppen der Reflection Group sollte sich mit der langfristigen Funktionsfähigkeit (*viability*) von Gesellschaften und eine weitere unter anderem mit Management-/Aufsichtsstrukturen befassen.<sup>31</sup> Diese Themen schlugen sich im dritten Kapitel des Abschlussberichts der Reflection Group von April 2011 nieder.<sup>32</sup> Die Reflection Group stellte dort eingangs fest, dass sich der Fokus börsennotierter Gesellschaften in gewissem Maße von einer langfristigen zu einer kurzfristigen Orientierung verschoben habe, insbesondere dahin, kurzfristig den Shareholder-Value zu steigern.<sup>33</sup> Hierfür machte sie institutionelle Investoren, Druck der Märkte und Investoren zur Gewinnsteigerung sowie gestiegenen Aktionärsaktivismus verantwortlich, zusammen mit einer hohen Liquidität für fremdkapitalfinanzierte Übernahmen (Leveraged Buyouts, LBOs) bis zum Platzen der Kreditblase 2008.<sup>34</sup> Außerdem zeige sich der kurzfristige Fokus in Regulierungsvorschriften, namentlich der Pflicht zur Quartalsberichterstattung und der strengen Ad-hoc-Berichtspflicht.<sup>35</sup> In diesem Zusammenhang beklagte die Reflection Group zusätzlichen Druck auf „bestimmte“ (*certain*) Gesellschaften durch bestimmte Aktio-

---

<sup>26</sup> *Dies.*, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, 02.06.2010, S. 3, 9: insbesondere zur Stellung und Rolle der Aktionäre, zur Aufteilung der Kontrollaufgaben zwischen Aktionären und Aufsichtsräten, zur Zusammensetzung der Verwaltungsräte sowie zur sozialen Verantwortung von Unternehmen.

<sup>27</sup> Siehe etwa *dies.*, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, 02.06.2010, S. 7 (Ressourcen, Sachkenntnis und Diversität des Verwaltungsrates), S. 13 f. (Verpflichtung des Verwaltungsrates auf Stakeholder-Interessen), S. 18 (verschiedene Stewardship-Verpflichtungen institutioneller Investoren).

<sup>28</sup> *Dies.*, Staff Working Document Corp. Gov. Financial Institutions, 02.06.2010, S. 27.

<sup>29</sup> Zu diesem oben 4. Teil, § 4 I.2., S. 781 ff.

<sup>30</sup> *Europäische Kommission*, Feedback Statement, S. 16–19.

<sup>31</sup> *Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Report, 05.04.2011, S. 4.

<sup>32</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 36–58: „The contribution of governance and investors to long term viability of companies“.

<sup>33</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 36.

<sup>34</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 36.

<sup>35</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 38.

närtsgruppen, nicht unmittelbar verwendete Barmittel auszuschütten. Dadurch könne die Umsetzbarkeit einer langfristigen Strategie leiden.<sup>36</sup> Weitere Beiträge zu kurzfristiger Orientierung erblickte die Reflection Group in der Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen und dem damit einhergehenden Anreiz zur Schuldenfinanzierung,<sup>37</sup> in der Fair-Value-Bilanzierung sowie in Vorgaben der Finanzmarktaufsicht, etwa Solvenzvorschriften für Versicherungen und Pensionsfonds.<sup>38</sup> Zugleich betonte die Reflection Group, dass kurzfristiger Opportunismus als integraler Teil des Geschäftslebens nicht verhindert werden solle, so lange er das langfristige Interesse nicht beeinträchtige. Nötig sei eine gesunde Balance.<sup>39</sup>

## 2. Rechtspolitische Strategie und Vorschläge

Im Sinne der geforderten Balance waren die Vorschläge der Reflection Group von dem Bestreben geprägt, eine langfristige Ausrichtung zu erleichtern, aber nicht zu erzwingen: So plädierten die Wissenschaftler für eine unionsrechtlich verbürgte Satzungsfreiheit, das Unternehmensziel im Sinne einer stakeholderorientierten Sicht oder in Bezug auf das (langfristige) Gesellschaftsinteresse zu bestimmen.<sup>40</sup> Weiterhin empfahlen sie unter Verweis auf Frankreich, die Niederlande und Italien, EU-Richtlinien könnten allen Gesellschaften satzungsd dispositiv Treuedividenden und -mehrstimmrechte gestatten, um langfristige Aktionäre zu fördern und zu stärken.<sup>41</sup> Die EU-Richtlinien über Insiderinformationen und abgestimmtes Handeln von Aktionären sollten darauf überprüft werden, inwieweit sie langfristiges Aktionärsengagement behindern.<sup>42</sup> Institutionelle Investoren sollten verpflichtet werden, ihre Abstimmungspolitiken, das Abstimmungsverhalten und ihre zeitliche Ausrichtung zu veröffentlichen. Die Kommission sollte das Verhalten der Branche regelmäßig analysieren (lassen).<sup>43</sup> Mit Blick auf das Management sollten EU-Richtlinien sicherstellen, dass Gesellschaften unterschiedlich lange Amtszeiten vorsehen können, und eine freie Abberufbarkeit einschränken, damit sich die Geschäftsleitung nicht zu stark auf tagesaktuelle Entwicklungen konzentriert.<sup>44</sup>

Die hiermit ausgesprochene Einladung, unter dem Banner der *Short-termism*-Bekämpfung vielfältige und tiefgreifende Harmonisierungsmaßnahmen im EU-Gesellschaftsrecht vorzunehmen, hat die Kommission in der Folgezeit mit zahlreichen Politikdokumenten und -initiativen eifrig angenommen. Die von der Reflection Group anempfohlenen Bahnen hat sie dabei freilich vielfach verlassen.

<sup>36</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 36.

<sup>37</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 36: Dies könne die Balance kurz- und langfristiger Ziele des Managements beeinflussen.

<sup>38</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 37, 48.

<sup>39</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 37.

<sup>40</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 37–38.

<sup>41</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 46.

<sup>42</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 46–47.

<sup>43</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 48–49. Zurückhaltend äußerte sich die Reflection Group zur Option, einen umfassenden Verhaltenskodex nach dem Vorbild des Stewardship Code zu entwickeln. Ein solcher könne mehr direktes Engagement fördern, das aber nicht notwendig langfristig sein müsse und auf ein Mikromanagement hinauslaufen könne. Zudem seien viele unterschiedliche Kategorien institutioneller Investoren mit unterschiedlichen Eigenschaften und Rollen zu bedenken.

<sup>44</sup> *Dies.*, Report, 05.04.2011, S. 51–52.

#### IV. Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen

Das Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen führte die Themen des Grünbuches Corporate Governance in Finanzinstituten allgemein für Aktiengesellschaften weiter. Eingangs bemühte sich die Kommission, einen Eindruck (vor-)schneller Übertragung zu vermeiden,<sup>45</sup> hielt die Distanzierung indes nicht durch.<sup>46</sup> In der Sache waren Parallelitäten unverkennbar: Als eines von drei Kernthemen des Grünbuches knüpfte die Kommission wieder an „Hinweise“ dafür an, dass sich die Mehrheit der Aktionäre passiv verhalte und oft nur kurzfristige Gewinne beachte. Daher sei zu überlegen, ob bzw. wie mehr Aktionäre dazu gebracht werden könnten, sich für nachhaltige und längerfristige Leistungen zu interessieren sowie in Corporate-Governance-Fragen proaktiver zu agieren.<sup>47</sup> Das angestrebte Engagement definierte die Kommission unter Verweis auf den britischen Stewardship Code als aktive Überwachung und Ausübung der Aktionärsrechte mit dem Ziel, die langfristige Wertschöpfung bzw. die langfristige Rendite für Aktionäre zu steigern.<sup>48</sup>

Als Hindernisse für die Umsetzung solcherart erwünschten Engagements verwies die Kommission zunächst auf die im Grünbuch 2010 genannten Punkte Kosten, schwere Renditebewertung und Trittbrettfahrerverhalten. Eine Gegenmaßnahme bestehe in Offenlegungspflichten.<sup>49</sup> Sodann thematisierte die Kommission unter der Überschrift „Kurz-

---

<sup>45</sup> *Europäische Kommission*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 3: „Einige wichtige Fragen traten bereits im Zusammenhang mit dem im Juni 2010 angenommenen Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik auf. So ist beispielsweise die Einbeziehung der Aktionäre nicht nur für Finanzinstitute, sondern auch für Unternehmen allgemein von Interesse. Finanzinstituten kommt aber eine besondere Rolle zu, [...]. Die im Grünbuch vom Juni 2010 vorgeschlagenen Lösungen können folglich für EU-Unternehmen im Allgemeinen nicht relevant sein.“

<sup>46</sup> *Dies.*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 12: „Auf die Rolle der Aktionäre bei der Corporate Governance wurde im [...] Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten vom Juni 2010 eingegangen. [...] Das Verhalten der Aktionäre von Finanzinstituten im Hinblick auf das Eingehen übermäßiger Risiken könnte als ein besonderer Fall angesehen werden, [...]. Die bei der Ausarbeitung dieses Grünbuches gemachten Erfahrungen lassen gleichwohl darauf schließen, dass die Erkenntnisse des Grünbuches von 2010 hinsichtlich des mangelnden Engagements der Aktionäre und die Gründe dafür weitgehend auch das Verhalten der Aktionäre von börsennotierten Gesellschaften bestimmt haben, die sich im Streubesitz befinden.“ Das Grünbuch von 2010 hatte die Übertragbarkeit indes schon festgestellt, was rein confirmatorische Untersuchungen im Grünbuch 2011 nahelegt. Noch deutlicher a. a. O., S. 13: „Auf einige Gründe für ein mangelndes Engagement von Aktionären wurde im Grünbuch von 2010 eingegangen und sie sollen hier nicht erneut erörtert werden. Einige Ursachen [...] scheinen die meisten institutionellen Anleger zu beeinflussen. Im Grünbuch von 2010 warf die Kommission auch die Frage auf, ob institutionelle Anleger [...] gehalten sein sollten, ihre Stimmrechtspolitik und die entsprechenden Aufzeichnungen zu veröffentlichen. In den meisten Antworten wurde eine solche Option befürwortet. [...] Eine von der Kommission derzeit in Betracht gezogene Option besteht folglich in der Schaffung eines Transparenzrahmens [...] [gemeint: für alle Beteiligungen, nicht nur Bankbeteiligungen!].“

<sup>47</sup> *Dies.*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 3–4.

<sup>48</sup> *Dies.*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 13. Die Kommission erkennt zwar auch die Möglichkeit von positiv wirkendem Engagement kurzfristig denkender Anleger an. Gleichwohl verstehe man „unter dem Begriff Engagement in der Regel eine Tätigkeit, die die Renditen der Aktionäre langfristig steigert.“ (ebd.). Daran haben laut Kommission vor allem langfristig denkende Anleger, verstanden als solche mit langfristigen Verpflichtungen, ein Interesse (*Dies.*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 13 inkl. Fn. 46).

<sup>49</sup> *Europäische Kommission*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 13.

fristiges Denken auf den Kapitalmärkten“ diverse einschlägige Treiber im Verhältnis institutioneller Investoren zu ihren Vermögensverwaltern.<sup>50</sup>

Weitere Beiträge zu langfristigem Engagement versprach sich die Kommission davon, Emittenten die Identifizierung ihrer Aktionäre zu erleichtern,<sup>51</sup> sowie von einer Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer, die den Anteil langfristig orientierter Aktionäre erhöhen könne.<sup>52</sup>

Darüber hinaus sah die Kommission kurzfristige Leistungskriterien des Verwaltungsrates als Beitrag zu *Short-termism*. Als Gegenmaßnahmen schlug sie eine obligatorische Offenlegung der Vergütung und ein obligatorisches Vergütungsvotum der Hauptversammlung (*Say on Pay*) vor<sup>53</sup> – Letzteres mutete freilich angesichts der zugleich bemängelten kurzfristigen Ausrichtung vieler Aktionäre widersprüchlich an.

Die Antworten auf die Konsultation zum Grünbuch fielen im *Short-termism*-bezogenen Teil gemischerter aus als zum Grünbuch 2010.<sup>54</sup> Ins Auge fällt, dass die Konsultationsteilnehmer als *Short-termism*-Treiber im Unionsrecht vor allem Vorschriften außerhalb der Kommissionsinitiative zur Corporate Governance nannten, nämlich Solvency II mit Blick auf Schranken für langfristige Anlagen langfristiger Investoren, die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)<sup>55</sup> mit Blick auf den Hochfrequenzhandel, die damals europarechtlich vorgegebene Quartalsberichterstattung sowie die Fair-Value-Bilanzierung (*mark to market*).<sup>56</sup>

Das Europäische Parlament äußerte sich hingegen ungeachtet mehrerer Kritikpunkte im Grundsatz zustimmend. Insbesondere teilte es Sorgen vor unzureichend langfristigen Konzepten (*Short-termism*), forderte dementsprechend ebenfalls langfristig ausgerichtete Vergütungspolitiken und begrüßte die geplante Abschaffung von Quartalsberichts-

<sup>50</sup> Hier nannte die Kommission kurzfristig-relative Bewertungen, Anreize aus Gebühren und Provisionen, mangelnde Transparenz von Strategie, Portfolioumsatz, Kosten und Rendite der Verwalter (*dies.*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 13–15), Interessenkonflikte innerhalb von Finanzkonglomeraten, die mit Portfoliounternehmen in geschäftlicher Verbindung stehen, sowie als regulatorische Faktoren den Acting-in-Concert-Begriff und Schwierigkeiten bei grenzüberschreitender Rechtsausübung (*dies.*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 16–17). Indem die Kommission mangelnde Transparenz der Anlagestrategie und damit der Abstimmungspolitik als problematisch ausmachte, griff sie ein Postulat wieder auf, das bereits der Aktionsplan zum Gesellschaftsrecht aus dem Jahr 2003 angegangen war (*dies.*, Aktionsplan Gesellschaftsrecht & Corp Gov 2003, 21.05.2003, S. 15), allerdings ohne dass dies damals zu Regelungsmaßnahmen geführt hätte (*Bachmann*, WM 2011, 1301, 1302; *Lutter/Schmidt/Bayer*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht<sup>5</sup>, 2012, S. 389–390 § 18 Rn. 65–66 i. V. m. S. 397 § 18 Rn. 80).

<sup>51</sup> *Europäische Kommission*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 18.

<sup>52</sup> *Dies.*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 21 oben.

<sup>53</sup> *Dies.*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 10–11.

<sup>54</sup> Siehe *dies.*, Feedback Statement, 15.11.2011, S. 12–15, 17.

<sup>55</sup> Zum damaligen Zeitpunkt betraf dies die Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EU Nr. L 145 vom 30.04.2004, S. 1–44. 2014 ist die Richtlinie neu gefasst worden als Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. Nr. L 173 vom 12.06.2014, S. 349–485 mit Entsprechungstabelle im Anhang IV, S. 487–496.

<sup>56</sup> *Europäische Kommission*, Feedback Statement, 15.11.2011, S. 12.

pflichten sowie die Entwicklung von Stewardship-Kodizes.<sup>57</sup> Abweichungen vom Grünbuch betrafen vor allem drei Punkte: Erstens vermisste das Parlament mehrere Aspekte der Corporate Governance. Zweitens beanstandete es, dass das Grünbuch allein auf die monistische Struktur ausgerichtet sei und die dualistische vernachlässige. Drittens wollte das Parlament die Reform der Corporate Governance einschließlich der *Short-termism*-Bekämpfung mit Aspekten sozialer und ökologischer Nachhaltigkeit verbunden sehen.<sup>58</sup>

## V. Evaluation der Übernahmerichtlinie

### 1. *Short-termism* in der Evaluationsstudie vs. im Kommissionsbericht

Art. 20 Abs. 1 Satz 1 der Übernahmerichtlinie<sup>59</sup> verpflichtete die Kommission, die Richtlinie fünf Jahre nach Ablauf der Umsetzungsfrist am 20. Mai 2006 (Art. 21 Abs. 1 Satz 1 der RL) zu überprüfen und erforderlichenfalls eine Änderung vorzuschlagen. Zu diesem Zweck schrieb die Kommission eine Studie aus, welche die Rechtsanwaltskanzlei Marccus Partners zusammen mit dem Centre for European Policy Studies (CEPS) übernahm. Sie mündete 2012 in einen ausführlichen Assessment Report,<sup>60</sup> der leicht verkürzt auch buchförmig erschien.<sup>61</sup> Darauf aufbauend legte die Kommission Mitte 2012 den geforderten Bericht an Parlament, Rat und Ausschüsse vor.<sup>62</sup>

Der Assessment Report behandelte, ebenso wie die Buchfassung, vielfach Themen der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte: So erörterte er das Argument, eine ständige Anfälligkeit für Übernahmen behindere langfristige firmenspezifische Projekte ohne kurzfristige Wertsteigerung<sup>63</sup> und untergrabe Anreize von Stakeholdern, mittel- bis langfristige spezifische Investitionen in ihre Beziehung zum Unternehmen einzubringen,<sup>64</sup> sowie die daran anknüpfende Rechtfertigung für Abwehrmechanismen.<sup>65</sup> Weiterhin thematisierte der Report den Vorwurf, *shareholder primacy* führe zu *Short-termism*,<sup>66</sup> die Kritik, dass Aktionäre bei einem Übernahmeangebot zu einer kurzfristigen Sicht neigen,<sup>67</sup> die Problematik von Anreizen zu kurzfristigem Handeln aus der Managerver-

<sup>57</sup> Europäisches Parlament, Corporate Governance-Rahmen für europäische Unternehmen, 29.03.2012, Rn. 25–26, 33–34 bzw. in der englischen Version *dass.*, A corporate governance framework for European companies, 29.03.2012, Rn. 25–26, 33–34.

<sup>58</sup> Europäisches Parlament, Corporate Governance-Rahmen für europäische Unternehmen, 29.03.2012, Rn. 2 (monistische/dualistische Struktur), 3 (weitere Corporate-Governance-Aspekte), 11 (Verzahnung mit CSR-Initiativen), 19 (Frauenförderung), 27 (Einbeziehung von Nachhaltigkeitskriterien in die variable Vorstandsvergütung).

<sup>59</sup> Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. Nr. L 142 vom 30.04.2004, S. 12–23.

<sup>60</sup> Marccus Partners/CEPS, Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012.

<sup>61</sup> Clerc/Demarigny/Valiante u. a., EU Takeover Regulation, 2012.

<sup>62</sup> Europäische Kommission, Anwendung der RL 2004/25/EG, 28.06.2012.

<sup>63</sup> Marccus Partners/CEPS, Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012, S. 29, 125, 327, 349, ferner S. 317, 334; Clerc/Demarigny/Valiante u. a., EU Takeover Regulation, 2012, S. 195, 200, 210, 219, 241.

<sup>64</sup> Marccus Partners/CEPS, Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012, S. 29, 301; Clerc/Demarigny/Valiante u. a., EU Takeover Regulation, 2012, S. 173, 239.

<sup>65</sup> Marccus Partners/CEPS, Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012, S. 281, 306, 347; Clerc/Demarigny/Valiante u. a., EU Takeover Regulation, 2012, S. 143.

<sup>66</sup> Marccus Partners/CEPS, Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012, S. 32, 76, 352; Clerc/Demarigny/Valiante u. a., EU Takeover Regulation, 2012, S. 25, 119.

<sup>67</sup> Marccus Partners/CEPS, Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012, S. 73, 125, 320–321; Clerc/Demarigny/Valiante u. a., EU Takeover Regulation, 2012, S. 20–21, 200.

gütung<sup>68</sup> und mögliche Folgen zulasten von technologischem Fortschritt, Innovation und Wachstum.<sup>69</sup>

Die Kommission griff all dies in ihrem eigenen Bericht allerdings nicht auf. Sie sprach lediglich einen Punkt an, der nicht für *Short-termism*, womöglich aber für das erwünschte langfristige Engagement von Aktionären bedeutsam war: Viele Investoren und Stakeholder hatten gegenüber den Autoren des Assessment Report angegeben, Unsicherheit über abgestimmtes Verhalten (Acting in Concert) hindere nützliche Zusammenarbeit von Aktionären, die die Corporate Governance der in Rede stehenden Gesellschaft beeinflussen wollen.<sup>70</sup> Die Kommission folgerte hieraus Bedarf für klarstellende Leitlinien. Dies, betonte die Kommission, würde mit den Zielen des Grünbuches zum europäischen Corporate Governance-Rahmen „in Einklang stehen, d. h. längerfristig angelegte und nachhaltige Eigentumsverhältnisse zum Nutzen eines nachhaltigen Wachstums des europäischen Marktes fördern.“<sup>71</sup>

## 2. Kritik

Im Lichte des rechtspolitischen Kontextes mutet es auf den ersten Blick überraschend und inkonsistent an, dass die Kommission die *Short-termism*-Debatte bei der Evaluation der Übernahmerichtlinie nur derart zurückhaltend ansprach. Schließlich behandelte die Kommission *Short-termism* vielfach in anderen vorangegangenen und nachfolgenden Grünbüchern, Aktionsplänen und Regelungsvorhaben, wobei sie die Problematik sogar oft als (mit-)entscheidendes Begründungselement nutzte.

Eine naheliegende Erklärung für die Abweichung liegt in der Vorgeschichte der Übernahmerichtlinie: Hätte die Kommission ein etwaiges *Short-termism*-Problem durch europäisches Übernahmerecht erörtert, wäre sie, um evidente Widersprüche zu ihren parallelen Politikdokumenten zu vermeiden, kaum umhine gekommen, der dahingehenden Kritik an der Richtlinie zumindest teilweise Recht zu geben. Damit hätte die Kommission aber nicht nur in der Sache Fehler bei dem Betreiben der Übernahmerichtlinie eingeräumt und der Politik des damals verantwortlichen Kommissars *Bolkestein* ein schlechtes Zeugnis ausgestellt. Sie hätte überdies ein Wiederaufbrechen der Kontroverse riskiert, deren harmonisierungserschwerende Auswirkungen sie 2001 leidvoll erfahren hatte.<sup>72</sup> Dieser Hintergrund ließ keine Positionierung erwarten, die in einen Angriff gegen den erreichten Status quo hätte gemünzt werden können. Dass die Kommission diesen einfachen Weg wählte, ist politisch nachvollziehbar. Inhaltlich war es aber nicht nur mutlos – der Harmonisierungsertrag der Übernahmerichtlinie hätte sich durchaus verteidigen lassen, und das flexible Optionsmodell spricht im Lichte der bisherigen mitgliedstaatlichen Umsetzungspraxis gegen eine *Short-termism*-Kritik an der Richtlinie.

<sup>68</sup> *Marcus Partners/CEPS*, Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012, S. 194.

<sup>69</sup> *Marcus Partners/CEPS*, Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012, S. 337; *Clerc/Demarigny/Valiante u. a.*, EU Takeover Regulation, 2012, S. 222.

<sup>70</sup> *Marcus Partners/CEPS*, Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012, S. 176, i. V. m. S. 138–139, 175; daran anknüpfende Reformüberlegungen dann bei *Clerc/Demarigny/Valiante u. a.*, EU Takeover Regulation, 2012, S. 113.

<sup>71</sup> *Europäische Kommission*, Anwendung der RL 2004/25/EG, 28.06.2012, S. 11 Rn. 23.

<sup>72</sup> Zu dieser Kontroverse bereits oben 2. Teil, § 2 III. 2., S. 337 ff.; zur Gefahr ihres Wiederaufbrechens vgl. *Conac*, *ZVerglRWiss* 2015, 215, 229, der die Ablehnung einer Reform der Übernahmerichtlinie seitens der Kommission gutheißt, weil, so Conac, andernfalls einige Mitgliedstaaten wie Frankreich wahrscheinlich die Gelegenheit genutzt hätten, um Vorschriften abzuschaffen, die sie daran hindern, effektivere Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen einzuführen.

Vor allem aber nahm die Kommission hiermit eine empfindliche Lücke in ihrem rechtspolitischen Programm nach der Finanzkrise in Kauf: Wenn man eine kurzfristige Orientierung institutioneller Anleger sowie entsprechenden Druck des Kapitalmarktes auf die Unternehmen beklagt und sich zu umfangreichen Konsultationen sowie rechtspolitischen Gegenmaßnahmen anschickt, kann man das Übernahmerecht als zentralen Fokuspunkt einschlägiger Debatten nicht sinnvoll aus der Analyse ausklammern. Tut man es gleichwohl, riskiert man Lücken, Widersprüchlichkeiten, Umgehungspotenzial und nicht zuletzt eine mangelnde Befriedung der rechtspolitischen Diskussion.

#### VI. Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance

Gute eineinhalb Jahre nach dem Grünbuch zum Corporate-Governance-Rahmen präsentierte die Europäische Kommission einen „Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance – ein moderner Rechtsrahmen für engagiertere Aktionäre und besser überlebensfähige Unternehmen“. <sup>73</sup> Der Aktionsplan griff die Vorschläge für Maßnahmen gegen kurzfristiges Denken aus den vorangegangenen Grünbüchern auf, zumindest bei rein quantitativer Betrachtung erhielten aber andere Themen und Initiativen etwas mehr Raum. <sup>74</sup> Zudem trug die Kommission Vorwürfe unangemessen kurzfristigen Handelns (*Short-termism*) nicht mehr so prominent vor: Der Aktionsplan betonte vielmehr zunächst umgekehrt, dass ein wirksamer Corporate-Governance-Rahmen die langfristige Wettbewerbsfähigkeit stärkt, und verwies sodann recht abstrakt auf „erhebliche Mängel“ in der Corporate Governance von Finanzinstituten in der Krise sowie „Schwächen“ bei börsennotierten Unternehmen außerhalb des Finanzsektors. Diese Missstände schob die Kommission vor allem auf mangelndes Interesse (Passivität) der Aktionäre, auch vor dem Hintergrund kurzfristiger Haltedauern. <sup>75</sup> Anschließend kündigte sie vergleichsweise knapp Initiativen zu den aus den Grünbüchern bekannten Ansätzen an, um Aktionäre besser einzubeziehen und zu mehr (langfristigem) Engagement anzuhalten: eine erleichterte Identifizierung der Aktionäre, <sup>76</sup> ihre stärkere Einbeziehung in die Überwachung der Vergütungspolitik, <sup>77</sup> mehr Rechtssicherheit für Zusammenarbeit von Investoren, <sup>78</sup> Stewardship-Verpflichtungen für institutionelle Anleger <sup>79</sup> und erleichterte Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern als Beitrag zu einem höheren Anteil langfristiger Aktionäre. <sup>80</sup> Mehrere dieser Themen vertiefte die Kommission kurz darauf in informellen *roundtable debates* mit Interessenvertretern. <sup>81</sup>

<sup>73</sup> Europäische Kommission, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012.

<sup>74</sup> Maßnahmen, die gemäß den vorangegangenen Grünbüchern zumindest auch dazu dienen, gegen kurzfristiges Denken anzugehen, behandelt(e) der Aktionsplan auf knapp der Hälfte der inhaltlichen Seiten, sofern man eine Erwähnung in Einleitung und Zusammenfassung sowie Seitenübergänge jeweils voll mitzählt (*dies.*, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012, S. 3, 5–6, 8–10, 12–13, 18). Bezogen auf die Gesamtlänge entsprach dies wohl eher einem guten Drittel. Der Anhang listete in einer Übersicht über die Hauptinitiativen des Aktionsplans 16 Einträge auf, von denen fünf *Short-termism*-Bezug im obigen Sinne hatten.

<sup>75</sup> *Dies.*, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012, S. 3, zudem a. a. O., S. 9–10.

<sup>76</sup> *Dies.*, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012, S. 5, 8.

<sup>77</sup> *Dies.*, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012, S. 5, 10.

<sup>78</sup> *Dies.*, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012, S. 5, 12–13.

<sup>79</sup> *Dies.*, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012, S. 9.

<sup>80</sup> *Dies.*, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012, S. 13.

<sup>81</sup> *Dies.*, Summary discussions on shareholder engagement, March 2013. Die Diskussionen erstreckten sich laut dieser Zusammenfassung vorrangig auf Maßnahmen zur Förderung von langfristigem Engagement, wobei der englische Stewardship Code als Referenzmodell herausgehoben diskutiert wurde

Insgesamt war das *Short-termism*-Thema im Aktionsplan somit schwächer vertreten als in den Grünbüchern. Zugleich kündigte die Kommission allerdings an, auf die „Bedeutung einer nicht zu starken Fokussierung auf lediglich kurzfristige Aspekte“ im Rahmen eines Grünbuches zur langfristigen Finanzierung der europäischen Wirtschaft einzugehen.<sup>82</sup>

## VII. Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft

### 1. Ausrichtung

Das besagte Grünbuch legte die Kommission nur knapp vier Monate später, im April 2013, vor.<sup>83</sup> Sie gab damit ihren Bemühungen, kurzfristigem Denken entgegenzutreten, eine neue Richtung: Anders als in den Grünbüchern zur Corporate Governance wählte die Kommission nun nicht mehr einen „mikroökonomischen“ Ausgangspunkt, der an Corporate-Governance-Versagen in einzelnen Unternehmen anknüpft, sondern einen makroökonomischen: Ihr Ziel lautete nun, „auf den Weg eines intelligenten, nachhaltigen und integrativen Wachstums“ zurückzukehren und zu diesem Zweck Arbeitsplätze zu schaffen sowie die Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Hierzu seien Anstrengungen essenziell, um einen großen Bedarf langfristiger Investitionen zu decken.<sup>84</sup> Seit der Finanzkrise schafften es Banken indes weniger, Ersparnisse in solche zu lenken. Die Lücke sollten institutionelle Anleger und eine Direktfinanzierung am Kapitalmarkt schließen. Hierfür erkannte die Kommission gewisse Hindernisse, darunter die zuvor als *Short-termism*-Treiber ausgemachten Faktoren: bestimmte Rechnungslegungsstandards und Wertermittlungstechniken sowie Kosten und Fehlanreize durch das Verhalten von Vermögensverwaltern.<sup>85</sup>

### 2. *Short-termism*-relevante Einzelziele

Konkret unterteilte die Kommission das Oberziel der Förderung langfristiger Finanzierung der europäischen Wirtschaft in vier miteinander verknüpfte Einzelziele:<sup>86</sup> (1) die Fähigkeit der Finanzinstitute, langfristige Finanzierungen zu kanalisieren,<sup>87</sup> (2) Effizienz und Wirksamkeit der Finanzmärkte bei der Bereitstellung langfristiger Finanzierungsinstrumente,<sup>88</sup> (3) Querschnittsfaktoren, die langfristiges Sparen und langfristige Finanzierungen ermöglichen,<sup>89</sup> sowie (4) Erleichterung des Zugangs zu Bankkrediten und Nichtbankenfinanzierung für kleine und mittlere Unternehmen.<sup>90</sup> *Short-termism* spielte vor allem im dritten, ferner im ersten Themenkomplex eine Rolle:

---

(a. a. O., S. 3), auf Regulierungsbedarf bei Stimmrechtsberatern sowie auf Regelungen zur Offenlegung der Managervergütung bzw. *Say on Pay*.

<sup>82</sup> *Dies.*, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012, S. 6.

<sup>83</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013.

<sup>84</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 2 zu dem Zweck, langfristige Sachanlagen zu bilden; siehe auch a. a. O., S. 6 zur Definition des Begriffs „langfristige Finanzierung“.

<sup>85</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 3.

<sup>86</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 7.

<sup>87</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 7–13.

<sup>88</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 13–15.

<sup>89</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 15–19.

<sup>90</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 19–21.

a) *Kanalisation langfristiger Finanzierung, ELTIF-VO*

Da Finanzinstitute seit der Bankenkrise weniger in der Lage seien, langfristige Finanzierung in entsprechende Projekte zu leiten,<sup>91</sup> müsse die Rolle von Investitionsbanken, staatlichen Anreizen und institutionellen Anlegern wie Versicherern, Pensionsfonds und Stiftungen gestärkt werden. Sie könnten aufgrund ihrer längeren Zeithorizonte geduldig und antizyklisch agieren, ohne an kurzfristiges Denken (*Short-termism*) gebunden zu sein.<sup>92</sup> Aufsichts- und Bewertungsregeln seien darauf zu prüfen, inwieweit sie dieses Potenzial behinderten.<sup>93</sup> Zudem schlug die Kommission Initiativen vor, um finanzielle Ressourcen zu bündeln, sowie einen Rechtsrahmen für Fonds mit langfristigen Investitionen.<sup>94</sup> Letzterer wurde wenig später mit einem Verordnungsvorschlag für „Europäische langfristige Investmentfonds“ (ELTIF) konkret,<sup>95</sup> den der damalige Binnenmarktkommissar *Barnier* ausdrücklich als Maßnahme gegen kurzfristige Orientierung kennzeichnete.<sup>96</sup> 2015 ist er in abgeänderter Fassung in Kraft getreten.<sup>97</sup>

b) *Querschnittsfaktoren: Transparenz-RL, CSR-RL, Acting in Concert*

Im Rahmen der Querschnittsfaktoren erörterte die Kommission drei Gesichtspunkte kurzfristiger Orientierung (in der engl. Fassung: *Short-termism*): Erstens könne die Bilanzierung nach dem beizulegenden Zeitwert (*fair value*) kurzfristiges Anlegerverhalten (*Short-termism in investor behaviour*) begünstigen und langfristige Finanzierung beeinträchtigen, weil sie Aktien für institutionelle Anleger riskanter erscheinen lasse.<sup>98</sup>

Zweitens thematisierte die Kommission unter Verweis auf den Aktionsplan Anreize der Vermögensverwalter zu kurzfristigem Handeln und einen damit verbundenen Mangel an langfristigem Engagement der Aktionäre.<sup>99</sup>

Drittens ging die Kommission auf Unternehmensberichterstattung und Kreditratings ein: Bei der Berichterstattung solle ein langfristiger Fokus durch die Abschaffung von Quartalsberichten sowie durch einen solideren Rahmen für die Berichterstattung über nicht finanzielle Aspekte gefördert werden. Bei Kreditratings liege der Schwerpunkt oft auf einem kurzen, mitunter vierteljährlichen Horizont. Eine stärkere Langzeitperspek-

<sup>91</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 7.

<sup>92</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 7–9.

<sup>93</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 9–10: Gegebenenfalls Korrektur der Solvabilität-II-Richtlinie und der Richtlinie über Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge.

<sup>94</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 12.

<sup>95</sup> *Dies.*, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische langfristige Investmentfonds, 26.06.2013.

<sup>96</sup> Siehe das Zitat in der dazugehörigen Pressemitteilung *dies.*, IP/13/605, 26.06.2013, S. 1: „Derzeit sind die Finanzierungsmöglichkeiten begrenzt, und wenn Mittel vorhanden sind, stehen bei der Finanzierung oft nur sehr kurzfristige Ziele im Vordergrund. Der europäische langfristige Investmentfonds ist ein Investitionsinstrument, das professionellen und privaten Anlegern ermöglicht, langfristig in nicht börsennotierte Unternehmen und in langfristige Vermögenswerte wie Immobilien und Infrastrukturprojekte zu investieren.“

<sup>97</sup> Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds, ABl. EU Nr. L 123 vom 19.05.2015, S. 98–121; eingehend dazu *Zetsche*, ZBB/JBB 2015, 362 ff.; für einen knappen Überblick *Gündel/Gündel*, AG 2015, R156–R157.

<sup>98</sup> *Europäische Kommission*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 15, 17.

<sup>99</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 15–16, 18.

tive könne langfristige Anleger unterstützen.<sup>100</sup> Im Rahmen der Konsultationsfragen erwähnte das Grünbuch zudem die Idee von Treuemehrstimmrechten und -dividenden.<sup>101</sup>

Das Commission Staff Working Document zum Grünbuch verdeutlicht wiederum, dass die Ausführungen der Kommission zu ineffizient kurzfristigem Handeln in der Intermediationskette wesentlich vom *Kay Report* und dem britischen Stewardship-Konzept geprägt waren.<sup>102</sup>

### 3. Weitere Umsetzung

#### a) *Acting in Concert* und *CSR-RL*

Bald nach dem Grünbuch nahm sich die European Securities and Markets Authority (ESMA) den oft beklagten Risiken bei der Zusammenarbeit institutioneller Investoren durch drohendes *Acting in Concert* an. Dieses Hindernis versuchte man mit einem erläuternden, allerdings nicht rechtsverbindlichen Public Statement des Takeover Bids Network unter der Schirmherrschaft der ESMA auszuräumen.<sup>103</sup>

Die Kommission selbst konnte vor allem in Bezug auf die Unternehmensberichterstattung rasch Taten vorweisen, indem sie bereits begonnene Legislativprojekte weiter vorantrieb und inhaltlich auf das Grünbuch abstimmte:

Bereits eineinhalb Jahre vor dem Grünbuch zur langfristigen Finanzierung hatte die Kommission eine Mitteilung über „Eine neue EU-Strategie (2011-14) für die soziale Verantwortung der Unternehmen“ vorgestellt. Die Mitteilung hatte knapp Probleme kurzfristigen Handelns angesprochen<sup>104</sup> und unter anderem einen Legislativvorschlag zur Unternehmensberichterstattung angekündigt.<sup>105</sup> Indem Anleger relevante nicht finanzielle Informationen berücksichtigen, könnten sie, so die Kommission, dazu beitragen, dass Kapital effizienter eingesetzt wird und langfristige Investitionsziele besser verwirklicht werden.<sup>106</sup> Der entsprechende Vorschlag für eine CSR-Richtlinie folgte dem Grünbuch zur langfristigen Finanzierung auf dem Fuße und behielt diese Argumentation knapp bei.<sup>107</sup>

<sup>100</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 18–19.

<sup>101</sup> *Dies.*, Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, 09.04.2013, S. 18 (bzw. S. 15 in der englischen Fassung, die hier angesichts der mitunter etwas holprig übersetzten deutschen Version ratsam erscheint [z. B. „Beziehungen zu Agenturen“ für „agency relationships“]).

<sup>102</sup> *Dies.*, Staff Working Document Long-Term Financing, 25.03.2013, S. 14 Fn. 24.

<sup>103</sup> *Takeover Bids Network/ESMA*, Public Statement *Acting in Concert*, 12.11.2013 sowie *dies.*, Public Statement *Acting in Concert*, 1st update, 20.06.2014. Das Takeover Bids Network besteht aus den Stellen, welche die Mitgliedstaaten gemäß der Übernahmerichtlinie als zuständig für die Beaufsichtigung von Angebotsvorgängen benennen und der Kommission mitteilen (Art. 4 Abs. 1 S. 1, 3 Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EU Nr. L 142 vom 30.04.2004, S. 12).

<sup>104</sup> *Europäische Kommission*, Mitteilung CSR-Strategie (2011-14), 25.10.2011, S. 12: „Es ist zunehmend anerkannt, dass sich CSR positiv auf die Wettbewerbsfähigkeit auswirkt. Trotzdem stehen Unternehmen immer noch vor einem Dilemma: Ein sozial besonders verantwortungsvolles Vorgehen ist – zumindest auf kurze Sicht – wirtschaftlich nicht immer am einträglichsten. Die EU sollte [...] stärkere Marktanreize für CSR schaffen.“

<sup>105</sup> *Dies.*, Mitteilung CSR-Strategie (2011-14), 25.10.2011, S. 14.

<sup>106</sup> *Dies.*, Mitteilung CSR-Strategie (2011-14), 25.10.2011, S. 13.

<sup>107</sup> *Dies.*, Vorschlag CSR-RL, 16.04.2013. Auch dieser Vorschlag argumentierte, eine größere Transparenz nicht finanzieller Informationen gebe Investoren die Möglichkeit, Nachhaltigkeitsaspekte und langfristigen Erfolg besser zu berücksichtigen (a. a. O., S. 2). Zudem begründete er die Regulierungsnotwendigkeit mit kurzfristigen Verhaltensanreizen der Unternehmen (a. a. O., S. 3: „Trotz der steigenden Nachfrage nach nicht finanziellen Unternehmensinformationen wird der Nutzen der nicht finanziel-

Zugleich ging das zugehörige Staff Working Paper ausführlicher auf *Short-termism*-Aspekte ein.<sup>108</sup>

Im Oktober 2014 stimmte nach dem Rat auch das Europäische Parlament einer modifizierten Richtlinienfassung zu.<sup>109</sup> Deren Erwägungsgründe enthalten indes keine vergleichbaren Ausführungen zu *Short-termism* mehr. Stattdessen betonen sie sozial und gesellschaftlich verantwortliches Unternehmertum, das allerdings zugleich als langfristig renditeorientiert gekennzeichnet wird.<sup>110</sup>

Damit ist insoweit eine Verschiebung eingetreten: Der anfänglich unterstützend<sup>111</sup> angeführte Zweck der *Short-termism*-Bekämpfung ist zurück- und der Bezug zur Unternehmenszielbestimmung hervorgetreten. Diese wird zwar nicht direkt geregelt, aber jedenfalls erheblich beeinflusst. Wie stark und wie weit ist umstritten: Eine namhafte Stimme konstatiert einen „Überschlag dieser bilanzrechtlichen Richtlinien-Vorgabe hinein ins Aktienrecht“: „Immaterielle Unternehmensziele soll das Aktiengesetz den großen Börsengesellschaften vorgeben; das Handlungsprogramm des Vorstands soll über die Interessen der shareholder hinaus auch auf die der stakeholder ausgerichtet werden.“<sup>112</sup> Die überwiegende Ansicht geht weniger weit: Sie sieht den Zweck der Aktiengesellschaft unberührt, räumt aber ein, dass der Regelung ein „raffinierter Wirkmechanismus“ zugrunde liegt, der formal lediglich eine Berichtspflicht statuieren, die sich aber „unter der Hand in eine Verhaltenspflicht“ zu verwandeln drohe, weil derjenige, der kein Konzept zu CSR-Belangen vorlegt, in Erklärungsnot gerate.<sup>113</sup> Dabei habe die Kommission „bewusst mit Unschärfen und Graubereichen zwischen den marktlichen Vorzügen einer an langfristiger Rentabilität ausgerichteten Unternehmenspolitik einerseits und einer staatlich veranlassten Unterwerfung der Aktiengesellschaft unter politisch geprägte Gemeinwohlanliegen andererseits jongliert.“<sup>114</sup>

#### b) Transparenzrichtlinie

Bei der Quartalsberichterstattung nutzte die Kommission die bereits 2009 angelaufene Evaluation der Transparenzrichtlinie für ihr Anliegen, *Short-termism* zu bekämpfen. Der Reformprozess ist hinsichtlich der *Short-termism*-Thematik in mehrfacher Hinsicht be-

---

len Offenlegung von einigen Stakeholdern eher als langfristig und schwer zu beziffern empfunden, während die kurzfristigen Kosten offensichtlicher und leicht messbar wären.“)

<sup>108</sup> Dies., Staff Working Doc CSR-Directive, 16.04.2013, S. 11–12 und insb. S. 20, 39.

<sup>109</sup> Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nicht finanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen, ABl. EU Nr. L 330 vom 15.11.2014, S. 1–9.

<sup>110</sup> Erwägungsgrund 3 führt aus, die Angabe nicht finanzieller Informationen sei „ein wesentliches Element der Bewältigung des Übergangs zu einer nachhaltigen globalen Wirtschaft, indem langfristige Rentabilität mit sozialer Gerechtigkeit und Umweltschutz verbunden wird. In diesem Zusammenhang hilft die Angabe nichtfinanzieller Informationen dabei, das Geschäftsergebnis von Unternehmen und ihre Auswirkungen auf die Gesellschaft zu messen, zu überwachen und zu handhaben.“

<sup>111</sup> Daneben steht die Kommissionsinitiative im Kontext vielfältiger Initiativen zu nationaler und internationaler CSR-Regel- und Standardsetzung sowie Berichterstattung, siehe dazu im Überblick *Fleischer*, AG 2017, 509, 519 ff.

<sup>112</sup> *Hommelhoff*, NZG 2015, 1329, 1330; ebenso zur Rechtslage in Deutschland nach dem CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz vom 11.04.2017 (BGBl I 2017, 802) *ders.*, NZG 2017, 1361 ff.

<sup>113</sup> *Schön*, ZHR 180 (2016), 279, 283; in der Sache ebenso *Fleischer*, AG 2017, 509, 522; *Spießhofer*, NZG 2014, 1281, 1282 („indirekte“ Verhaltenssteuerung der Unternehmen“, „politisch-regulatorische Funktion“).

<sup>114</sup> Zutreffend *Schön*, ZHR 180 (2016), 279, 286; anders wohl *Fleischer*, AG 2017, 509, 521.

merkwürdig, vor allem, wenn man zugleich die Entstehungsgeschichte der Transparenzrichtlinie in den Blick nimmt und ihrer Revision die in etwa zeitgleiche Evaluation der Übernahmerichtlinie gegenüberstellt: Erstens vollzog die Kommission mit Blick auf die Quartalsberichterstattung eine Kehrtwende im Vergleich zu ihrer Position bei Verabschiedung der Erstfassung der Transparenzrichtlinie. Zweitens folgte sie damit einer dezidiert britischen Sicht der *Short-termism*-Debatte. Drittens behandelte die Kommission die *Short-termism*-Problematik bei der Evaluation der Transparenzrichtlinie und der Übernahmerichtlinie in widersprüchlicher Weise. Viertens konnte sich in keiner Fassung der Transparenzrichtlinie eine radikale Position zur Unternehmensberichterstattung durchsetzen. Alledem ist sogleich näher nachzugehen.

### VIII. Reform der Transparenzrichtlinie und *Short-termism*

#### 1. Kommissionsposition und Meinungsstreit 2003/2004

Als die Kommission 2003 einen Vorschlag für die Transparenzrichtlinie vorlegte, strebte sie an, Emittenten sogar Quartalsfinanzberichte aufzuerlegen. Die Kommission verwies damals auf eine entsprechende Praxis in vielen Mitgliedstaaten, das Vorbild USA, den Anlegerschutz und versprach eine steigende Markteffizienz.<sup>115</sup> Während die EZB dieser Einschätzung weitgehend zustimmte,<sup>116</sup> fürchteten andere schon 2003/2004 eine Unterminierung langfristiger Anlagestrategien. Entsprechende Bedenken wurden zunächst in der Konsultation vorgetragen, von der Kommission aber bezogen auf die Quartalsberichterstattung zurückgewiesen.<sup>117</sup> Die Kommission akzeptierte Sorgen vor *Short-termism* damals nur hinsichtlich Quartalsergebnisprognosen: Solche wollte sie in das Ermessen der Unternehmen stellen, da kein öffentliches Interesse bestehe, „eine Form von ‘earnings guidance’ zu fördern, die nur kurzfristiges Unternehmerdenken und einen unangemessenen Druck von Analysten und Fondsmanagern zur Folge hätte.“<sup>118</sup>

Im Legislativverfahren stimmte indes der Ausschuss für Recht und Binnenmarkt des Europäischen Parlaments in seiner Stellungnahme für den Ausschuss für Wirtschaft und Währung der *Short-termism*-Kritik an Quartalsinformationen zu.<sup>119</sup> Verfasser der Stellungnahme war *Klaus-Heiner Lehne*, der parallel wesentlich zur Kompromissfindung bei der ebenfalls mit Blick auf *Short-termism* umstrittenen Übernahmerichtlinie beitrug.<sup>120</sup> Dabei hatte er offenbar den Zusammenbruch des Neuen Marktes in Deutschland,<sup>121</sup> die US-Bilanzskandale um Enron sowie die dadurch wieder befeuerte *Short-termism*-Debatte jenseits des Atlantiks<sup>122</sup> vor Augen.<sup>123</sup> Gleichsinnig argumentierte der Europäische

<sup>115</sup> Europäische Kommission, Vorschlag TransparenzRL, 26.03.2003, S. 15–16; dazu *Brinckmann*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, 2014, S. 339, 359–360, § 18 Rn. 45–47; *Fuchs*<sup>2</sup>/*Zimmermann*, Vor §§ 37v–37z WpHG Rn. 4.

<sup>116</sup> Europäische Zentralbank, Stellungnahme zum Vorschlag TransparenzRL 2003, 30.09.2003, S. 7–8 Rn. 8, 14.

<sup>117</sup> Europäische Kommission, Vorschlag TransparenzRL, 26.03.2003, S. 17.

<sup>118</sup> *Dies.*, Vorschlag TransparenzRL, 26.03.2003, S. 18.

<sup>119</sup> Die Stellungnahme des Ausschusses für Recht und Binnenmarkt vom 27.11.2003 ist abgedruckt in *Ausschuss für Wirtschaft und Währung*, Bericht über Vorschlag der TransparenzRL, A5-0079/2004, 25.02.2004, S. 96.

<sup>120</sup> Dazu bereits 2. Teil, § 2 III.2.b), S. 341.

<sup>121</sup> Dazu näher sogleich unter 4. Teil, § 7 II.2., S. 924 f.

<sup>122</sup> Dazu bereits 2. Teil, § 1 I.4., S. 139 ff.

<sup>123</sup> *Ausschuss für Wirtschaft und Währung*, Bericht über Vorschlag der TransparenzRL, A5-0079/2004, 25.02.2004, S. 96: „Im Übrigen haben die Entwicklungen an den Aktienmärkten in den zurückliegen-

Wirtschafts- und Sozialausschuss.<sup>124</sup> Auch vonseiten der Mitgliedstaaten, namentlich des Bundesrates, wurde diese Kurzfristigkeitskritik vorgetragen.<sup>125</sup>

Angesichts des massiven Widerstands, der neben *Short-termism*-Bedenken auf die Kosten umfassender Quartalsberichterstattung verwies, brachte die 2004 verabschiedete Fassung der Transparenzrichtlinie einen Kompromiss:<sup>126</sup> Sie schrieb den erfassten Emittenten eine sog. Zwischenmitteilung vor, ein Berichtsformat, das die Richtlinie neu einführt und das (neben anderen Punkten) nur eine rein narrative allgemeine Beschreibung der Finanzlage und des Geschäftsergebnisses im betreffenden Zeitraum forderte. Die Mitgliedstaaten oder Börsenbetreiber durften alternativ einen darüber hinausgehenden Quartalsfinanzbericht verlangen, den die Richtlinie ansprach, aber nicht näher regelte.<sup>127</sup>

Zudem erhielt die Kommission den Auftrag, Europäischem Parlament und Rat bis zum 20. Januar 2010 einen Bericht über die Transparenz und Zweckmäßigkeit der Quartalsfinanzberichte und Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung von Emittenten vorzulegen. Zugleich sollte die Kommission für die Bereiche, in denen sie Änderungen der Quartalsberichterstattung in Betracht zieht, eine Folgenabschätzung vornehmen.<sup>128</sup>

## 2. Richtlinienevaluation 2009–2010

Die Kommission schrieb zur Erfüllung ihres Prüfauftrags<sup>129</sup> eine Studie aus, welche die Wirtschafts- und Rechtsberatungsgesellschaft Mazars übernahm. Der resultierende Transparency Directive Assessment Report bestätigte die Lösung der Transparenzrichtlinie von 2009: Er bescheinigte, dass ihr Kompromiss, um einen „*‘short-termist’ effect*“

---

den Jahren wohl gezeigt, welche schädlichen Auswirkungen vorherrschende kurzfristige Betrachtungsweisen an den Märkten haben können. Ziel der Entwicklungen der Kapitalmärkte ist es zweifelsohne, das langfristige Investment zu fördern. Quartalsangaben, die letztlich in Quartalsberichten münden, haben insoweit oftmals eine psychologisch entgegengesetzte Wirkung.“

<sup>124</sup> *Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss*, Stellungnahme zum Vorschlag TransparenzRL 2003, 10.12.2003, S. 129 Rn. 3.1.1.2.: Die „generelle Veröffentlichung [...] [von Quartalsinformationen über die Ergebnisse] könnte die Anleger in größerem Maße zu einem Kurzzeitverhalten verleiten. Das würde die Volatilität der Märkte erhöhen und die Durchsetzung einer langfristigen Strategie der Unternehmen beeinträchtigen [...]“

<sup>125</sup> *Deutscher Bundesrat*, Stellungnahme Vorschlag TransparenzRL, BR-Drucks. 230/03(B), 11.07.2003, S. 3: „Quartalsberichte stehen einer nachhaltigen Unternehmenspolitik entgegen. Sie begünstigen kurzfristige Entwicklungen an den Aktienmärkten, destabilisieren tendenziell die Aktienmärkte und fördern insofern keine langfristigen Anlagestrategien.“

<sup>126</sup> KK-WpHG<sup>2</sup>/Mock, § 37x WpHG Rn. 6–7; Fuchs<sup>2</sup>/Zimmermann, Vor §§ 37v–37z WpHG Rn. 4; Buchheim/Hossfeld/Schmidt, WPg 2016, 1347, 1348–1349.

<sup>127</sup> Rechtstechnisch führte die Transparenzrichtlinie des Jahres 2004 (Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem Geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU Nr. L 390 vom 31.12.2004, S. 38–57) zwei neue Berichtsformate ein: erstens den Finanzbericht, den die Richtlinie für die Jahres- und Halbjahresberichterstattung vorschrieb (Art. 4 und 5), zweitens die rein narrative Zwischenmitteilung für die Quartalsberichterstattung (Art. 6). Mit Blick auf Letztere blieb es bei einer Mindestharmonisierung dergestalt, dass Mitgliedstaaten oder Börsen anstatt einer Zwischenmitteilung einen darüber hinausgehenden Quartalsfinanzbericht vorschreiben durften. Dieser war in Art. 6 II der Richtlinie erwähnt, aber nicht näher ausgestaltet. Zum Ganzen *Brinckmann*, BB 2012, 1370; eingehend *ders.*, in: Veil (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*<sup>2</sup>, 2014, S. 339, 346, 351, 356, 359–360, 363–364, § 18 Rn. 11–13, 24–25, 36–37, 45–48, 53–57.

<sup>128</sup> Art. 6 Abs. 3 Richtlinie 2004/109/EG (Fn. 127 auf S. 873).

<sup>129</sup> Art. 33 RL 2004/109/EG (Fn. 127 auf S. 873).

von Quartalsberichten zu vermeiden, die Unterstützung der Mehrheit der Stakeholder habe.<sup>130</sup> Tatsächlich erachteten 69 % der Befragten Quartalsinformationen als nützlich. 65 % sprachen Gleiches speziell den Zwischenmitteilungen zu. Vor allem institutionelle Investoren befanden sie sogar für hilfreicher als Quartalsfinanzberichte.<sup>131</sup> Zudem gaben jeweils rund 70 % der befragten Stakeholder und Emittenten an, dass Quartalsfinanzinformationen Transparenz und Effizienz des Marktes erhöhten. Nur im Vereinigten Königreich war die Mehrheit (fast 67 %) gegenteiliger Ansicht, in Luxemburg und Frankreich waren es immerhin 50 % bzw. 46 %.<sup>132</sup> In ähnlicher Weise erachteten insgesamt gut 65 % der Stakeholder Zwischenmitteilungen als wertvoll, mit einer abweichenden Mehrheit allein im Vereinigten Königreich.<sup>133</sup> Dort wirkte sich offensichtlich die lange und hitzige *Short-termism*-Debatte aus,<sup>134</sup> die nach der Finanzkrise wieder aufgebrochen war.<sup>135</sup> Zwar hat es auch in Kontinentaleuropa vor und nach der Finanzkrise ähnliche Debatten um kurzfristige Orientierung gegeben. Diese betrafen herkömmlich aber viel weniger als im angloamerikanischen Rechtskreis die Unternehmensberichterstattung.

Angesichts der mehrheitlich positiven Rückmeldungen schlug die Mazars-Studie lediglich vor, kleinen und mittleren Unternehmen etwas großzügigere Fristen zuzubilligen.<sup>136</sup> Im Übrigen sollte es bei dem geltenden Rechtsstand bleiben.

Die Kommission hätte damit eigentlich Anlass gehabt, die bestehende Regelung der Quartalsberichterstattung in ihrem Bericht über die Richtlinienanwendung zu loben. Stattdessen nahm die Kommission aber eine vorsichtige Haltung ein: Sie stellte der überwiegend positiven Aufnahme der Quartalsberichterstattung durch die Marktteilnehmer einen möglichen Beitrag zu kurzfristigem Denken gegenüber. Dieser, so die Kommission, widerspreche ihren jüngeren Initiativen zur Förderung langfristigen Verhaltens. Die Bedeutung etwaiger Erleichterungen sah die Kommission allerdings zugleich auf kleinere Gesellschaften beschränkt.<sup>137</sup>

### 3. Kommissionsposition bei der Richtlinienreform 2011

Dass die Kommission die Evaluation der Quartalsberichterstattung zurückhaltend aufnahm, kündete bereits von ihrer rechtspolitischen Absicht bei der Reform der Transparenzrichtlinie. Dort folgte die Kommission, passend zu den vorangegangenen Grünbüchern,

<sup>130</sup> *Mazars/Marccus Partners*, Transparency Directive Assessment Report, 2009, S. XIV, 63, zudem S. 90 oben.

<sup>131</sup> *Dies.*, Transparency Directive Assessment Report Annex B, December 2009, S. 102–105.

<sup>132</sup> *Mazars/Marccus Partners*, Transparency Directive Assessment Report, 2009, S. 88; *Mazars/Marccus Partners*, Transparency Directive Assessment Report Annex B, December 2009, S. 103.

<sup>133</sup> *Mazars/Marccus Partners*, Transparency Directive Assessment Report, 2009, S. 88–89; *Mazars/Marccus Partners*, Transparency Directive Assessment Report Annex B, December 2009, S. 104.

<sup>134</sup> Zu dieser eingehend 2. Teil, § 1 II., S. 160 ff.

<sup>135</sup> Dazu 4. Teil, § 4, S. 780 ff.

<sup>136</sup> *Mazars/Marccus Partners*, Transparency Directive Assessment Report, 2009, S. XIII–XIV, 62–63, 89. Umgekehrt gab es zwar keinerlei Wünsche nach mehr periodischen Pflichtinformationen (a. a. O., S. 73), aber die Mehrheit der befragten Emittenten, vor allem große etablierte börsennotierte Gesellschaften (Blue Chips), Banken und Versicherungen, gaben an, über die regulatorischen Anforderungen hinaus zusätzliche Quartalsinformationen zu veröffentlichen. Der Report verwies darauf, dass dies oft von regulierten Märkten verlangt werde. Dies betraf insbesondere Deutschland, hingegen nicht das Vereinigte Königreich (a. a. O., S. 85–86).

<sup>137</sup> *Europäische Kommission*, Anwendung der TransparenzRL, 27.05.2010, S. 4 Rn. 11 inkl. Fn. 9; ganz ähnlich das dazugehörige Arbeitspapier der Kommissionsdienststellen, *dies.*, Staff Working Document – Operation of Directive 2004/109/EC, 27.05.2010, S. 10–11 Rn. 19–20.

der britischen Sicht und damit der angloamerikanischen Linie der *Short-termism*-Debatte: Ihr erster Vorschlag zur Änderung der Transparenzrichtlinie wollte den Mitgliedstaaten als Maßnahme gegen kurzfristige Orientierung kategorisch verbieten, Quartalsberichte vorzuschreiben,<sup>138</sup> diametral zur Haltung der Kommission in den Jahren 2003/2004. Das begleitende Arbeitspapier der Kommissionsdienststellen verwies auf die *Short-termism*-Sorgen bei der Erstfassung der Richtlinie und verneinte nun, anders als früher, einen Bedarf für Quartalsberichte zum Anlegerschutz.<sup>139</sup> Hinsichtlich *Short-termism* berief sich das Arbeitspapier auf einschlägige Aussagen der Reflection Group on the Future of European Company Law,<sup>140</sup> Anhörungen im US-Senat nach der Finanzkrise<sup>141</sup> und das viel zitierte Papier des CFA Institute<sup>142</sup>.<sup>143</sup> Besonders negativ sei die *Short-termism*-Problematik für kleine börsennotierte Gesellschaften (*small caps*).<sup>144</sup> Die Abschaffung der Quartalsberichterstattung sollte ihnen mehr Flexibilität bieten, ohne unterschiedliche Berichtsstandards zu schaffen, die ihre Sichtbarkeit beeinträchtigen würde. Zugleich sollte die Abschaffung regulatorische Anreize zu *Short-termism* allgemein beseitigen.<sup>145</sup>

Die nunmehr dezidiert gegen Quartalsberichterstattung gerichtete Haltung der Kommission erwies sich indes als ebenso wenig konsensfähig wie ihre frühere gegenteilige Einstellung. Vielmehr ging aus den Trilogverhandlungen zwischen Rat, Parlament und Kommission erneut ein Kompromiss hervor: Die verabschiedete Fassung der Änderungsrichtlinie untersagt den Mitgliedstaaten zwar im Grundsatz, von Unternehmen der Realwirtschaft (nicht: Finanzinstituten<sup>146</sup>) Quartalsberichte zu verlangen,<sup>147</sup> mindert das Verbot aber in zweierlei Hinsicht ab: Zum einen dürfen die Mitgliedstaaten Quartalsfinanzberichte ausnahmsweise weiterhin vorschreiben, wenn (1) kleine und mittlere Emittenten dadurch nicht unverhältnismäßig belastet werden, (2) die Inhalte in „einem angemessenen Verhältnis zu den Faktoren [stehen], die zu Anlageentscheidungen der Anleger“ beitragen und wenn (3) die Mitgliedstaaten zuvor prüfen, ob die „zusätzlichen Anforderungen dazu führen können, dass zu viel Gewicht auf kurzfristige Ergebnisse und Leistung der Emittenten gelegt wird“ und ob sie sich negativ auf die Marktzugangs-

<sup>138</sup> Europäische Kommission, Vorschlag Änderung TransparenzRL, 25.10.2011, S. 5–6, 8, Erwägungsgründe 4–5, Art. 1 Abs. 5.

<sup>139</sup> Dies., Commission Staff Working Paper, 25.10.2011, S. 12.

<sup>140</sup> Zu dieser 4. Teil, § 6 III., S. 861 ff.

<sup>141</sup> Dazu oben 4. Teil, § 3 I. 1. a), S. 741 ff.

<sup>142</sup> Dazu oben 4. Teil, § 1., S. 730 ff.

<sup>143</sup> Europäische Kommission, Commission Staff Working Paper, 25.10.2011, S. 14–16.

<sup>144</sup> Dies., Commission Staff Working Paper, 25.10.2011, S. 17, ähnlich S. 23, 26, 27.

<sup>145</sup> Dies., Commission Staff Working Paper, 25.10.2011, S. 29–30, 55.

<sup>146</sup> Das Verbot berührt ausdrücklich nicht die Möglichkeit der Mitgliedstaaten, von Emittenten, bei denen es sich um Finanzinstitute handelt, die Veröffentlichung zusätzlicher regelmäßiger Finanzinformationen zu verlangen, Art. 3 Abs. 1a UA 3 Richtlinie 2004/109/EG in der Fassung nach der Änderungsrichtlinie; siehe auch mit Blick auf das Verhältnis zu Zwischenabschlüssen zur Bestimmung des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals KK-WpHG<sup>2</sup>/Mock, § 37x WpHG Rn. 21.

<sup>147</sup> Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem Regelmärkte zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl. EU Nr. L 294 vom 06.11.2013, S. 13–27, Art. 1 Ziffer 2 lit. a) und b) i. V.m. Art. 1 Ziffer 3 lit. a) und Art. 1 Ziffer 4; erläuternd dazu Erwägungsgründe 4 und 5.

möglichkeiten kleiner und mittlerer Emittenten auswirken.<sup>148</sup> Die Reichweite dieser Ermächtigung ist offen und strittig.<sup>149</sup> Zum anderen stellt die Änderungsrichtlinie in der verabschiedeten Fassung ausdrücklich klar, anders als noch der Kommissionsentwurf,<sup>150</sup> dass Börsenträger zusätzliche regelmäßige Finanzinformationen verlangen dürfen, sei es in einigen oder allen Marktsegmenten.<sup>151</sup> Insoweit bestehen, anders als für Mitgliedstaaten, auch keine Prüfungs- oder Begründungsanforderungen.

Die Erwägungsgründe der Änderungsrichtlinie rechtfertigen die Kehrtwende mit genau den Argumenten, die die Kommission 2003 noch verworfen hatte.<sup>152</sup> Neben einer Entlastung kleiner und mittlerer Emittenten soll eine kurzfristige Orientierung bekämpft werden.<sup>153</sup>

#### 4. Short-termism in der Evaluation von Übernahme- und Transparenzrichtlinie

Die Evaluationen von Transparenz- und Übernahmerichtlinie erfolgten nach dem gleichen Muster: Zunächst ließ die Kommission eine Studie über die Anwendungserfahrungen jeweils mit Befragung von Betroffenen erstellen, beide Male federführend durch die Mazars Group mit ihrer Kanzlei Marccus Partners. Aufbauend auf den Ergebnissen erstellte die Kommission den geforderten<sup>154</sup> Anwendungsbericht an die zuständigen Unionsorgane.

Die *Short-termism*-Problematik war in der Entstehungsgeschichte beider Richtlinien kontrovers diskutiert worden,<sup>155</sup> sodass beide Evaluationen der Kommission Anlass gaben, entsprechende Auswirkungen zu prüfen. Besonders dringlich musste das bei der Übernahmerichtlinie erscheinen: *Short-termism* hatte in der wissenschaftlichen Diskus-

<sup>148</sup> Art. 3 Abs. 1a UA 1 und 2 Richtlinie 2004/109/EG in der Fassung nach der Änderungsrichtlinie.

<sup>149</sup> Siehe einerseits Fuchs<sup>2</sup>/Zimmermann, Vor §§ 37v–37z WpHG Rn. 8d („eng umgrenzte Ausnahme“) und andererseits kritisch KK-WpHG<sup>2</sup>/Mock, § 37x WpHG Rn. 8 („im Ergebnis unklare[n] Voraussetzungen“) sowie Veil, ZGR 2014, 544, 571 (materielle Voraussetzungen „wegen der unbestimmten Rechtsbegriffe schwierig zu beurteilen“; sodann rein prozedurales Verständnis der Prüfungsaufträge an die Mitgliedstaaten mit weitem Spielraum: „Wenn der Mitgliedstaat [...] die gesonderte Prüfung durchgeführt hat, ist das Tor für eine eigene gesetzliche Regelung weit aufgestoßen.“).

<sup>150</sup> Das Schrifttum hatte den Entwurf insoweit unterschiedlich verstanden. Siehe einerseits Seibt/Wollenschläger, AG 2012, 305, 308 sowie ihnen wohl folgend Veil, ECFR 10 (2013), 18, 26 Fn. 44 (Verbot auch für die Börsenträger, wozu Seibt/Wollenschläger auf die Rechtsprechung des EuGH zur Auslegung des Begriffs des (Herkunfts-)Mitgliedstaats und eine Aussage der Kommissionsbegründung verwiesen) und andererseits zuvor Veil, WM 2012, 53, 55–56; Brinckmann, BB 2012, 1370, 1371 (Börsenbetreiber dürfen weiterhin Quartalsfinanzberichte vorschreiben). Für die juristische Argumentation von Seibt/Wollenschläger spricht viel. Zweifelhaft ist allerdings, ob die Kommission die einschlägige Rechtsprechung des EuGH bedacht hatte. Naheliegender erscheint, dass die Kommission eigentlich schon im ersten Vorschlag eine Regelung dahingehend treffen wollte, dass Börsen jedenfalls im Premiumsegment weiter Quartalsberichte verlangen dürfen.

<sup>151</sup> Richtlinie 2013/50/EU vom 22. Oktober 2013 (soeben Fn. 147), Erwägungsgrund 5 Satz 4; vorichtig KK-WpHG<sup>2</sup>/Mock, § 37x WpHG Rn. 8.

<sup>152</sup> Ebenso KK-WpHG<sup>2</sup>/Mock, § 37x WpHG Rn. 8; Buchheim/Hossfeld/Schmidt, WPg 2016, 1347, 1349 („vollständige Kehrtwende des EU-Gesetzgebers“).

<sup>153</sup> Richtlinie 2013/50/EU vom 22. Oktober 2013 (soeben Fn. 147), Erwägungsgrund 4: Die Verpflichtung, Zwischenmitteilungen oder Quartalsfinanzberichte zu veröffentlichen, setzte Anreize zugunsten kurzfristiger Ergebnisse und zulasten langfristiger Investitionen. Für die Förderung nachhaltiger Wertschöpfung und langfristig orientierter Investitionsstrategien sei entscheidend, den kurzfristigen Druck auf Emittenten zu verringern und Anlegern einen Anreiz für eine längerfristige Sichtweise zu geben. Dazu knapp Eisenschmidt, IRZ 2016, 419, 420.

<sup>154</sup> Art. 33 RL 2004/109/EG (TransparenzRL), ABl. L 390 vom 31.12.2004, S. 38–57 und Art. 20 UA 1 RL 2004/25/EG (ÜbernahmeRL), ABl. L 142 vom 30.04.2004, S. 12–23.

<sup>155</sup> Siehe dazu oben 2. Teil, § 2 III.2. a), S. 337.

sion der Richtlinie<sup>156</sup> und vor allem in der Mazars/Marccus Partners-Studie<sup>157</sup> eine große Rolle gespielt, ohne dass die umstrittene Lösung der Übernahmerichtlinie insoweit als besonders gelungen bezeichnet worden wäre. Demgegenüber bescheinigte die Mazars-Studie der Transparenzrichtlinie einen angemessenen Umgang mit der Problematik, den die Stakeholder abseits von Großbritannien mehrheitlich unterstützten.

Vor diesem Hintergrund ist die Haltung der Kommission inkonsequent: Während die Kommission *Short-termism*-Kritik in ihrem Anwendungsbericht zur Übernahmerichtlinie unterdrückte, hob sie den Aspekt bei der Revision der Transparenzrichtlinie sogar selbst auf das Tableau. Diese Diskrepanz untermauert die oben formulierte These, dass die Kommission den *Short-termism*-Topos jedenfalls auch strategisch in Abhängigkeit von Harmonisierungszielen eingesetzt hat: Das Anliegen der *Short-termism*-Bekämpfung hat sie dort intensiv vorangetrieben, wo es sich anbot, um weitere unionsrechtliche Maßnahmen zu begründen, oder wo es zumindest keine Konfliktherde wieder aufzureißen drohte, die einen mühsam erreichten Harmonisierungsstand hätten gefährden können, selbst wenn die Kommission diesen mit Konzepten ihrer früheren Sicht betrieben hat. Dort, wo eine solche Gefährdung denkbar war, hat die Kommission *Short-termism*-Aspekte übergangen.

Implizit hat die Kommission damit das Interesse, die Reichweite des *acquis communautaire* zu bewahren, über ihr erklärtes Ziel gestellt, kurzfristige Orientierung einzudämmen. Der Preis hierfür sind Lücken und Inkonsistenzen im Regulierungsprogramm nach der Finanzkrise. Das betrifft neben der Übernahmerichtlinie<sup>158</sup> auch die Transparenzrichtlinie, weil etwaiger *Short-termism* in beiden Feldern nicht ohne Weiteres zu trennen ist: Wenn man dem Aktienmarkt einen kurzfristigen Fokus derart unterstellt, dass Quartalsberichte Aktiengesellschaften und Investoren zu einer kurzfristigen Orientierung drängen, dann liegt nahe, dass dieser Mechanismus auch Übernahmen beeinflusst und darüber Druck auf Manager und Aktionäre erzeugt. Umgekehrt gilt: Lehnt man ein Problem kurzfristiger Orientierung des Übernahmemarktes ab, ist begründungsbedürftig, wie ein etwaiger kurzfristiger Fokus der Quartalsberichterstattung Manager- und Aktionärsverhalten beeinflussen soll. Entsprechende Übertragungsmechanismen sind zwar durchaus denkbar.<sup>159</sup> Gleichwohl wäre es begründungsbedürftig gewesen, dass und warum die Kommission bei Transparenz- und Übernahmerichtlinie jeweils unterschiedliche Haltungen einnahm. Eine naheliegende Erklärung liegt in strategisch-taktischen Erwägungen, die nicht öffentlich niedergelegt werden sollten.

##### 5. *Short-termism* durch Quartalsberichterstattung im EU-Mehrebenensystem im Wandel der Zeit

Die soeben beanstandete Diskrepanz ändert nichts an dem radikalen Schwenk der Kommission:

Bei ihren Bemühungen um eine Übernahmerichtlinie seit Ende der 1980er Jahre bis zum Erlass der Transparenz- und Übernahmerichtlinie 2004 zeigte sie jeweils großes Vertrauen in die Effizienz des Aktienmarktes und wies *Short-termism*-Sorgen zurück.

<sup>156</sup> Siehe dazu oben 2. Teil, § 2 III.2. b), S. 341 Fn. 552 auf S. 344 und den begleitenden Text.

<sup>157</sup> Dazu oben 4. Teil, § 6 V.1., S. 865.

<sup>158</sup> Dazu oben 4. Teil, § 6 V.2., S. 866 ff.

<sup>159</sup> Ein naheliegender Kandidat ist der Managerarbeitsmarkt, dazu aus ökonomischer Sicht 3. Teil, § 2 V., S. 430 ff.

Diese Haltung passte gut zu den hartnäckigen Bemühungen, einen schrankenlosen Binnenmarkt für Kapital und Unternehmen zu schaffen. Zudem bot sie argumentative Munition gegen Widerstände in den Mitgliedstaaten, die eine Übernahmerichtlinie lange verhindert hatten.

Seit der Finanzkrise ist die Kommission auf eine gegenteilige Linie umgeschwenkt, dergestalt, dass sie Sorgen vor einer ineffizient kurzfristigen Orientierung auf dem Aktienmarkt (*Short-termism*) dort, wo sie sie erörtert, bei der Rechtsetzung berücksichtigt. Die Lücken der Thematisierung erklären sich daraus, dass das Ziel der *Short-termism*-Bekämpfung nicht denselben natürlichen Gleichlauf mit dem Binnenmarktziel aufweist wie die frühere, stärker markteffizienzorientierte Sicht der Kommission. Die Übernahmerichtlinie zeigt, dass die Kommission in Konfliktfällen das Binnenmarktziel höher gewichtet.

Der grundlegende Schwenk der Europäischen Kommission und der von ihr mitgeprägten Legislativakte wirkte sich auf mitgliedstaatlicher Ebene unmittelbar aus. Dies gilt zunächst für diejenigen Mitgliedstaaten, in denen Quartalsberichtsspflichten nicht besonders wohlgekommen sind. Ausgesprochen schnell hat Großbritannien reagiert und in Gestalt der zuständigen Financial Conduct Authority (FCA) die Pflicht zu Quartalsabschlüssen bereits Anfang November 2014 aufgehoben.<sup>160</sup> Die FCA kam damit einer Bitte des britischen Finanzministeriums (HM Treasury) nach, dass seinerseits eine Empfehlung des *Kay Report* umsetzte, um schädlichen *Short-termism* zu bekämpfen.<sup>161</sup> Nur wenig später, zum Jahresbeginn 2015, hat auch Frankreich die bis dato aufgrund der Transparenzrichtlinie in Art. L. 451-1-2 IV Code monétaire et financier verankerte Quartalsberichtsspflicht ersatzlos gestrichen.<sup>162</sup> Im Gesetzgebungsverfahren stand dabei eine Entlastung kleiner und mittlerer Unternehmen im Vordergrund,<sup>163</sup> während Kritik an *court-termisme* vor allem in der zeitgleichen heftigen Diskussion im Aktien- und Übernahmerecht eine Rolle spielte.<sup>164</sup> Weitergehende Börsenregeln bestehen selbst im CAC 40 nicht.<sup>165</sup> Dennoch ging der Gesetzgeber davon aus, dass große Unternehmen freiwillig ihre bisherige Berichtspraxis beibehalten würden.<sup>166</sup>

Die gleiche Erwartung wurde zunächst verbreitet in Deutschland geäußert, wo der Gesetzgeber im Bereich kurzfristiger periodischer Berichterstattung traditionell auf private Selbstregulierung setzt und im Übrigen dazu neigt, die jeweils herrschende Unionslinie weitgehend zu übernehmen. Das war auch bei der Reform der Transparenzrichtlinie zu beobachten. *Short-termism*-Erwägungen spielten hierbei und bei der nachfolgenden Verschiebung der Berichtspraxis verschiedentlich eine Rolle. Darauf ist zurückzukommen.<sup>167</sup>

<sup>160</sup> FCA, Policy Statement PS14/15, November 2014.

<sup>161</sup> Zum *Kay Report* 4. Teil, § 4 I.3. a), S. 787 ff.

<sup>162</sup> Art. 9 II N° 1 lit. e) Loi n° 2014–1662 du 30 décembre 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière, JO du 31 décembre 2014.

<sup>163</sup> *Assemblée Nationale*, Projet des Loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière, 16.07.2014, S. 34.

<sup>164</sup> Dazu bereits 4. Teil, § 5, S. 810 ff.

<sup>165</sup> *Buchheim/Hossfeld/Schmidt*, WPg 2016, 1347, 1350.

<sup>166</sup> *Assemblée Nationale*, Projet des Loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière, 16.07.2014, S. 34.

<sup>167</sup> Dazu 4. Teil, § 7 II., S. 920 ff.

*IX. Mitteilung langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft*

Auf das Grünbuch zur langfristigen Finanzierung und die dazugehörige Konsultation folgte ein gutes Jahr später eine Mitteilung zum gleichen Thema. Sie erörterte einen bunten Strauß von Maßnahmen rechtlicher, koordinierender oder vorbereitender Art, welche die Mitteilung ankündigte oder, soweit bereits angelaufen bzw. umgesetzt, schlicht zusammenstellte.<sup>168</sup> Die Ansatzpunkte stimmten im Wesentlichen mit dem Grünbuch überein. Überwiegend dienten die Maßnahmen dazu, Kanäle langfristiger Finanzierung auszubauen oder neu zu erschließen. Einige bezweckten aber auch, parallel zu den Vorüberlegungen im Grünbuch, als ineffizient kurzfristig angesehenen Strategien auf den Kapitalmärkten entgegenzutreten bzw. zu diesem Zweck die Kapazität geduldiger langfristiger Investoren zu stärken.

*1. Ausbau von Kanälen langfristiger Finanzierung (Solvabilität II, EbAV, Arbeitnehmerbeteiligung)*

In beide Kategorien lässt sich einordnen, dass die Kommission Änderungen der Solvabilität-II-Richtlinie zum 1. Januar 2016 ankündigte, um den Spielraum von Versicherern für illiquide langfristige Anlagen zu vergrößern. Nachfolgend versprach sie ein entsprechendes Augenmerk im Rahmen der delegierten Rechtsetzung, um die Anlage in Verbriefungen zu erleichtern.<sup>169</sup> Zeitgleich legte die Kommission einen Vorschlag zur Überarbeitung der Richtlinie zu Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) vor.<sup>170</sup> Er bezweckte, die betriebliche Altersvorsorge zu fördern, unter anderem um ihre Rolle als institutioneller Anleger in der Realwirtschaft sowie die Fähigkeit der europäischen Wirtschaft zu stärken, langfristige Spareinlagen in wachstumsfördernde Investitionen zu lenken.<sup>171</sup> Zudem verwies die Kommission auf eine gleichgerichtete Förderinitiative des Parlaments.<sup>172</sup> Aus dieser ging wenige Monate später eine umfangreiche Studie hervor, die Aktienbeteiligungen von Arbeitnehmern mehrfach als Mittel zur Förderung eines langfristigen, engagierten anstatt kurzfristigen Aktionariats pries<sup>173</sup> und die entsprechende Verbindung zum Aktionsplan Corporate Governance der Kommission<sup>174</sup> betonte.<sup>175</sup>

<sup>168</sup> Europäische Kommission, Mitteilung langfristige Finanzierung, 27.03.2014.

<sup>169</sup> Dies., Mitteilung langfristige Finanzierung, 27.03.2014, S. 6–7.

<sup>170</sup> Dies., Vorschlag EbAV-RL, 27.03.2013.

<sup>171</sup> Dies., Vorschlag EbAV-RL, 27.03.2013, S. 4. Auf S. 3 stellte die Kommission dabei die Verbindung mit dem Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft heraus. Ausgehend von diesem ziele die Überarbeitung der Richtlinie auf die Förderung der Möglichkeiten für EbAV, in „Vermögenswerte mit einem langfristigen wirtschaftlichen Profil zu investieren und die Finanzierung eines nachhaltigen Wachstums der Realwirtschaft zu unterstützen.“ Zu den damit gemeinten Anlageformen siehe a.a.O., S. 9, 25–26: zusätzlich zu Aktien auch langfristige Instrumente, die nicht an geregelten Märkten gehandelt werden, etwa Beteiligungen und Schuldtitel nicht börsennotierter Unternehmen inkl. wachstumsorientierter Firmen und Immobiliengesellschaften, sowie nicht börsennotierte Vermögenswerte zur Finanzierung klimaverträglicher Infrastrukturprojekte.

<sup>172</sup> Dies., Mitteilung langfristige Finanzierung, 27.03.2014, S. 4, 7, 16–17.

<sup>173</sup> Lowitzsch/Hashi/Hashani u. a., The Promotion of Employee Ownership and Participation, October 2014, S. 6–7, 10, 17, 18–20, 103.

<sup>174</sup> Europäische Kommission, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012.

<sup>175</sup> Lowitzsch/Hashi/Hashani u. a., The Promotion of Employee Ownership and Participation, October 2014, S. 6–7, 13, 17, 103.

## 2. Allgemeiner Rahmen für nachhaltige Finanzierung (Aktionärsrechterichtlinie, ESG-Berichterstattung, Zeitwertbilanzierung)

Am deutlichsten trat das Ziel der *Short-termism*-Bekämpfung im Abschnitt zum allgemeinen Rahmen für nachhaltige Finanzierung hervor. Hier verwies die Kommission erneut auf die Anreizstrukturen der Vermögensverwalter, Anleger sowie Unternehmen und kündigte eine Überarbeitung der Aktionärsrechterichtlinie an, um diese besser aufeinander abzustimmen.<sup>176</sup> Um eine langfristige Perspektive zu stärken, hob sie die Berichterstattung der Unternehmen über Ökologie, Soziales und gute Unternehmensführung (ESG) hervor und kündigte eine entsprechende Empfehlung an.<sup>177</sup> Weiterhin versprach die Kommission zu prüfen, inwieweit eine Zeitwertbilanzierung Geschäftsmodellen langfristiger Anlage gerecht werde. Sie werde das IASB auffordern, Auswirkungen seiner Entscheidungen auf Anlagehorizonte einzubeziehen.<sup>178</sup>

### X. Reform der Aktionärsrechterichtlinie

#### 1. Großzügiges Verständnis des *Short-termism*-Problems

Fast unmittelbar nach der Mitteilung schritt die Kommission zur angekündigten Reform der Aktionärsrechterichtlinie. Ihr Vorschlag<sup>179</sup> stand wieder klar unter dem Zeichen, eine kurzfristig-passive Haltung institutioneller Investoren einzudämmen. Sogar Kommissar *Barnier* rückte in der begleitenden Pressemitteilung *Short-termism*-Vorwürfe und ihre Bekämpfung in den Vordergrund.<sup>180</sup>

Die Erwägungsgründe des Entwurfs wiederholten die Kritik, dass Aktionäre, wie die Finanzkrise gezeigt habe, die „übermäßig kurzfristige Risikobereitschaft von Vermögensverwaltern“ in vielen Fällen unterstützt hätten<sup>181</sup> und dass sich institutionelle Anleger und Vermögensverwalter oft unzureichend engagierten, auf Kosten der Corporate Governance und der Wertentwicklung.<sup>182</sup> Außerdem bestünden „klare Anhaltspunkte“ dafür, dass die Kapitalmärkte kurzfristigen Erfolgsdruck auf Unternehmen ausübten. Dies führe möglicherweise zu suboptimalen Investitionen in Forschung & Entwicklung zulasten der langfristigen Rendite.<sup>183</sup> Die Ursache für derart kurzfristiges Anlageverhalten (in der englischen Fassung des Vorschlags: *Short-termism*) verortete die Kommission in schlecht abgestimmten Interessen von Vermögenseigentümern und -verwaltern, insbesondere dadurch, dass institutionelle Anleger mit langfristigen Verbindlichkeiten

<sup>176</sup> Europäische Kommission, Mitteilung langfristige Finanzierung, 27.03.2014, S. 16.

<sup>177</sup> Dies., Mitteilung langfristige Finanzierung, 27.03.2014, S. 16–17.

<sup>178</sup> Dies., Mitteilung langfristige Finanzierung, 27.03.2014, S. 17–18.

<sup>179</sup> Dies., AktionärsReÄRL-E, 09.04.2014.

<sup>180</sup> Dies., IP/14/396, 09.04.2014, S. 1 zitierte *Barnier* mit dem Satz: „In den vergangenen Jahren hat sich immer wieder gezeigt, wie sehr ein zu kurzfristiges Denken [in der englischen Fassung: *short-termism*] den europäischen Unternehmen und der Wirtschaft schadet. Eine solide Corporate Governance kann hier Abhilfe schaffen. Die heute vorgeschlagenen Maßnahmen werden Aktionäre ermutigen, sich stärker in die Unternehmen einzubringen, in die sie investieren, und ihre Investitionen in einer längerfristigen Perspektive zu sehen.“; kurz darauf führt die Pressemitteilung aus: „Die Krise hat gezeigt, dass die Aktionäre in der Vergangenheit allzu häufig das Eingehen übermäßiger kurzfristiger Risiken seitens des Managements unterstützt haben und die Unternehmen, in die sie investierten, nicht sorgfältig genug überwacht haben.“

<sup>181</sup> Dies., AktionärsReÄRL-E, 09.04.2014, S. 13, Erwägungsgrund 2.

<sup>182</sup> Dies., AktionärsReÄRL-E, 09.04.2014, S. 13, 14, Erwägungsgründe 2, 9.

<sup>183</sup> Dies., AktionärsReÄRL-E, 09.04.2014, S. 14, Erwägungsgrund 9.

Vermögensverwalter anhand kurzfristiger relativer Kriterien bewerten.<sup>184</sup> Weiterhin bestand die Kommission Unzulänglichkeiten in der Managervergütung, der Überwachung von Geschäften mit nahestehenden Personen (*related party transactions*) und Hindernisse für die grenzüberschreitende Ausübung von Aktionärsrechten. Diese Punkte gruppierte sie kurzerhand neben oder unter das Leitmotiv des Entwurfs: Die beschriebenen Mängel führten „insgesamt zu einer unzureichenden Corporate Governance und dem Risiko, dass suboptimale und/oder sehr kurzfristig orientierte“ Managemententscheidungen getroffen würden.<sup>185</sup>

## 2. Zentrale Regelungen

Mit ihrem übergreifenden, großzügigen Verständnis der anzugehenden Problematik konnte die Kommission in ihrem Vorschlag für eine Änderungsrichtlinie drei unterschiedliche Stoßrichtungen unterbringen:

Erstens schlug sie Maßnahmen vor, um, dem *Short-termism*-Fokus entsprechend, institutionelle Anleger und Vermögensverwalter zu mehr langfristig orientierter Mitwirkung in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften und zu einer langfristigen Anlagestrategie im Sinne der Letztbegünstigten zu veranlassen: Dies umfasste *Comply-or-Explain*-Pflichten nach dem Vorbild des britischen Stewardship Code, inwiefern sich institutionelle Anleger und Vermögensverwalter in der Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften engagieren (Art. 3f). Zudem sollten institutionelle Anleger offenlegen müssen, wie sie ihre Aktienanlagestrategie mit dem Profil ihrer Verbindlichkeiten abstimmen (Art. 3g). Vermögensverwalter sollten institutionelle Investoren über die Umsetzung entsprechender Vereinbarungen informieren (Art. 3h). Ebenfalls der *Short-termism*-Stoßrichtung zuzurechnen waren Regelungen, damit Unternehmen ihre Aktionäre über Finanzintermediäre identifizieren können, um die Ausübung von Aktionärsrechten zu fördern (Art. 3a, 3b). Spiegelbildlich sollte die grenzüberschreitende Ausübung von Aktionärsrechten erleichtert werden (Art. 3c, 3d). Flankierend traten Offenlegungspflichten für Stimmrechtsberater hinzu (Art. 3i).

Zweitens plädierte der Entwurf dafür, dass die Aktionäre mindestens alle drei Jahre über eine verbindliche Vergütungspolitik (*Ex-ante*-Perspektive, Art. 9a) sowie jährlich über einen Vergütungsbericht abstimmen sollten (*Ex-post*-Perspektive, Art. 9b).<sup>186</sup> Dieser *Say-on-Pay*-Teil des Entwurfs passte schwerlich unter das Ziel der *Short-termism*-Bekämpfung, wenn man bedenkt, dass die Kommission die Ursache für kurzfristiges Denken gerade bei den institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern verortete, denen sie mit *Say on Pay* mehr Einfluss auf die Managervergütung zu geben gedachte.

<sup>184</sup> Dies., AktionärsReÄRL-E, 09.04.2014, S. 5.

<sup>185</sup> Dies., AktionärsReÄRL-E, 09.04.2014, S. 6. In der deutschen Fassung heißt es wörtlich nicht „sehr kurzfristig orientierte Managemententscheidungen“, sondern „sehr kurzfristig orientierte Anlageentscheidungen“. Letzteres dürfte allerdings im Lichte der englischen Fassung („*excessively short-term focused managerial decisions*“), der französischen Fassung („*risque de décisions de gestion sous-optimales et/ou excessivement axées sur le court terme*“) sowie angesichts des Kontextes ein Übersetzungsfehler sein. Es geht darum, dass unzureichende Corporate Governance der Portfoliogesellschaft zu exzessiv kurzfristigen Entscheidungen ihrer Leitungsorgane/ihres Managements führen kann. Nicht gemeint sein dürfte, dass eine schlechte Corporate Governance der Portfoliogesellschaft zu kurzfristigen Anlageentscheidungen des institutionellen Investors führt (obgleich auch das theoretisch denkbar erscheint).

<sup>186</sup> Dazu knapp *Verse*, in: Fleischer/Koch/Kropff u. a. (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 303, 321.

Dementsprechend rechtfertigte die Kommission *Say on Pay* vorrangig als Maßnahme gegen Vergütungen, die ein leistungsgerechtes Niveau übersteigen.<sup>187</sup> Dieser (Haupt-) Zweck erklärt wichtige Gestaltungen des Vorschlags: So sollte die Vergütungspolitik eine Höchstgrenze angeben. Zudem sollten Vergütungspolitik und -bericht gegenüberstellen, wie sich die Vergütung der Verwaltung zu ihrer Vergütung der letzten drei Geschäftsjahre sowie zur Entwicklung von Unternehmenswert und durchschnittlicher Arbeitnehmervergütung verhält.<sup>188</sup> Zugleich bestimmte die Kommission in der Entwurfsbegründung die erwünschte Leistung der Verwaltung zwar mit Blick auf die lange Frist<sup>189</sup> und forderte entsprechende Angaben in Vergütungspolitik und -bericht.<sup>190</sup> Das war angesichts der vorgeschlagenen Maßnahmen gegen kurzfristige Orientierung institutioneller Aktionäre konsequent und für die inhaltliche Kohärenz des Entwurfs nötig. Aber dieses Element der *Say-on-Pay*-Regelung diente im Kontext des Gesamtvorschlags vorrangig dazu, flankierend abzusichern: Angesichts des beklagten kurzfristigen Verhaltens institutioneller Anleger galt es, eine unerwünschte Stärkung kurzfristiger Vergütungsanreize durch *Say on Pay* zu vermeiden. Demgegenüber konnte die Bekämpfung kurzfristigen Denkens im Konzept des Richtlinienvorschlags schwerlich ein eigenständiger Hauptzweck von *Say on Pay* sein,<sup>191</sup> vermutete die Kommission die Quelle des Kurzfristdenkens doch gerade bei Aktionären und Vermögensverwaltern.

Drittens betrieb der Entwurf bestimmte Schutzrechte zugunsten der Aktionäre bei Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen (Art. 9c). Hinsichtlich des Kommissionsziels, *Short-termism* einzudämmen, gilt das zu *Say on Pay* Gesagte entsprechend: Erachtet man institutionelle Investoren für kurzfristig orientiert, lässt sich ein Ausbau von Aktionärsrechten bei *related party transactions* kaum als Gegenmaßnahme rechtfertigen. Das gilt sogar dann, wenn man – anders als die Kommission im Änderungsentwurf – eine kurzfristige Einstellung (auch) der Geschäftsleitung ansetzt: Denn bei diesem Vorwurf geht es um Management zugunsten kurzfristiger Gewinne unter Vernachlässigung langfristiger Ertragspotenziale. Das ist ein grundlegend anderes

<sup>187</sup> Siehe jeweils deutlich *Europäische Kommission*, AktionärsReÄRL-E, 09.04.2014, S. 5: „Eine Kontrolle durch die Aktionäre verhindert, dass Mitglieder der Unternehmensleitung Vergütungsstrategien anwenden, die sie persönlich belohnen, aber nicht unbedingt zur langfristigen Leistung des Unternehmens beitragen.“; a. a. O., S. 9: „Mit dem Vorschlag wird mehr Transparenz bezüglich der Vergütungspolitik und der tatsächlichen Vergütung der Unternehmensleitung sowie eine bessere Überwachung der Vergütung der Unternehmensleitung durch die Aktionäre und dadurch eine bessere Verknüpfung von Vergütung und Leistung der Mitglieder der Unternehmensleitung angestrebt.“; S. 16, Erwägungsgrund 16 AktionärsReÄnderungsRL-E: „Um sicherzustellen, dass Aktionäre auch tatsächlich Einfluss auf die Vergütungspolitik nehmen können, sollten sie das Recht erhalten, die Vergütungspolitik des Unternehmens auf der Grundlage einer [...] Übersicht, die mit der Geschäftsstrategie, den Zielen, Werten und langfristigen Interessen des Unternehmens in Einklang steht und Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten enthalten sollte, zu genehmigen.“ Siehe auch kritisch *Strand*, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 41–42 (2015), die, allerdings ohne die Begründung des Vorschlags zu beachten, beanstandet, der damalige Kommissar Barnier habe die Änderung als Maßnahme zur Stärkung der Aktionäre vermarktet, während das eigentliche Ziel darin bestehe, die Vergütung zu senken.

<sup>188</sup> Art. 9a III UA 2, Art. 9b I lit. (b) AktionärsReÄRL-E. Insofern beanstanden *Lanfermann/Maul*, BB 2014, 1283, 1286 zu Unrecht, es erschließe sich nicht, warum diese Angaben für den nachhaltigen Erfolg des Unternehmens bedeutsam sein sollten. Dies war gar nicht der (Haupt-)Zweck von *Say on Pay* gemäß dem Kommissionsvorschlag.

<sup>189</sup> Siehe soeben Fn. 187.

<sup>190</sup> Art. 9a II, III UA Satz 1, UA 3 Satz 1 HS 1, Art. 9b Abs. 1 lit. (a) AktionärsReÄRL-E.

<sup>191</sup> A. A. wohl *Seibt*, DB 2014, 1910, 1911.

Problem als die Ausbeutung einzelner Anteilseigner(-gruppen) durch Transaktionen mit verbundenen Personen (*tunneling*).

### 3. Veränderungen im Rechtsetzungsverfahren

In der Abstimmung mit Rat und Parlament erfuhr der Entwurf zeitweise erhebliche Änderungen. Sie betrafen aber eher das Wie, nicht das Ob der skizzierten Maßnahmen. Zunächst legte der Rat seine Position für das Trilogverfahren fest und milderte dabei mehrere Regelungen ab.<sup>192</sup> Das Parlament verwarf im Juli 2015 mehrere Abschwächungen wieder,<sup>193</sup> beschloss aber seinerseits wesentliche Änderungen:<sup>194</sup> Die *Short-termism*-Vorwürfe der Kommission behielt das Parlament bei, gestaltete den Regelungsvorschlag aber aus der Perspektive eines Stakeholder-Ansatzes um.<sup>195</sup> Das schlug sich insbesondere in drei Punkten nieder: (1) in der angedachten Rolle der Aktionäre, die das Parlament in ihrer Bedeutung herabstufte, (2) in dem Gegenstand der Einbeziehungspolitik institutioneller Investoren, der dem Parlament zufolge nun auch Stakeholder umfassen sollte, (3) sowie in der Ausgestaltung der Managervergütung, bei der das Parlament den Wert von Aktien als vorrangiges Leistungskriterium untersagen und eine Berücksichtigung ökologischer und sozialer Aspekte verlangen wollte.<sup>196</sup> Damit verfolgte das Parlament seine Forderungen weiter, die es in der Entschließung zum Grünbuch Europäischer

<sup>192</sup> Knappe Auflistung der wichtigsten Abweichungen der Position des Rates vom Kommissionsvorschlag bei *AMF*, Rapport 2015 sur le gouvernement, 9 novembre 2015, S. 42: Danach plädierte der Rat unter anderem für eine optionale Schwelle von 0,5 % des Kapitals oder der Stimmrechte für die Identifikation der Aktionäre und für eine Wesentlichkeitsschwelle von 1 % des Kapitals oder der Stimmrechte hinsichtlich der Verpflichtung eines institutionellen Investors zu veröffentlichen, wie er seine Abstimmungspolitik umgesetzt hat. Weiterhin forderte der Rat eine erhöhte Mindestfrequenz für Abstimmungen über die Vergütungspolitik von fünf statt drei Jahren und für Gesellschaften mit einer Marktkapitalisierung unter 200 Mio. Euro die Möglichkeit, den Vergütungsbericht nur zur Diskussion statt zur Abstimmung zu stellen. Schließlich wollte der Rat die vorgeschlagene Regelung zu *related party transactions* so ausgestaltet, dass sie besser mit dem bestehenden französischen Recht vereinbar ist.

<sup>193</sup> Das Parlament übernahm insbesondere nicht die vom Rat vorgesehenen Wesentlichkeitsschwellen von 0,5 % bzw. 1 % sowie die großzügigere Fünf-Jahres-Periodizität für Aktionärsabstimmungen über den Vergütungsbericht, dazu *dies.*, Rapport 2015 sur le gouvernement, 9 novembre 2015, S. 42–43.

<sup>194</sup> *Europäisches Parlament*, Abänderungsvorschlag P8\_TA(2015)0257, 08.07.2015.

<sup>195</sup> *Strand*, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 22 (2015).

<sup>196</sup> So betonten die neuen Erwägungsgründe 2 und 2a in *Europäisches Parlament*, Abänderungsvorschlag P8\_TA(2015)0257, 08.07.2015, Aktionäre seien nicht die Eigentümer der Gesellschaften, spielten aber im Hinblick auf deren Führung eine wichtige Rolle. Da die Rechte der Aktionäre nicht die einzigen Faktoren seien, „die bei der langfristigen Planung bei der Corporate Governance berücksichtigt werden, sollten außerdem ergänzende Maßnahmen durchgeführt werden, um eine stärkere Beteiligung der verschiedenen betroffenen Akteure, insbesondere Beschäftigte, örtliche Behörden und die Zivilgesellschaft, sicherzustellen.“ Dementsprechend verlangte der geänderte Entwurf in der Einbeziehungspolitik Angaben dazu, wie institutionelle Investoren und Vermögensverwalter „den Dialog mit anderen Interessenträgern von Unternehmen, in die investiert werden soll, führen und mit ihnen zusammenarbeiten“ (Art. 3f lit. fa). Stimmrechtsberater sollten unter anderem berichten, inwieweit sie einen Dialog nicht nur mit Unternehmen, die ihre Stimmempfehlungen betreffen, sondern auch mit deren Interessenträgern unterhalten (Art. 3i Abs. 2 lit. d). Entsprechend der geringeren Rolle der Aktionäre im Stakeholder-Ansatz sollten Mitgliedstaaten die Aktionärsabstimmung über die Vergütungspolitik nur beratend ausgestalten dürfen (Art. 9a Abs. 1 UA 2). Die Vergütungspolitik sollte gegebenenfalls Programme und Ergebnisse im Zusammenhang mit der sozialen Verantwortung der Unternehmen berücksichtigen (Art. 9a Abs. 3 UA 3) und die Mitgliedstaaten sollten sicherstellen, dass der Wert von Aktien bei den finanziellen Leistungskriterien keine vorrangige Rolle spielt (Art. 9a Abs. 3 UA 4). Erwägungsgrund 15 stellte klar, dass die Leistungen der Unternehmensleitung auch an ökologischen und sozialen Aspekten der Unternehmensführung bewertet werden sollten. Zu den Rückwirkungen, die diese Änderungen im deutschen Aktienrecht gehabt hätten, *Hommelhoff*, NZG 2015, 1329, 1332.

Corporate Governance-Rahmen vorgetragen hatte.<sup>197</sup> Zudem erweiterte das Parlament den Kommissionsentwurf, indem es eine Regelung zum steuerlichen Country-by-Country-Reporting aufnahm.<sup>198</sup> Damit entfernte sich das Änderungsvorhaben (noch) deutlich(er) von dem *Short-termism*-Fokus, unter dem es die Kommission präsentiert hatte.<sup>199</sup>

#### 4. Kompromiss

Nicht zuletzt die systematisch falsch platzierte steuerrechtliche Vorschrift verzögerte das Trilogverfahren erheblich. Die Kommission bahnte schließlich den Weg zu einer Lösung, indem sie im April 2016 einen eigenen Vorschlag zum Country-by-Country-Reporting im Rechnungslegungsrecht unterbreitete.<sup>200</sup> Danach erreichten die beteiligten Institutionen Anfang Dezember 2016 einen Kompromiss, in dessen Rahmen das Parlament seine Einfügung in die Aktionärsrechterichtlinie zurückzog.<sup>201</sup>

Die Umgestaltungen des Parlaments aus Stakeholder-Value-Sicht sind in der verabschiedeten Richtlinienfassung<sup>202</sup> nur teilweise zurückgenommen: Die Herabstufung der Rolle der Aktionäre in den Erwägungsgründen ist zwar entfallen, der hohen Bedeutung einer Mitwirkung der Aktionäre ist nun aber eine stärkere Einbindung von allen Interessenträgern für eine langfristige Ausrichtung zur Seite gestellt.<sup>203</sup> Zudem erfasst die nach *comply or explain* auszuarbeitende Mitwirkungspolitik institutioneller Anleger und Vermögensverwalter (Art. 3g) nun dem Parlamentsvorschlag folgend auch die Kommunikation mit Interessenträgern (Art. 3g I 2 lit. a Satz 2).<sup>204</sup>

<sup>197</sup> Siehe dazu oben Fn. 58 auf S. 865 und den begleitenden Text.

<sup>198</sup> *Europäisches Parlament*, Abänderungsvorschlag P8\_TA(2015)0257, 08.07.2015, Art. 2 Abs. 1 bis 1c (Änderung der Richtlinie 2013/34/EU), Art. 2a (Änderung der Richtlinie 2004/109/EG); siehe dazu auch *dass.*, Unternehmensführung: Abgeordnete wollen Steuertransparenz durchsetzen, 08.07.2015.

<sup>199</sup> Insofern treffend, wenn auch etwas überpointiert, *Strand*, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 36 (2015): „[...] the suggested amendments have little to do with short-termism.“

<sup>200</sup> Siehe *Noack*, Wie geht es eigentlich der Aktionärsrechterichtlinie?, 13.05.2016 <<http://blog.handelsblatt.com/rechtsboard/2016/05/13/wie-geht-es-eigentlich-der-aktionaersrechterichtlinie/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>201</sup> Der zuständige Berichterstatter Cofferati betonte in der begleitenden Pressemitteilung, die Kommission habe Dank dem Wirken des Parlaments im Rahmen der Aktionärsrechterichtlinie eine gesonderte Richtlinie zum Country-by-Country-Reporting vorgeschlagen (*Europäisches Parlament*, More shareholder say on directors' pay: MEPs' deal with Council and Commission, 09.12.2016). Gleichlautend äußerte er sich anlässlich der Zustimmung des Europäischen Parlaments zu dem Kompromiss, *dass.*, Stronger rights for shareholders in EU companies, 14.03.2017: „Mr Cofferati also underlined that thanks to Parliament's efforts on this directive, the European Commission has also proposed a specific new legislative proposal on public country-by-country reporting by multinationals on tax matters, which needs to be approved as soon as possible.“

<sup>202</sup> Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABL. EU Nr. L 132 vom 20.05.2017, S. 1–25.

<sup>203</sup> Vgl. *Europäische Kommission*, AktionärsReÄRL-E, 09.04.2014, S. 14, Erwägungsgrund 8 („Eine wirksame und nachhaltige Einbeziehung der Aktionäre ist einer der Eckpfeiler des Corporate-Governance-Modells börsennotierter Gesellschaften, das von einem ausgewogenen System von Kontrollen der verschiedenen Organe und Interessenträger untereinander abhängt.“) und die spätere Richtlinie (EU) 2017/828, deren Erwägungsgrund 14 zwei Sätze anfügt, von denen der erste die Bedeutung ökologischer, sozialer und Governance-Faktoren und der zweite die Bedeutung der Stakeholder für eine langfristige Orientierung betont („Zusätzlich ist eine stärkere Einbindung von allen Interessenträgern, insbesondere Arbeitnehmern, in die Corporate Governance ein wichtiger Faktor für die Sicherstellung eines stärker langfristig ausgerichteten Ansatzes börsennotierter Gesellschaften, der gefördert und berücksichtigt werden muss.“).

<sup>204</sup> Gleiches gilt für Stimmrechtsberater, Art. 3j II 1 lit. f. RL 2017/828.

Im Übrigen sind die an das Stewardship-Konzept angelehnten Vorgaben zur Mitwirkungspolitik (Art. 3g), Anlagestrategie und Vereinbarung (Art. 3h) sowie Transparenz (Art. 3i) bei institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern ausgereifter gefasst, aber vom Grundansatz her nicht wesentlich geändert worden.

Deutlicher korrigiert wurden die Regelungen zur Identifizierung der Aktionäre (Art. 3a bis 3f). In der Richtlinie sind sie nun eindeutig als subjektives Recht der Gesellschaft gefasst.<sup>205</sup> Vor allem aber wurde den Mitgliedstaaten im Zuge des Trilogs gestattet, eine „Bagatellschwelle“ von 0,5 % der Anteile oder der Stimmrechte einzuführen (Art. 3a I 2, 3), die praktisch auch viele Beteiligungen erfasst, welche weit über den Charakter der Finanzanlage eines Kleinanlegers hinausgehen.<sup>206</sup>

Besonders stark hat der Kompromiss den Kommissionsvorschlag zu *Say on Pay* verändert. Erstens ist die Vergütungspolitik nun deutlicher als im Kommissionsentwurf zwingend auf langfristiges Denken auszurichten und damit eine Maßnahme gegen *Short-termism*.<sup>207</sup> Zweitens sind die stakeholderorientierten Veränderungen des Parlaments teilweise erhalten geblieben: Zwar wurde das Verbot von Aktien als vorrangigem Leistungskriterium wieder gestrichen.<sup>208</sup> Dafür treten aber die Belange der Arbeitnehmer und der Aspekt sozialer Verantwortung in den Anforderungen an die Vergütungspolitik stärker hervor als im Kommissionsentwurf. Zudem sind Kriterien sozialer Verantwortung der Gesellschaft nun ein Element, das „gegebenenfalls“ aufzuführen ist.

Drittens wurde die Verbindlichkeit der Say-on-Pay-Regelung des Kommissionsvorschlags stark abgeschwächt. Zwar ist als Standard weiterhin eine verbindliche Abstimmung über die Vergütungspolitik vorgesehen. Die Mitgliedstaaten dürfen sie aber auf einen beratenden Charakter zurückstutzen. Für den Vergütungsbericht sieht schon die Richtlinie nur ein beratendes Votum vor, welches die Mitgliedstaaten, einer Forderung des Rates entsprechend,<sup>209</sup> sogar durch eine bloße Diskussion auf der Hauptversammlung ersetzen dürfen.

Die Erwägungsgründe der verabschiedeten Änderungsrichtlinie belegen, dass diese als Beitrag gegen *Short-termism* gedacht ist. Erwägungsgrund 2 wiederholt die aus vorherigen Kommissionsdokumenten bekannte Kurzfristigkeitskritik, richtet sie aber, anders als noch der Regelungsvorschlag der Kommission, nicht nur gegen Aktionäre, sondern auch gegen Manager. Ein übermäßiger Fokus institutioneller Investoren und Vermögensverwalter auf kurzfristige Gewinne sowie kurzfristiges Managerverhalten stehen nun also nebeneinander.<sup>210</sup> Die Schwächung des *Say on Pay* und die prononciertere Vor-

---

<sup>205</sup> Eggers/de Raet, AG 2017, 464, 467.

<sup>206</sup> Dies., AG 2017, 464, 467 f.

<sup>207</sup> Vgl. Europäische Kommission, AktionärsReÄRL-E, 09.04.2014, Art. 9a II („Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass die Politik klar und verständlich ist, mit der Geschäftsstrategie, den Zielen, Werten und langfristigen Interessen des Unternehmens in Einklang steht und Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten enthält.“) versus Art. 9 VI UA 1 Satz 1 RL 2017/828 („Die Vergütungspolitik fördert die Geschäftsstrategie, die langfristigen Interessen und die langfristige Tragfähigkeit der Gesellschaft und erläutert, wie sie das tut.“) sowie die wiederkehrenden Anforderungen unter Verweis auf diese Regelung in Art. 9 VI. UA 3 Satz 2 RL 2017/828 (für variable Vergütungsbestandteile), Art. 9 VI. UA 4 RL 2017/828 (für aktienbezogene Vergütung); aus der Literatur Bayer/Schmidt, BB 2017, 2114, 2116 („Leitmotiv“).

<sup>208</sup> Zustimmend Gaul, AG 2017, 178, 183.

<sup>209</sup> Oben Fn. 192 auf S. 883.

<sup>210</sup> Vgl. Europäische Kommission, AktionärsReÄRL-E, 09.04.2014, S. 13, Erwägungsgrund 2 („Die Finanzkrise hat gezeigt, dass Aktionäre die übermäßige kurzfristige Risikobereitschaft von Vermögensverwaltern in vielen Fällen unterstützt haben. Zudem liegen konkrete Anhaltspunkte dafür vor, dass die

gabe, dass die Vergütungspolitik langfristige Anreize setzen muss, sind insofern konsequent und stärken ihren Charakter als Maßnahme zur *Short-termism*-Bekämpfung. Dem entsprechend stellt die Kommission die Neuregelung nun stark in diesen Kontext.<sup>211</sup>

Erwägungsgrund 14 Satz 2 hebt die gewünschte „wirksame und nachhaltige Mitwirkung der Aktionäre“ als Eckpfeiler der Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften heraus. Satz 2 und 3 ergänzen die Einbindung aller Interessenträger als wichtigen Faktor für einen langfristigen Ansatz börsennotierter Gesellschaften. Erwägungsgrund 15 Satz 2 HS 2 stellt dem „klare Anhaltspunkte“ für Druck der Kapitalmärkte auf börsennotierte Unternehmen gegenüber, kurzfristige Erfolge zulasten der langfristigen Leistung zu liefern. Erwägungsgrund 19 Satz 1 betont die Bedeutung eines mittel- bis langfristigen Ansatzes in der Vermögensverwaltung.

Äußerungen des slowakischen Justizministers als Vertreter der Ratspräsidentschaft seines Landes anlässlich der Verkündung des Kompromisses bestätigen diese Sicht.<sup>212</sup> Entsprechend äußerten sich Mitte März 2017 auch das Europäische Parlament und die Kommission anlässlich der parlamentarischen Zustimmung.<sup>213</sup> Ebenfalls deutlich wurde die im Stile von Fragen und Antworten gehaltene Pressemitteilung der Europäischen Kommission.<sup>214</sup>

---

derzeitige ‚Überwachung‘ von Unternehmen, in die investiert werden soll, sowie das Engagement von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern unzureichend sind, [...]“) versus RL 2017/828, Erwägungsgrund 1 („Die Finanzkrise hat gezeigt, dass Aktionäre die übermäßige kurzfristige Risikobereitschaft von Managern in vielen Fällen unterstützt haben. Zudem liegen konkrete Anhaltspunkte dafür vor, dass die derzeitige ‚Überwachung‘ von Gesellschaften, in die investiert wurde, sowie das Engagement von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern oft unzureichend und zu stark auf kurzfristige Gewinne ausgerichtet sind, [...].“).

<sup>211</sup> Zunächst führte sie aus, die neuen Regelungen würden eine bessere Abstimmung von Leistung und Bezahlung sicherstellen. Wenig später betonte die Kommission zudem, dass die Vergütung von Verwaltungsräten ein Schlüsselfaktor sei, um deren Interessen jenen der Aktionäre anzugleichen und sicherzustellen, dass die Verwaltungsräte im Unternehmensinteresse handeln. Wenn die Vergütungsanreize allein kurzfristig ausgerichtet seien, könnten die Verwaltungsräte zu kurzfristig ausgerichtete Entscheidungen treffen, zum langfristigen Schaden der Gesellschaft. Es bedürfe angemessener Beaufsichtigung, damit die Bezahlung den langfristigen Interessen und der Nachhaltigkeit der Gesellschaft entspricht (*dies.*, Shareholders’ rights directive Q&A, 14.03.2017, S. 2). Schließlich führte die Kommission aus, dass es bislang oft schwierig sei, anhand der Vergütungsberichte zu ermitteln, wie viel Direktoren tatsächlich verdient haben und ob dies angemessen ist.

<sup>212</sup> *EU Ratspräsidentschaft*, Shareholders’ rights in EU companies: Presidency strikes deal with Parliament, 09.12.2016. „*Lucia Žitňanská*, minister for Justice of Slovakia said: ‘The financial crisis revealed that in many cases shareholders supported excessive short-term risk-taking by managers. The revised directive is intended to redress this situation and contribute to the sustainability of companies, which will in turn help generate growth and create jobs.’“

<sup>213</sup> *Europäisches Parlament*, Stronger rights for shareholders in EU companies, 14.03.2017. Der ständige Berichterstatter Cofferati lobte, die Maßnahmen würden helfen, Investitionen auf einen stärker langfristig orientierten Ansatz auszurichten, und höhere Transparenz für börsennotierte Gesellschaften und Investoren gewährleisten.

<sup>214</sup> *Europäische Kommission*, Shareholders’ rights directive Q&A, 14.03.2017. Sie argumentierte wie schon zuvor, dass viele Missstände in der Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften zur Finanzkrise beigetragen hätten. Namentlich nannte die Kommission hierzu wie zuvor mangelndes Engagement der Aktionäre, exzessive Vergütungen und Erschwernisse bei der Ausübung von Aktionärsrechten. Es gebe Belege, dass sich institutionelle Investoren und Vermögensverwalter auf kurzfristige Strategien konzentrierten. So würden institutionelle Investoren ihre Vermögensverwalter kurzfristig evaluieren und Aktienhaltedauern sowie Portfolioumschlagsraten seien sehr kurz angelegt (*dies.*, Shareholders’ rights directive Q&A, 14.03.2017, S. 1). Institutionelle Investoren sollten ähnlich wie bei Corporate-Governance- und Stewardship-Kodizes durch höhere Transparenz angehalten werden, einen längerfristigen Ansatz bei ihrer Anlagepolitik zu verfolgen sowie Soziales und Umwelt zu berücksichtigen (*dies.*, Shareholders’ rights directive Q&A, 14.03.2017, S. 1–2). Kommunikation zwischen Unternehmen

Mit Blick auf die Vergütungspolitik und *Say on Pay* betont Erwägungsgrund 28 Satz 1, dass Mitglieder der Unternehmensleitung zum langfristigen Erfolg der Gesellschaft beitragen. Erwägungsgrund 29 Satz 1 nennt als Zweck der Abstimmung über die Vergütungspolitik sicherzustellen, dass Aktionäre tatsächlich Einfluss nehmen können, während Satz 2 fordert, dass die Vergütungspolitik unter anderem zu „den langfristigen Interessen und der Tragfähigkeit der Gesellschaft beitragen und nicht gänzlich oder hauptsächlich an kurzfristige Ziele geknüpft sein“ soll. Die Offenlegung der Vergütungspolitik dient laut Erwägungsgrund 33 Satz 1 und 4, Erwägungsgrund 34 der verbesserten Rechenschaft und Überwachung durch die Aktionäre sowie der Information potenzieller Anleger und „interessierter Akteure“. Erwägungsgrund 38 betont, dass Vergütung und Leistung nicht nur jährlich, sondern über einen „angemessenen Zeitraum“ zu beurteilen sind, damit Aktionäre, Anleger und interessierte Akteure beurteilen können, ob die Vergütung die langfristige Leistung belohnt.

Damit ist *Say on Pay*, anders als die in der Richtlinie vorgeschriebene Vergütungspolitik, wie schon im Kommissionsvorschlag vorrangig als Maßnahme gegen exzessive, nicht leistungsgerechte Vergütungen einzuordnen, hingegen nicht eigentlich als Maßnahme der *Short-termism*-Bekämpfung. Denn (nur) mit Blick auf die Vergütungshöhe vertraut die Richtlinie auf das Eigeninteresse der (institutionellen) Aktionäre (vgl. Erwägungsgrund 33 Satz 1), denen sie wie den Managern einen kurzfristigen Fokus vorwirft (Erwägungsgründe 2, 16). Insofern ist es konsequent, für Vergütungspolitik und Vergütungsbericht deutlicher vorzuschreiben, dass langfristige Verhaltensanreize zu betonen sind, welche die Richtlinie institutionellen Aktionären und Managern nicht aus eigener Initiative zutraut. Gleichwohl besteht in der Richtlinie ein gewisses Spannungsverhältnis zwischen den Zielen, einerseits kurzfristige und andererseits nicht leistungsgerechte Vergütungen zu unterbinden. Insbesondere ist die jährliche Abstimmung über den Vergütungsbericht zwar geeignet, übermäßige Vergütungen zu missbilligen, wenn, wie in der Regel, Komponenten vom Aufsichtsrat bzw. den *supervisory directors* nach Ermessen festgelegt werden. Sie birgt aber auch die Gefahr kurzfristiger Motivation.<sup>215</sup> Hierfür sprechen Erfahrungen in den USA, wo jährliche *Say-on-Pay*-Voten mitunter stark schwankende Ergebnisse hervorgebracht haben, die nahelegen, dass Aktionäre und ihre Berater sich entweder mit dem Vergütungssystem in den Vorjahren unzureichend befasst haben oder solche Abstimmungen auch für jährliche, und damit relativ kurzfristige Rückmeldungen über die allgemeine Zufriedenheit mit der Unternehmensführung nutzen.<sup>216</sup> Ob eine langfristige Vergütungspolitik angesichts kurzfristiger jährlicher Rückmeldungen jegliche *career concerns*<sup>217</sup> vermeiden kann, erscheint zweifelhaft.

Die Äußerungen vonseiten des Rates, der die Änderungsrichtlinie nachfolgend einstimmig<sup>218</sup> angenommen hat, stimmen inhaltlich mit jenen der anderen Organe überein.<sup>219</sup>

---

und Aktionären werde vereinfacht, aber, so betonte die Kommission, wohl mit Blick auf die entsprechende Kritik, Aktionäre hätten keine Pflicht, sich zu engagieren (*dies.*, Shareholders' rights directive Q&A, 14.03.2017, S. 3).

<sup>215</sup> Zutreffend *Velte*, NZG 2017, 368, 370; im Ansatz wohl auch *Bayer/Schmidt*, BB 2017, 2114, 2116.

<sup>216</sup> *Strine, Jr.*, 114 Colum. L. Rev. 449, 485–488 (2014).

<sup>217</sup> Dazu 3. Teil, § 2 V.1., S. 430 ff.

<sup>218</sup> Siehe *Council of the EU*, Voting result, Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement (First reading) – Adoption of the legislative act, 03.04.2017 <[http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST\\_7936\\_2017\\_INIT&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_7936_2017_INIT&from=EN)> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>219</sup> *Ders.*, Shareholders' rights in EU companies: Council formal adoption, 03.04.2017.

Hinzuweisen ist allerdings auf eine gesonderte Äußerung der polnischen, deutschen, dänischen und luxemburgischen Delegation zum Kompromisstext. Sie legen die geforderte Einbeziehungspolitik eng aus, dergestalt dass institutionelle Investoren und Vermögensverwalter auswählen dürfen, welche Aspekte der Portfoliogesellschaften sie überwachen, ohne alle Punkte behandeln zu müssen, welche Art. 3f lit. a) der Richtlinie nennt. Luxemburg betonte darüber hinaus, dass die Richtlinie keinen Einfluss auf sektorale Richtlinien haben sollte, die etwa für Kreditinstitute, Investmentfirmen, Vermögensverwalter, Versicherungen oder Pensionsfonds gelten. Soweit die Aktionärsrichtlinie deren Vorgaben widerspreche, sollten Letztere vorgehen.<sup>220</sup>

## XI. Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion

### 1. Short-termism im Grünbuch

Nur zehn Monate nach ihrem Vorschlag zur Änderung der Aktionärsrichtlinie legte die Kommission das nächste Grünbuch vor, nun zur „Schaffung einer Kapitalmarktunion“. Darin variierte sie unter anderem erneut Themen und Topoi der vorangegangenen Politikdokumente. Das Grünbuch bildete den Auftakt zu einem Maßnahmenpaket, um Beschäftigung und Wachstum in Europa wiederzubeleben.<sup>221</sup> Die angestrebte Kapitalmarktunion sollte Unternehmen und (insbesondere: Infrastruktur-)Investitionsprojekten die Finanzierung erleichtern, hierzu Geldquellen abseits der herkömmlich dominierenden Banken fördern sowie die Märkte effizienter gestalten.<sup>222</sup> Der Topos, kurzfristige Orientierung zu bekämpfen, spielte dabei stellenweise erneut eine Rolle. So nannte die Kommission kurzfristiges Denken (in der englischen Fassung: *Short-termism*) als ein Hindernis für ausreichende Mittelzuflüsse in Infrastrukturprojekte,<sup>223</sup> im Zusammenhang und im begleitenden Arbeitsdokument zudem allgemein als Hindernis für langfristige institutionelle Investitionen in langfristige Projekte.<sup>224</sup> Zurückhaltend äußerte sich das Grünbuch zu aufsichtsrechtlichen *Short-termism*-Treibern, die viele Stellungnahmen zum Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen vorgebracht hatten: Die Kommission räumte zwar ein, langfristige Investitionen institutioneller Anleger in

<sup>220</sup> *Ders.*, Draft Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement (First reading) – Adoption of the legislative act, Statements of Delegations, 27.03.2017.

<sup>221</sup> *Europäische Kommission*, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.02.2015, S. 2–3; konkret umfasste das etwa die Förderung von Verbriefungen, eine Überarbeitung der Prospektrichtlinie (Ergebnis: Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem Regelmäßigem Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABL. EU Nr. L 168 vom 30.06.2017, S. 12–82; dazu etwa *Bronger*, WM 2017, 460 ff.), eine Verbesserung von Kreditinformationen über KMU, europaweite Regelungen für Privatplatzierungen und die Nutzung spezieller europäischer Fonds für langfristige Investitionen (insbesondere: Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds, ABL. EU Nr. L 123 vom 19.05.2015, S. 98–121; dazu etwa *Zetzsche*, ZBB/JBB 2015, 362 ff.).

<sup>222</sup> *Europäische Kommission*, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.02.2015, S. 5–6, ähnlich S. 9–10.

<sup>223</sup> *Dies.*, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.02.2015, S. 15 (in der engl. Fassung S. 14) neben regulatorischen und nicht näher benannten anderen Faktoren.

<sup>224</sup> *Dies.*, Staff Working Doc. Cap. Markets Union, 18.02.2015, S. 24 Fn. 48 sowie *dies.*, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.02.2015, S. 14–15.

langfristige Projekte könnten auf regulatorische Hindernisse stoßen.<sup>225</sup> Solvabilität II<sup>226</sup> werde es aber ermöglichen, stärker in langfristige Vermögenswerte zu investieren.<sup>227</sup>

## 2. *Short-termism im Arbeitspapier*

Das begleitende Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen prangerte *Short-termism* gestützt auf den britischen *Kay Report* deutlich entschiedener an:<sup>228</sup> Institutionelle Investoren mit langfristigen Verbindlichkeiten legten Gelder nicht ausreichend in langfristige Investitionen an. Dies erkläre sich vorrangig aus dem kurzfristigen Horizont der Investoren, mitunter zudem durch einen verfehlten regulatorischen Rahmen, etwa in der Finanzberichterstattung. Diesen *Short-termism* könnten Anreizsysteme und Vergütungsstrukturen der Vermögensverwalter verschlimmern. Zudem führten querbezügliche und selbstreferenzielle Leistungsmaße zu Marktinstabilität und gravierenden Verzerrungen.

Einschlägige Defizite beklagte das Arbeitspapier vor allem bei Pensionsfonds: Sie ähnelten in relativen Benchmarks und hoher Liquiditätspräferenz anderen kurzfristigen Fonds. Pensionsfonds seien so gehindert, Anlagen bis zur Endfälligkeit, wenig liquide Anlageklassen oder strategische Aktienbeteiligungen zu halten. Das passe nicht zu langfristigen Altersvorsorgesparen und maximiere langfristig nicht die risikoadjustierte Rendite.<sup>229</sup> Der Fokus auf kurzfristige relative Leistung halte Investoren und Fondsmanager an, die Leistung von Unternehmen über kurze Zeithorizonte zu beurteilen. Der resultierende kurzfristige Druck auf das Management könne produktive Investitionen, künftige Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum behindern.<sup>230</sup> Als Gegenmaßnahme verwies das Arbeitspapier auf die laufende Revision der Aktionärsrechterichtlinie.<sup>231</sup>

## 3. *Einordnung*

Diese Passagen des Arbeitspapiers zu *Short-termism* fügten sich bruchlos in die Aussagen der vorangegangenen Politikdokumente ein. Das Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion nahm das begleitende Arbeitspapier aber nur insoweit in Bezug, als dieses die Hürden für stärker integrierte Kapitalmärkte analysierte.<sup>232</sup> Hieran zeigt sich, dass das Grünbuch die Akzente unterschiedlich setzte. Das Grünbuch verdeutlichte auch, dass der Zweck der Aktionärsrechterichtlinie-Änderungsrichtlinie über die Bekämpfung von

<sup>225</sup> Europäische Kommission, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.02.2015, S. 18.

<sup>226</sup> Richtlinie 2009/138/EG.

<sup>227</sup> Europäische Kommission, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.02.2015, S. 19. Die Standardformel zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen erschwere langfristige Investitionen nicht und die Kongruenz zwischen langfristigen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten sei gegeben. Weitere Arbeiten seien nur nötig, um Infrastrukturkredite und/oder Kapitalbeteiligungen mit niedrigerem Risiko zu ermitteln und gegebenenfalls Infrastruktur-Unterklassen zu schaffen.

<sup>228</sup> Dies., Staff Working Doc. Cap. Markets Union, 18.02.2015, S. 33: „*Short-termism* and regulatory features drive inefficient asset allocation“.

<sup>229</sup> Dies., Staff Working Doc. Cap. Markets Union, 18.02.2015, S. 33–34. Hiermit verknüpfte die Kommission eine Reihe weiterer Vorwürfe: Beitragsorientierte Pensionspläne betrieben keine Aktiv-Passiv-Steuerung (*asset liability management*) und unterschieden nicht zwischen Portfolios mit Rendite- und Hedgingzweck. Pensionsfonds kauften oft in erheblicher Höhe Staatsanleihen, die Investitionen in Aktien und Unternehmensanleihen verdrängen könnten. Einige Mitgliedstaaten hätten Regelungen, die de facto Investitionen in Infrastruktur beschränkten.

<sup>230</sup> Dies., Staff Working Doc. Cap. Markets Union, 18.02.2015, S. 34.

<sup>231</sup> Dies., Staff Working Doc. Cap. Markets Union, 18.02.2015, S. 34.

<sup>232</sup> Dies., Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.02.2015, S. 6.

*Short-termism* hinausging: Zwar führt es aus, die Überarbeitung der Aktionärsrechte-richtlinie solle erreichen, dass institutionelle Anleger und Vermögensverwalter Unternehmen mehr langfristiges Kapital zur Verfügung stellen.<sup>233</sup> Den angestrebten verbesserten Minderheitenschutz ordnete das Grünbuch aber anders ein, nämlich als Maßnahme, um Gesellschaften attraktiver für ausländische Investoren zu machen. Hierzu listete das Grünbuch zudem weitere Reformüberlegungen auf.<sup>234</sup>

## XII. Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion

### 1. *Short-termism* in der Mitteilung

Auf das Grünbuch folgte bald eine Mitteilung über den „Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion“<sup>235</sup> in der die Kommission einen inhaltlich weit gespannten Katalog von 33 Maßnahmen vorstellte. Diese reichten von Legislativvorschlägen, von denen die Kommission einige gleichzeitig vorlegte, über Konsultationen, ein weiteres Grün- und Weißbuch, diverse Prüfungen, Berichte und Studien bis zu informaler Koordination und Förderung guter Praxis, all dies mit einem Zeitplan bis 2018.<sup>236</sup> Auf diese Weise wollte die Kommission mehr Investitionen insbesondere in kleine und mittlere Unternehmen, Infrastruktur sowie langfristige Projekte freisetzen, grenzüberschreitende Kapitalflüsse und Anlagemöglichkeiten ausbauen, das Finanzsystem stabiler machen, die Finanzintegration vertiefen und den Wettbewerb erhöhen.<sup>237</sup> Bündig lässt sich der „Aktionsplan als Maßnahmenpaket zur Kapitalmarktentwicklung mit Fokus auf der Langfristfinanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen“<sup>238</sup> sowie Infrastruktur und (ökologische) Nachhaltigkeit kennzeichnen.

Im Lichte der vorangegangenen Dokumente überraschend erschien das Anliegen, kurzfristige Orientierung zu bekämpfen, nur noch sehr indirekt an einzelnen Stellen. So ordnete der Aktionsplan institutionelle Anleger, insbesondere Lebensversicherungen und Pensionsfonds, als „per se langfristige Anleger“ ein, um sodann zu bemerken, dass sie sich in den letzten Jahren aus Investitionen in langfristige Projekte und Unternehmen zurückgezogen hätten. Die EU „sollte institutionelle Anleger dahingehend unterstützen, dass sie in langfristige Vermögenswerte und KMU [kleine und mittlere Unternehmen, *d. Verf.*] investieren und gleichzeitig ein solides und umsichtiges Aktiv-Passiv-Management wahren können.“<sup>239</sup> In der Sache entspricht das der *Short-termism*-Kritik, welche

<sup>233</sup> *Dies.*, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.02.2015, S. 27.

<sup>234</sup> *Dies.*, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 18.02.2015, S. 27–28. Dazu gehörte eine Harmonisierung nationaler Kollisionsnormen für interne Unternehmensvorgänge, nationaler Insolvenzrechte und Steuerregelungen, Letzteres vor allem, soweit sie grenzüberschreitende Anlagen behinderten und/oder verschiedene Finanzierungsarten, darunter Eigen- und Fremdkapital, unterschiedlich behandelten. Das begünstige eine Zersplitterung der Märkte und Gewinnverschiebungen.

<sup>235</sup> *Dies.*, Aktionsplan Kapitalmarktunion, 30.09.2015.

<sup>236</sup> Zusammenfassende tabellarische Auflistung mit Zeitplan in *dies.*, Aktionsplan Kapitalmarktunion, 30.09.2015, S. 33–35; für einen Überblick über die wichtigsten Maßnahmen siehe *Geßler/Smeets*, BaFin Journal 2015, 31 ff.; zum späteren Fortschritt des Zeitplans siehe die Tabelle *Europäische Kommission*, CMU First Status Report, 25.04.2016, S. 10–12 sowie *Parmentier*, Konzern 2017, 321 ff.; *Parmentier*, ECFR 14 (2017), 242 ff.

<sup>237</sup> *Europäische Kommission*, Aktionsplan Kapitalmarktunion, 30.09.2015, S. 3.

<sup>238</sup> So treffend *Geßler/Smeets*, BaFin Journal 2015, 31, 35; zur Förderung kleiner und mittlerer Unternehmen als Fokus des Aktionsplans eingehend *Kumpan*, ZGR 2016, 2 ff., der den Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion ungeachtet verschiedener Kritikpunkte im Ergebnis begrüßt.

<sup>239</sup> *Europäische Kommission*, Aktionsplan Kapitalmarktunion, 30.09.2015, S. 22.

die Kommission und die Kommissionsdienststellen in vorherigen Dokumenten vorge-tragen hatten. Der Vorwurf selbst wurde nun allerdings unterdrückt. Das entsprach durch-aus der Zielrichtung des Aktionsplans: Er umfasste zwar aufsichtsrechtliche Erleichte-rungen für langfristige illiquide Anlagen mit Blick auf deren Eigenkapitalunterlegung sowie eine Förderung spezieller Fonds für langfristige und/oder illiquide Investitionen. Maßnahmen gegen kurzfristige Orientierung im Bereich der Corporate Governance blie-ben aber außen vor.

## 2. Short-termism im Arbeitsdokument

Nur wenig ergiebiger in Bezug auf *Short-termism* war das begleitende Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen mit einer ökonomischen Analyse zum Aktionsplan. Dort findet sich ein Exkurs, der, angelehnt an den *Kay Report*, kurzfristige Orientierung von Vermögensverwaltern infolge von Governance- und Informationsdefiziten erörtert.<sup>240</sup> In ähnlicher Weise betonte das Arbeitsdokument später, dass für Pensionsfonds mit lang-fristigen Verbindlichkeiten langfristige Investitionen sinnvoll seien, aber durch Regu-lierungs- oder Marktversagen beschränkt werden könnten. Für Letzteres könnten etwa fragmentierte Finanzinformation, rechtliche Rahmenbedingungen, Industrie-Benchmarks, Investmentmandate und regulatorische Vorgaben für Pensionsfonds ursächlich sein.<sup>241</sup> Schließlich erwähnte das Dokument als weitere Hindernisse für langfristige Finanzia-rungen vonseiten institutioneller Investoren knapp die Fair-Value-Bilanzierung sowie die Unsicherheit, welche mit einem langfristigen Horizont einhergeht.<sup>242</sup>

## 3. Einordnung

Ungeachtet dieser impliziten Bezüge zur *Short-termism*-Debatte wird deutlich, dass die Kommission den Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion weniger als Maß-nahme gegen *Short-termism* verstanden wissen wollte. Der Aktionsplan sollte eher lang-fristige Investitionsmöglichkeiten fördern als kurzfristiges Denken bekämpfen. Hiermit setzte sich der Akzent des Grünbuches zur Kapitalmarktunion fort, der sich vom dazu-gehörigen Arbeitsdokument unterschieden hatte.

## XIII. Reflektion des Short-termism-Aspekts im Schrifttum

Die umfassenden Aktivitäten der Kommission riefen ein entsprechend vielstimmiges Echo in der Literatur hervor, das an dieser Stelle nur exemplarisch nachgezeichnet wer-den soll. Dies erfolgt mit besonderem, aber nicht alleinigem Blick auf das deutsche Schrifttum, und lediglich insoweit, wie Autoren zu der Problematik kurzfristiger Orien-tierung bzw. vorgeschlagenen Gegenmitteln Stellung bezogen. Das Gros der Aufmerksam-keit richtete sich auf die ersten Grünbücher, den Aktionsplan Corporate Governance so-wie den Entwurf der Aktionärsrechterichtlinie. Daneben fand die angestrebte Kapital-marktunion mehrfach Beachtung, allerdings meist nicht hinsichtlich des *Short-termism*-Aspekts.<sup>243</sup>

<sup>240</sup> Dies., Staff Working Doc., Ec. Analysis, Action Plan CMU, 30.09.2015, S. 23–24.

<sup>241</sup> Dies., Staff Working Doc., Ec. Analysis, Action Plan CMU, 30.09.2015, S. 67.

<sup>242</sup> Dies., Staff Working Doc., Ec. Analysis, Action Plan CMU, 30.09.2015, S. 56–57.

<sup>243</sup> Siehe insoweit zum Grünbuch den knappen Überblick von *Hopt*, EuZW 26 (2015), 291 f., sowie zu Grünbuch und Aktionsplan etwas ausführlicher *Heuer/Schütt*, BKR 2016, 45 ff., jeweils mit einiger

### 1. Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik

Vor allem anfangs äußerte sich das Schrifttum betont kritisch zum *Short-termism*-Aspekt bezogen auf die Realwirtschaft: Auf Ablehnung stieß insbesondere, dass die Kommission im Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik mutmaßliche Corporate-Governance-Defizite der Finanzwirtschaft, darunter kurzfristige Orientierung, samt dagegen gerichteter Rezepte (vor-)schnell auf alle Unternehmen übertrug.<sup>244</sup> Stellenweise sah man darin eine rein opportunistische Taktik zur Durchsetzung vormals zu Recht gescheiterter Regulierungsbestrebungen.<sup>245</sup> In der parallelen deutschen Debatte um Corporate Governance nach der Finanzkrise gab es allerdings durchaus Beiträge, die sachlich übereinstimmend mit der Kommission argumentierten.<sup>246</sup> Im europäischen Diskurs fand zudem der britische *Walker Review* zu Banken mit der parallelen Feststellung Gefolgschaft, seine Befunde über das Verhalten institutioneller Investoren seien für börsennotierte Gesellschaften allgemein bedeutsam.<sup>247</sup>

Bezogen auf Banken zeigten sich mehrere Literaturstimmen zudem schon grundsätzlich nicht von den Corporate-Governance-Maßnahmen überzeugt, mit denen die Kommission kurzfristige, hochriskante Strategien eindämmen wollte, vor allem, soweit sie die Aktionäre stärkten: Gerade diese hätten bei Banken dazu geneigt, die Direktoren zur Übernahme größerer, zumindest kurzfristig profitabler Risiken zu drängen.<sup>248</sup> Überdies verwies man darauf, dass ein Zusammenhang zwischen behaupteten Merkmalen guter Corporate Governance und dem Abschneiden von Finanzinstituten in der Krise empirisch zweifelhaft sei.<sup>249</sup>

---

Kritik, aber im Ergebnis verhaltener Zustimmung; speziell zum Aspekt der Förderung kleiner und mittlerer Unternehmen als Fokus des Aktionsplans *Kumpan*, ZGR 2016, 2 ff.; eingehende Analyse der Strukturen von Aufsicht und Rechtsetzung bei *Veil*, ZGR 2014, 544 ff.; zur möglichen weiteren Entwicklung der institutionellen Governance insbesondere mit Blick auf die Rolle diverser Regulierungs- und Aufsichtsstellen *Moloney*, ECFR 2016, 376 ff.; zur Problematik der Marktinfrastruktur für grenzüberschreitende Wertpapiertransaktionen, insbesondere mit Blick auf Aktien, *Micheler*, EBOR 17 (2016), 481 ff. (dazu noch unten Text bei Fn. 363–364 auf S. 907).

<sup>244</sup> In diesem Sinne allg. *Hopt*, EuZW 2010, 561 („Auch die Ausdehnung der Corporate Governance von Finanzinstituten allgemein auf Unternehmen, wie im Grünbuch angedeutet, wäre verfehlt.“); *Hopt*, JCLS 13 (2013), 219, 239–244, 253; *Buschmann*, NZG 2011, 87, 91; *Bachmann*, Sitzungsberichte 68. DJT Bd. II/1, 2011, II/1, P13–P30, P 16; *Bachmann*, WM 2011, 1301, 1302; zuvor auch schon *Mülbert*, EBOR 10 (2009), 411, 412, 420–422, 427, zusammenfassend S. 436 („Banks' corporate governance differs from that of a generic firm.“); in der Sache ebenso *ders.*, ZHR 173 (2009), 1, 7. Im Ergebnis ebenso, aber mit mehr Verständnis für die Linie der Kommission *Weber-Rey*, Corporate Governance in Europa, 2012, S. 4–5, 9.

<sup>245</sup> *Buschmann*, NZG 2011, 87, 87, 91.

<sup>246</sup> Besonders prononciert etwa *Timm*, ZIP 2010, 2125, 2127: „Die ‚Bankenkrise‘ ist letztlich keineswegs nur eine Krise der Banken, sondern der Wirtschaft insgesamt. Exzessive Boni sowie ‚Vollversorgungsmentalität‘ ohne jegliche Haftungsverantwortlichkeit sind [...] in den letzten beiden Jahrzehnten in allen Bereichen der Wirtschaft als Leitmotive unternehmerischen Handelns festzustellen gewesen. Insbesondere der unheilvolle Einfluss amerikanischen Profitdenkens hat zu einer Perversion tradierten kontinentaleuropäischen, insbesondere auch deutschen Wirtschaftsdenkens geführt.“; S. 2133: „Viele der ‚Deregulierungen‘ der Vergangenheit, etwa im Bereich der Stockoptions, waren – auch wenn sie europarechtlich geboten oder nahegelegt wurden – ein Irrweg. Wir brauchen insoweit nicht weniger, sondern mehr an Regulierung (nicht also lediglich nur mehr Regulierung im Finanzmarktrecht).“

<sup>247</sup> *Birkmose*, ECFR 11 (2014), 214, 215 Fn. 6.

<sup>248</sup> *Hopt*, JCLS 13 (2013), 219, 242; *Hopt*, EuZW 2010, 561; ähnlich *Buschmann*, NZG 2011, 87, 88; zur darin liegenden Widersprüchlichkeit des Grünbuches *Mülbert*, ZHR 174 (2010), 375, 378–379.

<sup>249</sup> *Wittig*, WM 2010, 2337, 2338–2340; *Mülbert*, ZHR 174 (2010), 375, 378, 380, 384, der zudem immanente Leistungsgrenzen der Corporate Governance betonte (S. 384) und kritisierte, dass die Kommission auch Aspekte der Corporate Governance aufgegriffen habe, die in den bisherigen Erklärungen

## 2. Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen

Der Vorwurf, die Kommission wolle die Finanzkrise als Vorwand nutzen, „um auch stärker in die Corporate Governance in der Realwirtschaft hineinregieren zu können“, traf ebenso das nachfolgende Grünbuch zum Corporate Governance-Rahmen.<sup>250</sup> In der Sache nahm die Literatur dessen Vorschläge allerdings unterschiedlich auf, „teils vorsichtig befürwortend, teils krass ablehnend.“<sup>251</sup>

Die zahlenmäßig überwiegenden Kritiker wandten sich nicht zuletzt gegen das Ziel der *Short-termism*-Bekämpfung und/oder die zugeordneten Vorschläge: Hierin erblickten sie mitunter gar bloßes „Selbst-Marketing“,<sup>252</sup> wissenschaftliche Belege für die dahinter stehende Prämisse bleibe die Kommission schuldig.<sup>253</sup> Übergreifend beanstandete man, dass die Kommission ihre Initiativen trotz enger sachlicher Beziehungen in kaum aufeinander abgestimmten Dokumenten vorlegte. Viele fürchteten daher Überregulierung, Dopplungen oder Widersprüche.<sup>254</sup> Vereinzelt sprach man der Kommission generell die Kompetenz ab, schädliches kurzfristiges Denken mit Regelungen zur Corporate Governance zu bekämpfen.<sup>255</sup>

In Deutschland stieß vor allem das Vorhaben einer „Umerziehung“ oder gar „(Zwangs-) Aktivierung“ institutioneller Anleger zu mehr Engagement und langfristigem Denken auf Ablehnung: Zwar machten Kritiker nur vereinzelt geltend, dass kurzfristiges Anlageverhalten und Denken vorteilhaft mit Blick auf eine effiziente Ressourcenallokation oder als Ansporn für Unternehmenslenker sei.<sup>256</sup> Dafür erachtete das deutsche Schrifttum aber eine Beteiligung von Aktionären über das vorgeschriebene Maß hinaus für grundsätzlich problematisch: In Deutschland seien alle gesetzgeberischen Versuche ge-

---

zu den Ursachen der Finanzkrise und/oder übermäßiger Risikoneigung von Finanzinstituten keine Rolle gespielt hätten bzw. primär allgemeine gesellschaftspolitische Zielsetzungen betreffen, insbesondere Diversität (S. 380); ähnlich *Hemeling*, Sitzungsberichte 69. DJT Bd. II/1, 2013, N 31 – N 50, N 33, 35, der sich ebenfalls gegen die Einbeziehung allgemeiner gesellschaftspolitischer Themen wie Frauenquote oder Vergütungsobergrenzen in die Corporate-Governance-Diskussion wendet und die These, Mängel der Corporate Governance hätten maßgeblich zur Finanzkrise beigetragen, als sachfremde Begründung kritisiert; hingegen im Grunde zustimmend zu Geschlechterdiversität im Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat als Maßnahme zur Förderung einer langfristigen, weniger risikogeeigneten Strategie *Bachmann*, Sitzungsberichte 68. DJT Bd. II/1, 2011, II/1, P13–P30, P17–P18.

<sup>250</sup> *Jahn*, AG 2011, 454, 459; ähnlich *Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln*, NZG 2011, 975, 976 („Neue Regulierungen auf EU-Ebene dürfen u. E. namentlich nicht mit dem allgemeinen Hinweis auf die Finanzkrise legitimiert werden.“); allg. zur Corporate-Governance-Diskussion der Kommission in den Grünbüchern *Hemeling*, Sitzungsberichte 69. DJT Bd. II/1, 2013, N 31 – N 50, N 33.

<sup>251</sup> *Hopt*, EuZW 2011, 609, 610.

<sup>252</sup> *Jahn*, AG 2011, 454, 454–455.

<sup>253</sup> *Jung*, BB 2011, 1987, 1990.

<sup>254</sup> *Hopt*, EuZW 2011, 609, 609–610, zudem *ders.*, ZGR 2013, 163, 168; ähnliche Sorgen vor einer Überregulierung zum Schaden der Wirtschaft mit Blick auf das Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen äußerten *Peltzer*, NZG 2011, 961, 967–968; *Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln*, NZG 2011, 975; *Habersack*, Gutachten 69 DJT, 2012, I, E5–E106, E 20; allg. auch *Hemeling*, Sitzungsberichte 69. DJT Bd. II/1, 2013, N 31 – N 50, N 35; nicht nur, aber insbesondere mit Blick auf nicht börsennotierte Gesellschaften *Henrichs*, GmbHR 2011, R257–R258. Aus dem ausländischen Schrifttum etwa *Neville*, in: *Birkmose/Neville/Sørensen* (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 217, 233, 237 f., 250, 252; allg. mit Blick auf die unionsrechtliche Regulierung der Corporate Governance *Radwan*, ECL 9 (2012), 260, 262.

<sup>255</sup> *DAV Handelsrechtsausschuss*, NZG 2011, 936, 937.

<sup>256</sup> Dahingehend aber *Jahn*, AG 2011, 454, 457.

scheitert, Aktionäre in die Überwachung der Geschäftsführung einzubeziehen.<sup>257</sup> Rationale Apathie sei das gute Recht jedes Aktionärs<sup>258</sup> und die hohe Fungibilität der Aktie wesentlich für ihre Beliebtheit als Anlageform.<sup>259</sup> Bei institutionellen Investoren fehle ein Business Case für vermehrtes (langfristiges) Monitoring.<sup>260</sup> Im Lichte der Erfahrungen mit räuberischen Kleinaktionären erscheine höheres Aktionärsengagement auch nicht wünschenswert, zumal es mit der historisch bewährten Konstruktion der AG breche, Geschäftsführung und Kontrolle je einem kleinen Ausschuss sachkundiger Personen zu übertragen.<sup>261</sup> Stewardship bedrohe diese Kompetenzordnung in mehrfacher Weise.<sup>262</sup> Ob zumindest Arbeitnehmer-Aktionäre, wie von der Kommission und der Aktio-

<sup>257</sup> Peltzer, NZG 2011, 961, 962–963; mit Blick auf das Aktionärsforum des § 127a AktG auch *DAV Handelsrechtsausschuss*, NZG 2011, 936, 939.

<sup>258</sup> Peltzer, NZG 2011, 961, 966; *Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln*, NZG 2011, 975, 979 („Recht auf Desinteresse“); *DAV Handelsrechtsausschuss*, NZG 2011, 936, 939; *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 167; *Bachmann*, WM 2011, 1301, 1305; *Hommelhoff*, in: Hoffmann-Becking/Hüffer/Reichert (Hrsg.), *Liber amicorum für Martin Winter*, 2011, S. 255, 257–258; bereits im Vorfeld des Grünbuches Europäischer Corporate Governance-Rahmen auch *Hommelhoff/Suchan*, *Audit Committee Quarterly* 2011, 4, 6 („Recht auf unternehmerisches Desinteresse“, unter Verweis auf § 54 I AktG sowie im Umkehrschluss aus § 55 AktG als eng begrenzter Ausnahme).

<sup>259</sup> Peltzer, NZG 2011, 961, 966; in diesem Punkt auch *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 167; *Hommelhoff*, in: Hoffmann-Becking/Hüffer/Reichert (Hrsg.), *Liber amicorum für Martin Winter*, 2011, S. 255, 257 (Zusatzpflichten für Paketaktionäre dämpften die Handelbarkeit der Aktien und die Möglichkeit der Paketbildung).

<sup>260</sup> *Fleischer*, ZGR 2011, 155, 164–166; *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 227; ähnlich *Bachmann*, WM 2011, 1301, 1305; *Juschus*, *Audit Committee Quarterly* 2011, 15 f.; *DAV Handelsrechtsausschuss*, NZG 2011, 936, 939.

<sup>261</sup> Peltzer, NZG 2011, 961, 965–966, zu Einzelheiten der Ansatzpunkte räuberischer Kleinaktionäre S. 967; *Weber-Rey*, *Corporate Governance in Europa*, 2012, S. 21 („[...] an dem Fundament der Rechtsform der Aktiengesellschaft nicht gerüttelt werden sollte, nämlich der Kapitalsammelfunktion. Ein mit Beteiligten anderer Rechtsformen vergleichbares unternehmerisches Engagement zu fördern, widerspräche der Grundidee der Aktiengesellschaft.“).

<sup>262</sup> Eindringlich, wenngleich jeweils in Form (rhetorischer) Fragen *Hommelhoff/Suchan*, *Audit Committee Quarterly* 2011, 4, 7: Störung der Machtbalance zwischen eigenverantwortlichem Vorstand (§ 76 I AktG) und Hauptversammlung ohne Entscheidungskompetenz über die Geschäftsführung (§ 119 II AktG), Konflikt mit Aktionärsinformation auf der Hauptversammlung (§ 131 AktG) und Grundsatz der informationellen Gleichbehandlung (Arg. aus § 131 IV AktG), drohender Verlust der Funktionen des Aufsichtsrates als Repräsentant aller Aktionäre und Dialogpartner für den Vorstand in strategischen Angelegenheiten; im Kern mit denselben Argumenten, aber elaborierter *Hommelhoff*, in: Hoffmann-Becking/Hüffer/Reichert (Hrsg.), *Liber amicorum für Martin Winter*, 2011, S. 255 ff., der das Kommissionskonzept eines Aktionärsaktivismus als „ausnehmend gefährlich“ brandmarkte (a. a. O., S. 256) und für das deutsche Aktienrecht ein gesetzgeberisches Leitbild des inaktiven Aktionärs feststellte, weshalb „die dualistische Unternehmensverfassung von ihren Fundamenten her angepasst werden“ müsste, falls „diesem System nach den Vorstellungen der EU-Kommission als neuer Funktionsträger der ‚aktive Paketaktionär‘ aufgepfropft werden sollte“ (S. 258); zudem argumentierte *Hommelhoff*, dass die in der Finanzkrise zutage getretenen Mängel des Aufsichtsrates durch systemimmanente Verbesserungen behoben werden könnten, welche das Grünbuch auch zu Recht anstrebe (a. a. O., S. 258 unten bis S. 260); *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 227: „[...] nicht beabsichtigt, aber auch nicht auszuschließen, sind Eingriffe in die wohl austarierte Kompetenzordnung der Aktiengesellschaft.“; *Bachmann*, WM 2011, 1301, 1305; deutlich *Habersack*, Gutachten 69 DJT, 2012, I, E5–E106, E88–E89 („Werden institutionelle Investoren aufgefordert, das Leitungsorgan aktiv zu überwachen und zu beeinflussen, so mag das für die monistische Unternehmensverfassung angehen, [...]. Für das deutsche Aktienrecht muss entsprechenden Bestrebungen indes eine klare Absage erteilt werden [...].“). Differenzierend *Strenger*, *Audit Committee Quarterly* 2011, 12, 13–14, der sich dagegen wandte, analog zum Stewardship Code regelmäßige Investorengespräche mit dem Aufsichtsrat zu akzeptieren („in Deutschland würde eine solche Regelung zu großen Irritationen führen“), andere Vorschläge des Stewardship Code auch für Deutschland für sinnvoll erachtete.

närsrechterichtlinie-Änderungsrichtlinie angenommen, an einer langfristigen Ausrichtung der Gesellschaft interessiert sind, beurteilte die Literatur uneinheitlich.<sup>263</sup>

Dementsprechend befanden nur wenige deutsche Stellungnahmen zu den ersten Grünbüchern die Sorgen der Kommission hinsichtlich Passivität und Kurzfristendenken der Aktionäre für begründet,<sup>264</sup> darunter aber *Habersacks* Gutachten zum 69. Deutschen Juristentag, wenngleich in vorsichtigem Duktus.<sup>265</sup> Einzelne Autoren lobten die im Grünbuch Corporate Governance-Rahmen angedachten Maßnahmen als milde Intervention mittels Kontrolle und Transparenz.<sup>266</sup> *Habersack* äußerte sich differenzierter: „Zur Aktivierung und zur Verlängerung des Anlagehorizonts der Investoren – und damit möglicherweise auch zur Förderung langfristigen Denkens der Geschäftsleiter“ erachtete er vor allem „Anreize in Form eines Dividendenaufschlags oder eines erweiterten Stimmrechts für langfristig engagierte Aktionäre“ als geeignet,<sup>267</sup> folgte also eher der Reflection Group als der Kommission. Während sich *Leyens* als Referent vorsichtig aufgeschlossen zeigte,<sup>268</sup> folgte der 69. Juristentag *Habersack* nicht.<sup>269</sup> Außerdem erwog *Habersack*, die Stimmrechtsvertretung zu forcieren, bis hin zur Abkehr von einer versammlungsgebundenen Beschlussfassung, sowie ein Aktionärsforum auf der Gesellschaftshomepage. Lockerungen bei Acting in Concert oder Insiderrecht lehnte er hingegen ab,<sup>270</sup> den Stewardship-Gedanken wies er für das deutsche Aktienrecht mit der überwiegenden Ansicht entschieden zurück.<sup>271</sup> Zugleich begrüßte *Habersack* aber die Kommissionsinitiative zu Offenlegungspflichten institutioneller Investoren in Bezug auf ihr Abstimmungsverhalten. Hierfür regte er einen Comply-or-Explain-Mechanismus nach Art von § 161 AktG

<sup>263</sup> Zweifelnd *Wollmert/Oser/Orth*, DB 2011, 1432, 1435 (Die unterstellten homogenen Interessen von Arbeitnehmern bedürften einer empirischen Quantifizierung bzw. Verifizierung, ehe derartige Maßnahmen ergriffen werden.); wohl auch *DAV Handelsrechtsausschuss*, NZG 2011, 936, 941 (Entscheidend für ein stärkeres und längerfristiges kapitalmäßiges Engagement von Arbeitnehmern seien die finanziellen und steuerlichen Anreize. Diesbezüglich wären in einzelnen Ländern Verbesserungen im Hinblick auf steuerliche Begünstigungen, gegebenenfalls verbunden mit Haltefristen, wünschenswert.); zustimmend hingegen *Bachmann*, WM 2011, 1301, 1306.

<sup>264</sup> Vor allem *Wollmert/Oser/Orth*, DB 2011, 1432, 1433. Vorsichtig *Seibert*, Audit Committee Quarterly 2011, 14 f., der den Abschnitt zur Rolle der Aktionäre im Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen als „recht interessant“ und „hoch bedeutsam“ bezeichnet.

<sup>265</sup> *Habersack*, Gutachten 69 DJT, 2012, I, E5–E106, E 86–87, E 89–90.

<sup>266</sup> *Wollmert/Oser/Orth*, DB 2011, 1432, 1434. Eine Offenlegung der Anreizstrukturen der Vermögensverwalter ermögliche langfristig orientierten institutionellen Anlegern, Einfluss zu nehmen und zielorientierte Vereinbarungen zu treffen.

<sup>267</sup> *Habersack*, Gutachten 69 DJT, 2012, I, E5–E106, E 90; ähnlich zuvor schon *Seibert*, Audit Committee Quarterly 2011, 14, 15: Das von der Kommission gewünschte langfristig engagierte Aktionärsverhalten sei weniger durch Verhaltensregeln und Transparenzvorschriften für institutionelle Anleger zu erreichen, sondern eher durch Einwirkung auf die ökonomischen Anreize der Akteure.

<sup>268</sup> *Leyens*, Sitzungsberichte 69. DJT Bd. II/1, 2013, II/1, N 13 – N 29, N 15: „Damit [Treuestimmrecht] können Probleme aus einer schädlichen Kurzfristorientierung des Vorstandshandelns abgemildert werden [...]. Als weitere Wechselwirkung [...] ergibt sich aber eine Verteuerung von Kontrollwechseln. [...] Dies ist abzuwägen. [...] Vor Einführung eines Treuestimmrechts sollten Beeinträchtigungen der Disziplinierungskraft des Marktes für Unternehmenskontrolle besser erforscht werden.“

<sup>269</sup> Die dazugehörige 20. Beschlussempfehlung („Nachhaltigkeit: Im Interesse von mehr Nachhaltigkeit und Engagement sollte der Gesetzgeber prüfen lassen, ob Anreize nach Art eines Präsenzbonus und/oder eines Dividendenaufschlags oder eines erweiterten Stimmrechts für langfristig investierte Aktionäre erfolgversprechend sind.“) wurde mit 32:32:12 Stimmen abgelehnt, *Ständige Deputation des Deutschen Juristentages* (Hrsg.), Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages, 2013, N 91.

<sup>270</sup> *Habersack*, Gutachten 69 DJT, 2012, I, E5–E106, E89–E90.

<sup>271</sup> *Ders.*, Gutachten 69 DJT, 2012, I, E5–E106, E88–E89.

an.<sup>272</sup> Stimmen aus der Wirtschaftsprüferzunft haben überdies anempfohlen, Entsprechenserklärungen institutioneller Investoren und Vermögensverwalter zu den von der Kommission angedachten Verhaltenskodizes durch einen unabhängigen Dritten prüfen zu lassen<sup>273</sup> – *honi soit qui mal y pense*.

Einige Autoren aus anderen Mitgliedstaaten warnten ebenfalls, ein gestärkter Aktionäreinfluss auf harmonisierter Basis könnte die unternehmerische Initiative der Unternehmensleitung und damit das Wachstum europäischer Aktiengesellschaften behindern.<sup>274</sup> Demgegenüber zeigten skandinavische Stimmen wenig Berührungsängste: Das nordische Modell der Aktionärsdemokratie vor Augen, nahmen sie das von den Grünbüchern ausgegebene Unterfangen der „transformation of passive institutional investors into active owners“ an.<sup>275</sup> Zwar begegneten sie einer rechtlichen Bevorzugung langfristiger Aktionäre ebenfalls skeptisch.<sup>276</sup> Wohl aber empfahlen sie unter Verweis auf Erfahrungen in Skandinavien, Governance-Rechte der Aktionäre auszubauen und Kommunikation unter Aktionären durch einen Nominierungsausschuss und Identitätsoffenlegung zu erleichtern.<sup>277</sup>

In Deutschland hatte man für die vorgeschlagene bessere Identifizierung der Aktionäre hingegen überwiegend<sup>278</sup> kein Verständnis: Sie erhöhe die Macht der Unternehmensleitung,<sup>279</sup> die den Aktionärskreis nach herkömmlichem Verständnis nicht beeinflussen dürfe,<sup>280</sup> widerspreche dem Datenschutz<sup>281</sup> und sei angesichts der Möglichkeit, Namensaktien einzuführen, unnötig.<sup>282</sup>

Immerhin stellenweise Zustimmung hat in Deutschland bezogen auf den allgemeinen Corporate-Governance-Rahmen *Say on Pay* gefunden – eine Befassung der Aktionäre mit dem Vergütungssystem könne Fehlanreize zu einem besonders kurzfristigen Management vermeiden helfen. Selbst diese Stimmen verneinten aber EU-rechtlichen

<sup>272</sup> *Ders.*, Gutachten 69 DJT, 2012, I, E5–E106, E 91.

<sup>273</sup> *Wollmert/Oser/Orth*, DB 2011, 1432, 1434, insbesondere mit Blick darauf, dass die Kodizes für Engagement hinderliche Interessenkonflikte abbauen sollen. Die Autoren begrüßten in gleicher Weise einen Kodex für Stimmrechtsberater und plädierten insoweit für eine unabhängige Prüfung der Entsprechenserklärung.

<sup>274</sup> *van der Elst/Vermeulen*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 199, 202, 215; gegen übermäßige Harmonisierung auch schon *dies.*, ECL 8 (2011), 165, 168, 170, 174.

<sup>275</sup> So der Titel von *Birkmose*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 107 ff.; in der Sache auch *Neville*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 217, 232 ff., die allerdings zugleich mehrfach vor unverhältnismäßigen Maßnahmen warnt.

<sup>276</sup> *Birkmose*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 107, 129–131; mit Blick auf Treuemehrstimmrechte und Treuedividenden *Neville*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 217, 237.

<sup>277</sup> *Birkmose*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 107, 112, 114, 116. 117–118, 121–123, etwas vorsichtiger S. 130.

<sup>278</sup> Befürwortend lediglich *DAV Handelsrechtsausschuss*, NZG 2011, 936, 939 f.

<sup>279</sup> *Jahn*, AG 2011, 454, 457.

<sup>280</sup> *Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln*, NZG 14 (2011), 975, 979.

<sup>281</sup> *Jahn*, AG 2011, 454, 457; *Wollmert/Oser/Orth*, DB 2011, 1432, 1434.

<sup>282</sup> *Peltzer*, NZG 2011, 961, 966; zudem *Wollmert/Oser/Orth*, DB 2011, 1432, 1434, die geltend machen, dass in Deutschland die Hauptversammlungspräsenz bei Gesellschaften mit Namensaktien sogar niedriger sei als bei solchen mit Inhaberaktien, weshalb fraglich erscheine, ob eine Identifizierung der Aktionäre notwendig ist, um in einen angemessenen Dialog über die Corporate Governance zu treten. Zumindest mit Blick auf *empty voting* bzw. Wertpapierleihe zustimmend hingegen *Bachmann*, WM 2011, 1301, 1306.

Regelungsbedarf.<sup>283</sup> Zudem zeigten sich manche im Grundsatz aufgeschlossen für Pflichten, die Abstimmungspolitik und das Stimmverhalten offenzulegen,<sup>284</sup> ebenso wie dafür, rechtliche Risiken für die Zusammenarbeit von Aktionären zu entschärfen.<sup>285</sup> Gleiches galt mit Blick darauf, in der Quartalsberichterstattung und in Bilanzierungsregeln mutmaßliche kontraproduktive Anreize zu kurzfristigem Denken zu beseitigen.<sup>286</sup>

EU-übergreifend ist als bedeutsame Stellungnahme schließlich diejenige der European Company Law Experts zu nennen, einer Gruppe angesehener europäischer Rechtswissenschaftler finanziert von der Fritz Thyssen Stiftung. Sie hielten die Debatte um *Short-termism* institutioneller Investoren für gewichtig, das Phänomen aber noch nicht für ausreichend verstanden, um legislative Maßnahmen zu ergreifen.<sup>287</sup> Dessen ungeachtet sei Bedarf für gewisse Feinsteigerungen insbesondere im Regulierungsrecht denkbar.<sup>288</sup> Außerdem empfahlen sie, teilweise übereinstimmend mit der Kommission, einige unionsrechtliche Schritte, um Engagement von Aktionären zu erleichtern.<sup>289</sup>

### 3. Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance

Der Aktionsplan Corporate Governance wurde ebenfalls kontrovers aufgenommen, allerdings verschob sich das Meinungsspektrum etwas zugunsten der Kommission. Der Aspekt kurzfristiger Orientierung spielte bei der Auseinandersetzung nicht stets eine Rolle,<sup>290</sup>

<sup>283</sup> Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln, NZG 2011, 975, 979; ebenso, aber schon im Ansatz kritischer DAV Handelsrechtsausschuss, NZG 2011, 936, 938.

<sup>284</sup> Fleischer, ZGR 2011, 155, 167–169 mit Bezug zum Grünbuch (a. a. O., S. 156 f., 162, 164) sowie Fleischer/Strothotte, AG 2011, 221, 230–232, mit Bezügen zum Grünbuch (a. a. O., S. 221, 230); Habersack, Gutachten 69 DJT, 2012, I, E5–E106, E91; skeptisch mit Blick auf den Nutzen hingegen Bachmann, WM 2011, 1301, 1305, 1307.

<sup>285</sup> Bachmann, WM 2011, 1301, 1305–1306 zu Insiderrecht und Acting in Concert; zu Acting in Concert vorsichtig auch Weber-Rey, Corporate Governance in Europa, 2012, S. 23.

<sup>286</sup> Weber-Rey, Corporate Governance in Europa, 2012, S. 22; wohl auch Jung, BB 2011, 1987, 1991.

<sup>287</sup> Davies/Hopt/Ferrarini u. a., ECLE Response EU Corp Gov-Framework, 20.08.2011, S. 13–14. Gleichsinnig S. 16 oben zu kurzfristigen Verhaltensanreizen aus der Vergütung der Fondsmanager.

<sup>288</sup> Dies., ECLE Response EU Corp Gov-Framework, 20.08.2011, S. 14–15 mit Nennung folgender Aspekte: Vorschriften, die Pensionsfonds und Versicherungen dazu ermuntern, breit diversifiziert anzulegen und so eine Intervention bei Portfoliogesellschaften verteuern; Sorgfaltsmaßstäbe hielten Fondsmanager zu Herdenverhalten an; Regulierung behindere mitunter Kooperation institutioneller Investoren zu Engagement; Kapitalvorgaben für Versicherungen hielten sie eher zur Anlage in Anleihen statt in Aktien an und verringerten so das Potenzial von Versicherungen, als langfristige Investoren zu handeln; die Quartalsberichterstattung, Ad-hoc-Berichtspflichten und die Marktwertbilanzierung könnten *Short-termism* verstärken, obgleich sie ihn kaum erzeugten.

<sup>289</sup> Dies., ECLE Response EU Corp Gov-Framework, 20.08.2011, S. 17–20. Konkret empfahl die Wissenschaftlergruppe, die Definitionen von Acting in Concert und preissensibler Information vollständig zu harmonisieren, um Hindernisse für Aktionärsengagement zu verringern, die (grenzüberschreitende) Stimmrechtsausübung, die Kommunikation zwischen Aktionären und jene zwischen Aktionären und Gesellschaft zu erleichtern, Möglichkeiten für langfristige Aktionäre zu erweitern, Stimmrechtsvollmachten einzuwerben und eine gewisse Unabhängigkeit der Fondsmanager vom Mutterhaus.

<sup>290</sup> Keine Erwähnung etwa bei Roesener, NZG 2013, 241 ff., in dem Kommentar von Teichmann, BB 2013, I, in dem Kurzbericht von Bremer, NZG 2013, 20 f., dem Leiter des Brüsseler DAI-Büros sowie in dem Sammelbericht von Verse, EuZW 2013, 336, 342–343; nur sehr indirekte Anspielung bei Bortelänger/Heldt, ZCG 2013, 15, ebenfalls vom Deutschen Aktieninstitut (DAI). Das DAI stand *Short-termism*-Befürchtungen wohl reserviert gegenüber. So warnte es in einer Anhörung zum Entwurf des Hochfrequenzhandelsgesetzes vor der Annahme, „kurzfristig orientierte Marktteilnehmer wie Hochfrequenzhändler grundsätzlich als schädlich anzusehen“ (siehe o. A., NZG 16-2013, VIII). Dessen ungeachtet teilte es die vor allem in der *Short-termism*-Debatte vorgetragenen Bedenken, hohe Risikogewichte für Aktien unter Solvency II würden das langfristige Aktienengagement der Versicherer dauerhaft gering halten oder gar weiter senken (siehe Bremer, NZG 2013, 418).

ein dahingehendes Problem wurde nun aber prominent anerkannt.<sup>291</sup> Insgesamt ordnete man den Aktionsplan als vergleichsweise wenig ambitioniert ein.<sup>292</sup> Dessen ungeachtet waren die Maßnahmenvorschläge gegen kurzfristige Orientierung erneut umstritten:

Wenig grundsätzlichem Widerstand, obzwar Kritik mit Blick auf mangelnde Fokussierung und Abstimmung, begegneten die Vorhaben der Kommission, die Berichterstattung über nicht finanzielle Risiken auszubauen, um einen Ansporn für eine nachhaltige und langfristige Strategie zu setzen.<sup>293</sup> Gleiches galt für die angestrebte höhere Transparenz von Vergütungspolitiken und der individuellen Managervergütung.<sup>294</sup> Demgegenüber gab es heftigen Widerspruch gegen bindendes *Say on Pay*. Deutsche Kritiker wandten ein, es werde dem Aufsichtsrat die Macht entziehen und das Gleichgewicht zwischen den Organen ins Wanken bringen.<sup>295</sup> In ähnlicher Weise fürchtete die ehemalige Reflection Group Nebenwirkungen, Mikromanagement der Aktionäre, Störungen zwischen Gesellschaft und Management sowie zu starre Vorgaben.<sup>296</sup> Zudem wurden Sorgen vor Überregulierung durch starres Verordnungsrecht vorgetragen.<sup>297</sup>

Die Kommissionspläne zur Einbeziehung und Aktivierung der Aktionäre nahm man zwar nun mitunter wohlwollend auf,<sup>298</sup> zugleich gingen aber die Meinungen über Umfang und Ausgestaltung auseinander.<sup>299</sup> Eine erleichterte Identifikation der Aktionäre erhielt publizistische Rückendeckung unter anderem von der ehemaligen Reflection Group<sup>300</sup> sowie vom Deutschen Aktieninstitut.<sup>301</sup> Eine Klärung des Acting in Concert bekam eben-

<sup>291</sup> Insbesondere von *Hopt*, ZGR 2013, 163, 208 in der Hachenburg-Gedächtnisvorlesung vom 26.10.2012: „Hinzu kommt, dass nicht nur allgemein am Kapitalmarkt, sondern auch bei den institutionellen Aktionären der Anlagehorizont sich verändert hat und das Problem des short-termism ernst genommen werden muss.“; etwas vorsichtiger aber später *ders.*, 12 New York U. J. of Law & Bus. 139, 173 f. (2015) („Indeed it is true that short-termism is a more and more common practice for corporations, management and shareholders. [...] Yet it is by no means established that a short time view is necessarily bad for the corporation.“); ein *Short-termism*-Problem zumindest partiell annehmend wohl auch *Birkmose*, ECFR 11 (2014), 214, 239, die allerdings eine Berechtigung kurz- wie langfristiger Anlagestrategien anerkannte, vgl. a. a. O., S. 224, 242.

<sup>292</sup> *Teichmann*, BB 2013, I („Grundstürzende Reformen sucht man dort vergebens. [...] Der große Wurf sieht anders aus.“); *Verse*, EuZW 2013, 336, 342–343 (zusammenfassend S. 343: „der etwas halbherzig wirkende Aktionsplan“).

<sup>293</sup> *Hopt*, ZGR 2013, 163, 204 („Dagegen ist nichts einzuwenden, aber die Kommission macht nicht deutlich, an welche Risiken sie denkt.“); zustimmend mit Ausnahme eines Mitglieds auch *former Reflection Group on the Future of EU Company*, ECFR 10 (2013), 304, 309.

<sup>294</sup> *Hopt*, ZGR 2013, 163, 205 („Über all diese geplanten Maßnahmen kann man gewiss reden [...]. Eine einheitliche Linie, mit welchen Regeln die Unternehmensführung verbessert werden könnte und wenn ja, gerade auf europäischer Ebene verbessert werden sollte, ist jedoch nicht zu erkennen.“).

<sup>295</sup> *Bortenlänger/Heldt*, ZCG 2013, 15, 17.

<sup>296</sup> *Former Reflection Group on the Future of EU Company*, ECFR 10 (2013), 304, 311–312.

<sup>297</sup> *Bortenlänger/Heldt*, ZCG 2013, 15, 17.

<sup>298</sup> *Hopt*, ZGR 2013, 163, 208, 214; zu den zahlreichen kritischen Stimmen 4. Teil, § 6 XIII.2., S. 893 ff., zur späteren Kontroverse um Investorengespräche des Aufsichtsrates 4. Teil, § 8 II.3.a) ff), S. 984 f.

<sup>299</sup> So billigte *ders.*, ZGR 2013, 163, 208 zwar mehr Transparenz über Abstimmungsstrategien und Politiken institutioneller Investoren, fürchtete aber, eine weitergehende Offenlegung der konkreten Stimmabgabe, wenn auch nur auf Anforderung und nur gebündelt, könne das Engagement kontraproduktiv schwächen, indem eher mit dem Mainstream abgestimmt wird; *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 641 befürworteten ebenfalls Offenlegungspflichten in Orientierung an dem Stewardship Code, warnten aber auch, dass dieser in zentralen Teilen nicht mit der dualistischen Leitungsstruktur des deutschen Aktienrechts vereinbar sei.

<sup>300</sup> *Former Reflection Group on the Future of EU Company*, ECFR 10 (2013), 304, 311; mit Blick auf höhere Beteiligungstransparenz auch *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 639.

<sup>301</sup> *Bortenlänger/Heldt*, ZCG 2013, 15, 16.

falls viel Beifall aus der Wissenschaft,<sup>302</sup> die gewählte Behandlung durch ein bloßes Public Statement schalt man indes bald als unzulänglich.<sup>303</sup> Zugleich warnte die ehemalige Reflection Group vor neuen Hindernissen durch die Marktmissbrauchsverordnung.<sup>304</sup>

Mit Blick auf die Effektivität der im Aktionsplan anvisierten Maßnahmen gaben sich allerdings selbst grundsätzliche Befürworter der Kommissionsmaßnahmen skeptisch.<sup>305</sup> Der Antwort darauf, ob sich der britische Stewardship Code, französische Treuedoppelstimmrechte oder Anwesenheitsprämien nach spanischem Vorbild als wirksamer erweisen würden, sah man ohne große Erwartungen entgegen.<sup>306</sup> Die Reflection Group empfahl dessen ungeachtet, solche Gestaltungen dispositiv zu eröffnen (*enabling approach*),<sup>307</sup> ebenso wie Stimmen aus der Literatur.<sup>308</sup>

#### 4. Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft: Reform der Transparenzrichtlinie

Die Auseinandersetzung mit der *Short-termism*-Thematik im Grünbuch zur langfristigen Finanzierung der europäischen Wirtschaft würdigte die Literatur kaum. Dafür widmete sie den Legislativmaßnahmen viel Aufmerksamkeit, welche mit dem Grünbuch verbunden waren, vor allem der Reform der Transparenzrichtlinie. Bei dieser kam das Ziel, kurzfristige Orientierung einzudämmen, mit der Abschaffung der Pflicht zur Quartalsberichterstattung zum Tragen. Im Schrifttum kristallisierten sich hierzu drei Ansichten heraus:

Vereinzelt erhielten der europäische Gesetzgeber und nachfolgend die Umsetzung in Deutschland Zuspruch: Die Abkehr von zwingenden quantitativen Quartalsinformationen könne die negativen Effekte einer an Kurzfristigkeit orientierten Unternehmenssteuerung vermeiden.<sup>309</sup>

<sup>302</sup> Teichmann, BB 3-2013, I („Sehr zu begrüßen“); *former Reflection Group on the Future of EU Company*, ECFR 10 (2013), 304, 314–315; *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 636–637.

<sup>303</sup> Ghetti, ECFR 11 (2015), 594, 630–632; etwas wohlwollender *Birkmose*, ECFR 11 (2014), 214, 244–245, 252, die in der Whitelist des Public Statement einen Schritt in die richtige Richtung sieht, der immerhin für einige Situationen mehr Klarheit bringe, aber betont, dass die gebotene Rechtssicherheit legislative Maßnahmen erfordere; zudem auf Basis der Ankündigung einer Leitlinie zu Acting in Concert *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 637, die zur Schaffung von Rechtssicherheit eine Negativliste in den Richtlinien selbst sowie einen vollharmonisierten Ansatz forderten.

<sup>304</sup> *Former Reflection Group on the Future of EU Company*, ECFR 10 (2013), 304, 317, mit Blick auf Art. 6(1)(e) des Verordnungsentwurfs. Diese Vorschrift werde Aktionäre von vertraulichem Engagement gegenüber dem Management abhalten, obgleich dies weithin als positiv angesehen werde, und den Umfang der offenzulegenden Informationen der Gesellschaft stark erhöhen.

<sup>305</sup> Eingehend, mit Analyse bestehender Hindernisse für Engagement und der Aussichten dafür, dass die Maßnahmen des Aktionsplans auch im Lichte des schon geltenden Rechts das bestehende Niveau an Engagement erhöhen, *Birkmose*, ECFR 11 (2014), 214, 223–255; im Ergebnis ebenso schon *Hopt*, ZGR 2013, 163, 208–209 unter Verweis auf fortbestehende geringe wirtschaftliche Anreize zu Engagement.

<sup>306</sup> Insgesamt skeptisch *Hopt*, ZGR 2013, 163, 209 („bleibt abzuwarten“); differenzierend *Birkmose*, ECFR 11 (2014), 214, 236–237, die Mehrstimmrechte und Treuedividenden, welche nicht an engagiertes Aktionärsverhalten gekoppelt sind, skeptisch beurteilt, aber (a. a. O., S. 255–257) einen Code of Best Practice nach dem Vorbild des britischen Stewardship Code oder des ICGN Statement of Principles in Institutional Investor Responsibilities als jedenfalls zunächst geeignetsten Weg empfiehlt.

<sup>307</sup> *Former Reflection Group on the Future of EU Company*, ECFR 10 (2013), 304, 316.

<sup>308</sup> *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 643–644.

<sup>309</sup> *Eisenschmidt*, IRZ 2016, 469, 470.

Vor allem Stimmen aus Anwaltschaft und Behörden zeigten sich mit Blick auf die Schritte zur *Short-termism*-Bekämpfung offenbar weitgehend indifferent.<sup>310</sup> Manche hielten zwar die *Short-termism*-Begründung des europäischen Gesetzgebers in Bezug auf die Abschaffung der gesetzlichen Quartalsberichterstattung für zweifelhaft, begrüßten aber die damit einhergehende Deregulierung, vor allem mit Blick auf Emittenten in unteren Börsensegmenten.<sup>311</sup> Dies traf sich mit der Haltung des deutschen Gesetzgebers, der sich der Linie der reformierten Transparenzrichtlinie ohne nähere Reflektion angeschlossen hat.<sup>312</sup>

Andere Autoren widersprachen der Kommission. Allen voran *Rüdiger Veil*, der zwei Jahre später in den wissenschaftlichen Beirat der ESMA berufen werden sollte, argumentierte, dass man der Zwischenmitteilung schwerlich vorwerfen könne, zu kurzfristigem Ergebnisdanken beizutragen. Schließlich enthalte sie nur narrative Elemente und erläutere vor allem zwischenzeitliche Ereignisse und Transaktionen.<sup>313</sup> Einige Betriebswirtschaftler sekundierten, es lasse sich nicht belegen, dass der Verzicht auf eine Quartalsberichterstattung eine langfristige Sicht bei Anlegern bzw. Unternehmen fördere.<sup>314</sup> In ähnlicher Weise ist das „Hin und Her der Kommission bei der Quartalsberichterstattung“ beanstandet worden. Es zeige, dass der Kommission eine klare Konzeption für die europäische Regelpublizität fehle,<sup>315</sup> und lasse eine tiefgreifende Problemanalyse vermissen.<sup>316</sup> Die Abschaffung erscheine zudem unnötig, weil seit dem Erlass der Transparenzrichtlinie keine neuen Erkenntnisse zutage getreten seien.<sup>317</sup>

Mit Blick auf die angemessene Lösung war sich diese Meinungsgruppe indes uneinig. *Veil* knüpfte daran an, dass die Börsenbetreiber für die wichtigsten Segmente ohnehin Quartalsfinanzberichte vorschrieben. Er empfahl dem Unionsgesetzgeber insoweit eine Vereinheitlichung: Das Unionsrecht solle als Grundsatz Quartalsfinanzberichte vorschreiben und diesem Format eine klare Kontur geben, mit Ausnahmen bzw. Erleichterungen für kleine und mittlere Unternehmen.<sup>318</sup>

Andere befürworteten zwar die unionsrechtliche Konzentration auf den Finanzbericht als vollharmonisierten Berichtsstandard, argumentierten aber, dass es dem Gesetzgeber unmöglich sei, die Veröffentlichungsintervalle abstrakt generell vorzugeben. Mitgliedstaaten und Börsen könnten segmentspezifische Informationsbedürfnisse besser einschätzen und schneller reagieren.<sup>319</sup>

<sup>310</sup> So etwa jeweils zur verabschiedeten Fassung *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 546; *Blöink/Kumm*, BB 2013, 1963, 1963, 1965; *Parmentier*, AG 2014, 15, 16; ebenso zum Kommissionsentwurf der Änderungsrichtlinie: *Seibt/Wollenschläger*, AG 2012, 305, 307.

<sup>311</sup> *Bosse*, BB 2015, 746, 747.

<sup>312</sup> Vgl. *Blöink/Kumm*, BB 2015, 1515, 1516 und bereits oben 4. Teil, § 6 VIII.4., S. 876 f. a. E.

<sup>313</sup> *Veil*, WM 2012, 53, 55; *Veil*, ECFR 10 (2013), 18, 26.

<sup>314</sup> *Buchheim/Hossfeld/Schmidt*, WPg 2016, 1347, 1349.

<sup>315</sup> *Brinckmann*, BB 2012, 1370, 1371; ähnlich allg. *Veil*, ECFR 10 (2013), 18, 21–22: „The regulation of markets is a matter of public interest and should be carried out on the basis of public policy guidelines. It is not clear that the Commission is following such guidelines with the proposed Amendment Directive. There is a need to disclose the assessment basis for a European transparency regime. [...] Therefore, the legislature should develop an overall concept regarding the disclosure obligations.“, ebenso sodann noch zusammenfassend a. a. O., S. 24, 43–44.

<sup>316</sup> *Brinckmann*, BB 2012, 1370, 1373.

<sup>317</sup> *Ders.*, BB 2012, 1370, 1371; in der Sache ähnlich *Buchheim/Hossfeld/Schmidt*, WPg 2016, 1347, 1349.

<sup>318</sup> *Veil*, WM 2012, 53, 56; *Veil*, ECFR 10 (2013), 18, 27–28 auch mit Verweis darauf, dass die Zwischenmitteilung ein Fremdkörper im System der Finanzberichterstattung sei.

<sup>319</sup> *Brinckmann*, BB 2012, 1370, 1371, 1373.

Soweit anfangs noch unsicher gewesen war, ob die novellierte Transparenzrichtlinie abweichende Vorgaben der Börsen weiter zulassen werde,<sup>320</sup> hat das Schrifttum die spätere Klarstellung begrüßt, dass die Richtlinie nur die legislative Pflicht zur Quartalsfinanzberichterstattung abgeschafft hat und im Übrigen auf die selbstregulierenden Kräfte der Börsenplätze setzt.<sup>321</sup> Zugleich äußerte man in Deutschland allgemein die Erwartung, dass sich an der Berichtspraxis der großen börsennotierten Unternehmen angesichts der bestehenden Regelung der Börsenordnung für den Prime Standard nichts ändern werde.<sup>322</sup> Entsprechend gering erschien der Beitrag zum Bürokratieabbau.<sup>323</sup> Diese Prognose erwies sich indes bald als irrig.<sup>324</sup>

### 5. Kommissionsentwurf der Aktionärsrechterichtlinie

Den Kommissionsentwurf zur Aktionärsrechterichtlinie beachtete die Literatur stark, wobei hier allein die Stellungnahmen zum *Short-termism*-bezogenen Teil interessieren. Dieser umfasste erstens die Regelungen zur Aktivierung institutioneller Anleger und Vermögensverwalter, zweitens die flankierende Erleichterung (grenzüberschreitender) Rechtsausübung für Aktionäre sowie drittens die erleichterte Identifizierung von Aktionären durch die Gesellschaft. Teile der Literatur qualifizierten zudem den Say-on-Pay-Vorschlag anders als hier vertreten als Maßnahme der *Short-termism*-Bekämpfung.

#### a) Regelungsziel

Das übergreifende Regelungsziel, kurzfristiger Orientierung auf dem Aktienmarkt entgegenzutreten, nahm das Schrifttum uneinheitlich auf, ähnlich wie zuvor die entsprechenden Ankündigungen im Aktionsplan: Die einen befanden das Ziel der Kommission, aus passiven Finanzintermediären aktive, auf gute Corporate Governance hinwirkende Aktionäre zu machen, für „an sich begrüßenswert“.<sup>325</sup> Sie verwiesen auf die Anreize institutioneller Investoren, bei Schwierigkeiten einer Portfoliogesellschaft die Beteiligung abzustoßen statt auf Besserung hinzuwirken (*exit* statt *voice*),<sup>326</sup> und erkannten

<sup>320</sup> Siehe dazu oben Fn. 150 auf S. 876 und den begleitenden Text auf S. 876.

<sup>321</sup> *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 554; *Bosse*, BB 2015, 746, 747.

<sup>322</sup> Siehe dazu oben Fn. 168 auf S. 941 und den begleitenden Text auf S. 941.

<sup>323</sup> *Blöink/Kumm*, BB 2013, 1963, 1965: „Für einen eng begrenzten Unternehmenskreis stellt die neue Regelung also einen Beitrag zum Bürokratieabbau dar, der allerdings durch die Mitgliedstaaten und durch die Wertpapierbörsen eingeschränkt werden kann.“; etwas optimistischer zum Referentenentwurf des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes *Bosse*, BB 2015, 746, 747 (keine Änderung für die in den Premiumsegmenten notierten Emittenten, aber spürbare Reduzierung des Verwaltungsaufwands für Emittenten in anderen Segmenten), letztlich aber skeptisch a. a. O., S. 750: „Der Referentenentwurf [des Umsetzungsgesetzes] bringt für börsennotierte Unternehmen, die nicht in Premiumsegmenten gelistet sind, Erleichterungen durch die Abschaffung der Zwischenberichterstattung. Die positiven Auswirkungen sind aber überschaubar, insgesamt kann nicht von einer deutlichen Entlastung gesprochen werden.“; zum Regierungsentwurf *Blöink/Kumm*, BB 2015, 1515, 1516–1517: „Ob die Börsenbetreiber an einer auch quartalsweisen Berichterstattung festhalten werden, bleibt abzuwarten – sollte dies der Fall sein, würde der von der Bundesregierung vorgeschlagene Beitrag zum Bürokratieabbau faktisch durch den Ausbau privatrechtlich geschaffener Pflichten zumindest teilweise konterkariert.“

<sup>324</sup> Dazu oben 4. Teil, § 7 II. 6. b) und c), S. 941 ff., 944 ff.

<sup>325</sup> *Freitag*, AG 2014, 647, 648; ähnlich zur Say-on-Pay-Regelung im Aktionsplan *Lanfermann/Maul*, BB 2014, 1283, 1284.

<sup>326</sup> *Freitag*, AG 2014, 647, 648: relativ geringe Kosten des Verkaufs einer Aktienbeteiligung vs. relativ hohe Kosten für Engagement bei begrenztem unsicherem Nutzen, den Trittbrettfahrer- bzw. Kollektivhandlungsprobleme schmälern.

eine problematische kurzfristige Orientierung (*Short-termism*) infolge kurzfristiger Bewertung und Vergütung von Unternehmens- sowie Fondsmanagern.<sup>327</sup>

Andere wandten ein, dass Strategien von Vermögensverwaltern, die auf kurzfristige Gewinne zielen, nicht per se schlecht seien. Ein Langfristgebot sei gleichfalls gefährlich, weil es Vorstand und Aufsichtsrat ein zu ruhiges Leben garantieren könne.<sup>328</sup> In ähnlicher Weise warf man der Kommission im internationalen Diskurs vor, sie versuche, ein Pseudoproblem zu lösen: Tatsächlich sei der behauptete systemische *Short-termism* nicht empirisch belegt<sup>329</sup> und *Long-termism* nicht per se wünschenswert.<sup>330</sup>

Daneben beanstandete das Schrifttum zu Recht Widersprüche im Regelungskonzept des Entwurfs. So kritisierten die Professorengruppe der European Company Law Experts und weitere Stimmen im Schrifttum die Inkonsistenz, Aktionären die Förderung übermäßig kurzfristiger Risikobereitschaft in der Finanzkrise vorzuwerfen und zugleich ihren Einfluss auf das Management stärken zu wollen.<sup>331</sup> Rechtsvergleichend bemerkte man überdies, dass Investoren in Europa im Vergleich zu den USA bereits über starke Beteiligungsrechte verfügten.<sup>332</sup> Ein weiterer Zuwachs werde auch deshalb kaum nützen, weil in Europa vielfach Paketaktionäre nennenswerten Einfluss institutioneller Investoren verhinderten.<sup>333</sup> Schließlich wiederholten die European Company Law Experts Vorbehalte dagegen, aus der Finanzkrise die Notwendigkeit einer allgemeinen Corporate-Governance-Reform abzuleiten.<sup>334</sup>

Während das Regelungsziel also kontrovers bewertet, aber immerhin in Teilen positiv gesehen wurde, erntete die Art und Weise der Regelungsvorschläge von allen Seiten vielfältige und grundsätzliche Kritik.

## b) Maßnahmen

### aa) Aktivierung der Aktionäre

Den umfassendsten Einwänden sahen sich die Regelungsvorschläge zur stewardship-artigen Aktivierung institutioneller Anleger und Vermögensverwalter gegenüber.

Erstens begegnete schon die erhoffte Wirkung einer Comply-or-Explain-Verpflichtung erheblicher Skepsis, gipfelnd in den Vorwürfen, die Kommission betreibe *window dressing* im Europawahlkampf mit teils kontraproduktiver Wirkung<sup>335</sup> bzw. verbreite

<sup>327</sup> Ders., AG 2014, 647, 649.

<sup>328</sup> Zetzsche, NZG 2014, 1121, 1124, soweit dadurch kurzfristige Misserfolgsindikatoren keine Reaktion mehr hervorrufen (dürfen).

<sup>329</sup> Strand, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 23–28 (2015), weitgehend im Anschluss an *Roe*, 68 Bus. Law. 977 (2013).

<sup>330</sup> Strand, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 32–35 (2015), die „long-termism“ (ohne den Begriff zu definieren) mit zu hohen Investitionen, Agency-Problemen durch Paketaktionäre und kontrollerrhöhende Gestaltungen, geringer Innovation und Wachstum verbindet.

<sup>331</sup> Böckli/Davies/Ferran u. a., ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 2, mit Blick auf *Europäische Kommission*, AktionärsReÄRL-E, 09.04.2014, S. 13, Erwägungsgrund 2; ebenso Strand, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 29, 31, 44 (zu *Say on Pay*) (2015).

<sup>332</sup> Strand, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 22 (2015).

<sup>333</sup> Dies., 22 Colum. J. Eur. L. 15, 22, 32 (2015). Ihre Passivität sei daher rational, solange ihnen Instrumente fehlten, um auch Paketaktionäre herauszufordern.

<sup>334</sup> Böckli/Davies/Ferran u. a., ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 1.

<sup>335</sup> So als Fazit Freitag, AG 2014, 647, 655. Freitag argumentiert, es werde kaum zu belegen sein, dass aktive Teilnahme von Finanzintermediären an der Governance ihrer Portfoliogesellschaften deren Wert steigern. Governance-Engagement aus allgemeinen gesellschafts- und wirtschaftspolitischen Er-

Aktionismus auf Nebenkriegsschauplätzen.<sup>336</sup> Insbesondere fürchtete man negative Folgen durch eine pauschale regulatorische Erwartung von Engagement, die an formale Aspekte wie die Stimmrechtsausübung anknüpft: Sie werde institutionellen Investoren unnütze Kosten zulasten der Letztbegünstigten aufbürden<sup>337</sup> und nur formale, uninformierte Stimmabgaben provozieren, die schlechter seien als eine rein passive Haltung.<sup>338</sup> Zwar wollte die Kommission wohl gerade solchem Abstimmungsverhalten mit flankierender Regulierung von Stimmrechtsberatern entgegenwirken. Hiergegen richtete sich aber umgekehrt der Einwand, eine solche Regulierung sei widersprüchlich, wenn, wie von der Kommission behauptet, ein Problem kurzfristiger Orientierung nicht von Stimmrechtsberatern, sondern von institutionellen Investoren ausgehe.<sup>339</sup>

Zweitens entzündete sich heftige Kritik am Anwendungsbereich des Kommissionsvorschlags: Indem er an institutionelle Investoren und Vermögensverwalter im Sinne von Unionsrichtlinien anknüpfte, lasse er alle außen vor, die nicht in der Union bzw. nach Unionsrecht zugelassen sind. Diese inländerdiskriminierende Ungleichbehandlung widerspreche dem Grundgedanken der Aktionärsrechterichtlinie<sup>340</sup> und lade dazu ein, Fondsgeschäft in Drittstaaten zu verlagern.<sup>341</sup> Weiterhin beanstandete das Schrifttum einerseits als unzulänglich, dass die Kommission Stiftungen und Familienvermögen außer

---

wägungen zu belohnen, sei ein schwacher Anreiz für (End-)Anleger (S. 650). Erklärungs- und Offenlegungspflichten könnten zwar einen Denkprozess auslösen, die Sensibilität der Anlagekunden erhöhen und so das Governance- und Anlageverhalten in der Investmentkette verändern helfen (S. 654). Der Richtlinienvorschlag sei indes in weiten Teilen so vage, dass sich Finanzintermediäre wie beim Stewardship Code auf allgemeine Festlegungen beschränken könnten (S. 654). Für Lebensversicherer sei angesichts detaillierter regulierungsrechtlicher Anlagevorgaben ohnehin kein zusätzlicher Beitrag zum Anlegerschutz möglich (S. 652). Dass die Kommission eine bessere Marktübersicht erhalte, rechtfertige nicht die absehbaren Regulierungs- und Bürokratiekosten (S. 654–655), die überdies kontraproduktiv wirkten, indem sie Investoren erst recht dazu anhalten würden, aktive Governance auf Stimmrechtsberater zu verlagern (S. 654).

<sup>336</sup> *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1124. *Zetzsche* meint, dass der Kommissionsentwurf auf halber Strecke stehenbleibe, indem er vor einer zwingenden Langfristorientierung von Pensionsfonds und Lebensversicherungen zurückscheue. Ebenso wenig sei geplant, Anlagebeschränkungen für illiquide Anlagen von Pensionsfonds zu lockern (S. 1124). Nach dem Wortlaut genüge ein formales Verständnis des geforderten *comply or explain* und es werde ein starker Anreiz bestehen, unter Verweis auf hohe Bürokratie, Compliance-Folgekosten, unklare Zivilrechtsfolgen und/oder Pensionsgeschäfte insgesamt auf die Erarbeitung einer Einbeziehungspolitik zu verzichten (S. 1125).

<sup>337</sup> *Strand*, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 36, 38 (2015).

<sup>338</sup> *Böckli/Davies/Ferran u. a.*, ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 2–4. Die Gruppe der European Company Law Experts (ECLE) forderte daher, bei einer Verpflichtung zu Engagement den möglichen Einfluss und die zu erwartenden Vorteile zu berücksichtigen. So solle man Offenlegungspflichten an Beteiligungsschwellen koppeln (a. a. O., S. 3) und unterschiedliche Arten von Engagement bei unterschiedlichen Eigentümerstrukturen und Beteiligungsformen (Kontrollaktionär, aktivistischer Aktionär, zerstreutes Aktionariat) berücksichtigen (a. a. O., S. 3–4). Die Professorengruppe riet insoweit zum Instrument der Empfehlung (a. a. O., S. 4). Ähnliche Befürchtung bei *Strand*, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 21 mit Fn. 21 (2015), die – freilich überzogen – argumentierte, der Kommissionsvorschlag nehme institutionellen Investoren praktisch die Möglichkeit, eine passive Strategie zu wählen, selbst wenn sie diese für den kosteneffizienten Weg erachten.

<sup>339</sup> *Strand*, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 50 (2015): Wenn institutionelle Investoren kurzfristige Spekulanten seien und Stimmrechtsberater keine großen Umschwünge im Stimmverhalten hervorriefen, liege das Problem darin, dass Stimmrechtsberater zu wenig Einfluss hätten. Von Stimmrechtsberatern könne nur dann ein Problem ausgehen, wenn sie kurzfristiger orientiert als institutionelle Investoren und in der Lage seien, große Änderungen des Abstimmungsverhaltens auszulösen. Hierfür gebe es aber keine Belege. Im Gegenteil erachte der Aktienmarkt ihre Abstimmungsempfehlungen als wertvoll.

<sup>340</sup> *Freitag*, AG 2014, 647, 651.

<sup>341</sup> *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1125.

Acht ließ,<sup>342</sup> und andererseits als überschießend, dass sie bestimmte Versicherungsarten einbezog, bei denen der rechtfertigende Wirkmechanismus des Vorschlags nicht oder nur stark gelockert greife.<sup>343</sup> Überdies lehnten es einzelne Literaturstimmen unter Berufung auf empirische Studien mit US-Daten grundsätzlich ab, gerade Pensionsfonds und Versicherungen zu Aktivismus anzuhalten. Demgegenüber übergehe die Kommission Aktivismus von kurzfristigen Investoren wie Hedgefonds, den man zu Unrecht negativ einschätze.<sup>344</sup>

Drittens stieß die systematische Verortung des Regelungsvorhabens in der Aktionärs-rechterichtlinie auf Ablehnung. Stattdessen empfahlen Kritiker, kapitalmarktrechtliche Spezialrichtlinien nachzubessern.<sup>345</sup> Damit verbunden hielt man dem Entwurf eine schlechte Abstimmung mit diesen vor: Zum einen führe er zu inhaltlichen Doppelungen<sup>346</sup> und

<sup>342</sup> *Ders.*, NZG 2014, 1121, 1125.

<sup>343</sup> *Freitag*, AG 2014, 647, 650–651: Den von der Kommission angestrebten Wirkmechanismus sieht Freitag (ebenso *Strand*, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 36 (2015)) darin, dass Anleger auf der untersten Stufe der Investmentkette informiert darüber entscheiden können, welche Formen des Governance-Engagements und welche Anlagestrategien sie honorieren. Bei bestimmten Versicherungsarten fehle den Kunden aber ein wirtschaftlicher Anreiz, Anbieter zu wählen, die durch Corporate-Governance-Engagement ihren Anlageerfolg zu erhöhen suchen: Dies gelte insbesondere für Risikolebensversicherungen, die summenmäßig fixierte Leistungen regelmäßig ohne Überschussbeteiligung anböten. Bei Kapitallebensversicherungen würden Kunden zwar an Überschüssen beteiligt, profitierten aber nur anteilig und hätten obendrein keinen Anspruch auf ihr Entstehen. Hinzu komme, dass sich im Versicherungsgeschäft der Anlageerfolg nicht unmittelbar den Prämien zuordnen lasse, die in einem konkreten Vertrag geleistet worden sind.

<sup>344</sup> *Strand*, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 39–40 (2015).

<sup>345</sup> So übereinstimmend, aber mit im Detail unterschiedlichen Argumenten *Freitag*, AG 2014, 647, 655; *Zetsche*, NZG 2014, 1121, 1125; *Böckli/Davies/Ferran u. a.*, ECLC Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 5; in der Sache auch schon *van der Elst/Vermeulen*, ECL 8 (2011), 165, 173 („[...] company related codes should not explicitly adress the structure and relationships of shareholders and its beneficiaries.“).

<sup>346</sup> Beachtenswert *Zetsche*, NZG 2014, 1121, 1125: So muss die Einbeziehungspolitik, welche Mitgliedstaaten gemäß Art. 3f II AktionärsReÄnderungsRL-E bei institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern sicherstellen sollen, unter anderem Maßnahmen zur Bewältigung von Interessenkonflikten aus geschäftlichen Beziehungen mit Portfoliogesellschaften enthalten. Zugleich enthält das Spezialrecht der erfassten Vermögensverwalter bereits entsprechende Regelungen zu Interessenkonflikten, so in

– Art. 23 der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU Nr. L 173 vom 12.06.2014, S. 349–496 (MiFiD),

– Art. 14 f. Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl. EU Nr. L 174 vom 01.07.2011, S. 1–73 (AIFM-RL),

– Art. 12 I lit. b, Art. 14 I lit. d Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (Neufassung), ABl. EU Nr. L 302 vom 17.11.2009, S. 32–96 (OGAW-RL),

– ferner Art. 18 Richtlinie 2003/41/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 3. Juni 2003 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung, ABl. EU Nr. L 235 vom 23.09.2003, S. 10–21) (EbAV-RL) bzw. gleichlautend Art. 20 Abs. 1 lit. a) des Vorschlags für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (Neufassung) vom 27.03.2014, COM(2014) 167 final, {SWD(2014) 102-104 final} und

– Art. 132 II UA 4 RL 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II), ABl. EU Nr. L 335 vom 17.12.2009, S. 1–155.

einer Fragmentierung beruflicher Pflichten,<sup>347</sup> zum anderen beschwöre er einen Grundkonflikt zwischen dem Organisationsrecht kollektiver Fondsanlagen und den angestrebten anlegerspezifischen Pflichten herauf. Denn der Fonds-Vermögensverwalter sei dem abstrakten Anlegerinteresse an Wertsteigerung anstatt anlegerspezifischen Horizonten verpflichtet.<sup>348</sup>

Viertens warf man der Kommission Überregulierung vor, besonders scharfzünftig hinsichtlich der Pflicht in Art. 3f III Satz 2, 3 AktionärsReÄnderungsRL-E, für jede Portfoliogesellschaft zu publizieren und zu erläutern, ob und wie der Investor zu einzelnen Abstimmungsgegenständen votiert hat.<sup>349</sup> Sie wurde später in Art. 3g I lit. b) Satz 2, 3 der AktionärsReÄnderungsRL 2017/828 entschärft, indem nach Beteiligungshöhe und Abstimmungsgegenstand unbedeutende Abstimmungen außen vor bleiben können.

Zudem wurde argumentiert, die Pflicht, Anlagestrategien offenzulegen, zwingt aus grundrechtlichen Erwägungen dazu, die Anforderungen an den Detaillierungsgrad der Erklärungen so großzügig zu handhaben, dass diese weitgehend entwertet würden.<sup>350</sup> Zugleich versäume es die Kommission, vorrangige regulatorische Hindernisse für Engagement aus Acting in Concert, Insiderhandelsverbot und Pflichtangebot<sup>351</sup> sowie mangelnde Durchsetzungsrechte von Minderheits- gegenüber Paketaktionären<sup>352</sup> zu beseitigen.

Schließlich sind fünftens Unschärfen und offener Regelungsbedarf im Entwurf moniert worden.<sup>353</sup>

Neben dieser Breitseite an Einwänden gab es aber auch Zustimmung. Selbst Kritiker gaben der Kommission zu, in gewisse Regelungslücken zu stoßen, etwa bei der Offen-

<sup>347</sup> Böckli/Davies/Ferran u. a., ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 5.

<sup>348</sup> Zetzsche, NZG 2014, 1121, 1125–1126. Dies betraf wohl vor allem Art. 3g II lit. (a), (d) AktionärsReÄnderungsRL-E (= Art. 3h II lit. a) AktionärsReÄnderungsRL 2017/828). Danach muss ein institutioneller Anleger, der über einen Vermögensverwalter investiert, jährlich unter anderem offenlegen, inwieweit seine Vereinbarung mit dem Vermögensverwalter Anreize dafür schafft, dass der Vermögensverwalter seine Anlagestrategie und -entscheidungen auf Profil und Laufzeit der Verbindlichkeiten des institutionellen Anlegers abstimmt (lit. a). Erfolgt die Anlage nicht im Rahmen eines Einzelkundenmandats, sondern eines OGAW – Art. 3g II des Entwurfs bzw. Art. 3h II der RL erfasst ausdrücklich beides –, ist eine solche kundenbezogene Abstimmung indes nicht möglich, wenn die Anleger des in Rede stehenden OGAW unterschiedliche Zeithorizonte haben und der Vermögensverwalter nicht die Interessen einzelner seiner OGAW-Anleger vorziehen will, was spezialrechtlich problematisch wäre (vgl. insbesondere Art. 12 I UA 2 lit. b, Art. 14 I, Art. 14b I lit. b) OGAW-RL, Art. 22 I RL 2010/43/EU der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf organisatorische Anforderungen, Interessenkonflikte, Wohlverhalten, Risikomanagement und den Inhalt der Vereinbarung zwischen Verwahrstelle und Verwaltungsgesellschaft, ABl. EU Nr. L 176 vom 10.07.2010, S. 42–61; ferner Art. 14 I UA 2, II AIFM-RL; weiterführend ders., Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 2015, S. 594–597 m. w. N. zum Meinungsstand). Die Offenlegungspflicht kollidiert hiermit für sich genommen nicht, könnte aber institutionelle (Groß-)Anleger in OGAW veranlassen, die Verwaltungsgesellschaft des OGAW unter Druck zu setzen, ihre Anlagestrategie dem Horizont des institutionellen (Groß-)Anlegers anzupassen, der von dem Horizont anderer (Klein-)Anleger im OGAW abweichen kann.

<sup>349</sup> Freitag, AG 2014, 647, 652: „regulatorischer ‚overkill“; Böckli/Davies/Ferran u. a., ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 3 („excessively burdensome“).

<sup>350</sup> Freitag, AG 2014, 647, 652.

<sup>351</sup> Böckli/Davies/Ferran u. a., ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 3–4.

<sup>352</sup> Strand, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 31–32, 37–38 (2015).

<sup>353</sup> Zu Einzelheiten Freitag, AG 2014, 647, 652; Böckli/Davies/Ferran u. a., ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 4.

legung der zeitlichen Ausrichtung der Anlagestrategie eines Pensionsfonds, ihrer Abstimmung mit dessen Verbindlichkeiten<sup>354</sup> sowie mit Blick darauf, dass Finanzintermediäre aktiv an der Governance ihrer Portfoliogesellschaften teilnehmen.<sup>355</sup> Allerdings verpflichtete das Unionsrecht zumindest AIFM bereits seit Anfang 2013, eine Strategie zur Stimmrechtsausübung zu erarbeiten, die Anlagezielen und -politik des AIFM entspricht sowie Interessenkonflikte verhindert oder regelt. Den Anlegern ist eine zusammenfassende Beschreibung der Strategien und „der Einzelheiten zu den auf der Grundlage dieser Strategie ergriffenen Maßnahmen“ zur Verfügung zu stellen.<sup>356</sup>

Außerdem verwiesen Befürworter darauf, dass der Kommissionsvorschlag partielle Selbstverpflichtungen wie in den Wohlverhaltensregeln des Fondsverbandes BVI durch eine umfassendere gesetzliche Transparenzregulierung ablösen würde. Dieser Ansatz sei relativ eingriffsschwach und unterstützenswert, weil die zusätzlichen Angaben für informierte Investitionsentscheidungen der Endanleger gewichtig seien. Zudem könne er mittelfristig den Dialog zwischen Emittenten und institutionellen Investoren intensivieren.<sup>357</sup>

#### *bb) Erleichterung der Stimmrechtsausübung*

Die Kommissionsvorschläge, um eine – auch grenzüberschreitende – Stimmrechtsausübung durch die Intermediationskette zu erleichtern, ordnete das Schrifttum in den Kontext bisheriger Versuche ein, die europäischen intermediärgestützten Infrastrukturen hinsichtlich grenzüberschreitendem Clearing, Abrechnung und der Ausübung von Rechten entlang der Verwahrkette zu verbessern. Dieses Anliegen hatte die Kommission schon zuvor mit Expertengruppen und dem Vorhaben einer Wertpapierrichtlinie verfolgt. Demnach waren weder das rechtspolitische Ziel noch mehrere Einzelvorschläge grundlegend neu.<sup>358</sup> Eine höhere Hauptversammlungsteilnahme anzustreben, erschien eindeutig begrüßenswert.<sup>359</sup> Den Maßnahmen zur (grenzüberschreitenden) Stimmrechtsausübung bescheinigte man insoweit einige gute Ansätze.<sup>360</sup>

<sup>354</sup> *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1124.

<sup>355</sup> So *Freitag*, AG 2014, 647, 649.

<sup>356</sup> Art. 37 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung, ABl. EU Nr. L 83 vom 22.03.2013, S. 1–95 sowie Art. 21 RL 2010/43/EU der Kommission vom 1. Juli 2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf organisatorische Anforderungen, Interessenkonflikte, Wohlverhalten, Risikomanagement und den Inhalt der Vereinbarung zwischen Verwahrstelle und Verwaltungsgesellschaft, ABl. EU Nr. L 176 vom 10.07.2010, S. 42–61.

<sup>357</sup> *Seibt*, DB 2014, 1910, 1918. Zur Anlehnung der Kommission an den Stewardship Code auch *Freitag*, AG 2014, 647, 649–650.

<sup>358</sup> *Seibt*, DB 2014, 1910, 1916–1917 mit Abriss über wichtige vorangegangene Initiativen auf depot- und wertpapierrechtlichem Gebiet.

<sup>359</sup> *Ders.*, DB 2014, 1910, 1917.

<sup>360</sup> *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1122; in der Sache wohl auch *Seibt*, DB 2014, 1910, 1917, der aber zugleich darauf hinweist, dass der Vorschlag den Aufwand für die verwahrenden Banken steigen lassen würde.

*Zetzsche* interpretierte den Regelungsvorschlag aber als Zwang zum Kettenmodell und sparte insoweit nicht mit grundsätzlicher Kritik. Inwieweit der Zwang zum Kettenmodell nach dem Regelungsvorschlag so umfassend bestand wie von *Zetzsche* vertreten, erscheint allerdings zweifelhaft. Die verabschiedete Fassung der Richtlinie schafft jedenfalls Abhilfe (Art. 3b V, Art. 3c II UA 3 AktionärsRe-ÄnderungsRL 2017/828).

Zudem beanstandeten namhafte Stimmen den wiederholten Identifikations- und Kommunikationsablauf über die gesamte Intermediationskette als mühsam, kostspielig und angesichts einer Überwälzung der Kosten auf die Aktionäre kaum geeignet, mehr Engagement hervorzubringen.<sup>361</sup>

Welche Reformschritte mehr versprechen könnten, beurteilte man aber unterschiedlich. Die als European Company Law Experts firmierende Professorengruppe riet, übereinstimmend mit *Habersack* im Juristentagsgutachten, alternativ die direkte, insbesondere elektronisch gestützte Abstimmung durch die Anleger am Ende der Kette zu erleichtern.<sup>362</sup> Andere sahen ein solches Unterfangen sehr skeptisch, da es erfordern würde, dass jeder Investor seine Berechtigung gegenüber dem Emittenten über eine Reihe von Verwahrstellen und somit wiederum mühsam, zeitaufwendig und kostspielig nachweisen müsse.<sup>363</sup> Erfolgversprechender sei es, Anreize zu schaffen, das gegenwärtige System im technologischen Wettbewerb zu überwinden. Hierzu sollten Verwahrstellen verpflichtet werden, den Investoren Identität und Verträge aller Zwischenverwahrer bis zum Emittenten offenzulegen. Investoren sollten so befähigt werden, neue technische Möglichkeiten zu nutzen, um eine direkte Beziehung zum Anlageobjekt ohne eine zentrale Instanz (etwa Zentral- und/oder Zwischenverwahrer) herzustellen.<sup>364</sup>

### cc) Grenzüberschreitende Aktionärsidentifikation

Das Informationsrecht des Emittenten gemäß Art. 3a AktionärsReÄnderungsRL hat für Deutschland durchaus revolutionären Charakter. Es gestaltet das deutsche Verwahrsystem für Inhaberaktien erstmals für Emittenten transparent und bedeutet damit eine erhebliche praktische Umstellung.<sup>365</sup> Insbesondere die Emittentenseite begrüßte das.<sup>366</sup> Stimmen aus der Praxis haben es zumindest akzeptiert.<sup>367</sup> Aus der Wissenschaft sind hingegen Bedenken laut geworden: Eine derartige volle Anteilstransparenz, derer sich

<sup>361</sup> Sowohl zur Stimmrechtsausübung als auch zur Aktionärsidentifikation *Böckli/Davies/Ferran u. a.*, ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 7–9; im Ergebnis übereinstimmend *Micheler*, EBOR 17 (2016), 481, 486–487 (prägnant S. 487: „The rules will merely instruct custodians to take part in a game of Chinese whispers where at each level there is potential for mistakes to occur.“).

<sup>362</sup> *Böckli/Davies/Ferran u. a.*, ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 9.

<sup>363</sup> *Micheler*, EBOR 17 (2016), 481, 487.

<sup>364</sup> *Dies.*, EBOR 17 (2016), 481, 494–495 mit allerdings recht vagen Ausführungen; ferner *Lanfermann/Maul*, BB 2017, 1218, 1224 f. In der Sache geht es dabei vor allem um die Distributed-Ledger-Technologie, also verteilte Kontoführungssysteme, bei denen digitale Daten über mehrere Standorte gemeinsam genutzt und ständig synchronisiert werden. Die bekannteste Variante hiervon ist die Blockchain, bei der die Transaktionen in miteinander verbundenen Blöcken abgebildet werden. Sie hat durch die Kryptowährung Bitcoin hohe Beachtung erhalten (zum Ganzen einschließlich der Erwartung, dass sich hiermit Wertpapierdienstleistungen wie Clearing und Settlement im grenzüberschreitenden Verkehr revolutionieren lassen, etwa *Brühl*, FAZ vom 04.01.2017, 25; *Jansen*, FAZ vom 13.06.2016, 28; weiterführend *Cremers*, Bulletin Joly Bourse 2016, 271 ff.). Gegenwärtig laufen in der Finanzwirtschaft diverse Pilotprojekte, um blockchain-gestützte Systeme für den Handel mit Wertpapieren zu entwickeln (siehe *Gajo*, AG 2016, R243 zu einem Zusammenschluss mehrerer französischer Unternehmen der Finanzwirtschaft; o. A., WPg 2016, 1354 zu einem Prototyp von Deutscher Bundesbank und Deutscher Börse; o. A., FAZ vom 01.06.2016, 25; o. A., FAZ vom 23.11.2016, jeweils zu dem vor allem angloamerikanisch geprägten Bankenkonsortium R3, das sich im Laufe der Zeit zersplitterte).

<sup>365</sup> *Seibt*, DB 2014, 1910, 1917; *Eggers/de Raet*, AG 2017, 464, 464, 469, 472.

<sup>366</sup> *Bremer*, NZG 2014, 415: Die Kommission habe hiermit eine jahrelange Forderung der Wirtschaft aufgegriffen.

<sup>367</sup> Vgl. insoweit unkritisch etwa *Lanfermann/Maul*, BB 2014, 1283, 1288, 1294.

die Aktionäre nicht erwehren können, lasse sich auch nutzen, um Engagement zu erschweren.<sup>368</sup> Zudem fürchtete man Gegenreaktionen professioneller Investoren.<sup>369</sup> Die bewirkte Ansammlung großer Datenmengen an vielen Stellen der Verwahrkette werfe Sicherheitsprobleme auf<sup>370</sup> und sei kostspielig.<sup>371</sup>

*dd) Say on Pay*

In der Literatur schrieb man schon dem Say-on-Pay-Vorschlag im Kommissionsentwurf stellenweise den eigenständigen Hauptzweck zu, mit der Vergütungspolitik den langfristigen Unternehmenserfolg zu fördern.<sup>372</sup> Die Reaktionen im deutschen Schrifttum waren weitgehend kritisch. Die Bedenken waren im Kern die gleichen, welche zuvor schon heftige Angriffe gegen Stewardship-Konzepte in Politikdokumenten der Kommission ausgelöst hatten. Zwar hatte die Literatur nichts dagegen einzuwenden, eine langfristig erfolgreiche Unternehmensentwicklung zu fördern.<sup>373</sup> Aber die angestrebte verbindliche Vergütungspolitik enthalte „höchst problematische Vorgaben“<sup>374</sup> und bringe Rechtsunsicherheit insbesondere durch Anfechtungsrisiken.<sup>375</sup>

Soweit man bei der Entwurfsfassung noch eine systemwidrige Kompetenzverschiebung vom Aufsichtsrat zur Hauptversammlung anprangerte, die das dualistische System untergrabe<sup>376</sup> und zudem rechtspolitisch verfehlt sei,<sup>377</sup> ist diese Kritik mit der Endfassung obsolet geworden.

Außerhalb Deutschlands hat man sich für solche Einwände naturgemäß ohnehin weniger interessiert. Stattdessen hat man der Kommission und mit ihr der europäischen Legislative allerdings vorgeworfen, unter dem Vorwand einer Stärkung der Aktionäre tat-

<sup>368</sup> *Böckli/Davies/Ferran u. a.*, ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 6–7.

<sup>369</sup> *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1122; in der Sache ebenso *Böckli/Davies/Ferran u. a.*, ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 7–8.

<sup>370</sup> *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1122; *Böckli/Davies/Ferran u. a.*, ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 8.

<sup>371</sup> *Böckli/Davies/Ferran u. a.*, ECLE Response: Shareholder Engagement & Identification, February 2015, S. 7.

<sup>372</sup> In diesem Sinne *Seibt*, DB 2014, 1910, 1911; ohne eine entsprechende Zuschreibung hingegen *Verse*, in: *Fleischer/Koch/Kropff u. a.* (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 303, 321 f. Im Gegenteil kritisierte *Verse* (a. a. O., S. 322 Fn. 121) die Vorgabe im Parlamentsentwurf, die Mitgliedstaaten müssten sicherstellen, dass der Wert von Aktien bei den finanziellen Leistungskriterien [der Vorstandsvergütung] keine vorrangige Rolle spielt, als nicht nachvollziehbar. Dies erscheint stimmig, wenn man einen Zweck der *Short-termism*-Bekämpfung verneint.

<sup>373</sup> *Lanfermann/Maul*, BB 2014, 1283, 1284: „sicherlich nicht zu beanstanden[de]“.

<sup>374</sup> So *Seibt*, DB 2014, 1910, 1912 ohne Begründung unter Verweis auf die Angabe des Verhältnisses von festen zu variablen Bestandteilen und die Angabe von Höchstbeträgen bei Abhängigkeit der Vergütung von Börsenkursen; in der Sache auch *Lanfermann/Maul*, BB 2014, 1283, 1285 („Ob alle vom Richtlinienvorschlag vorgesehenen Elemente der Vergütungspolitik hilfreich sind, kann in Frage gestellt werden.“).

<sup>375</sup> *Seibt*, DB 2014, 1910, 1912, 1919.

<sup>376</sup> *Ders.*, DB 2014, 1910, 1912; in der Sache ebenso *Lanfermann/Maul*, BB 2014, 1283, 1284, 1294 unter Verweis unter anderem auf die deutsche Mitbestimmung; bereits zum informellen Vorentwurf des Regelungsvorschlags *Bremer*, NZG 2014, 415.

<sup>377</sup> *Seibt*, DB 2014, 1910, 1912; zurückhaltend auch *Lanfermann/Maul*, BB 2014, 1283, 1286 („Vor diesem Hintergrund stellt sich daher die Frage, ob diese Art der Ausgestaltung [gemeint: des deutschen Aktienrechts] [...] nicht ausreicht bzw. sogar denen des [...] Kommissionskonzeptes [...] überlegen ist.“).

sächlich eine Reduzierung der Managervergütungen anzustreben, die in Europa unangebracht sei.<sup>378</sup>

*XIV. Zusammenfassende Schlussfolgerungen: Der Kurzfristigkeitsstopos in der „Reform in Permanenz“ des europäischen Gesellschaftsrechts*

Die zahlreichen leuchtstarken Elemente des Feuerwerkes von Corporate-Governance-Initiativen, das die Kommission seit der Finanzkrise zur *Short-termism*-Thematik gezündet hat, können dazu verleiten, sich auf einzelne Ausschnitte oder das legislative Endprodukt zu beschränken. Dadurch würde aber übersehen, wie differenziert die Kommission den Topos der *Short-termism*-Bekämpfung in der Anfangszeit und im weiteren Fortgang ihres Regulierungsprogramms genutzt und welche Veränderungen sie dabei vorgenommen hat. Unter diesem Gesichtspunkt ist der Blick nun zu einer Gesamtschau zu weiten. Sie führt zu vier zusammenfassenden Schlussfolgerungen darüber, wie und mit welchen Auswirkungen der Kurzfristigkeitsstopos bei der „Reform in Permanenz“ des europäischen Gesellschaftsrechts<sup>379</sup> wirksam geworden ist:

*1. Short-termism-Regulierung in Finanz- und Realwirtschaft*

Erstens hat die Europäische Kommission Vorschläge zur Bekämpfung von kurzfristiger Orientierung, die unter dem Eindruck der Finanzkrise für die Corporate Governance von Banken entwickelt wurden, frühzeitig auf börsennotierte Unternehmen der Realwirtschaft erstreckt. Besonders forsch und ohne erkennbare Reflektion erfolgte das in den Grünbüchern zur Corporate Governance in Finanzinstituten von 2010 und zum Corporate Governance-Rahmen aus dem Jahre 2011. Viele Stimmen im Schrifttum haben dieses Vorgehen zu Recht entschieden getadelt.<sup>380</sup> Für die Kommission lassen sich immerhin zwei Umstände entlastend anführen: Erstens gab es auch in der Literatur zur Finanzkrise durchaus einzelne Beiträge, die passend zur Übertragungsstrategie der Kommission argumentierten. Zweitens und vor allem folgte die Kommission einem internationalen Trend: Nachdem 2009 in den Niederlanden Bestrebungen laut geworden waren, erkannte Defizite der Banken-Corporate-Governance zum Anlass für entsprechende Regulierung auch in Bezug auf Unternehmen der Realwirtschaft zu nehmen,<sup>381</sup> hatte Großbritannien mit dem viel beachteten *Walker Review* eine solche Regulierungsstrategie erfolgreich vorexerziert.<sup>382</sup> Auf europäischer Ebene legte der *De-Larosière*-Report eine solche Ausweitung nahe.<sup>383</sup> International lag das Vorgehen zudem auf der Linie der OECD,<sup>384</sup>

<sup>378</sup> *Strand*, 22 Colum. J. Eur. L. 15, 41–43 (2015).

<sup>379</sup> *Lutter/Schmidt/Bayer*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht<sup>5</sup>, 2012, S. 410 § 18 Rn. 108: „Auch im Europäischen Gesellschaftsrecht gilt die Maxime der ‚Reform in Permanenz‘ – und muss dies mit Blick auf neue wirtschaftliche, politische und technologische Entwicklungen auch.“

<sup>380</sup> Dazu oben 4. Teil, § 6 XIII. I., S. 892.

<sup>381</sup> In den Niederlanden hatte bereits 2008 ein Ausschuss des Parlaments als Lehre aus der Finanzkrise unter anderem empfohlen, auf ein dauerhaftes Aktionariat hinzuwirken, das langfristige Wertsteigerung anstrebt; die niederländische Bankenvereinigung schloss sich Anfang 2009 dieser Forderung an, näher *Frentrop*, Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 68–69 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>382</sup> Dazu oben 4. Teil, § 4 I.2. a), S. 781 bei Fn. 27 auf S. 782.

<sup>383</sup> Dazu oben 4. Teil, § 6 I. I., S. 858 ff.

<sup>384</sup> Dazu oben 4. Teil, § 2 II., S. 736 f.

ebenso wie auf diejenigen von meinungsstarken privaten Trendsettern zur *Short-termism*-Diskussion, die schon im Vorfeld der Finanzkrise aktiv waren.<sup>385</sup>

## 2. *Short-termism* als Treibstoff für Regulierungsmomentum

Zweitens zeigt die chronologische Untersuchung der zahlreichen Kommissionsdokumente, dass die Europäische Kommission den *Short-termism*-Topos jedenfalls auch strategisch nutzte, um ein Harmonisierungsprogramm mit ausreichendem Regulierungsmomentum in Gang zu setzen, das sich anschließend zunehmend von seinem Ausgangszweck entfernte:

So ging das Anliegen, *Short-termism* entgegenzuwirken, bei der Kapitalmarktunion in dem Bestreben auf, die langfristige Finanzierung zu fördern. Dieses Ziel scheint zwar gleichsam spiegelbildlich formuliert. Inhaltlich ist es aber ungeachtet bestehender Überschneidungen nicht deckungsgleich. Vor allem implizieren beide Ziele eine unterschiedliche Problembeschreibung und entsprechend unterschiedlichen Rechtfertigungsbedarf, mit Folgen für Reichweite und Gegenstand der Rechtsetzung: Eine Notwendigkeit, die langfristige Finanzierung zu fördern, konnte die Kommission im Rahmen der Banken- und Staatsschuldenkrise vieler EU-Mitgliedstaaten damit begründen, dass die schwächelnden Banken in ihrer traditionellen Rolle als Kapitalgeber ausfielen und dass hierfür Ersatz gefunden werden müsse. Ein Bedarf, kurzfristige Orientierung zu bekämpfen, folgt daraus nicht. Entsprechende Maßnahmen bedürfen einer anderen Begründung, etwa mit bestimmten Formen von Marktversagen.<sup>386</sup> Sie können dann unterschiedliche Regelungen und Anwendungsbereiche erfordern. Ähnliches gilt für die CSR-Berichterstattung, bei der das Anliegen, *Short-termism* entgegenzuwirken, zunehmend hinter dem Interesse zurückgetreten ist, ökologisch-sozial nachhaltiges und ethisches Wirtschaften anzuregen.

Außerdem nahm der Entwurf zur Änderung der Aktionärsrechterichtlinie, den die Kommission maßgeblich als Instrument der *Short-termism*-Bekämpfung anstieß, im weiteren Verlauf wichtige andere Elemente auf, insbesondere zu *related party transactions*, zu Vergütungsvoten (*Say on Pay*), deren Zweck von jenem der langfristig auszurichtenden Vergütungspolitik zu unterscheiden ist, sowie zur Berücksichtigung von Stakeholder-Belangen und sozialer Verantwortung. Die Stewardship-Vorschriften im Kommissionsentwurf und in der späteren Richtlinie überschneiden sich mit Regelungen, die bereits zuvor kapitalmarktrechtliche Spezialrichtlinien für das Organisationsrecht kollektiver Fondsanlagen aufgestellt haben, teilweise mit Dopplungen zu diesen.<sup>387</sup> Demgegenüber sind *related party transactions* und *Say on Pay* neue Harmonisierungsfelder.

Besonders augenfällig wird ein strategisch-taktisches Kalkül der Kommission, wo bzw. wie sie den *Short-termism*-Topos anführte, bei der Evaluation der Übernahmerichtlinie: Deren Überprüfung erfolgte zu einer Zeit, als sich die Kommission in zahlreichen Politikdokumenten mit *Short-termism* auseinandersetzte, ebenso wie Wissenschaft und Politik in vielen Mitgliedstaaten. Die Literatur zur Übernahmerichtlinie erörterte *Short-termism*-Vorwürfe spätestens seit 2011 eingehend.<sup>388</sup> Dementsprechend behandelte die

<sup>385</sup> Dazu oben 4. Teil, § 1., S. 730 ff.

<sup>386</sup> Zu entsprechenden ökonomischen Modellen 3. Teil, § 2, S. 388 ff.

<sup>387</sup> Dazu oben 4. Teil, § 6 XIII.5.b)aa), S. 902, insb. Fn. 346 auf S. 904, Fn. 356 auf S. 906 und den jeweils begleitenden Text.

<sup>388</sup> Siehe die Nachweise in Fn. 552 und den begleitenden Text auf S. 344.

Studie zur Evaluation der Übernahmerichtlinie *Short-termism* an zahlreichen Stellen. Gleiches wäre im Kommissionsbericht naheliegend und angezeigt gewesen. Dass die Kommission das Thema trotzdem vermied, erklärt sich aus der Entstehungsgeschichte der Übernahmerichtlinie. Die Kommission war offenbar bestrebt, den mühsam erreichten Harmonisierungsstand nicht durch ein Wiederaufbrechen der früheren *Short-termism*-Debatte zu gefährden. Außerdem konnte der Kommission kaum daran gelegen sein, ihre eigene Autorität als Initiativorgan zu untergraben, indem sie das kontroverse Wirken des damals zuständigen Kommissars *Bolkestein*, der die *Short-termism*-These harsch verworfen hatte, rückblickend (implizit) als verfehlt einräumt. Im Lichte der politikwissenschaftlichen Literatur erscheint das nicht überraschend. Eine neuere, in jüngerer Zeit stark wachsende Strömung beschreibt die Europäische Kommission als zweckgerichteten Opportunisten (*purposeful opportunism*), der als strategischer Akteur klare Absichten und Ziele verfolgt, sich aber flexibel bei der Wahl der Mittel zeigt. Krisen können der Kommission *windows of opportunity* öffnen, um Politikinitiativen voranzubringen. Nach Ansicht von Stimmen aus der Politikwissenschaft hat die Kommission die Finanzkrise in diesem Sinne erfolgreich genutzt, um ihre Kompetenzen auszubauen und ihre politische Bedeutung zu stärken.<sup>389</sup> Einem konsistenten Programm ist dies nicht unbedingt förderlich.<sup>390</sup>

### 3. *Short-termism* und Aktionärsleitbild

Drittens zeugen die Initiativen von einer deutlich geänderten Verhaltenserwartung an institutionelle Aktionäre, die rechtstatsächlich in großen börsennotierten Gesellschaften dominieren: Herkömmlich beschränkte sich die europäische Regulierungsstrategie darauf, Aktionäre zu engagiertem Verhalten zu befähigen. Mittel der Wahl hierfür waren Mindeststandards für den Umfang der Aktionärsrechte und für ihre realistische Ausübung, Letzteres freilich mit Defiziten in grenzüberschreitenden Verhältnissen. Hingegen überließ es das Unionsrecht grundsätzlich den Anteilseignern, inwieweit sie die eröffneten Möglichkeiten wahrnehmen.<sup>391</sup> Nunmehr propagiert das Unionsrecht für institutionelle Aktionäre nicht nur, dass sie sich (mehr) einbringen,<sup>392</sup> sondern auch, dass sie dies in spezifischer Weise tun: Verantwortliche institutionelle Aktionäre sind nur solche, die – selbst oder über ihre Vermögensverwalter – Portfoliogesellschaften aktiv überwachen und ihre Rechte nutzen, um deren langfristige Überlebensfähigkeit zu sichern und um die Corporate Governance sowie die Strategie zu verbessern.<sup>393</sup> Dieses Wunschprofil erfüllt nicht schon ein (kurzfristig) aktivistischer Aktionär, sondern erst ein (langfristig) engagierter.<sup>394</sup> Dementsprechend bestimmt die Aktionärsrechterichtlinie-Änderungs-

<sup>389</sup> Siehe zum Ganzen *Camisão/Guimarães*, JCMS 55 (2017), 223 ff., insb. S. 223–226 m. w. N.

<sup>390</sup> Zur hiesigen Kritik am Vorgehen der Kommission 4. Teil, § 6 V.2., S. 866.

<sup>391</sup> *Birkmose*, in: *Birkmose/Neville/Sørensen* (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 107, 108; in der Sache auch *Neville*, in: *Birkmose/Neville/Sørensen* (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 217, 220.

<sup>392</sup> *Birkmose*, in: *Birkmose/Neville/Sørensen* (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 107, 108.

<sup>393</sup> Vgl. Erwägungsgründe 15, 19 S. 1, Art. 3i I Aktionärsrechte-ÄnderungsRL 2017/828; deutlich auch *Europäische Kommission*, Staff Working Document Corp. Gov. Financial Institutions, 02.06.2010, S. 23–24.

<sup>394</sup> *Dies.*, Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, 05.04.2011, S. 13: „Unter Engagement der Aktionäre versteht man in der Regel eine aktive Überwachung des Unternehmens, einen Dialog mit dem Verwaltungsrat [...] und die Ausübung der Aktionärsrechte, einschließlich der Stimm-

richtlinie 2017/828 „Engagement“ im Sinne einer spezifischen Form von erwünschtem aktivem Verhalten institutioneller Aktionäre anhand von bestimmten Mitteln (aktive Überwachung, Dialog mit Geschäftsleitung und Interessenträgern, (Stimm-)Rechtsausübung, Aktionärskooperation) und bestimmten Zielen (Governance im Interesse langfristiger Wertschöpfung, langfristiger Aktionärsrendite und ökologisch-sozialer Verantwortung), Art. 3g lit. a).<sup>395</sup> Die genannten Mittel lassen andere Formen der Einflussnahme außen vor, insbesondere solche mit konfrontativem Charakter, ferner etwa Strategien, die gezielt Politik oder Öffentlichkeit einspannen. Letztere werden dafür aber von der Aktionärsrechteänderungsrichtlinie als „interessierte Akteure“ (Erwägungsgründe 32 Satz 1, 33 Satz 4, 34, 38 Satz 1, 44 Satz 2) und vor allem mit der CSR-RL direkt angesprochen. Das erwünschte Ziel beinhaltet zugleich eine temporale Ausrichtung: Aktionäre sollen langfristige Renditeverbesserungen anstreben, also als langfristig orientierte Eigentümer handeln.<sup>396</sup>

Diese Definition ist deutlich enger als eine in der Literatur verbreitete Begriffsbestimmung. Diese ordnet wertfrei alle Bemühungen als aktivistisch oder engagiert ein, mit denen Aktionäre das Unternehmensverhalten oder die gesellschaftsspezifischen Governance-Regeln zu ändern suchen.<sup>397</sup> In der Sache orientiert sich das Verständnis von Richtlinie und Kommission an dem britischen Stewardship Code. Dieser spricht ebenfalls von Engagement (engl.: *engagement*), während er Referenzen zu „aktivistischem“ Verhalten und Einflussnahmen über dritte Stellen (Politik, Öffentlichkeit) vermeidet.<sup>398</sup>

Vor diesem Hintergrund ist schon mit Blick auf den Vorschlag zur Änderung der Aktionärsrechterichtlinie die Notwendigkeit gesehen worden, das Institut des Aktionärs im (europäischen) Gesellschaftsrecht und die ihm zugeordnete Rolle in der Corporate Governance neu zu bewerten.<sup>399</sup> Teile der Literatur sind dogmatisch noch weiter gegangen und haben aus dem englischen Vorbild, dem seinerseits ein Enlightened-Shareholder-Value-

---

rechte, sowie gegebenenfalls die Zusammenarbeit mit anderen Aktionären, um die Governance des Unternehmens [...] im Interesse der Schaffung langfristiger Werte zu verbessern. Auch wenn das Engagement kurzfristig denkender Anleger eine positive Wirkung zeitigen kann, versteht man unter dem Begriff Engagement in der Regel eine Tätigkeit, die die Renditen für die Aktionäre langfristig steigert.“

<sup>395</sup> Zutreffend *Birkmose*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 107, 111; *Neville*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 217, 222. Birkmose (ebd.) bemerkt zugleich, dass die Zieldefinition vage bleibe. Dem kann man ebenfalls beistimmen: So erläutert die Kommission weder, wie ein langfristiger Zeithorizont abzugrenzen noch wie die anzustrebende Renditesteigerung für die Aktionäre zu messen ist (etwa anhand des Börsenkurses, Börsenkurs und Dividende [*total shareholder return*], anhand des Ertragswertes oder eines mit anderen Techniken der Unternehmensbewertung zu bestimmenden „inneren“ Wertes der Gesellschaft, gegebenenfalls auch unter Einbeziehung von Nachhaltigkeitsaspekten). Dessen ungeachtet liegt der bemerkenswerte Zug der Kommissionsdefinition weniger im unscharfen Charakter der Zielbeschreibung als darin, dass sie überhaupt ein nach Zeithorizont, Ziel und Mittel bestimmtes aktives Aktionärsverhalten anstrebt, sich also von der liberaleren, grundsätzlich zielloffenen Aktivismusdefinition der Literatur entfernt.

<sup>396</sup> *Birkmose*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 107, 129–130; *Neville*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 217, 218.

<sup>397</sup> In diesem Sinne etwa *Gillan/Starks*, *J. Appl. Corporate Finance* 19 (2007), 55, 55–56; *Rose/Sharfman*, 2014 *Brigham Young U. L. Rev.* 1015, 1017 (2015); *Birkmose*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 107, 111; *Heuser*, *Shareholder activism*, 2012, S. 18.

<sup>398</sup> Siehe oben Fn. 45 auf S. 784 und den begleitenden Text.

<sup>399</sup> *Birkmose*, *ECL* 13 (2016), 5 f. Ob vermehrte Aktionärspflichten wirklich zu besserer Corporate Governance und effizienteren Märkten führen, hielt die Autorin indes für offen.

Konzept zugrunde liegt, sowie daraus, dass die Kommission als Ziel von Engagement eine höhere Aktionärsrendite angegeben hat, gefolgert, die Kommission stütze die angestrebte engere Involvierung der Aktionäre auf ein (unionspezifisches) Shareholder-Primacy-Konzept.<sup>400</sup> Diese Zuordnung lag zwar für den Kommissionsentwurf der Änderungsrichtlinie nahe. Allerdings vertreten andere Organe der EU-Legislative ersichtlich eine abweichende Vorstellung vom Unternehmensziel. Das Europäische Parlament hat den Kommissionsentwurf später radikal im Sinne eines Stakeholder-Value-Ansatzes umgestaltet. Die verabschiedete Fassung wählt einen Kompromiss, der Stakeholdern („Interessenträgern“), insbesondere Arbeitnehmern, sichtbar Raum gibt. Zudem geht die in ihrem Ausgangspunkt ebenfalls mit der *Short-termism*-Debatte verknüpfte CSR-RL spürbar in die Richtung eines Stakeholder-Value-Konzepts.<sup>401</sup> Vor diesem Hintergrund kann man eine Unternehmenszielbestimmung, welche die Kommission mutmaßlich im Entstehungsprozess zugrunde gelegt hat, nicht der verabschiedeten Aktionärsrechterichtlinie-Änderungsrichtlinie zuschreiben, ebenso wenig wie anderen Rechtsakten, an denen weitere Legislativorgane beteiligt sind. Hinzu kommt, dass die Rechtsakte des Unionsrechts mit Blick auf ein etwaiges, ihnen zugrunde liegendes Konzept der Unternehmenszielbestimmung kein einheitliches Bild abgeben.<sup>402</sup> Auch dies spricht für eine vorsichtige und zurückhaltende Interpretation, ebenso wie die unterschiedlichen Rechts-traditionen der Mitgliedstaaten. Daher wird man, selbst wenn ein bestimmter Rechtsakt von einer bestimmten Unternehmenszielbestimmung geprägt scheint, im Zweifel nicht davon ausgehen können, dass er diese im Regelungsbereich mitverankern soll.

Dessen ungeachtet macht die novellierte Aktionärsrechterichtlinie für das Leitbild des erwünschten Verhaltens institutioneller Aktionäre großer börsennotierter Gesellschaften nun aber viel spezifischere Vorgaben als früher. Die latente Widersprüchlichkeit, dass das Leitbild nur für institutionelle Aktionäre mit *Comply-or-Explain*-Pflichten akzentuiert wird, dies aber in der „allgemeinen“ Aktionärsrechterichtlinie anstatt in Spezial-Richtlinien zur kollektiven Vermögensanlage erfolgt, erklärt sich entstehungsgeschichtlich daraus, dass die europäischen Legislativorgane einen entsprechenden Regelungsbedarf nur bei institutionellen Investoren gesehen haben. Das Leitbild langfristig engagierten Verhaltens ist an sich hingegen universell gemeint.

#### 4. Langfristige Orientierung gegen *Short-termism* als auslegungsrelevantes Leitbild des europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts

Die Flut von Politikdokumenten und Rechtsetzungsakten nach der Finanzkrise veranschaulicht, dass und wie sich die *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht der Union niedergeschlagen hat. Im Fall der Aktio-

---

<sup>400</sup> So *Neville*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 217, 234; vorsichtig auch *Birkmose*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 107, 110. Ebenso schon mit Blick auf ältere Elemente des europäischen Gesellschaftsrechts (Aktionsplan 2003, Aktionärsrechterichtlinie 2007, Übernahmerrichtlinie 2004) *Krüger Andersen/Sørensen*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *The European financial market in transition*, 2012, S. 169, 169–171, 196–198, die zugleich betonen, dass ein so verstandener unionsrechtlicher Shareholder-Primacy-Grundsatz nicht mit einem engen Shareholder-Value-Konzept gleichzusetzen sei.

<sup>401</sup> Dazu 4. Teil, § 6 VII.3.a), S. 870 f., Text bei Fn. 111–114 auf S. 871.

<sup>402</sup> Siehe am Beispiel der Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen bei Übernahmeangeboten *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer (Hrsg.), *Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG*, 2017, § 3 Rn. 95–108.

närsrechterichtlinie ergibt sich die rechtliche Relevanz unmittelbar daraus, dass die Stewardship-Pflichten institutioneller Aktionäre im Normtext verankert sind. Die juristische Bedeutung des Topos der *Short-termism*-Bekämpfung reicht aber weiter. Seine vielfache Erwähnung als Ziel diverser EU-Rechtsetzungsinitiativen erhebt ihn auf breiterer Front in den Status eines potenziell auslegungsrelevanten Ziels und damit verbunden langfristige Orientierung in den Status eines Leitbildes des europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts.

Das gilt zunächst dort, wo das Ziel der *Short-termism*-Bekämpfung in den Erwägungsgründen eines sekundär- oder tertiärrechtlichen Rechtsaktes aufscheint. Art. 296 II AEUV schreibt vor, dass Rechtsakte der Europäischen Union mit einer Begründung zu versehen sind und auf die in den Verträgen vorgesehenen Vorschläge, Initiativen, Empfehlungen, Anträge und Stellungnahmen Bezug nehmen. Die Begründungserwägungen sind ein integraler Bestandteil des Rechtsaktes und werden mit diesem amtlich veröffentlicht.<sup>403</sup> Neben weiteren Zwecken<sup>404</sup> sind sie von besonderer Bedeutung für die historische und teleologische Auslegung des Rechtsaktes,<sup>405</sup> an dessen „Autorität und Dignität“ sie durch die enge Verknüpfung stärker teilhaben, als es in nationalstaatlichen Rechtsordnungen regelmäßig der Fall ist.<sup>406</sup>

Der Gerichtshof greift bei der Interpretation von Rechtsakten auf „die allgemein anerkannten Auslegungsgrundsätze“ zurück, wobei vom gewöhnlichen Sinn eines Begriffs im konkreten Zusammenhang auszugehen ist und die Anhaltspunkte zu berücksichtigen sind, die sich aus den gemeinschaftsrechtlichen Texten sowie den Auffassungen ergeben, die den Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten gemeinsam sind.<sup>407</sup> Bedeutung und Tragweite von Begriffen, die das Unionsrecht nicht definiert, sind entsprechend ihrem Sinn, den sie nach dem gewöhnlichen Sprachgebrauch haben, und unter Berücksichtigung des Zusammenhangs, in dem sie verwendet werden, und der Ziele zu bestimmen, die mit der Regelung, zu der sie gehören, verfolgt werden.<sup>408</sup> Die maßgebliche Zielsetzung einer Vorschrift entnimmt der Gerichtshof dem Gesamtzusammenhang der Vorschriften und/oder den Begründungserwägungen des betreffenden Rechtsaktes.<sup>409</sup> Die Erwägungsgründe sind damit regelmäßig<sup>410</sup> ein entscheidendes Element der teleologi-

<sup>403</sup> Allg. *Köndgen*, in: Riesenhuber (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*<sup>3</sup>, 2015, S. 95, 114, § 6 Rn. 48; *Krajewski/Rösslein*, in: Nettesheim (Hrsg.), *Das Recht der Europäischen Union*, August 2011, Art. 295 AEUV Rn. 35; zu Richtlinien des Rates *EuGH*, Urt. v. 23.02.1988, Rs. 131/86, *Vereinigtes Königreich/Rat der EG*, Slg. 1988, S. 905 Rn. 37.

<sup>404</sup> Diese Zwecke sind insbesondere: (1) Selbstkontrolle der handelnden Organe, (2) den Betroffenen Verständnis und Hinterfragung des Rechtsaktes zu erleichtern und (3) ihnen sowie vor allem dem Gerichtshof der EU zu ermöglichen, die Rechtmäßigkeit des Rechtsaktes zu überprüfen; zum Ganzen *Krajewski/Rösslein*, in: Nettesheim (Hrsg.), *Das Recht der Europäischen Union*, August 2011, Art. 295 AEUV Rn. 4–8; *Calliess/Ruffert*<sup>5</sup>/*Calliess*, Art. 295 AEUV 11–14, alle m. w. N. zur Rechtsprechung des Gerichtshofes der EU.

<sup>405</sup> *Hager*, *Rechtmethoden in Europa*, 2009, S. 253, Kap. 6 Rn. 10 f.; *Höpfner/Rüthers*, *AcP* 209 (2009), 1, 15; *Leisner*, *EuR* 2007, 689, 695–696; *Grundmann*, *Die Auslegung des Gemeinschaftsrechts durch den Europäischen Gerichtshof*, 1997, S. 258 ff.; *Anweiler*, *Die Auslegungsmethoden des Gerichtshofes der Europäischen Gemeinschaften*, 1997, S. 253.

<sup>406</sup> *Köndgen*, in: Riesenhuber (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*<sup>3</sup>, 2015, S. 95, 115 § 6 Rn. 50.

<sup>407</sup> *EuGH*, Urt. v. 23.03.1982, Rs. 53/81, *Levin*, Slg. 1982, S. 1035 Rn. 9; *EuGH*, Urt. v. 11.07.1985, Rs. 105/84, *Danmols Inventar*, Slg. 1985, S. 2639 Rn. 23.

<sup>408</sup> *EuGH*, Urt. v. 22.12.2008, Rs. C-549/07, *Wallentin-Hermann*, Slg. 2008, I-11061, Rn. 17.

<sup>409</sup> *EuGH*, Urt. v. 10.11.1983, Rs. 300/82, *Gesamthochschule Essen*, Slg. 1983, S. 3643 Rn. 8 f.

<sup>410</sup> Für Fälle, in denen der Gerichtshof die Erwägungsgründe heranzog, siehe etwa *EuGH*, Urt. v. 16.12.2008, Rs. C-524/06, *Huber*, Slg. 2008, I-9705, Rn. 50; *EuGH*, Urt. v. 22.12.2008, Rs. C-549/07,

schen Auslegung, die in der unionsrechtlichen Interpretationslehre eine zentrale Stellung einnimmt.<sup>411</sup> Sie können einen Rechtssatz nicht nur präzisieren, sondern auch einschränken oder ausdehnen.<sup>412</sup> Zudem nutzt der Gerichtshof die Erwägungsgründe im Rahmen der genetischen Auslegung, um den Willen des historischen Normgebers zu ermitteln.<sup>413</sup> Auch das Schrifttum spricht Begründungserwägungen eine zentrale Rolle bei der Ermittlung des Gesetzgeberwillens zu,<sup>414</sup> wobei das zugemessene Gewicht von einer kritischen Einbeziehung bis zum Gebot einer „begründungserwägungskonformen Auslegung“ reicht.<sup>415</sup>

Daneben greifen Gerichtshof und Generalanwälte auf andere Dokumente aus der Gesetzgebungsgeschichte zurück, vor allem auf den Regelungsvorschlag der Kommission,

---

*Wallentin-Hermann*, Slg. 2008, I-11061, Rn. 18 f.; *EuGH*, Urt. v. 10.11.1983, Rs. 300/82, *Gesamthochschule Essen*, Slg. 1983, S. 3643 Rn. 9; *EuGH*, Urt. v. 23.12.2009, Rs. C-45/08, *Spector/Photo Group*, Slg. 2009, I-12073, Rn. 47, 56–60, 72; *EuGH*, Urt. v. 28.06.2012, Rs. C-19/11, *Geltl/Daimler*, ECLI:EU:C:2012:397, Rn. 28, 33–35. Mitunter greift der Gerichtshof auch nur auf den Wortlaut des Normtextes zurück. Siehe beispielhaft *EuGH*, Urt. v. 18.10.2007, Rs. C-97/06, *Navicon SA*, Slg. 2007, I-8755, Rn. 24 ff.: Der Gerichtshof leitete dort die Ziele der betreffenden Richtlinienvorschrift (Art. 15 Nr. 5 der sechsten Richtlinie 77/388/EWG des Rates vom 17. Mai 1977 zur Harmonisierung der Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten über die Umsatzsteuern – Gemeinsames Mehrwertsteuersystem: einheitliche steuerpflichtige Bemessungsgrundlage, ABl. Nr. L 145 vom 13.06.1977, S. 1–40) allein aus ihrem Wortlaut ab, obgleich die Begründungserwägungen der Richtlinie nähere Ausführungen zu Ziel und Zweck des Rechtsaktes enthalten; für eine ähnlich apodiktische Zweckbestimmung siehe *EuGH*, Urt. v. 07.06.1983, verb. Rs. 100 bis 103/80, *Musique Diffusion Francaise*, Slg. 1983, S. 1825 Rn. 105 f., bestätigt etwa in *EuGH*, Urt. v. 07.06.2007, Rs. 76/06 P, *Britannia Alloys/Kommission*, Slg. 2007, I-, Rn. 21 f.

<sup>411</sup> *Veil*, in: ders. (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*<sup>2</sup>, 2014, S. 59, 79 f., § 5 Rn. 52–54.

<sup>412</sup> So etwa *EuGH*, Urt. v. 14.12.1978, Rs. 35-78, *Schouten*, Slg. 1978, S. 2543 Rn. 28–37 (teleologische Reduktion). Allgemein hat der Gerichtshof ausgeführt, dass es nicht genüge festzustellen, dass ein Begriff bei wörtlicher Auslegung eine bestimmte Reichweite hat. Zudem sei zu prüfen, ob die danach erfassten Fälle auch von dem vom Gemeinschaftsgesetzgeber verfolgten Zweck umfasst würden, *EuGH*, Urt. v. 20.03.1980, Rs. 118-79, *Knauf*, Slg. 1980, S. 1183 Rn. 5.

Zudem *EuGH*, Urt. v. 20.05.1975, Rs. 64-74, *Adolf Reich/Hauptzollamt Landau*, Slg. 1975, S. 261 Rn. 2 f., wo der Gerichtshof die analoge Anwendung einer Verordnungsvorschrift auf eine parallele, nicht geregelte Konstellation maßgeblich mit dem Zweck der vorhandenen Vorschrift begründet hat; *EuGH*, Urt. v. 12.12.1985, Rs. 165/84, *John Friedrich Krohn*, Slg. 1985, S. 3997 Rn. 22 zieht die Begründungserwägungen zumindest als ein Element zur Herleitung einer Analogie heran; einschränkend aber *Köndgen*, in: *Riesenhuber* (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*<sup>3</sup>, 2015, S. 95, 116, § 6 Rn. 52 („Als offen gelten muss die [...] Frage, ob Begründungserwägungen auch die Basis für Analogieschlüsse bilden können. Die Frage findet nach derzeitigem Stand der EuGH-Rechtsprechung noch keine eindeutige Antwort.“).

<sup>413</sup> Etwa *EuGH*, Urt. v. 23.12.2009, Rs. C-45/08, *Spector/Photo Group*, Slg. 2009, I-12073, Rn. 47, 56–60, 72; *Veil*, ZGR 2014, 544, 579 ordnet sie als zentrale Quelle der Rechtsprechung hierfür ein.

<sup>414</sup> *Riesenhuber*, in: ders. (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*<sup>3</sup>, 2015, S. 199, 212–214, § 10 Rn. 35, 38; *Hager*, *Rechtmethoden in Europa*, 2009, 6. Kap. Rn. 10 f.; *Lutter*, JZ 1992, 593, 600; *Bleckmann*, RIW 1987, 929, 931.

<sup>415</sup> Siehe einerseits *Stotz*, in: *Riesenhuber* (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*<sup>3</sup>, 2015, S. 491, 498 f., § 22 Rn. 17, der Begründungserwägungen als vielfach wichtigste Orientierung für den Sinngehalt einer Regelung bezeichnet, aber vor einem „allzu unkritisch[en] Umgang“ mit ihnen warnt und die Unterscheidung von den verfügbaren Bestimmungen des Rechtsaktes betont; andererseits *Köndgen*, in: *Riesenhuber* (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*<sup>3</sup>, 2015, S. 95, 115 f., § 6 Rn. 51, der eine „begründungserwägungskonforme“ Auslegung als „striktes Gebot für den Anwender“ erachtet; ähnlich *Grundmann*, Die Auslegung des Gemeinschaftsrechts durch den Europäischen Gerichtshof, 1997, S. 261 dem zufolge „der Interpret keine mit deren [einer Begründungserwägung] Zielsetzung unvereinbare oder eine diese gefährdende Auslegung treffen“ darf; vermittelnd *Leisner*, EuR 2007, 689, 702, 704, der das Gewicht von Begründungserwägungen in Abhängigkeit von der Eindeutigkeit der gesetzgeberischen Aussage bestimmt.

wobei genetische und teleologische Auslegung nicht immer klar getrennt werden,<sup>416</sup> ferner auf Anträge aus dem parlamentarischen Prozess.<sup>417</sup> Die Literatur erkennt darüber hinaus eine Bedeutung weiterer Dokumente im Rahmen der historisch-genetischen Auslegung an, die geeignet sind, die Kommissionsposition aufzuhellen. Genannt werden etwa Arbeitsdokumente der Kommissionsdienststellen (Commission Staff Working Papers).<sup>418</sup> Gleiches muss für vorangegangene Initiativen wie Grünbücher und Aktionspläne gelten, die gemäß Art. 296 II AEUV in den Erwägungsgründen in Bezug genommen werden.<sup>419</sup>

Danach ist *Short-termism*-Kritik in den Regelungsinitiativen nach der Finanzkrise in mehrfacher Weise bedeutsam: Erstens sind Erwägungsgründe, die sich mit Kurzfristigkeitskritik (*Short-termism*) befassen, bei der Auslegung zu berücksichtigen. Zweitens kann Gleiches im Rahmen der historisch-genetischen Auslegung für die weiteren Politikdokumente der Kommission gelten, die sich zur *Short-termism*-Problematik geäußert haben. Hinzu kommt drittens, dass Begründungserwägungen, selbst wenn sie nur sekundär Objekt und primär Mittel der Auslegung sind, auch selbst ausgelegt werden müssen. Gerade soweit es um das unscharfe Ziel der *Short-termism*-Bekämpfung zur Förderung einer langfristigen Orientierung geht, erscheinen hierfür vorangegangene Kommissionsvorschläge, Arbeitsdokumente und Grün- bzw. Weißbücher unverzichtbar. Viertens ist zu bedenken, dass Kurzfristigkeitskritik im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in wichtigen Mitgliedstaaten eine lange Geschichte und nach der Finanzkrise einen erneuten Schub in Bezug auf Intensität und Verbreitung erhalten hat.<sup>420</sup> Dies kann sich als bedeutsam erweisen, wenn der Gerichtshof bei der Auslegung des Unionsrechts Anhaltspunkte aus Auffassungen einbezieht, die den Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten ge-

<sup>416</sup> Beispielhaft *EuGH*, Urt. v. 23.12.2009, Rs. C-45/08, *Spector/Photo Group*, Slg. 2009, I-12073, Rn. 34, 49. Für zahlreiche Beispiele aus der Rechtsprechung des EuGH sowie aus Schlussanträgen der Generalanwälte zu verschiedenen Zwecken *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 396–397, Fn. 512–516, der selbst eine Verwendung im Rahmen der teleologischen Auslegung kritisch sieht.

<sup>417</sup> Beispielhaft *GA Kokott* vom 10.09.2009, Rs. C-45/08, *Spector Photo Group*, Slg. 2009, I-12073, ECLI:EU:C:2009:534, Rn. 58; allgemein *ders.*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 398–399.

<sup>418</sup> So *Veil*, in: *ders.* (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*<sup>2</sup>, 2014, S. 59, 78, § 5 Rn. 49.

<sup>419</sup> Die Verpflichtung, die zu einem Rechtsakt ergangenen Vorschläge und Stellungnahmen zu erwähnen, dient dazu, die Beteiligungsrechte der betroffenen Organe bzw. das Initiativmonopol der Kommission abzusichern. Die Bezugnahme impliziert jedenfalls, dass das Organ, welches den Rechtsakt erlässt, den Vorschlag oder die Stellungnahme zur Kenntnis genommen hat (*Krajewski/Rösslein*, in: *Nettesheim* (Hrsg.), *Das Recht der Europäischen Union*, August 2011, Art. 295 AEUV Rn. 44–45; insoweit unklar von der Groeben/Schwarze<sup>7</sup> Bd. 4/*Geismann*, Art. 296 AEUV 22–23). Nach einer weitergehenden Ansicht impliziert sie außerdem, dass eine gewisse materielle Auseinandersetzung mit den Vorschlägen, Initiativen etc. erfolgt ist (so *Calliess/Ruffert*<sup>5</sup>/*Calliess*, Art. 295 AEUV 34; a. A. *Karjewski/Rösslein*, ebd.). Unabhängig davon, welche Ansicht man teilt, wird praktisch mit der Kenntnisnahme in aller Regel eine materielle Auseinandersetzung einhergehen, die wiederum eine potenzielle Bedeutung in der genetischen Auslegung begründen kann. Diese ist im Einzelfall zu belegen. Erschwert werden kann dies dadurch, dass Art. 296 II AEUV weder eine Darstellung der Auffassung der Beteiligten erfordert noch einen Hinweis, dass von ihrer Auffassung abgewichen wurde (*EuGH*, Urt. v. 29.03.1990, Rs. C-62/88, *Griechenland/Rat*, Slg. 1990, I-1527, Rn. 29; *Krajewski/Rösslein*, in: *Nettesheim* (Hrsg.), *Das Recht der Europäischen Union*, August 2011, Art. 295 AEUV Rn. 45; von der Groeben/Schwarze<sup>7</sup> Bd. 4/*Geismann*, Art. 296 AEUV 24; jetzt wohl auch *Calliess/Ruffert*<sup>5</sup>/*Calliess*, Art. 295 AEUV 34).

<sup>420</sup> Bereits gezeigt wurde dies für Deutschland, Frankreich und das – nun allerdings austretende – Mitglied Großbritannien. Mehrfach konnte auch auf die Niederlande eingegangen werden (siehe zu Großbritannien 1. Teil, § 1 II., S. 31 ff., und III., S. 50 ff., 4. Teil, § 4, S. 780 ff., zu Deutschland 2. Teil, § 2, S. 275 ff. und 4. Teil, § 7, S. 919 ff., zu den Niederlanden 2. Teil, § 3 I.2.b), S. 380, 4. Teil, § 5 III.1.e), S. 835, Text bei Fn. 216–217 auf S. 838, zudem noch 4. Teil, § 8 II.3.a)aa), S. 979 und Fn. 384 auf S. 322.

meinsam sind. Schließlich spricht fünftens viel dafür, dass die langfristige Orientierung zwecks Vermeidung kurzfristigen Handelns (*Short-termism*) jedenfalls nach der Finanzkrise den Status eines Leitbildes des europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts erreicht hat. Leitbilder weisen als Zwischenform von Prinzip und Regel bereits auf einen Prinzipienausgleich hin und können so eine zentrale Rolle bei der teleologischen Auslegung spielen.<sup>421</sup> Die erforderliche Begründung aus dem positiven Recht leisten die vorgenannten Umstände: Erwägungsgründe, Materialien der historisch-genetischen Auslegung und gemeinsame Rechtsauffassungen mehrerer Mitgliedstaaten.

Zwei Einschränkungen sind bei alledem zu beachten: Erstens hat eine Begründungserwägung nach der Rechtsprechung generell kein Gewicht, wenn sie nur in einer einzigen sprachlichen Fassung einer Verordnung enthalten ist.<sup>422</sup> Für die Debatte um kurzfristige Orientierung folgt daraus, dass der Begriff „*Short-termism*“, der typischerweise nur in englischen, im Unterschied z. B. zu deutschen oder französischen Sprachfassungen auftaucht, nicht schon deswegen mit seinem angloamerikanischen Vorverständnis in das Unionsrecht hineingelesen werden darf. Eine andere Frage ist, ob sich der Unionsgesetzgeber in einem bestimmten Kontext an der angloamerikanischen (oder französischen, deutschen) Debatte orientierte und deshalb deren Vorstellungen seine Begriffsverwendung geprägt haben. Dabei gilt wie auch sonst der Grundsatz der Relativität der Rechtsbegriffe, demzufolge derselbe Begriff in unterschiedlichen Zusammenhängen Unterschiedliches bedeuten kann, auch wenn das im europäischen Gesellschaftsrecht grundsätzlich nicht zu vermuten sein soll.<sup>423</sup> Es ist demnach denkbar, dass die bekämpfte Form kurzfristiger Orientierung in unterschiedlichen europäischen Rechtsakten von Debattensträngen aus unterschiedlichen Mitgliedstaaten, früheren Debattensträngen zum Unionsrecht oder unterschiedlichen ökonomischen Theorien geprägt ist und dementsprechend abweichend bestimmt werden muss. Die vorstehende Analyse hat allerdings gezeigt, dass die angloamerikanische Debatte den größten Einfluss hatte. Implizit erkennt man oft auch Parallelen zur neueren französischen Diskussion sowie Konsequenzen aus früheren unionsrechtlichen Auseinandersetzungen um *Short-termism*, vor allem bei der Übernahme- und der Transparenzrichtlinie, die beide eng mit Kontroversen in Deutschland verbunden sind.

Zweitens ist eine Begründungserwägung, da selbst keine Vorschrift,<sup>424</sup> rechtlich nicht verbindlich, sodass sie weder herangezogen werden kann, um von den Bestimmungen des betreffenden Rechtsaktes abzuweichen, noch, um diese in einem Sinn auszulegen, der ihrem Wortlaut offensichtlich widerspricht.<sup>425</sup> Auch hat der Gerichtshof eine gewisse Differenz zwischen der Regelungsabsicht, welche in den Begründungserwägungen zum Ausdruck kommt, und dem operativen Teil des betreffenden Rechtsaktes für unbeachtlich gehalten, mit der Begründung, sie sei nicht so erheblich, dass die Regelung in

<sup>421</sup> *Riesenhuber*, in: ders. (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*<sup>3</sup>, 2015, S. 199, 219 § 10 Rn. 47–48.

<sup>422</sup> *EuGH*, Ur. v. 13.07.1989, Rs. 215/88, *Casa Fleischhandels GmbH*, Slg. 1989, S. 2789 Rn. 31. Das kann man auf die Gleichberechtigung der verschiedenen sprachlichen Fassungen stützen, die sich aus Art. 55 EUV, Art. 358 AEUV ergibt. Näher zu den Folgen für die Auslegung von Unionsrechtsakten *ders.*, in: ders. (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*<sup>3</sup>, 2015, S. 199, 205 f., § 10 Rn. 14–19.

<sup>423</sup> *Ders.*, in: ders. (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*<sup>3</sup>, 2015, S. 199, 207, § 10 Rn. 20.

<sup>424</sup> *EuGH*, Ur. v. 13.07.1989, Rs. 215/88, *Casa Fleischhandels GmbH*, Slg. 1989, S. 2789 Rn. 31.

<sup>425</sup> *EuGH*, Ur. v. 02.04.2009, Rs. C-134/08, *Tyson Parketthandel*, Slg. 2009, I-2875, Rn. 16; *EuGH*, Ur. v. 24.11.2005, Rs. C-136/04, *Deutsches Milchkontor*, Slg. 2005, I-10095, Rn. 32 m. w. N. zur Rspr.; *EuGH*, Ur. v. 12.05.2005, Rs. C-444/03, *Meta Fackler KG*, Slg. 2005, I-3913, Rn. 25.

den „völlig eindeutigen“ Artikeln widersprüchlich würde.<sup>426</sup> Erwägungsgründe und erst recht sonstige Dokumente aus der Entstehungsgeschichte können somit keine Abweichung von einem eindeutigen Wortlaut rechtfertigen, allerdings maßgeblich beeinflussen, wie ein Begriff bzw. eine Regelung zu verstehen ist.<sup>427</sup> Geringere Anforderungen gelten, wenn der Wortlaut ausnahmsweise nicht verlässlich ist, weil sich die verschiedenen sprachlichen Fassungen einer Vorschrift unterscheiden; in diesem Fall haben die Ziele der Regelung vorrangige Bedeutung bei der Auslegung.<sup>428</sup>

<sup>426</sup> *EuGH*, Urt. v. 10.01.2006, Rs. C-344/04, *International Air Transport Association*, Slg. 2006, I-403, Rn. 76.

<sup>427</sup> Siehe beispielhaft *EuGH*, Urt. v. 10.11.1983, Rs. 300/82, *Gesamthochschule Essen*, Slg. 1983, S. 3643 Rn. 9. Die Auslegung muss dem Gerichtshof zufolge aber immer auch anhand des Wortlauts begründbar sein. Offen ist dabei, wie fest die Verankerung im Wortlaut sein muss, insbesondere ob eine gewisse „Adeutung“ genügt. Der Gerichtshof hat diese Frage bislang nur für potenziell auslegungsrelevante, nicht mit dem Rechtsakt verbundene Dokumente aus dem vorangegangenen Erlassverfahren (Beispiel: Beratungsprotokolle) entschieden, siehe dazu *Potacs*, *Auslegung im öffentlichen Recht*, 1994, S. 142–143; *Vogenauer*, *Auslegung von Gesetzen*, Bd. 1, 2001, S. 385–386, beide m. w. N.

Im Schrifttum ist der Punkt umstritten. Verbreitet folgt man der – jedenfalls formal – eher restriktiven Ansicht des Gerichtshofs, dass eine Begründungserwägung keine Abweichung von Bestimmungen des betreffenden Rechtsaktes und keine dem Wortlaut offensichtlich widersprechende Auslegung rechtfertigen könne (*Stotz*, in: *Riesenhuber* (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*<sup>3</sup>, 2015, S. 491, 498 f., § 22 Rn. 17) bzw. meint, dass eine Regelungsabsicht, die im normativen Teil keinen Anhalt findet, nicht berücksichtigt werden könne (*Riesenhuber*, in: ders. (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*<sup>3</sup>, 2015, S. 199, 214, § 10 Rn. 38; jedenfalls für Verordnungen und Entscheidungen [jetzt: Beschlüsse] auch *Bleckmann*, *RIW* 1987, 929, 931).

Die Gegenmeinung lehnt eine solche (Wortlaut-)Grenze ab (*Höpfner/Rüthers*, *AcP* 209 (2009), 1, 10–11, 15; *Potacs*, *EuR* 2009, 465, 470; wohl auch *Vogenauer*, *Auslegung von Gesetzen*, Bd. 1, 2001, S. 400–401).

<sup>428</sup> *EuGH*, Urt. v. 27.10.1981, Rs. 250/80, *Anklagemyndigheden/Schumacher u. a.*, Slg. 1981, S. 2465 Rn. 13; *EuGH*, Urt. v. 17.09.2009, Rs. C-347/08, *Vorarlberger Gebietskrankenkasse*, Slg. 2009, I-8661, Rn. 36–41; ähnlich, aber gleichrangig auf den Zusammenhang und das mit der Regelung verfolgte Ziel abstellend *EuGH*, Urt. v. 07.02.1979, Rs. 11-76, *Niederlande/Kommission*, Slg. 1979, S. 245 Rn. 6.

## § 7 Deutschland im europäischen Kontext

### I. Überblick

Nach der Finanzkrise hat Deutschland das Thema kurzfristiger Orientierung (*Short-termism*) von Akteuren im Kapitalgesellschaftsrecht vor allem in dreierlei Hinsicht diskutiert:

Erstens mit Blick auf die soeben behandelten zahlreichen Initiativen der Kommission zu Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, die sich insbesondere gegen übermäßig kurzfristige Orientierung richteten. Die dazugehörigen Reaktionen im Schrifttum wurden bereits behandelt. Wie gezeigt äußerten sich frühe Stimmen oft scharf ablehnend, während spätere, eingehendere Stellungnahmen die Bekämpfung von *Short-termism* als rechtspolitisches Ziel vermehrt gebilligt oder zumindest im Grundsatz akzeptiert haben.

Zweitens ist in Deutschland die Abschaffung der gesetzlichen Quartalsberichtspflicht vielfach als Maßnahme gegen *Short-termism* eingeordnet und begrüßt worden. Entsprechende Kritik an der Quartalsberichterstattung wurde vor allem seit der Jahrtausendwende laut. Der deutsche Gesetzgeber hält sich allerdings im Bereich der unterjährigen Periodenpublizität traditionell zugunsten von Selbstregulierungsmechanismen zurück. Hierdurch kam die wechselnde Haltung der europäischen Legislativorgane zur *Short-termism*-Kritik unmittelbar zum Tragen. Dies und die Wechselwirkung privater und öffentlicher Vorgaben lassen sich nur mit einem Blick auf die Geschichte der Quartalsberichterstattung in Deutschland adäquat untersuchen und einordnen (nachfolgend unter II.). Der Rechtsrahmen in Deutschland erweist sich dabei als im Zeitablauf sehr volatil. Hierin spiegeln sich die schwere Suche nach einer optimalen Regelung sowie der Wandel der herrschenden Meinung zur Markteffizienzhypothese, zu Kosten- und Kurzfristigkeitsbedenken wider.

Drittens hat man in Deutschland nach der Finanzkrise kurzfristige Orientierung ebenso prominent wie kontrovers im Zusammenhang mit der Vorstandsvergütung debattiert, befeuert durch mehrfache Anpassung der entsprechenden Vorschriften im Aktiengesetz. Das dazugehörige Schrifttum ist nahezu unüberschaubar, aber Gegenstand eingehender Kommentarliteratur, sodass an dieser Stelle ein Blick auf die Entstehungsgeschichte sowie auf die wesentlichen Linien der Aufnahme in Wissenschaft und Praxis genügt (III.).

Viertens sind auch in Deutschland, ähnlich wie in England und den USA, viel beachtete, nicht genuin juristische Sachbücher zu der Thematik erschienen, wenngleich die (international) einflussreichsten nicht aus der Feder deutscher Autoren stammen dürften. Nachfolgend soll exemplarisch ein besonders interessantes, aber auch kontroverses dieser Werke vorgestellt werden (IV.).

Auch abseits dieser Fokalfunkte der Debatte begegnet man der *Short-termism*-Kritik in der gesellschaftsrechtlichen Literatur, etwa in übergreifender angelegten Abhandlungen zu Fragen der Corporate Governance. Dabei zeigt sich deutlich eine zunehmende Akzeptanz: Während vor der Finanzkrise und mit leichten Abstrichen auch noch in deren Anfangszeit ein allgemeines Problem kurzfristiger Orientierung in der Corporate Governance abseits der herkömmlichen Streitthemen Heuschreckendebatte, rheinischer vs. angloamerikanischer Kapitalismus und Shareholder-Value recht selten angesprochen und wenn dann eher verneint wurde,<sup>1</sup> geht die Tendenz seit der Finanzkrise dahin, ein

---

<sup>1</sup> Siehe oben 2. Teil, § 2 III.3., S. 345 ff.

solches allgemeines Corporate-Governance-Problem für institutionelle Investoren zu bejahren.<sup>2</sup>

## II. Quartalsberichterstattung

Es wurde bereits herausgearbeitet, dass die Europäische Kommission und die von ihr mitgeprägte Transparenzrichtlinie einen grundlegenden Schwenk bei der Frage vollzogen hat, ob quartalsweise Berichtspflichten schädliche kurzfristige Orientierung fördern. Dies wirkte sich auf mitgliedstaatlicher Ebene in Deutschland unmittelbar aus, weil der deutsche Gesetzgeber die jeweils herrschende Unionslinie weitgehend kritiklos übernahm. Die Bedeutung dieser schematischen Orientierung war allerdings insofern begrenzt, als viele prägende Schritte in der hiesigen Geschichte unterjähriger kapitalmarkt-orientierter Veröffentlichungspflichten von privaten Akteuren ausgingen, denen der Gesetzgeber lange weitgehend das Feld überließ. Die dabei gemachten Erfahrungen haben über das dargestellte Wirken des EU-Parlamentariers *Klaus-Heiner Lehne* wiederum Weichenstellungen der europäischen Rechtsetzung beeinflusst. Insgesamt ist Deutschland im internationalen Vergleich ein Spätstarter bei unterjährigen periodischen Berichtspflichten. Ab den späten 1990er Jahren durchliefen diese dafür eine umso wechselvollere Entwicklung, die den Wandel der herrschenden Meinung zur Markteffizienzhypothese und *Short-termism*-Kritik widerspiegelt. Letztere kam dabei juristisch und rechtspolitisch wiederholt zum Tragen.

### 1. 1950er bis 1980er Jahre: Regulierungs- statt Kurzfristigkeitskritik

Kapitalmarktrechtlich orientierte, periodische Veröffentlichungspflichten waren in Deutschland bereits lange vor der Transparenzrichtlinie bekannt. Die Literatur verortet ihre Anfänge im Investmentrecht, das ab 1957 jährliche und halbjährliche Berichtspflichten kannte, mit europarechtlicher Harmonisierung ab Mitte der 1980er Jahre.<sup>3</sup>

Eine unterjährige Periodenpublizität für börsengehandelte Aktiengesellschaften erzwang der deutsche Gesetzgeber zunächst 1967 bei der Reform des Börsengesetzes. Das Wirtschaftsministerium strebte eine halbjährliche Zwischenberichtspflicht zum Schutz der Gläubiger und Aktionäre an, bei deren Nichtbeachtung die amtliche Börsennotie-

<sup>2</sup> Siehe nun etwa *Hopt*, ZGR 2013, 163, 208 („Hinzu kommt, dass nicht nur allgemein am Kapitalmarkt, sondern auch bei den institutionellen Aktionären der Anlagezeithorizont sich verändert hat und das Problem des short-termism ernst genommen werden muss.“); *ders.*, ZHR 175 (2011), 444, 501 („Institutionelle Anteilseigner sind in besonderem Maße und wie insgesamt die Kapitalmärkte zunehmend kurzfristig renditeorientiert, was die Kommission in ihrem Grünbuch vom 05.04.2011 zu Recht als gefährlich ansieht.“); knapp wohl auch *Seibt*, ZGR 2010, 819 („Zudem unterstützt die kosteneffiziente Möglichkeit eines Stimmrechtserwerbs [ohne Aktienerwerb, empty voting] opportunistische und nur kurzfristig ausgerichtete Investitionsstrategien (die dann das Problem des Short Termism des Managements vertiefen).“); „zahlreiche“ bzw. „viele gute Gründe“ sieht *Klöhn*, ZGR 2012, 1, 10–14 für zwei Spielarten eines *Short-termism*-Problems: erstens *managerial short-termism* im Sinne eines Zeitpräferenzkonflikts dadurch, dass Vorstandsmitglieder einen höheren Diskontfaktor verwendeten als Aktionäre, und zweitens *investor short-termism* dergestalt, dass Manager und Aktionäre kurzsichtig seien und infolgedessen ein Zeitpräferenzkonflikt mit den sonstigen Stakeholdern der Gesellschaft (Gläubiger, Arbeitnehmer, Öffentlichkeit) auftrete. Die empirische Evidenz des *managerial Short-termism* wertet *Klöhn* (a. a. O., S. 13) als „reichhaltig“. Über den Einfluss großer Investoren sei die Evidenz hingegen nicht eindeutig. Offenbar gebe es solche mit kurz- und solche mit langfristiger Perspektive (a. a. O., S. 14).

<sup>3</sup> Näher *Brinckmann*, Kapitalmarktrechtliche Finanzberichterstattung, 2009, S. 112–114.

rung eingestellt werden sollte.<sup>4</sup> Letztlich ging dies aber nicht in die Novelle des Börsengesetzes 1975 ein.<sup>5</sup> Stattdessen setzte man auf Selbstregulierung der Branche: Angesichts der Kritik an den Reformplänen des Jahres 1967 berief der damalige Bundeswirtschaftsminister Karl Schiller 1968 eine Börsensachverständigenkommission aus Vertretern von Betroffenen (Banken, Unternehmen, Börsen), Börsenaufsicht und Wissenschaft ein.<sup>6</sup> Die Kommission erörterte 1968 die Frage der Zwischenberichterstattung börsennotierter Aktiengesellschaften, teilte die Bedenken der Wirtschaft gegen eine gesetzliche Regelung und riet zu selbstregulatorischer Initiative.<sup>7</sup> Die Betroffenen kamen dem zügig nach: Anfang März 1969 veröffentlichten Börsen, Industrie- und Bankenverbände einen gemeinsamen Aufruf,<sup>8</sup> in dem sie börsennotierte Aktiengesellschaften zu Zwischenberichten drängten, da es gelte, starre, übermäßig pauschale Regulierung abzuwenden. Hierzu empfahlen sie „Halbjahres- und gegebenenfalls Quartalsberichte“ als am besten geeignet.<sup>9</sup> Aufbauend auf dem Aufruf erarbeiteten die deutschen Börsen sodann „Regeln für die Beurteilung von Zwischenberichten börsennotierter Gesellschaften“, die im April 1971 in endgültiger Fassung vorlagen und ein Grundschema für unterjährige Berichte enthielten.<sup>10</sup> Die Regeln verlangten „mindestens zwei Zwischenberichte jährlich in sechsmonatigem Abstand“, erfassten also Halbjahres- ebenso wie Quartalsberichte. Zwischenberichte sollten „möglichst weitgehend mit absoluten Zahlenangaben“

---

<sup>4</sup> Zu diesem Punkt und anderen Elementen im Reformplan unter Bezugnahme auf ein Schreiben des Wirtschaftsministeriums vom 22.06.1966 an die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen *Bremer*, Die Börsensachverständigenkommission, 1976, S. XXI–XXII; unter Bezugnahme auf den Referentenentwurf von 1967 *Köbrich*, DB 1989, 1477; zu beidem *Merkt*, in: Hopt (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 17, 113–114.

<sup>5</sup> Zur Kritik am Entwurf als perfektionistisch und praxisfern *Merkt*, in: Hopt (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 17, 114 m. w. N.

<sup>6</sup> Zur Einrichtung der Kommission mit vollständiger Angabe der wechselnden Mitgliedschaft von der ersten Sitzung am 15.07.1968 bis zur Sitzung am 26.11.1975 *Bremer*, Die Börsensachverständigenkommission, 1976, S. XXIII–XXIV.

<sup>7</sup> Die Börsensachverständigenkommission empfahl, dass interessierte Verbände börsennotierte Gesellschaften aufrufen, ihre Aktionäre in regelmäßigen Abständen über wichtige Daten der Geschäftsentwicklung zu unterrichten. Börsen sollten im Kurszettel kenntlich machen, in welcher Periodizität (halb- oder vierteljährlich) und mit welcher Verzögerung dem Aufruf entsprechende Berichte erstattet werden, *ders.*, Die Börsensachverständigenkommission, 1976, S. 12; nach *Köbrich*, DB 1989, 1477 forderte die Börsensachverständigenkommission möglichst vierteljährliche Berichte, die sowohl die gegenwärtige Lage als auch die zukünftige Entwicklung behandeln.

<sup>8</sup> Der Aufruf erfolgte gemeinschaftlich durch die Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, den Arbeitskreis zur Förderung der Aktie, den Bundesverband der Deutschen Industrie, den Bundesverband Deutscher Banken und den Deutschen Sparkassen- und Giroverband; er ist abgedruckt bei *Bremer*, Die Börsensachverständigenkommission, 1976, S. 71–72. Der Arbeitskreis zur Förderung der Aktie hatte seinerseits schon 1964 eigenständig eine entsprechende Empfehlung veröffentlicht (dazu *Siebel/Gebauer*, WM 2001, 173, 180), die allein aber offenbar keine hinreichende Resonanz hatte finden können.

<sup>9</sup> Siehe den Abruck bei *Bremer*, Die Börsensachverständigenkommission, 1976, S. 72. Gegen die drohende gesetzliche Regelung verwahrte sich der Aufruf: „Eine vom Gesetzgeber angeordnete, für alle Gesellschaften einheitliche und im Detail geregelte Zwischenberichterstattung wird aber den Besonderheiten nicht gerecht, die vor allem auf den unterschiedlichen Produktionsprogrammen und verschiedenen saisonalen Einflüssen der einzelnen Branchen und Gesellschaften beruhen. Sie entspricht auch nicht den Grundprinzipien unserer freiheitlichen Wirtschaftsordnung.“

<sup>10</sup> Diese „Regeln für die Beurteilung von Zwischenberichten börsennotierter Gesellschaften in der Fassung vom April 1971“ sind abgedruckt bei *ders.*, Die Börsensachverständigenkommission, 1976, S. 73–79. Neben dem allgemeinen Grundschema sahen sie Abweichungen für Kreditinstitute, private Hypothekenbanken und Versicherungen vor.

unterlegt werden<sup>11</sup> und eine Vorausschau auf die zukünftige Entwicklung einschließen.<sup>12</sup> Zu dem Schema verabredeten die Börsen, dass die Heimatbörse vorgelegte Zwischenberichte auf Mindestangaben prüfte und im Billigungsfalle den anderen inländischen Börsen zur Anerkennung empfahl.<sup>13</sup> Die amtlichen Kursblätter machten ab April 1970 kenntlich, wenn Gesellschaften dergestalt geprüfte Zwischenberichte veröffentlichten.<sup>14</sup> Anderweitige Durchsetzungsmechanismen oder Sanktionen fehlten. Der praktische Einfluss der Regeln blieb daher gering.<sup>15</sup>

Eine unterjährige Berichterstattung auf gesetzlicher Grundlage führte Deutschland erst ein, als die Halbjahresberichtsline von 1982 eine halbjährliche Periodenpublizität für Gesellschaften mit Eigen- oder Fremdkapitaltiteln im amtlichen Börsenhandel verlangte.<sup>16</sup> Die Vorgabe setzten die Börsengesetznovelle von 1986<sup>17</sup> und die Börsenzulassungsverordnung (BörsZulV) vom 15.04.1987<sup>18</sup> um.<sup>19</sup> Der Gesetzgeber konzipierte die Periodenpublizität darin als sanktionsbewehrte<sup>20</sup> Börsenzulassungsfolgepflicht.<sup>21</sup> Zugleich

<sup>11</sup> Zitiert nach dem Abdruck bei *ders.*, Die Börsensachverständigenkommission, 1976, S. 73; dazu aus der Literatur *Köbrich*, DB 1989, 1477, 1478.

<sup>12</sup> Abruck bei *Bremer*, Die Börsensachverständigenkommission, 1976, S. 74 unter lit. h) am Ende; aus der Literatur *Köbrich*, DB 1989, 1477, 1479.

<sup>13</sup> *Köbrich*, DB 1989, 1477.

<sup>14</sup> Angegeben wurde dabei nur das Erscheinungsdatum des Zwischenberichts, womit die Börsen hinter den Forderungen der Börsensachverständigenkommission zurückblieben, *Bremer*, Die Börsensachverständigenkommission, 1976, S. 13.

<sup>15</sup> Empirische Studien haben ergeben, dass 1972 nur ein gutes Drittel der amtlich notierten inländischen Gesellschaften Zwischenberichte veröffentlichte, die allerdings meist nicht den Anforderungen der Regeln genügten. 1984 war der Anteil auf ca. 22 % gesunken, für einen Überblick *Rothfuss*, Die Zwischenberichterstattung börsennotierter deutscher Unternehmen, 2005, 9 m. w. N.

<sup>16</sup> Richtlinie 82/121/EWG des Rates vom 15. Februar 1982 über regelmäßige Informationen, die von Gesellschaften zu veröffentlichen sind, deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen sind (Halbjahresberichtsrichtlinie, auch: Zwischenberichtsrichtlinie), ABl. EG Nr. L 48 vom 20.02.1982, S. 26–29, Art. 1 I, Art. 2. Zuvor hatte 1979 die Börsenzulassungsrichtlinie eine jährliche Periodenpublizität begründet, Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABl. EG Nr. L 66 vom 16.03.1979, S. 21–32, Art. 4 II, 17 i. V. m. Anhang C, Ziffer 4; zum Ganzen *Brinckmann*, Kapitalmarktrechtliche Finanzberichterstattung, 2009, S. 114; *Ammédick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 15 Rn. 37.

<sup>17</sup> Gesetz zur Einführung eines neuen Marktabschnitts an den Wertpapierbörsen und zur Durchführung der Richtlinien des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 5. März 1979, vom 17. März 1980 und vom 15. Februar 1982 zur Koordinierung börsenrechtlicher Vorschriften (Börsenzulassungs-Gesetz) vom 16. Dezember 1986, BGBl I 1986, 68 vom 24.12.1986, S. 2478.

<sup>18</sup> Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungs-Verordnung – BörsZulV) vom 15. April 1987, BGBl I 1987, 26 vom 24.04.1987, S. 1234.

<sup>19</sup> § 44b BörsG i. d. F. vom 16.12.1986 i. V. m. §§ 53–62 BörsZulV, jeweils i. d. F. vom 15.04.1987. Dazu aus der Literatur *Brinckmann*, Kapitalmarktrechtliche Finanzberichterstattung, 2009, S. 117; *Siebel/Gebauer*, WM 2001, 173, 180; eingehend, mit Gegenüberstellung der gesetzlichen Neuregelung und den bis dato maßgeblichen „Regeln für die Beurteilung von Zwischenberichten börsennotierter Gesellschaften, Stand März 1971“ der Börsen, *Köbrich*, DB 1989, 1477–1481; auch zu weiteren wichtigen Neuerungen der Börsengesetznovelle *Merkt*, in: Hopt (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 17, 125.

<sup>20</sup> §§ 90 I Nr. 4, IV BörsG: Geldbuße bis zu 100.000 DM, *Köbrich*, DB 1989, 1477, 1478.

<sup>21</sup> *Brinckmann*, Kapitalmarktrechtliche Finanzberichterstattung, 2009, S. 117. Aus dem zeitgenössischen Schrifttum teilweise kritisch *Köbrich*, DB 1989, 1477, 1481 f., der einerseits die höhere Verbindlichkeit und eine Berücksichtigung internationaler Verflechtungen bei Vorgaben zur Veröffentlichung lobte, andererseits aber beanstandete, dass die Anforderungen stellenweise hinter den bisherigen Börsenregeln zurückblieben. So verlange das Gesetz weniger absolute Zahlenangaben. Köbrichs weitere Behauptung, das Gesetz fordere nur noch einen halbjährlichen Bericht statt wie zuvor eine Mindestfrequenz, war allerdings unzutreffend. § 44b I 1 BörsG besagte schon in der Fassung des Börsenzulassungs-

führte er auf Anregung der Börsensachverständigenkommission<sup>22</sup> den sog. Geregelten Markt als neues mittleres Segment unter dem bis dato bestehenden Amtlichen Markt und über dem Freiverkehr ein.<sup>23</sup> Im Vergleich zum Amtlichen Markt waren die Zulassungsvoraussetzungen und Publizitätsanforderungen geringer, um mittleren Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern.<sup>24</sup> Unter anderem sah der Gesetzgeber im Geregelten Markt bewusst von einer gesetzlich obligatorischen Zwischenberichterstattung wie im Amtlichen Markt ab.<sup>25</sup> Stattdessen überließ er die nähere Ausgestaltung den Börsen.<sup>26</sup>

Kurzfristigkeitskritik an der Zwischenberichterstattung spielte damals soweit ersichtlich keine Rolle. Stattdessen richteten sich Bedenken gegen die ungewohnte Regulierungsdichte und den damit verbundenen Aufwand.<sup>27</sup> Dieser Fokus lag darin begründet, dass man sich damals verbreitet um eine im internationalen Vergleich anscheinend relativ geringe Eigenkapitalausstattung des deutschen Mittelstands sorgte und eingehend überlegte, wie man ihn stärker an die Börse heranführen könne, um zur angloamerikanischen Konkurrenz aufzuschließen.<sup>28</sup> Den Kapitalmarkt sah man insoweit positiv als langfristige Finanzierungsquelle, ohne die zeitgleiche intensive *Short-termism*-Debatte im angloamerikanischen Raum mit ihren neidvollen Blicken auf das langfristige deutsch-japanische Modell der Corporate Governance und Unternehmensfinanzierung zu bemerken.<sup>29</sup> Ebenso wenig spielten Sorgen vor kurzfristiger Orientierung durch den Übernahmemarkt eine Rolle. Dies mutet insofern inkonsequent an, als die deutsche Rechtswissenschaft ab Ende der 1980er Jahre eine einschlägige Kontroverse in Anlehnung an die USA austrug<sup>30</sup> und eine Börsennotierung Übernahmen tendenziell erleichterte. Die Diskrepanz lässt sich allerdings mit der damals in Deutschland weitgehend fehlenden praktischen Bedeutung feindlicher Übernahmen erklären. Sie trug wesentlich dazu bei, dass

---

Gesetzes von 1986, der Emittent sei verpflichtet, „innerhalb eines Geschäftsjahres mindestens einen Zwischenbericht zu veröffentlichen“. Allerdings bezog sich § 53 der BörsZulVO nur noch auf eine Berichterstattung über einen sechsmonatigen Zeitraum.

<sup>22</sup> Zu ihrem Vorschlag *Claussen*, ZGR 1984, 1, 9–11, mit eingehender Stellungnahme und eigenem, teilweise abweichendem Vorschlag (a. a. O., S. 11–22).

<sup>23</sup> *Merkt*, in: Hopt (Hrsg.), Börsenreform, 1997, S. 17, 126.

<sup>24</sup> *Ammedick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 73 f. Rn. 229.

<sup>25</sup> Siehe *Bundesregierung*, Entwurf Börsenzulassungs-Gesetz, BT-Drucks. 10/4296, 22.11.1985, S. 11. Rechtstechnisch folgte die fehlende Zwischenberichtspflicht im Geregelten Markt daraus, dass die Verpflichtung zu Zwischenberichten in § 44b BörsG im dritten Abschnitt des BörsG stand, der die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel mit amtlicher Notierung regelte (*Ammedick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 7 Rn. 15). Die Verweisung in § 76 BörsG, welche den Geregelten Markt betraf, sparte § 44b BörsG aus (*Ammedick/Strieder*, a. a. O., S. 74 f. Rn. 231).

<sup>26</sup> §§ 72 I, II Nr. 1, 73 I Nr. 1 BörsG i. d. F. vom 16.12.1986, dazu *Bundesregierung*, Entwurf Börsenzulassungs-Gesetz, BT-Drucks. 10/4296, 22.11.1985, S. 17.

<sup>27</sup> *Claussen*, ZGR 1984, 1, 13–14 berichtete, dass die Richtlinienvorgaben der Kommission vonseiten der Praxis vielfach als „überzogen, zumindest die Zulassungsvoraussetzungen übersteuert“ beanstandet wurden, mit Blick auf das Ziel, die Kapitalmarktnutzung auch für mittlere Unternehmen anzuregen.

<sup>28</sup> Dazu bereits oben S. 273 Fn. 1375 mit zahlreichen Nachweisen sowie den begleitenden Text.

<sup>29</sup> Hierzu bereits 2. Teil, § 1 III., S. 270, 273.

<sup>30</sup> Zu dieser oben 2. Teil, § 2 III. 1, S. 327 ff., insb. 2. Teil, § 2 III. 1. b), S. 329 ff. (Kontroverse in der deutschen Rechtswissenschaft) und 2. Teil, § 2 III. 2., S. 337 ff. (Streit um die EU-Übernehmerichtlinie).

in Wissenschaft und Legislative zumindest auf abstrakt-theoretischer Ebene eine übernahmefreundliche Grundhaltung vorherrschte.<sup>31</sup>

## 2. Späte 1990er Jahre bis 2002: Privatrechtlicher Siegeszug der Quartalsberichterstattung

Auch nach der Reform von 1986/87 blieben Umfang und Frequenz der gesetzlich vorgeschriebenen Zwischenberichterstattung deutlich hinter den US-amerikanisch<sup>32</sup> geprägten Erwartungen des internationalen Kapitalmarktes zurück.<sup>33</sup> Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz<sup>34</sup> fügte zwar zum 1. April 1998<sup>35</sup> in § 72 III BörsG a. F. eine Öffnungsklausel ein. Danach durfte die Börsenordnung einen Teilbereich des Geregelteten Marktes festlegen, in dem die einbezogenen Emittenten einen Zwischenbericht während des Geschäftsjahres entsprechend der Vorschrift des § 44b I BörsG a. F. veröffentlichen mussten.<sup>36</sup> Der erweiterte Gestaltungsspielraum sollte den Börsen ermöglichen, ihr zweites Marktsegment durch höhere Transparenz attraktiver für Anleger zu gestalten.<sup>37</sup> Die Börsen machten hiervon regelmäßig Gebrauch.<sup>38</sup> Gleichwohl empfand man auch diese erweiterten Möglichkeiten als unzureichend,<sup>39</sup> zumal sie die Lücken zu angloamerikanisch geprägten Erwartungen<sup>40</sup> nicht schlossen, insbesondere mit Blick auf die Quartalsberichterstattung.

Private Akteure, die für internationale Investoren interessant sein wollten, ergriffen daher selbst die Initiative: Zunächst veröffentlichte eine zunehmende Anzahl von Unternehmen im Amtlichen und Geregelteten Markt freiwillig quartalsweise Informationen.<sup>41</sup> In einem zweiten Schritt wurden die Börsen aktiv, die sich zunehmend in einem internationalen Wettbewerb um Emittenten sahen.<sup>42</sup> Die öffentlich-rechtliche Struktur des amtlichen Handels am Geregelteten Markt, mit der Zulassung als begünstigendem Verwal-

<sup>31</sup> Dazu schon 2. Teil, § 2 III. 3., S. 345 ff.

<sup>32</sup> In den USA bestand bereits seit dem Inkrafttreten des Securities Exchange Act im Jahr 1934 eine gesetzliche Pflicht zur Quartalsberichterstattung für alle börsennotierten Gesellschaften, die New York Stock Exchange hatte solche Berichte sogar seit 1910 verlangt; hierzu sowie zur Ausgestaltung der Berichtspflicht und ihrer Funktion im US-amerikanischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht instruktiv *Merkt/Göthel*, RIW 2003, 23, 24–27.

<sup>33</sup> *d'Arcy/Meyer*, Konzern 2005, 151, 153; *Merkt/Göthel*, RIW 2003, 23, 24.

<sup>34</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz), BGBl I 1998, 18 vom 27.03.1998, S. 529.

<sup>35</sup> Art. 30 Satz 1 Drittes Finanzmarktförderungsgesetz (Fn. 34 auf S. 924).

<sup>36</sup> *Schlitt*, AG 2003, 57, 58.

<sup>37</sup> *Bundesregierung*, Entwurf 3. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 13/8933, 06.11.1997, S. 82.

<sup>38</sup> So verlangte die Frankfurter Wertpapierbörse von Gesellschaften im Geregelteten Markt einen Zwischenbericht während des Geschäftsjahres in Anlehnung an § 44b BörsG. Im Freiverkehr waren aufgrund dessen privatrechtlicher Verfasstheit, die der Gesetzgeber mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz klargestellt hatte (dazu *Primary Markets Arbitration Panel*, BKR 2001, 153, 154–155), weitergehende Regelungen möglich. Mit Blick auf die dort notierten kleinen Emittenten lagen sie aber nicht nahe. Immerhin änderte die Düsseldorfer Wertpapierbörse zum Oktober 1999 ihre Regularien dahingehend, dass auch Gesellschaften, die in den dortigen Freiverkehr einbezogen waren, mindestens einen Zwischenbericht im Geschäftsjahr erstatten mussten, *Ammedick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 75 Rn. 231–232.

<sup>39</sup> *Schlitt*, AG 2003, 57, 58.

<sup>40</sup> Vgl. *Primary Markets Arbitration Panel*, BKR 2001, 153, 158: „[...] zunehmenden Internationalisierung des Kapitalmarktgeschehens mit der Folge einer immer stärkeren Dominanz angelsächsischer und insbesondere US-amerikanischer Standards [...]“; *Gebhardt*, WM 2003, 3, 11.

<sup>41</sup> *Merkt/Göthel*, RIW 2003, 23, 24; *Gebhardt*, WM 2003, 3, 11.

<sup>42</sup> *Primary Markets Arbitration Panel*, BKR 2001, 153, 158.

tungsakt, verwehrte ihnen allerdings, Quartalsberichte eigenmächtig als öffentlich-rechtliche Zulassungsfolgepflicht einzuführen.<sup>43</sup> Stattdessen konnten die Börsen neue Segmente nur privatrechtlich organisieren: So kreierte die Deutsche Börse AG 1997 das „Regelwerk Neuer Markt“ für junge Wachstumsunternehmen. Interessierte Emittenten mit Zulassung zum Geregelteten Markt konnten es vertraglich annehmen.<sup>44</sup> Damit verpflichteten sie sich, neben anderen Elementen ausgefeilter Investorenkommunikation, zu umfangreicher quartalsweiser Berichterstattung auf Deutsch und Englisch.<sup>45</sup> Nachdem der Neue Markt sehr erfolgreich gestartet war, richtete die Deutsche Börse 1999 in gleicher Weise den SMAX (Small Cap Exchange) als Qualitätssegment für kleine und mittlere Unternehmen ein, in dem sie ebenfalls Quartalsberichte verlangte.<sup>46</sup> Missachteten die Emittenten ihre Pflichten, drohten jeweils empfindliche Vertragsstrafen und letztlich der Ausschluss aus dem Segment.<sup>47</sup>

Dessen ungeachtet kamen bald Klagen über die Qualität der Quartalsberichterstattung auf.<sup>48</sup> Tatsächlich verwarnte die Deutsche Börse 1999 61 Gesellschaften und im Folgejahr sogar 102 wegen unzureichender Quartalsberichte.<sup>49</sup> Vor diesem Hintergrund erweiterte die Deutsche Börse zum Jahresbeginn 2001 die Anforderungen an die Quartalsberichterstattung am Neuen Markt.<sup>50</sup> Außerdem führte sie ab Mitte 2001 ein standardisiertes Format ein, den sog. strukturierten Quartalsbericht, in dem zeitgenössische

<sup>43</sup> *Hammen*, WM 2003, 997, 998.

<sup>44</sup> *Ders.*, WM 2003, 997, 998. Genau betrachtet nahm der Neue Markt eine „Zwitterstellung“ ein: Die Zulassung zum Neuen Markt setzte zwar voraus, dass der Emittent das öffentlich-rechtliche Zulassungsverfahren des Geregelteten Marktes erfolgreich durchgeführt hatte. Der Handel der Aktien erfolgte aber im privatrechtlich organisierten Freiverkehr, da die Börsen nach damaligem Recht nur für diesen eigenmächtig erweiterte Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten schaffen konnten, *Schlitt*, AG 2003, 57, 58; *Römermann/Schröder*, BKR 2001, 83, 84; *Wolf*, WM 2001, 1785, 1785–1786; *Bachmann*, WM 2001, 1793, 1794; *Kiethe*, Rechtsbeziehungen zwischen Marktbetreibern und Börsenbenutzern, 2011, S. 62–64; LG Frankfurt a. M., AG 2002, 53, 55.

<sup>45</sup> Die Anforderungen an Quartalsberichte waren eingehend unter Ziffer 7.1 des Regelwerkes Neuer Markt geregelt, abgedruckt im Stand vom 18.10.2001 bei *Ammédick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 257–260. Gefordert war eine Rechnungslegung einschließlich Zwischenberichterstattung nach internationalen Regeln, also entweder US-GAAP oder IAS, wobei letztere damals noch nicht für konsolidierte Abschlüsse europäischer Gesellschaften verpflichtend waren, *dies.*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 46 Rn. 143–144. Da IAS 34 über die Zwischenberichterstattung selbst keine Vorgabe zur Häufigkeit machte und auch die US-GAAP ausländische Unternehmen nicht zur Quartalsberichterstattung verpflichteten, ergab sich eine entsprechende Pflicht erst aus den Regelwerken für den Neuen Markt und SMAX, *dies.*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 47 Rn. 149, 57 f. Rn. 179, 60 f. Rn. 188. Zu den Anforderungen im Einzelnen *dies.*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 85–94; für einen knapperen Überblick *Zietsch/Holzborn*, WM 2002, 2393, 2397–2398.

<sup>46</sup> *Merkt/Göthel*, RIW 2003, 23, 24; *Ammédick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 7–8 Rn. 16. Nähere Vorgaben zu der Erstellung von Quartalsberichten waren unter Ziffer 3.1 der SMAX-Teilnahmebedingungen enthalten, abgedruckt in der Fassung vom 01.07.2000 bei *Ammédick/Strieder*, a. a. O., S. 260–262; zu den Einzelheiten der Anforderungen (a. a. O., S. 95–104); knapp *Zietsch/Holzborn*, WM 2002, 2393, 2401.

<sup>47</sup> Im Einzelnen *Ammédick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 106 f. Rn. 339–345: Am Neuen Markt Geldstrafe von bis zu 100.000 € für jeden Verstoß gegen die Pflichten aus der Zulassung, Veröffentlichung der Pflichtverletzung und als Ultima-ratio-Ausschluss; im SMAX Vertragsstrafe von mindestens 2.500 € bis zu 10.000 € pro Verstoß und als ultima ratio der Ausschluss durch Kündigung der Teilnahmevereinbarung aus wichtigem Grund.

<sup>48</sup> *Hanft/Kretschmer*, AG 2001, 84, 87.

<sup>49</sup> *Bode*, Anlegerschutz und Neuer Markt, 2006, S. 301.

<sup>50</sup> Dazu im Einzelnen *Hanft/Kretschmer*, AG 2001, 84 ff., mit Kritik angesichts verbleibender Lücken im Vergleich zu internationalen Rechnungslegungsstandards.

Autoren einen wesentlichen Fortschritt sahen.<sup>51</sup> Zugleich erhob die Börse Angaben über die voraussichtliche Entwicklung des Geschäftsjahres, also eine quartalsweise Prognoseberichterstattung, zu einem verpflichtenden Element,<sup>52</sup> während vorher Angaben zu den Aussichten nur soweit möglich gefordert gewesen waren<sup>53</sup> und wohl oft nur unvollständig abgegeben wurden.<sup>54</sup> Für Prognosen brachte der strukturierte Quartalsbericht allerdings keine konkreten Darstellungsvorgaben.<sup>55</sup> Der Qualität war das offenbar nicht zuträglich. Rückblickend hat die umfassende Auswertung von *Bode* ergeben, dass sich nur gut die Hälfte der Prognosen der deutschen Emittenten am Neuen Markt als zutreffend erwies, circa ein Drittel als falsch. Besser schnitten allerdings die ausländischen Emittenten am Neuen Markt ab (rund 78 % der Prognosen richtig, nur knapp 15 % falsch), am besten bemerkenswerterweise diejenigen, die ihre Quartalsberichte nach Form 10-Q bzw. Form 6-K der SEC veröffentlichten (circa 87 der Prognosen richtig, knapp 10 % falsch).<sup>56</sup>

Bevor die Probleme offenbar wurden, fand das erfolgreiche Beispiel der Deutschen Börse zeitgleich oder bald darauf Nachahmer bei den deutschen Regionalbörsen. Diese richteten ebenfalls besondere Segmente ein, so Ende 1997 die Hanseatische Wertpapierbörse für Neugründungen (Start-up Market) und 1998 die Bayerische Börse in München für mittelständische Unternehmen.<sup>57</sup> Beide verlangten ebenfalls quartalsweise Publizität, die Hanseatische Wertpapierbörse in Form vierteljährlicher ungeprüfter Quartalsberichte,<sup>58</sup> die Bayerische Börse in ihrem Prädikatsmarkt und Prädikatsmarkt Select in Form vierteljährlicher Aktionärsbriefe.<sup>59</sup>

Der privatrechtliche Siegeszug der Quartalsberichterstattung wurde weiter dadurch komplettiert, dass die Deutsche Börse sie mit Jahresbeginn 2001 zu einer Auswahlvorsatzsetzung für die Indizes DAX und MDAX erhob.<sup>60</sup> Ab Jahresbeginn 2002 war überdies eine Vorlage auf Deutsch und Englisch gefordert.<sup>61</sup> Die Grundlage hierfür bildete

<sup>51</sup> *Ammedick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 85 Rn. 269; es galt allerdings nicht für Gesellschaften, die nach US-GAAP berichteten, dazu a. a. O., S. 93 Rn. 291; eine deutliche Verbesserung konstatierend auch *Bode*, Anlegerschutz und Neuer Markt, 2006, S. 337.

<sup>52</sup> Regelwerk Neuer Markt 7.1.2. Abs. 2 Nr. 6, abgedruckt bei *Ammedick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 255–256.

<sup>53</sup> *Bode*, Anlegerschutz und Neuer Markt, 2006, S. 236–237.

<sup>54</sup> So bezogen auf Halbjahresberichte der Jahre 2000 und 2001 das Ergebnis der Studie von *Rothfuss*, Die Zwischenberichterstattung börsennotierter deutscher Unternehmen, 2005, 243–249, der prüft, ob Emittenten die geforderten Prognoseangaben veröffentlichten. Er ermittelt, dass Emittenten aus DAX und MDAX im Untersuchungszeitraum mit deutlicher Mehrheit die geforderten Prognoseangaben machten, während im Neuen Markt die große Mehrheit die Anforderungen nicht erfüllte.

<sup>55</sup> *Bode*, Anlegerschutz und Neuer Markt, 2006, S. 301–303.

<sup>56</sup> *Ders.*, Anlegerschutz und Neuer Markt, 2006, S. 258.

<sup>57</sup> Zu Letzterem *Helmis/Schiereck/Paix*, ZBB/JBB 2002, 161, 163; zu beidem *Damrau*, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, 2003, S. 395–396.

<sup>58</sup> *Damrau*, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, 2003, S. 396; *Reichling/Beinert/Henne*, Praxishandbuch Finanzierung, 2005, S. 83–84. Anders der IPO-Markt an der Börse Berlin, der nur mit einer Verpflichtung zu halbjährlicher Zwischenberichterstattung verbunden war, *Damrau*, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, 2003, S. 397.

<sup>59</sup> *Helmis/Schiereck/Paix*, ZBB/JBB 2002, 161, 164; *Siebel/Gebauer*, WM 2001, 173, 180, 182.

<sup>60</sup> *Siebel/Gebauer*, WM 2001, 173, 181.

<sup>61</sup> *Merkt/Göthel*, RIW 2003, 23, 24; *Ammedick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 77 Rn. 237–238, 80 Rn. 247–248. Gefordert waren drei Quartalsberichte pro Jahr, im vierten und letzten Quartal ersetzte der Jahresabschluss den Quartalsbericht.

Außerdem waren Quartalsberichte eine Bedingung dafür, dass eine Gesellschaft für die Indizes SDAX und NEMAX50 der Deutschen Börse AG in Betracht kam. Diese Indizes waren damals (2001) aber

jeweils der „Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse“.<sup>62</sup> Interessenten an einer Indexaufnahme mussten sich faktisch nach diesem richten, ohne dass insoweit ein Vertrag mit der Deutschen Börse bestand.<sup>63</sup> Während sich die meisten Gesellschaften fügten, verweigerten die Spar Handels AG und die Porsche AG Quartalsberichte. Die Deutsche Börse schloss deshalb im Sommer 2001 beide Unternehmen von der Einbeziehung in die MDAX-Berechnung aus, obgleich sie die Kriterien hinsichtlich Marktkapitalisierung und Börsenumsatz erfüllten.<sup>64</sup> Vor allem Porsche protestierte lautstark und trug dabei erstmals prominent eine Kurzfristigkeitskritik an Quartalsberichten in die deutsche Diskussion (näher sogleich 4.).

Jedenfalls zunächst stand Porsche damit freilich scheinbar „gegen den Rest der Welt“,<sup>65</sup> hatten doch Quartalsberichte damals viel Unterstützung in Wissenschaft und Praxis:

So forderte der aus führenden Betriebswirtschaftlern und Industriemanagern zusammengesetzte Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft auf dem Betriebswirtschaftler-Tag im September 2000, alle kapitalmarktorientierten Unternehmen i. S. v. § 2 V WpHG zu dreimaliger unterjähriger (Quartals-)Berichterstattung zu verpflichten.<sup>66</sup> Gleiches vertraten aufstrebende Stimmen aus dem juristischen Schrifttum, die sich ähnlich wie der Arbeitskreis auch dafür aussprachen, die deutsche Rechnungslegung für börsennotierte Gesellschaften insgesamt einer kapitalmarktrechtlichen Informationsphilosophie zu öffnen.<sup>67</sup>

Die Regierungskommission Corporate Governance wollte in ihrem 2001 vorgelegten Bericht allen börsennotierten Gesellschaften im Sinne des § 3 I AktG einheitlich Zwischenabschlüsse für die ersten drei Quartale des Geschäftsjahres vorschreiben und positionierte sich nur für reine Fremdkapitalemittenten restriktiver.<sup>68</sup>

---

ohnehin Gesellschaften vorbehalten, die dem SMAX bzw. dem Neuen Markt angehörten (zu beidem Ziffer „2.2.1 Auswahlkriterien“ des Leitfadens zu den Aktienindizes der Deutschen Börse, Stand August 2001, abgedruckt bei *Ammédick/Strieder*, *Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften*, 2002, S. 253). Die Regelwerke von SMAX und Neuem Markt beinhalteten bereits eine privatrechtliche Pflicht zu Quartalsberichten. Folglich hatte das entsprechende Kriterium für SDAX bzw. NEMAX 50 im Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse insoweit keine eigenständige Bedeutung.

<sup>62</sup> Im Stand von August 2001 auszugsweise abgedruckt bei *Ammédick/Strieder*, *Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften*, 2002, S. 253–257; „Kriterien für die Erstellung von Quartalsberichten“ waren unter Ziffer 5.2 enthalten, abgedruckt a. a. O., S. 254–257.

<sup>63</sup> *Dies.*, *Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften*, 2002, S. 8 Rn. 16, 74 Rn. 230, 76 Rn. 234; zu den Anforderungen im Einzelnen und ihrem Verhältnis zu den gesetzlichen Vorschriften a. a. O., S. 76–84.

<sup>64</sup> *Dies.*, *Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften*, 2002, S. 6 Rn. 13 Fn. 25, 108 Rn. 347.

<sup>65</sup> Siehe die Überschrift des Artikels von *ra*, *NZZ* vom 14.06.2001, 33: „Porsche gegen den Rest der Welt? – Diskussion um Sinn und Unsinn von Quartalsberichten“.

<sup>66</sup> *Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft*, *DB* 2001, 160, 161; insoweit zustimmend die sonst (zu Recht) ganz weitgehend kritischen Anmerkungen von *Moxter*, *DB* 2001, 605, 607, der allerdings betont, dass die entsprechenden Berichtsinhalte auf unterjährig objektivierbare Informationen beschränkt sein müssten, weil sich bei einer unterjährigen Berichterstattung die Gefahren von beabsichtigten oder unbeabsichtigten Fehlperiodisierungen potenzierten.

<sup>67</sup> Etwa *Merkt/Göthel*, *RIW* 2003, 23, 32 (alle Emittenten von Eigenkapital- und Fremdkapitaltiteln).

<sup>68</sup> *Regierungskommission Corporate Governance*, Bericht, BT-Drucks. 14/7515, 14.08.2001, Rn. 269–270; der genaue Berichtsinhalt sollte dabei Rechnungslegungsstandards überlassen bleiben. Die Regierungskommission lehnte es (a. a. O., Rn. 269) hingegen ausdrücklich ab, alle kapitalmarktorientierten Gesellschaften i. S. v. § 2 V WpHG einzubeziehen. Es bestehe kein sachliches Bedürfnis dafür, Quartalsberichte auch für reine Emittenten von Schuldverschreibungen vorzusehen.

Weiterhin verabschiedete das Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee Anfang 2001 den Rechnungslegungsstandard DRS 6 – Zwischenberichterstattung mit breitem Geltungsbereich.<sup>69</sup> DRS 6 verlangte in Rn. 11 f. Zwischenberichte für die ersten drei Quartale, ein eigenständiger Bericht über das vierte Quartal war freiwillig.<sup>70</sup> Der Berichtsumfang war vergleichbar mit IAS 34.<sup>71</sup> Nach Bekanntmachung durch das Bundesministerium der Justiz im Bundesanzeiger<sup>72</sup> knüpfte an die Beachtung von DRS 6 gemäß § 342 II HGB die Vermutung einer Übereinstimmung mit den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung der Konzernrechnungslegung.<sup>73</sup> Über die Folgen herrschte im Schrifttum zunächst Unsicherheit. Für die herrschende Ansicht war jedoch bald klar, dass sich hieraus keine eigenständige Pflicht zur Quartalsberichterstattung ergab, wohl aber eine Art allgemeingültiger Safe Harbor für Halbjahres- und Quartalsberichte, die ein Emittent aufgrund anderweitiger Verpflichtungen erstellte.<sup>74</sup>

### 3. Ab 2003: öffentlich-rechtlich vermittelter Siegeszug

Der Neue Markt überstand das Platzen der Technologieblase nach der Jahrtausendwende nicht. Als entscheidender Fallstrick erwies sich seine vertragsrechtliche Konstruktion, also just das Instrument, mit dem die Deutsche Börse AG unter anderem Quartalsberichte durchgesetzt hatte: Die Deutsche Börse AG wollte angesichts zahlreicher Insolvenzen am Neuen Markt notierter Gesellschaften, mehrerer Fälle wissentlich falscher oder gar betrügerischer Berichterstattung und eines dramatischen Falls der Marktkapitalisierung<sup>75</sup> die Aktien solcher Emittenten vom Neuen Markt ausschließen, die eine Mindestmarktkapitalisierung unterschritten, zu Penny Stocks herabgesunken oder insolvent waren und deshalb das gewünschte hochwertige Segment für Wachstumsunternehmen diskreditierten.<sup>76</sup> Um ihr Vorhaben umzusetzen, musste die Deutsche Börse AG indes berechtigt sein, das Regelwerk Neuer Markt einseitig zu ändern bzw. den betroffenen Teilnehmern zu kündigen. Ob sie dies durfte, geriet in Streit. Mehrere Emittenten suchten Schutz in einstweiligen Verfügungen.<sup>77</sup> Während die Deutsche Börse diese anfangs im Ergeb-

<sup>69</sup> Zu Geltungsbereich und inhaltlichen Anforderungen eingehend *Ammédick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 29–39.

<sup>70</sup> *Ammédick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 33 Rn. 99; *Müller/Stute*, ZCG 2007, 35, 36.

<sup>71</sup> *Müller/Stute*, ZCG 2007, 35, 36: Bilanz, GuV, Kapitalflussrechnung, Eigenkapitalspiegel und Anhang.

<sup>72</sup> Bekanntmachung des Deutschen Rechnungslegungs Standards Nr. 6 (DRS 6) — Zwischenberichterstattung — des Deutschen Rechnungslegungs Standards Committees e. V., Berlin, nach § 342 Abs. 2 des Handelsgesetzbuches vom 2. Februar 2001, BAnz vom 13.02.2001, Beilage 30a, S. 1–7.

<sup>73</sup> *Ammédick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 1 Rn. 3, 31 Rn. 89.

<sup>74</sup> *Stürwald*, BKR 2002, 1021 ff.; *Ammédick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 8 Rn. 17; *Spindler*, WM 2003, 2073, 2074.

<sup>75</sup> Konziser Überblick über die Entwicklung bei *Kieth*, Rechtsbeziehungen zwischen Marktbetreibern und Börsenbenutzern, 2011, S. 67–68; zum begleitenden dramatischen Einbruch der Kurse und Börsenumsätze am Neuen Markt im Kontext der platzenden Spekulationsblase an weiteren internationalen Technologiebörsen *Merkt*, Gutachten 64. DJT, 2002, G1–G144, G106–107.

<sup>76</sup> Siehe LG Frankfurt a. M., AG 2002, 53, 54, mit Auszug aus einer Pressemitteilung der Deutschen Börse AG; *Wolf*, WM 2001, 1785.

<sup>77</sup> Im Regelwerk Neuer Markt war zwar die Zuständigkeit eines Schiedsgerichts, des sog. Primary Markets Arbitration Panel, vereinbart (*Zietsch/Holzborn*, WM 2002, 2393, 2397). Aufgrund des Vorbehalts in § 1033 ZPO konnten die Emittenten die ordentlichen Gerichte aber jedenfalls für den Erlass einer Eilentscheidung anrufen. Zudem entschied das OLG Frankfurt, dass das Regelwerk Neuer Markt

nis abwehren konnte,<sup>78</sup> scheiterte sie schließlich vor dem OLG Frankfurt.<sup>79</sup> Das zeitgenössische Schrifttum stützte zwar wohl überwiegend die Rechtsansicht der Deutschen Börse,<sup>80</sup> aber die bestehende Unsicherheit besiegelte vor dem Hintergrund einer katastro-

---

nicht mit hinreichender Klarheit eine ausschließliche Zuständigkeit des Schiedgerichts begründe. Zu beidem *OLG Frankfurt a. M.*, 09.04.2002 – 5 U 278/01, juris Rn. 10, 36, AG 2002, 518, 521 (dort nur teilweise abgedruckt). Dass die Emittenten staatlichen Eilrechtsschutz dem Primary Markets Arbitration Panel vorzogen, erklärte sich daraus, dass dieses kurz zuvor im Zusammenhang mit einer Regelung, die die Festsetzung einer Geldstrafe betraf, ein einseitiges Recht der Deutschen Börse AG zur Änderung des „Regelwerkes Neuer Markt“ aus ergänzender Vertragsauslegung bejaht hatte, *Primary Markets Arbitration Panel*, BKR 2001, 153, 157–160, bei Herabsetzung der festgelegten Vertragsstrafe (a.a.O., S. 161). Zugleich lehnte das Panel eine Begründung des Änderungsrechts über § 78 I BörsG a. F. ab (a.a.O., S. 155), ebenso wie eine einseitige Änderungsbefugnis aus dem Regelwerk Neuer Markt (S. 155) oder aus dessen Anerkennungserklärung seitens des Emittenten, die einen AGBG-Verstoß nicht hindere (S. 155–157).

Mit seiner ausführlichen Analyse hatte sich das Panel ersichtlich bemüht, eine Blaupause für die Prüfung der Ausschlussbefugnis von Penny Stocks durch die staatlichen Gerichte zu liefern, treffend *Krämer*, BKR 2001, 131, 132, der dem Panel im Ergebnis zustimmt, aber als widersprüchlich kritisiert, dass das Panel eine unangemessene Benachteiligung i. S. v. § 9 AGBG bejahte, während es im Rahmen der ergänzenden Vertragsauslegung ein überragendes Interesse der Deutschen Börse an einer nachträglichen Änderungsbefugnis annahm (*ders.*, BKR 2001, 131 ff.).

<sup>78</sup> Im Rahmen von Verfügungsbeschlüssen *LG Frankfurt a. M.*, BKR 2001, 106 (kein Verfügungsgrund eines insolventen Unternehmens gegen Ausschluss von Penny Stocks); *LG Frankfurt a. M.*, AG 2002, 53 = WM 2001, 1607 (Ausschlussberechtigung von Penny Stocks jedenfalls aufgrund individualvertraglicher Abrede bejaht, bei Karenzfrist von sechs Monaten für ein werbendes Unternehmen, insoweit einstweilige Verfügung erlassen); bestätigt von *OLG Frankfurt a. M.* vom 29.01.2002 – 5 U 189/01, BB 2002, 1335 (Verfügungsgrund verneint, da nicht zu erwarten, dass Antragsteller alsbald unter die Ausschlusschwelle falle). Abweichend von der hiesigen Einordnung der Urteile als im Ergebnis positiv für die Deutsche Börse *Römermann/Schröder*, BKR 2001, 83, die angesichts des bewilligten Aufschubs in insgesamt elf Fällen von Niederlagen der Deutsche Börse AG sprechen.

<sup>79</sup> *OLG Frankfurt a. M.* vom 23.04.2002 – 5 U 278/01, AG 2002, 518 ff. Das OLG ordnete das Regelwerk Neuer Markt als Vertrag eigener Art mit überwiegend dienstvertraglichen Elementen ein (ebenso zuvor die Literatur, siehe *Wolf*, WM 2001, 1785, 1789 m.w.N.), wobei es die Einstufung als AGB offenließ. Die Emittenten hätten sich mit Annahme des Regelwerkes nur verpflichtet, die Zulassungsfolgepflichten in der jeweils gültigen Fassung zu beachten. Die umstrittene Ausschlussklausel habe inhaltlich aber nichts mit Folgepflichten zu tun und die Annahmeerklärungen seien nicht so auszulegen, dass sie einen Ausschluss ohne Pflichtverletzung ermöglichten. Andere Verfügungskläger hatten das Regelwerk ohnehin nur in einer bestimmten Fassung anerkannt und zukünftige Änderungen unter den Vorbehalt einer „Anerkennungserklärung“ gestellt (S. 518 f. = juris Rn. 15, 17, 19). Ebenso verneinte das OLG eine Änderungsbefugnis aus anderen Bestimmungen des Regelwerkes, konkludent aus der Hinnahme bisheriger Änderungen (siehe dazu *Bauer/Pleyer/Hirche*, BKR 2002, 102, 103: 13 einseitige Änderungen zwischen 1997 und 2001) oder aus dem Börsengesetz. Weiterhin entnahm das OLG dem Regelwerk, dass eine ordentliche Kündigung abseits konkret benannter Gründe ausgeschlossen sei. Für ein denkbares außerordentliches Kündigungsrecht habe die Börse nicht dargelegt, dass ihr auch unter Berücksichtigung der in Rede stehenden Interessen eine Fortführung des Vertragsverhältnisses unzumutbar sei. An ähnlichen Erwägungen ließ das OLG schließlich eine entsprechende ergänzende Vertragsauslegung scheitern. Ablehnend zum Urteil *Edelmann*, BB 2002, 1332 ff., zustimmend hingegen *Heyder*, BKR 2002, 806 ff.; offenbar auch *Hammen*, WM 2003, 997, 998.

<sup>80</sup> Gegen Zulässigkeit einseitiger Änderungen *Römermann/Schröder*, BKR 2001, 83 ff. (mangels vertraglicher Änderungsklausel bzw. aufgrund entgegenstehenden AGB-Rechts, allerdings Billigkeit der Änderung i. S. v. § 315 BGB bejahend); für den Ausschluss ebenso *Heyder*, BKR 2002, 806 ff. (hingegen für Zulassungsfolgepflichten gegebenenfalls Änderungsrecht aus der Listingvereinbarung).

Demgegenüber für Zulässigkeit einseitiger Änderungen/Kündigung *Krämer*, BKR 2001, 131, 133–134; *Wolf*, WM 2001, 1785, 1788–1791 (Recht zur ordentlichen Kündigung aus § 621 Nr. 4 BGB mit längerer Kündigungsfrist, die über eine Änderungskündigung auch in das Regelwerk Neuer Markt einführbar sei); *Bachmann*, WM 2001, 1793, 1796–1798 (Änderung zulässig sowohl nach Maßstab von § 9 AGBG als auch bei Einordnung als private Rechtsnorm); *Bauer/Pleyer/Hirche*, BKR 2002, 102, 108 ff. (Gutachten für die Deutsche Börse AG mit Ergebnis einer Änderungsbefugnis aus § 78 BörsG

phalen allgemeinen Börsenkursentwicklung<sup>81</sup> den fatalen Reputationsverlust des Neuen Marktes.<sup>82</sup>

Der Gesetzgeber erkannte die Problematik. Er gestattete den Börsen mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz<sup>83</sup> ab dem 1. Januar 2003, in den Börsenordnungen, also ohne Zuhilfenahme des Privatrechts, gesonderte Segmente einzurichten: Erstens konnte die Börsenordnung fortan für Teilbereiche des Amtlichen Marktes weitere Zulassungspflichtigen vorsehen, in Gestalt von Unterrichtungspflichten des Emittenten zum Schutz des Publikums oder für einen ordnungsgemäßen Börsenhandel (§ 42 BörsG i. d. F. vom 1. Januar 2003). Zweitens durfte die Börsenordnung zu denselben Zwecken für Teilbereiche des Geregelteten Marktes weitere Zulassungsvoraussetzungen für Aktien aufstellen (§§ 50 III, 54 Satz 2 BörsG i. d. F. vom 1. Januar 2003).

Der deutsche Gesetzgeber wollte also sicherstellen, dass Segmente nach dem Muster des Neuen Marktes juristisch umsetzbar blieben, und damit auch eine Quartalsberichtsspflicht. Zugleich enthielt er sich aber einer konkreten Stellungnahme zur gebotenen Frequenz unterjähriger Berichterstattung, getreu seiner herkömmlichen Linie, die Ausgestaltung den Marktakteuren zu überlassen. Der Bundesrat hatte im Gesetzgebungsverfahren zwar eine ausdrückliche börsengesetzliche Ermächtigung zur Regelung von Quartalsberichten in der Börsenzulassungsverordnung gefordert.<sup>84</sup> Die Bundesregierung hatte das aber abgelehnt: Sie wollte den Fortgang der Diskussion auf europäischer Ebene abwarten, die zeige, dass sehr unterschiedliche Meinungen über eine für alle börsennotierten Unternehmen verbindliche Vorschrift zu Quartalsberichten bestünden. Zudem ermögliche der Gesetzentwurf den Börsen, zusätzliche Unterrichtungspflichten für Teilbereiche des Amtlichen Marktes vorzusehen, sofern die im geltenden Recht ohnehin geregelte Publizität „nicht umgestaltet oder weitreichend erweitert“ werde.<sup>85</sup>

Ungeachtet dieser nebulösen Einschränkung<sup>86</sup> nutzte die Frankfurter Börse die neu gewonnenen Befugnisse prompt in sehr weitgehender<sup>87</sup> und daher umstrittener Weise:

---

a. F. und korrespondierender Einordnung des Regelwerkes Neuer Markt als private Rechtsnorm mit staatlichem Geltungsbefehl); *Edelmann*, BB 2002, 1332 ff. (Begründung der Änderungsbefugnis insbesondere über die Verpflichtungserklärungen der Emittenten zur Annahme des Regelwerkes und über § 78 I BörsG a. F. als Ermächtigungsnorm seien „juristisch ohne Weiteres vertretbare“ Begründungswege); stark einschränkend auch *Gebauer*, EWIR 2001, 865 f. (zustimmend zu LG Frankfurt a. M., ZIP 2001, 1498 = AG 2002, 53, das ein Abänderungsrecht der Deutschen Börse „jedenfalls“ aus der im konkreten Fall vorliegenden individualvertraglichen Annahme des Regelwerkes in der jeweils geltenden Fassung entnahm; Gebauer meint allerdings, dass ohne eine solche Annahme, die nicht alle Emittenten erklärt hatten, kein einseitiges Abänderungsrecht bestehe. Das LG Frankfurt a. M. hatte dies offen gelassen); ebenfalls mit gewissen Einschränkungen referierend *Merkt*, Gutachten 64. DJT, 2002, G1–G144, G 109–111.

<sup>81</sup> Illustrativ ist der Kursverlauf des Hauptaktienindexes DAX: Er stieg Anfang 2000 auf ein bis dato Allzeithoch von 8.069,98 Punkten, stürzte sodann 2001 zeitweise auf 3.792,86 Punkte und nach einer Zwischenerholung 2003 weiter bis auf 2.203,97 Punkte (*statista*, Jährliche Höchst- bzw. Tiefstände des DAX von 1987 bis 2015 (Indexstand in Punkten), Januar 2016).

<sup>82</sup> Zu den Gründen vgl. plastisch *Bauer/Pleyer/Hirche*, BKR 2002, 102, 103–105; *Kieth*, Rechtsbeziehungen zwischen Marktbetreibern und Börsenbenutzern, 2011, S. 72–73.

<sup>83</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21. Juni 2002, BGBl I 2002, 39 vom 26.06.2002, S. 2010.

<sup>84</sup> *Deutscher Bundesrat*, Gesetzentwurf 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, 18.01.2002, S. 146, 154 (Stellungnahme des Bundesrates zum Gesetzentwurf der Bundesregierung).

<sup>85</sup> *Bundesregierung*, Gesetzentwurf 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, 18.01.2002, S. 174, 177.

<sup>86</sup> Zu den verschiedenen Auslegungsmöglichkeiten *Spindler*, WM 2003, 2073, 2076–2077, auch dazu, dass die weitere Entstehungsgeschichte hierzu keine näheren Hinweise erhält.

<sup>87</sup> Dazu nur *Weber*, NJW 2004, 28, 29; *Spindler*, WM 2003, 2073.

Die Zulassungsvoraussetzungen im Geregelten Markt glich sie an diejenigen des Amtlichen Marktes an,<sup>88</sup> die Zulassungsfolgepflichten gestaltete sie ebenfalls weitgehend parallel.<sup>89</sup> Die Börsenordnung sah danach nun auch im Geregelten Markt eine obligatorische Zwischenberichtspflicht vor,<sup>90</sup> lediglich der privatrechtlich geregelte Freiverkehr blieb ausgenommen. Den Neuen Markt und den SMAX stellte die Deutsche Börse zum Jahresende 2003 ein.<sup>91</sup> Dafür richtete sie schon zum Jahresbeginn 2003 im Rahmen der – stark angeglichenen – öffentlichen Marktsegmente (Amtlicher Markt und Geregelter Markt) jeweils einen General Standard und einen Prime Standard ein.<sup>92</sup> Der General Standard bildete das Grundsegment.<sup>93</sup> Im Prime Standard des Amtlichen wie des Geregelten Marktes waren Quartalsberichte in deutscher und englischer Sprache verpflichtend (§§ 63 I, V, 78 BörsO FWB a. F.).<sup>94</sup> Die Quartalsberichtspflicht wurde damit erheblich ausgedehnt.<sup>95</sup> Zudem war sie erstmals öffentlich-rechtlich sanktioniert.<sup>96</sup> Die Vorgaben für Quartalsberichte spiegelten dabei im Kern die Standards des Neuen Marktes wider.<sup>97</sup> Gleiches galt für die vier weiteren zusätzlichen Veröffentlichungspflichten im Prime Standard.<sup>98</sup>

Zugleich reformierte die Deutsche Börse ihr Indexkonzept.<sup>99</sup> Dabei verknüpfte sie eine Zugehörigkeit zu den von ihr berechneten Auswahlindizes (DAX, MDAX [reformiert], TecDAX und SDAX [neu]) damit, dass die Aktien des Emittenten zum Prime Standard zugelassen und dort fortdauernd notiert sind.<sup>100</sup> Indem die Deutsche Börse dergestalt die Auswahlfähigkeit für ihre viel beachteten Indizes an eine Prime-Zulassung koppelte, gewann die Zugehörigkeit zu den Teilsegmenten des Amtlichen oder Geregelten Marktes stark an wirtschaftlicher Bedeutung.<sup>101</sup>

#### 4. Aufkommende Short-termism-Kritik

Oggleich Quartalsberichte damals wie geschildert viel Unterstützung in Wissenschaft und Praxis hatten, formierte sich Widerstand gegen ihren zunehmenden Aufstieg zu einer

<sup>88</sup> § 68 I BörsO FWB a. F.; *Schlitt*, AG 2003, 57, 57, 59; *Gebhardt*, WM 2003, 3, 11.

<sup>89</sup> § 71 BörsO FWB; *Spindler*, WM 2003, 2073, 2074.

<sup>90</sup> Also sowohl im General Standard als auch im Prime Standard des Geregelten Marktes. *Hammen*, WM 2003, 997; *Gebhardt*, WM 2003, 3, 11.

<sup>91</sup> *Schlitt*, AG 2003, 57; pointiert *Weber*, NJW 2004, 28, 29.

<sup>92</sup> *Hammen*, WM 2003, 997, 997, 998–999.

<sup>93</sup> *Schlitt*, AG 2003, 57.

<sup>94</sup> *Gebhardt*, WM 2003, 3, 5, 10.

<sup>95</sup> *Schlitt*, AG 2003, 57, 67; *Hess. VGH*, Urt. v. 28.03.2007, 6 N 3224/04, Rn. 53 = WM 2007, 1264, 1268.

<sup>96</sup> Im Einzelnen *Spindler*, WM 2003, 2073, 2074: Ordnungsgeld bis 250.000 € (§ 20 II BörsG a. F.), Bekanntmachung der Verletzung der Zulassungsfolgepflicht durch die Zulassungsstelle (§§ 43 Satz 1, 54 Satz 1 BörsG a. F.), Widerruf der Zulassung (§ 43 Satz 2 BörsG a. F.).

<sup>97</sup> Siehe *Gebhardt*, WM 2003, 3, 12–13 zur vorgegebenen Struktur des Quartalsberichts, dem Obprüferischer Durchsicht sowie darauf aufbauender Veröffentlichung des Prüfungsergebnisses.

<sup>98</sup> Konzernabschluss nach internationalen Rechnungslegungsstandards, Unternehmenskalender, Analystenveranstaltung und Ad-hoc-Mitteilungen in englischer Sprache, siehe im Einzelnen *ders.*, WM 2003, 3, 5, 9 ff.; konzis billigend a. a. O., S. 9: „Der Prime Standard übernimmt die vom Neuen Markt und von SMAX bekannten fünf Zulassungsfolgepflichten, die international führende Kapitalmarktstandards darstellen und sich mittlerweile auch in der deutschen Börsenpraxis bewährt und größtenteils bereits durchgesetzt haben.“

<sup>99</sup> *Schlitt*, AG 2003, 57, 60.

<sup>100</sup> *Gebhardt*, WM 2003, 3, 15.

<sup>101</sup> *Ders.*, WM 2003, 3, 16.

verbindlichen Anforderung an börsennotierte Gesellschaften. Börsenpublikum und Fachpresse nahmen an der damit verbundenen Diskussion rege Anteil.<sup>102</sup> Die Gegner erhoben vor allem zwei Einwände:

Erstens verwiesen sie – ähnlich wie zuvor die Kritiker der Halbjahresberichtslinie – auf die Kosten einer Quartalsberichterstattung, insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen.<sup>103</sup> Diese erachtete man vor allem in den 1980er Jahren in Deutschland für unzureichend mit Eigenkapital versorgt,<sup>104</sup> weshalb der Gesetzgeber 1986 den Geregeltten Markt gerade mit im Vergleich zum Amtlichen Markt geringeren Zulassungsanforderungen geschaffen hatte, um Börsengänge zu erleichtern.<sup>105</sup> Vor allem die neuen Regelungen der Frankfurter Börse zum Jahresbeginn 2003 schienen dieses Ziel zu konterkarieren, weil sie abgesehen vom Freiverkehr eine marktweite Zwischenberichtspflicht etablierten. Hieran bzw. an die damit verbundene generelle Anhebung von Zulassungsvoraussetzungen und -folgepflichten knüpften gewichtige juristische Bedenken.<sup>106</sup> In ähnlicher Weise wurde eingewandt, die Einführung einer öffentlich-rechtlich sanktionierten Quartalsberichtspflicht überschreite als wesentliche Erweiterung der Unterrichtungspflichten die gesetzliche Ermächtigung.<sup>107</sup> Die Grundrechtswesentlichkeit zwingender Quartalsberichterstattung begründete man dabei auch mit Kurzfristigkeitskritik: Durch die unmittelbare kurzfristige Rückbindung an die Kapitalmärkte könne faktisch der Druck auf die AG und deren Organe steigen, allein den Shareholder-Value im Sinne einer Steigerung des Börsenkurses als kurzfristig zu verfolgendes Unternehmensziel heranzuziehen. Darüber hinaus könnte Quartalsberichterstattung dazu führen, die kurzfristige Kurswertmaximierung zu betonen, möglicherweise zulasten einer langfristig orientierten Strategie. Hierdurch könne es zu einer Umwertung der Zielsetzung in der AG kommen, obgleich sie nach herrschender Ansicht eine Zielppluralität im Sinne des Unternehmensinteresses zulasse.<sup>108</sup>

Die vorgenannte Argumentation stellte zwar ausdrücklich nicht die mögliche Sinnhaftigkeit von Quartalsberichterstattung infrage, sondern nur die Einführungszuständigkeit der Börse.<sup>109</sup> Als zweiter Einwand gegen Quartalsberichterstattung wurde aber auch

<sup>102</sup> *Ganzer/Borsch*, BKR 2003, 484 m. w. N. in Fn. 2.

<sup>103</sup> *Merkt/Göthel*, RIW 2003, 23, 25. Über die Höhe dieser Kosten bestand allerdings Unklarheit, zumal sie stark von individuellen Gegenbenheiten der in Rede stehenden Gesellschaft abhingen. Schätzungen im Schrifttum schwankten zwischen 7.500 € für einen einzelnen Zwischenbericht, 50.000 € pro Jahr für die gesamte Zwischenberichterstattung eines am Neuen Markt gelisteten Unternehmens und 25.000 € pro einzelner Zwischenberichterstattung, siehe den Überblick bei *Ammedick/Strieder*, Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften, 2002, S. 14 Rn. 33. In der Praxis kam es offenbar immer wieder vor, dass Unternehmen diese Kosten unterschätzten, siehe *Zietsch/Holzborn*, WM 2002, 2356, 2357; *Zietsch/Holzborn*, WM 2002, 2393, 2401.

<sup>104</sup> Dazu bereits oben 2. Teil, § 1 III., S. 270 mit zahlreichen Nachweisen in Fn. 1375 auf S. 273.

<sup>105</sup> *Hammen*, WM 2003, 997, 997, 999.

<sup>106</sup> So namentlich *ders.*, WM 2003, 997, 999–1003 mit eingehender Argumentation; *Spindler*, WM 2003, 2073, 2083–2085; knapper *Schlitt*, AG 2003, 57, 59–60; siehe zudem schon *Zietsch/Holzborn*, WM 2002, 2393, 2394–2395; *dies.*, WM 2002, 2356, 2358.

Andererseits korrespondierte die Angleichung der Berichtspflichten im Amtlichen und Geregeltten Markt damit, dass das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz die amtliche Preisfeststellung abgeschafft und damit den bis dato zentralen Unterschied zwischen Amtlichem und Geregelttem Markt beseitigt hatte, dazu *Kiethe*, Rechtsbeziehungen zwischen Marktbetreibern und Börsenbenutzern, 2011, S. 32; *Weber*, NJW 2004, 28, 29.

<sup>107</sup> Hierzu ausführlich *Spindler*, WM 2003, 2073, 2075 ff., insb. S. 2078 ff., beruhend auf einem Rechtsgutachten für die Porsche AG.

<sup>108</sup> *Ders.*, WM 2003, 2073, 2080.

<sup>109</sup> *Ders.*, WM 2003, 2073, 2080.

inhaltliche *Short-termism*-Kritik vorgebracht, besonders frühzeitig und vehement seitens der damaligen Führung der Porsche AG um *Wiedeking* und *Härter*. Die Porsche AG lehnte die Veröffentlichung von Quartalszahlen kategorisch ab. Stattdessen verfolgte Porsche eine ausgefeilte Strategie laufender Investoren- und Analystenkommunikation, mit der die Gesellschaft sogar einen Investor-Relations-Preis für die beste Informationspolitik der im MDAX notierten Unternehmen gewann.<sup>110</sup> Um an diesem Modell festzuhalten, nahm Porsche 2001 zunächst den Ausschluss aus dem MDAX in Kauf,<sup>111</sup> wohl auch, weil das angesichts der kurz zuvor erfolgten Aufnahme in den MSCI-Index verkraftbar erschien.<sup>112</sup> Der damalige Vorstandsvorsitzende *Wiedeking* argumentierte im Vorfeld, man wolle gar nicht erst in die kurzatmige Betrachtung hineinkommen, welche sich an Quartalsberichten orientiere. Diese böten in der saisonalen Automobilindustrie ohnehin keine sinnvolle Informationsbasis. Vielmehr bestehe die Gefahr, dass man ein Unternehmen nur noch so steuere, dass die Quartalszahlen stimmen, wie es viele Topmanager vor allem aus den USA bestätigten. Beispielhaft verwies *Wiedeking* auf die Planung bzw. Verschiebung von Investitionsprojekten. „Dieses Kurzfristdenken“, schloss er, „ist in meinen Augen keine sinnvolle Unternehmensführung.“<sup>113</sup>

Im Zuge des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes und der damit verbundenen Reformen konzentrierte sich die Kritik auf die Vorgabe von Quartalsberichten im Prime Standard. Zum einen schien die Rechtmäßigkeit der Zulassungsfolgepflichten im Prime Standard im Lichte des zeitgenössischen juristischen Schrifttums deutlich besser angreifbar als die Kriterien der DAX- und MDAX-Berechnung, die ihrerseits ein rein privatrechtlicher Akt der Deutschen Börse AG war und ist.<sup>114</sup> Zum anderen war eine Zugehörigkeit zum Amtlichen Markt wirtschaftlich erheblich bedeutsamer geworden, da die Deutsche Börse AG die Auswahlfähigkeit für ihre Indizes mit einer Prime-Zulassung verknüpft hatte.<sup>115</sup> Dementsprechend wollte Porsche die Neuordnung der Marktsegmente mit einem Prime Standard, der ohne Quartalsberichterstattung verschlossen war, nicht kampflos hinnehmen und erhob Klage. Während Porsche 2001 mit seiner Kritik an Quartalsberichten noch weitgehend allein gestanden hatte,<sup>116</sup> pflichteten nun zumindest einzelne Vertreter anderer mittelständischer Aktiengesellschaften bei. So fürchtete der Leiter der Rechtsabteilung der Varta AG, *Ganzer*, in einem Fachaufsatz mit einem Sozietätsanwalt „Nachteile für diejenigen Unternehmen, die im Konfliktfall auf die Erzielung kurzfristiger Erfolge verzichten, um eine strategische und nachhaltige Geschäftspolitik zu entwickeln.“<sup>117</sup> Der Gesetzgeber des 4. FMFG habe sich zu dem Instrument skeptisch verhalten und seine Einführung nicht der Börse überlassen.<sup>118</sup> Zudem wurde stel-

---

<sup>110</sup> *ra*, NZZ vom 14.06.2001, 33.

<sup>111</sup> *Merkt/Göthel*, RIW 2003, 23, 25.

<sup>112</sup> *Hawranek*, Der Spiegel vom 02.06.2001, 110; *ra*, NZZ vom 14.06.2001, 33.

<sup>113</sup> So im Interview mit *Wiedeking* von *Hawranek*, Der Spiegel vom 02.06.2001, 110; dazu auch *Merkt/Göthel*, RIW 2003, 23, 25, 29, die neben dem vorzitierten Spiegel-Interview auf ein Interview mit *Wiedeking* auf den Internetseiten des Magazins Der Spiegel vom 02.05.2001 verweisen.

<sup>114</sup> *Gebhardt*, WM 2003, 3, 16.

<sup>115</sup> Siehe oben Fn. 101 auf S. 931 und den begleitenden Text.

<sup>116</sup> Siehe oben Fn. 65 auf S. 927 und den begleitenden sowie nachfolgenden Text.

<sup>117</sup> *Ganzer/Borsch*, BKR 2003, 484–488, 485.

<sup>118</sup> *Dies.*, BKR 2003, 484–488, 487–488; a. A. *Gebhardt*, WM 2003, 3, 5, 11.

lenweise von hochrangigen Beamten aus dem Politikbetrieb scharfe *Short-termism*-Kritik an Quartalsberichten geäußert.<sup>119</sup>

Der Hessische Verwaltungsgerichtshof versagte dem Petitum Porsches indes den Erfolg.<sup>120</sup> Er urteilte, dass die neue Börsenordnung den vom Gesetzgeber eröffneten Rahmen eingehalten habe.<sup>121</sup> Zwar hielt das Gericht eine faktische Beschränkung der Berufsfreiheit dadurch für möglich, dass Emittenten im Prime Standard einen Wettbewerbsvorsprung genießen und so faktischer Zwang zu aufwendiger Quartalsberichterstattung entsteht.<sup>122</sup> Dies sei aber durch vernünftige Erwägungen des Gemeinwohls gerechtfertigt.<sup>123</sup> Die Antragsgegnerin habe sich „wirkliche oder vermeintliche Interessen der Anteilseigner (Shareholder) an Kapitalgesellschaften zu eigen gemacht“ und wolle damit „offensichtlich ökonomischen Interessen dieses Personenkreises, der nach einer optimalen Information über die wirtschaftliche Lage der Unternehmen, an denen die Shareholder beteiligt sind, verlangt, Rechnung tragen.“ Bei der Rechtsetzung müsse der Normgeber entscheiden, inwieweit er sich der Interessen der Anteilseigner annehmen und sie im Dienste des von ihm definierten Gemeinwohls berücksichtigen wolle. Hierzu gehöre auch die Entscheidung über das Ausmaß der Berichtspflichten von Kapitalgesellschaften. Dem Börsenrat als Satzungsgeber könne eine Experimentierklausel eigene Gestaltungsmöglichkeiten in Teilbereichen eröffnen. Die Berührung des Grundrechtsbereichs der Antragstellerin führe auch nicht zu einer empfindlichen Beeinträchtigung ihrer beruflichen Betätigung. Eine Grundrechtsberührung sei verschiedentlich eingeehgt und liege zudem nur im grundrechtlichen Annexbereich vor.<sup>124</sup>

In der Sache entsprach dies der wohl herrschenden Meinung im juristischen Schrifttum, die die Kurzfristigkeitskritik an Quartalsberichten zurückwies. In Quartalsberichten erblickten diese Autoren einen Beitrag zur Stärkung bzw. Wiedergewinnung des Investorenvertrauens: Quartalsberichte verringerten das Anlagerisiko der Investoren und kämen so über geringere Risikoprämien und Kapitalkosten letztlich den Unternehmen selbst zugute, ebenso wie der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes.<sup>125</sup>

<sup>119</sup> So von *Westerhoff*, *Globalisierung und Bilanzrecht*, 2002, S. 9-13; *Westerhoff* arbeitete nach Tätigkeit in der CDU/CSU-Bundestagsfraktion von 1989 bis 2006 als Gruppenleiter im Bundeskanzleramt, ist langjährig in der Politikberatung sowie als Honorarprofessor tätig und Aufsichtsrat in der LVM-Versicherung.

<sup>120</sup> *Hess. VGH*, Urt. v. 28.03.2007, 6 N 3224/04 = WM 2007, 1264 = ESVGH 57, 179 mit zustimmender Anmerkung *Mülbart*, WuB, I G 7 Börsen- und Kapitalmarktrecht 3.07.

<sup>121</sup> *Hess. VGH*, Urt. v. 28.03.2007, 6 N 3224/04 Rn. 48–56 = WM 2007, 1264, 1267–1268.

<sup>122</sup> *Hess. VGH*, Urt. v. 28.03.2007, 6 N 3224/04 Rn. 57 = WM 2007, 1264, 1268. Diese Argumentation geht auf *Spindler*, WM 2003, 2073, 2084–2085 zurück, der ein Gutachten für die Porsche AG erstattete.

<sup>123</sup> Das Prüfprogramm des HessVGH orientierte sich insoweit an BVerfGE, 7, 377 – Apothekenurteil.

<sup>124</sup> *Hess. VGH*, Urt. v. 28.03.2007, 6 N 3224/04 Rn. 60 = WM 2007, 1264, 1269. Zwar werde das Interesse der Allgemeinheit an der Art und Weise der von der Regelung betroffenen Tätigkeit auch bei der Veröffentlichung von Jahres-, Halbjahres- oder Quartalsberichten berührt. Jedoch geschehe dies nur in dem Maße, wie die streitbefangene Satzungs Vorschrift es zulasse, ferner in grundrechtserheblicher Weise nur für die Personen, die die Zulassung zum Prime Standard erstreben, und schließlich auch für diese nur durch eine Grundrechtsberührung in dem grundrechtlichen Annexbereich.

<sup>125</sup> Siehe etwa *Gebhardt*, WM 2003, 3, 11; *Regierungskommission Corporate Governance*, Bericht, BT-Drucks. 14/7515, 14.08.2001, Rn. 269.

## 5. Gesetzgeberische Übernahme der jeweiligen Unionslinie

### a) Umsetzung der Transparenzrichtlinie 2006

Der vorstehende Rückblick auf die Geschichte der Quartalsberichterstattung in Deutschland zeigt, dass sich der deutsche Gesetzgeber auf diesem Gebiet bis einschließlich zum 4. FMFG zurückhielt und auf Selbstregulierung der Marktakteure im Wettbewerb setzte. Ein gewisses Maß an *private ordering* war allerdings erwünscht und wurde zuerst ermuntert und später gezielt rechtstechnisch erleichtert.

Der Raum für die gesetzgeberische Zurückhaltung verengte sich freilich mit den dichter werdenden unionsrechtlichen Vorgaben. Eine eigene Position musste der deutsche Gesetzgeber aber auch hierdurch nicht entwickeln:

2006, bei der Umsetzung der Erstfassung der Transparenzrichtlinie, die entsprechend der damaligen Einstellung der Kommission von einer ablehnenden Haltung zur *Short-termism*-Kritik und einer positiven Haltung zu Quartalsberichten geprägt war, übernahm der deutsche Gesetzgeber schlicht Linie und Begründung des Unionsgesetzgebers. Der Regierungsentwurf des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes (TUG) begnügte sich damit, auf das Ziel der Transparenzrichtlinie zu verweisen, einen effizienten, transparenten und integrierten Wertpapiermarkt zu entwickeln sowie die Anlegerschaft zu schützen.<sup>126</sup> Zu diesem Zweck führte Deutschland in § 37x WpHG a. F. die Zwischenmitteilung der Geschäftsführung ein, also den Standardfall der Transparenzrichtlinie 2004. Dabei begnügte sich der Gesetzgeber mit einem flexiblen Berichtszeitraum, nachdem sich die Wirtschaft heftig gegen den zunächst geplanten fixen Dreimonatszeitraum gewehrt hatte.<sup>127</sup> Emittenten konnten ihre gesetzliche Pflicht zur Quartalsberichterstattung entweder durch eine solche Zwischenmitteilung oder einen Quartalsfinanzbericht erfüllen. Allerdings konnten Börsenordnungen das Wahlrecht einschränken, indem sie Letzteren verlangten.<sup>128</sup> Diese Regelung ging damit einerseits deutlich über die bis dato bestehenden gesetzlichen Vorgaben hinaus, blieb andererseits aber bei der Zwischenmitteilung inhaltlich und mit Blick auf die flexible Berichtsperiode hinter „echten“ Quartalsberichten zurück.<sup>129</sup> Praktisch war die Reform damit „nur“ für alle börsennotierten Gesellschaften außerhalb des Prime Standard bedeutsam.<sup>130</sup>

Die *Short-termism*-Kritik war im Gesetzgebungsverfahren zum TUG 2006 allerdings durchaus zur Sprache gekommen. Thematisiert wurde sie vor allem in einer öffentlichen Anhörung zum Entwurf des TUG vor dem Finanzausschuss. Dort stellte der Grünen-Abgeordnete *Schick* die Frage, ob das Mehr an Informationen wirklich den Anlegern nutze. Hierauf antwortete unter anderem ein Vertreter der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger. Er plädierte zwar für eine Vermutung, dass mehr Informationen tatsächlich bei den Anlegern ankommen. Aber er „persönlich möchte – das ist sicherlich nicht Verbandsmeinung – z. B. für die Position der Porsche AG [keine Quartalsberichte zu ver-

<sup>126</sup> Bundesregierung, Gesetzentwurf TUG, BT-Drucks. 16/2498, 04.09.2006, S. 26, siehe zudem S. 28, 45 f.; dazu Assmann/Schneider, WpHG<sup>6</sup>/Hönsch, § 37v Rn. 2.

<sup>127</sup> *Kajüter/Reisloh*, IRZ 2008, 95; siehe auch a. a. O., S. 98 dazu, dass die Wirtschaft jedenfalls anfänglich die Flexibilität meist durch Veröffentlichung am Ende des Zeitfensters nutzte.

<sup>128</sup> KK-WpHG<sup>2</sup>/Mock, § 37x WpHG Rn. 89. Rechtliche Grundlage hierfür war und ist für den Regulierten Markt § 42 BörsG, für den Freiverkehr gestattet Gleiches § 48 BörsG, dazu konzis *Schanz*, Börseneinführung<sup>4</sup>, 2012, § 11 Rn. 20–21, 24–25.

<sup>129</sup> *Hutter/Kaulamo*, NJW 2007, 550, 550 f., 552 f.; *Berninger/Schiereck*, KoR 16 (2016), 554, 557 f.

<sup>130</sup> *Hutter/Kaulamo*, NJW 2007, 550, 556; *Nießen*, NZG 2007, 41, 45.

öffentlichen], wenn sie denn mit einer langfristigen Strategie unterlegt ist, eine gewisse Sympathie aufbringen. Das ist allerdings nicht bei allen Unternehmen so sinnvoll. Es mag auch sein, dass durch Quartalsberichte in der Tat im einen oder anderen Fall eine gewisse Kurzatmigkeit in das Geschäftsmodell hineinkommt.“ Die jetzige Regelung sei aber ausgewogen.<sup>131</sup> Nachfolgend veranlasste der Linken-Abgeordnete *Troost*, dass auch *Holger Härter* von der Porsche AG Gelegenheit erhielt, auf die Frage zu antworten. *Härter* bekräftigte bei dieser Gelegenheit, dass die Porsche AG gute Gründe dafür habe, keine Quartalsberichte zu erstellen. Sodann schilderte er die Art der Kapitalmarkt-kommunikation bei Porsche, die versuche, Analysten „eine langfristige Strategie [...] beizubringen“, mit strategischen Ausblicken für ausgewählte Analysten und zahlreichen gezielten Informationen während des Jahres. Demgegenüber ließen sich ad hoc verbreitete Informationen kaum steuern und führten zu temporären Überreaktionen durch Analysten und des Kurses.<sup>132</sup>

Bei der Debatte des TUG im Bundestag wurde Kurzfristigkeitskritik an Quartalsberichten dann aber soweit ersichtlich nicht mehr thematisiert, auch wenn die LINKE ihnen scharfe Kapitalismuskritik entgegenhielt.<sup>133</sup> Die Regierungsfractionen betonten vor allem, dass sie bei den Fristen für Zwischenmitteilungen ausreichende Flexibilität für die Unternehmen hergestellt hätten.<sup>134</sup> Das Schrifttum hat die Intensivierung der Quartalsberichts-pflicht teils begrüßt,<sup>135</sup> teils mit Blick auf den Aufwand verhalten aufgenommen.<sup>136</sup>

Nachdem das TUG im Januar 2007 veröffentlicht und in Kraft getreten war,<sup>137</sup> ersetzte das Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee im Folgejahr DRS 6 durch DRS 16 – Zwischenberichterstattung, den das Bundesministerium der Justiz Mitte 2008 gemäß § 342 II HGB im Bundesanzeiger bekannt machte.<sup>138</sup> Der neue Standard enthielt

<sup>131</sup> *Finanzausschuss*, Protokoll Nr. 16/33, Öffentliche Anhörung TUG, 18.10.2006, S. 21.

<sup>132</sup> *Ders.*, Protokoll Nr. 16/33, Öffentliche Anhörung TUG, 18.10.2006, S. 33–34.

<sup>133</sup> *Deutscher Bundestag*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 16/70, 30.11.2006, S. 7049, zu Protokoll gegebene Rede des LINKEN-Abgeordneten Troost: „Die Bundesregierung hat sich hier nicht nur, aber vor allem in den Dienst der Spekulation, dubioser Hedgefonds und gieriger Private-Equity-Gesellschaften gestellt und die Interessen der Unternehmen vernachlässigt. Deutlich wird das z. B. an der über die Richtlinie hinausgehenden Forderung Quartals- und Halbjahresberichte mit einer steuerlichen Prüfung zu versehen. Das ist teurer und bürokratischer Unsinn zugunsten des Finanzmarktes. Warum wollen die Bundesregierung und die Europäische Kommission die Unternehmen verpflichten, ihre Prognosen und Unternehmensmitteilungen in den entferntesten Winkeln Europas für Hedgefonds mündgerecht zuzubereiten? Hier soll die Herrschaft des Finanz- über das Realkapital, nennen Sie es Shareholder-Value, verfestigt werden.“

<sup>134</sup> *Ders.*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 16/70, 30.11.2006, S. 7032, 7034, Reden der Abgeordneten Nina Hauer (SPD) und Georg Fahrenschoen (CDU/CSU).

<sup>135</sup> Etwa *Hutter/Kaulamo*, NJW 2007, 550, 556.

<sup>136</sup> So *Nießen*, NZG 2007, 41, 46.

<sup>137</sup> Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem Regelmäßigem Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) vom 5. Januar 2007, BGBl I 2007, 1 vom 10.01.2007, S. 10–32, zum Inkrafttreten Art. 15 (am 20.01.2007, eine Vorschrift bereits am Tag nach Verkündung).

<sup>138</sup> Bekanntmachung des Deutschen Rechnungslegungs Standards Nr. 16 (DRS 16) – Zwischenberichterstattung – des Deutschen Rechnungslegungs Standards Committees e. V., Berlin, nach § 342 Abs. 2 des Handelsgesetzbuches vom 8. Juli 2008, BAnz vom 24.07.2008, Beilage 110a; Überblick über die Regelungen in DRS 16 etwa bei *Haenelt*, Die Zwischenberichterstattung nach IFRS, 2009, S. 21–25. Der Vorgänger DRS 6 – Zwischenberichterstattung vom 11. Januar 2001 (BAnz Nr. 30a vom 13.02.2001) war zuvor bereits durch Artikel 11 des Deutschen Rechnungslegungs Änderungsstandard Nr. 3 (DRÄS 3)

Vorgaben für die Halbjahres- und Quartalsfinanzberichterstattung sowie die Zwischenmitteilung der Geschäftsführung. Dabei blieb er inhaltlich teils hinter DRS 6 zurück, teils ging er über diesen hinaus.<sup>139</sup> Zudem betonte der neue DRS 16, wohl mit Blick auf die Unsicherheiten zu DRS 6, dass weder er noch das WpHG zur Quartalsfinanzberichterstattung verpflichtete.<sup>140</sup> Ebenso hob er hervor, dass die prognostischen Aussagen einer Zwischenmitteilung keine Quantifizierung erforderten.<sup>141</sup>

### b) Umsetzung der Änderung der Transparenzrichtlinie 2015

Im Zuge der Revision der Transparenzrichtlinie mit Streichung der Pflicht zu Quartalsberichterstattung ist der deutsche Gesetzgeber nun auf die neue Linie der Kommission umgeschwenkt: Das Gesetz zur Umsetzung der Änderung der Transparenzrichtlinie<sup>142</sup> hat gänzlich darauf verzichtet, Ausnahmen vom Wegfall der gesetzlichen Pflicht zur Quartalsberichterstattung vorzusehen, und nur die Möglichkeit genutzt, flexible Berichtszeiträume zu eröffnen.<sup>143</sup> Die Regierungsbegründung wiederholte hierzu schlicht die Rechtfertigung für die Abschaffung der Quartalsberichterstattung, die im Rechtssetzungsverfahren auf Unionsebene vorgetragen worden war.<sup>144</sup> Veröffentlichungen aus der Ministerialbürokratie bestätigen, dass der deutsche Gesetzgeber die Zielsetzung der EU-Kommission voll unterstützen und einen möglichst großen Beitrag zur Verringerung von Verwaltungskosten und zur Förderung langfristiger Investitionen leisten wollte.<sup>145</sup>

---

vom 15. Juli 2005 (BAnz Nr. 164a vom 31.08.2005) geändert worden. DRS 16 hob den alten DRS 6 insgesamt auf, der letztmals auf das Geschäftsjahr anzuwenden war, das vor dem oder am 31. Dezember 2007 begann.

<sup>139</sup> Einerseits blieb DRS 16 hinter DRS 6 zurück, indem er lediglich eine Bilanz, eine GuV sowie einen Anhang in verkürzter Form verlangte (DRS 16.15), während weitere Bestandteile wie Kapitalflussrechnung oder Eigenkapitalspiegel optional waren (DRS 16.16, 16.30). Demgegenüber hatte ein Zwischenabschluss nach DRS 6 Bilanz, GuV, Kapitalflussrechnung, Eigenkapitalspiegel und Anhang im Prinzip noch in vollständiger Form zu enthalten (DRS 6.13), wobei Unternehmen ebenso wie später auch nach DRS 16 aus Vereinfachungsgründen nur die wesentlichen Positionen von Bilanz, GuV sowie Kapitalflussrechnung angeben mussten.

Andererseits ging DRS 16 über DRS 6 hinaus, indem er im Lagebericht ergänzend zum Risikobericht einen Chancenbericht verlangte sowie einen Bericht über wesentliche Geschäfte mit nahestehenden Personen (DRS 16 Rn. 5, 35 lit. c) und d), 39a, 46–48, 50–55); zu beidem *Müller/Stute*, ZCG 2007, 35, 38, 39; zu DRS 16 in diesen Punkten auch *Haenelt*, Die Zwischenberichterstattung nach IFRS, 2009, S. 22–24.

<sup>140</sup> DRS 16 (2008), Tz. 57 S. 2 = DRS 16 (2012), Tz. 57 S. 2.

<sup>141</sup> DRS 16 (2008), Tz. 67 = DRS 16 (2012), Tz. 67.

<sup>142</sup> Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20. November 2015, BGBl I 2015, 46 vom 25.11.2015, S. 2029–2052; ablehnend zu der von der Regierungskommission vertretenen Beschränkung auf Eigenkapitalemittenten *Merkt/Göthel*, RIW 2003, 23, 30, die auf die Rechtslage in den USA, die zunehmende Verwischung von Eigen- und Fremdkapital bei hybriden Titeln und die Gefahr willkürlicher Schutzunterschiede verwiesen.

<sup>143</sup> Zu Letzterem KK-WpHG<sup>2</sup>/*Mock*, § 37x WpHG Rn. 5 (knapp zur Entstehungsgeschichte) Rn. 60–64 (Einzelheiten der Regelung); *Fuchs/Zimmermann*, § 37x WpHG Rn. 11–12.

<sup>144</sup> *Bundesregierung*, Gesetzentwurf Umsetzung TransparenzRL-ÄndRL, BT-Drucks. 18/5010, 26.05.2015, S. 36: „Die Überarbeitung der Richtlinie hat zum einen das Ziel, die Verpflichtungen bestimmter Emittenten zu vereinfachen, um geregelte Märkte für kleine und mittlere Emittenten, die in Europa Kapital aufnehmen, attraktiver zu machen. Zur Förderung nachhaltiger Wertschöpfung und langfristig orientierter Investitionsstrategien soll der kurzfristige Druck auf Emittenten verringert und den Anlegern ein Anreiz für eine längerfristige Sichtweise gegeben werden, weshalb die Richtlinie insbesondere die Pflicht zur Erstellung von Zwischenmitteilungen abschafft.“

<sup>145</sup> *Blöink/Kumm*, BB 2015, 1515, 1516.

Daran, dass der Regierung an langfristigen Investitionen ehrlich gelegen war, besteht kein Anlass zu zweifeln. Ob ihre Haltung zu Quartalsberichten eigene Überzeugung oder eher Mitläufertum widerspiegelte, erscheint indes weniger sicher.

Als Fazit des entstehungsgeschichtlichen Rückblicks lässt sich jedenfalls festhalten, dass nach dem Sinneswandel auf Unionsebene auch der deutsche Gesetzgeber die Frage, inwieweit Quartalsberichterstattung einem effizienten Wertpapiermarkt zuträglich ist, offenbar anders beantwortet als zuvor. Zugleich konnte der deutsche Gesetzgeber, nachdem die unionsrechtliche Vorgabe entfallen war, zu seiner früheren (Zurück-)Haltung heimkehren: Die Berichtsfrequenz in einzelnen Segmenten überlässt er nun wieder der Selbstregulierung von Marktakteuren.

## 6. Selbstregulierung der Börsen und Unternehmenspraxis im Kielwasser der Legislative

### a) 2003 bis 2015: Scheinbar gefestigte Verhältnisse im Einklang mit der Kommissionslinie

Der historische Rückblick hat gezeigt, dass in Deutschland seit den späten 1990er Jahren private Akteure die maßgeblichen Kräfte für den Siegeszug der Quartalsberichterstattung waren, der sich zuerst privatrechtlich und ab 2003 auch in öffentlich-rechtlich eingekleideter Selbstregulierung am Markt vollzog. Dies entsprach der damaligen Auffassung der Kommission als treibender Kraft im Rechtsetzungsprozess auf Unionsebene. Entsprechend gefestigt erschienen die Verhältnisse:

Nachdem Porsche seine Klage gegen die Neuordnung der Börsensegmente mit ausgedehnter Quartalsberichtspflicht verloren hatte, hielt die Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse an ihrer Regelung zur Quartalsfinanzberichterstattung im Prime Standard fest (vor dem 1. November 2007 §§ 63, 78 BörsO FWB a. F.,<sup>146</sup> sodann § 66 Börs FWB vom 15. August 2008, zuletzt § 51 BörsO-FWB a. F.<sup>147</sup>).<sup>148</sup> Da Frankfurt jedenfalls seit Ende der 1980er Jahre der mit Abstand dominierende Börsenplatz in Deutschland ist,<sup>149</sup> prägten (und prägen) die dortigen Regeln entsprechend stark Literatur und Beratung. Tatsächlich ergab eine Befragung privater und institutioneller Aktionäre der Deutschen Post<sup>150</sup> schon 2005, dass „der Quartalsbericht dem Geschäftsbericht inzwi-

<sup>146</sup> Fuchs<sup>2</sup>/Zimmermann, Vor §§ 37v–37z WpHG Rn. 20 Fn. 80; siehe auch Schanz, Börseneinführung<sup>4</sup>, 2012, § 11 Rn. 27, S. 421.

<sup>147</sup> KK-WpHG<sup>2</sup>/Mock, § 37x WpHG Rn. 25, 89, 112; Pellens/Knappstein/Muschallik u. a., DB 2017, 1, 2.

<sup>148</sup> Die Börsenordnungen der übrigen deutschen Regionalbörsen enthielten nach KK-WpHG<sup>2</sup>/Mock, § 37x WpHG Rn. 25 keine Regelungen zu Quartalsfinanzberichten.

<sup>149</sup> 1987 wurde bereits rund jede zweite Aktie in Frankfurt gehandelt, 1994 waren es 74 % und 1999 rund 80 %, Helms/Schierreck/Paix, ZBB/JBB 2002, 161, 161–162; allg. zur dominanten Position Frankfurts Schanz, Börseneinführung<sup>4</sup>, 2012, § 11 Rn. 79.

<sup>150</sup> Haenelt, Die Zwischenberichterstattung nach IFRS, 2009, S. 199 ff. ermittelt in seiner Untersuchung von IFRS-Halbjahresfinanzberichten der Geschäftsjahre 2007/2008, 2008 und 2008/2009 von 75 zufällig ausgewählten Unternehmen aus DAX, MDAX und SDAX, dass die Halbjahresfinanzberichte der Deutschen Post besonders hohe Qualitätswerte aufwiesen. Im Einzelnen erreichte die Deutsche Post die höchsten Teil-Qualitätswerte für den Zwischenabschluss (a. a. O., S. 204), den Zwischenlagebericht (a. a. O., S. 206) und den höchsten Gesamt-Qualitätswert aller untersuchten Unternehmen (a. a. O., S. 210). Da Halbjahres- und Quartalsfinanzberichte nach den gleichen Grundsätzen aufzustellen sind, liegt es nahe, dass die Quartalsfinanzberichte der Deutschen Post in Haenelts Bewertungssystem ähnlich gut abgeschnitten hätten. Dies gibt Anlass, die Ergebnisse der Befragung der Aktionäre der Deutschen Post AG mit gewisser Vorsicht zu interpretieren. Generell braucht die Befragung der Aktionäre eines DAX-Konzerns nicht ohne Weiteres Ergebnisse zu liefern, die repräsentativ für Aktionäre auch anderer oder

schen praktisch ebenbürtig ist<sup>151</sup>: Allen voran deutsche institutionelle Anleger erachteten den Quartalsbericht als eine der bedeutendsten Informationsquellen, leicht abgeschwächt auch die angloamerikanischen.<sup>152</sup> Im Gegensatz dazu befanden Privatanleger den Quartalsbericht für etwas weniger bedeutsam als den Geschäftsbericht, und vor allem für weniger verlässlich.<sup>153</sup> Bei einer Nachfolgebefragung 2009 fielen beide Befunde noch deutlicher aus: Institutionelle Anleger nutzten Quartalsberichte noch intensiver und ordneten sie ähnlich bedeutsam ein,<sup>154</sup> während Privatanleger Quartalsberichte sogar als noch weniger verlässlich einschätzten als zuvor und ihnen nur noch recht geringe Bedeutung zumaßen.<sup>155</sup> Quantitativ ist die Gruppe der Privatanleger in Deutschland indes eher wenig bedeutsam. Zudem ergab eine Umfragestudie bei Finanzanalysten, Fondsmanagern (zusammengefasst als Kapitalmarktexperten) und Wirtschaftsprüfern im Spätsommer 2008,<sup>156</sup> dass vor allem Erstere dem Quartalsfinanzbericht eine hohe Bedeutung zumaßen und dass beide Gruppen Quartalsfinanzberichte für wesentlich bedeutsamer erachteten als Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung.<sup>157</sup> Vor diesem Hintergrund empfahlen seit dem TUG zahlreiche Stimmen im Schrifttum (Inlands-) Emittenten außerhalb des Prime Standard, ebenfalls einen Quartalsfinanzbericht zu erstellen statt der weniger aufwendigen Zwischenmitteilung der Geschäftsführung.<sup>158</sup>

aller DAX-Konzerne sind. Speziell im Fall der Deutschen Post wäre, wenn man Haenelts Einordnung folgt, denkbar, dass sie als Unternehmen mit besonders hoher Qualität der Berichterstattung (insbesondere institutionelle) Aktionäre anzieht, die genau hierauf Wert legen (sog. *selection effect*). Solche Aktionäre werden möglicherweise die Relevanz der einzelnen Rechenwerke anders bewerten als ein durchschnittlicher (institutioneller) Aktionär eines DAX-Unternehmens.

<sup>151</sup> *Ernst/Gassen/Pellens*, Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Januar 2005, S. 39.

<sup>152</sup> *Dies.*, Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Januar 2005, S. 33–34; abweichend die Ergebnisse von *Haenelt*, Die Zwischenberichterstattung nach IFRS, 2009, S. 63–65, der im Spätsommer 2008 eine Umfragestudie bei Fondsmanagern, Finanzanalysten und Wirtschaftsprüfern durchführte, siehe dazu sogleich Fn. 157 auf S. 939 und den begleitenden Text.

<sup>153</sup> *Ernst/Gassen/Pellens*, Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Januar 2005, S. 21–22.

<sup>154</sup> *Dies.*, Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Januar 2009, S. 13, 47–48.

<sup>155</sup> *Dies.*, Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Januar 2009, S. 11–12, 29.

<sup>156</sup> Zur Ermittlung der Adressaten, Durchführung der Befragung, Rücklaufquote (Durchschnitt 7,46 %) und Repräsentativität der Ergebnisse, die bejaht wird, *Haenelt*, Die Zwischenberichterstattung nach IFRS, 2009, S. 45–49, 58–61.

<sup>157</sup> *Ders.*, Die Zwischenberichterstattung nach IFRS, 2009, S. 63–65. Haenelt verwendete eine fünfstufige Ordinalskala (dazu a. a. O., S. 55 f.), auf der die Befragten die Bedeutung der einzelnen Publizitätsinstrumente angeben sollten. Dabei bewerteten die Kapitalmarktexperten die Bedeutung eines Geschäftsberichts mit durchschnittlich 4,60, diejenige eines Halbjahresfinanzberichts mit 4,36, diejenige eines Quartalsfinanzberichts mit 4,21, diejenige einer Zwischenmitteilung mit 3,79 und diejenige von Ad-hoc-Mitteilungen mit 4,29. Für Wirtschaftsprüfer lauteten die entsprechenden Werte 4,28 (Geschäftsbericht), 3,97 (Halbjahresfinanzbericht), 3,43 (Quartalsfinanzbericht), 3,22 (Zwischenmitteilung) und 4,04 (Ad-hoc-Mitteilung).

<sup>158</sup> So *Böcking/Kiehne*, Konzern 2010, 296, 297 (Da [nach damaliger Börsenordnung] im Prime Standard gelistete Unternehmen Quartalsfinanzberichte erstatten mussten, sei vor dem Hintergrund des Wettbewerbs an den Kapitalmärkten auch anderen Unternehmen anzuraten, den Quartalsfinanzbericht der Zwischenmitteilung vorzuziehen); *Müller/Stute*, ZCG 2007, 35, 38, 40–41 (Quartalsbericht erhöhe im Vergleich zur Zwischenmitteilung Prognose- und Vergleichbarkeitsmöglichkeiten deutlich und sei daher zu empfehlen. Die Zwischenmitteilung reiche nicht an vollwertige Quartalsberichterstattung nach IFRS heran, die etwa im Frankfurter Prime Standard verlangt werde (S. 38). Eine vollwertige Berichterstattung über Quartale sei besser für die Unternehmensüberwachung, wie sie auch der DCGK fordere, zumal ihre Informationen einfacher zu verarbeiten und zu vergleichen seien (S. 39–40).); KK-WpHG<sup>2</sup>/*Mock*, § 37x WpHG Rn. 90; ferner *Hutter/Kaulamo*, NJW 2007, 550, 556 (die vom TuG zwingend vorgeschriebene Pflicht von Aktienemittenten, die keine Quartalsberichte erstatten, eine Zwischenmitteilung der Geschäftsführung zu veröffentlichen, sei ein Fortschritt, auch wenn deren Inhalt hinter Quartalsberichten zurückbleibe).

Allerdings räumten selbst Befürworter von Quartalsfinanzberichten ein, die Zielgruppen müssten mit den Besonderheiten der Zwischenberichterstattung vertraut sein, insbesondere mit dem volatilern unterjährigen Ergebnisausweis durch die kürzere und saisonal bereinigte Berichterstattung.<sup>159</sup> Überdies rügten just dieselben Stimmen, die Quartalsberichte empfahlen, fast im gleichen Atemzug die mangelhafte Qualität von Zwischen- und Quartalsberichten in der Praxis.<sup>160</sup> Entsprechende Studien lagen vor allem zu Halbjahresfinanzberichten vor,<sup>161</sup> die allein einer anlassbezogenen Prüfung im Enforcement-Verfahren unterlagen,<sup>162</sup> sowie zur Prognoseberichterstattung.<sup>163</sup> Stimmen aus der Literatur bemühten sich daher *de lege lata*, den Aufsichtsrat für eine intensivere Überwachung und prüferische Durchsicht von Zwischen- und Quartalsfinanzberichten zu aktivieren.<sup>164</sup> *De lege ferenda* rieten sie, Quartalsfinanzberichte verpflichtend der

<sup>159</sup> Müller/Stute, ZCG 2007, 35, 42.

<sup>160</sup> Dies., ZCG 2007, 35; Böcking/Kiehne, Konzern 2010, 296.

<sup>161</sup> Einerseits etwa Baetge/Haenelt, DB 2009, 2501 ff. (S. 2506: bei der IFRS-Zwischenberichterstattung bestehe „noch ein erhebliches Potenzial [...], die Berichtsqualität zu verbessern und damit den Adressaten zusätzliche entscheidungsnützliche Informationen zu vermitteln“); ausführlich Haenelt, Die Zwischenberichterstattung nach IFRS, 2009, S. 199 ff. mit einer Untersuchung von IFRS-Halbjahresfinanzberichten der Geschäftsjahre 2007/2008, 2008 und 2008/2009 von 75 zufällig ausgewählten Unternehmen aus DAX, MDAX und SDAX (zusammenfassend a. a. O., S. 211: „Bei der Untersuchung [...] konnte insgesamt gezeigt werden, dass zwar rund neun Zehntel der untersuchten Unternehmen (89,33 %) mit ihren publizierten IFRS-Zwischenberichten die Adressaten mindestens in ausreichender Weise (Gesamt-Qualitätswert > 50 %) mit aktuellen Informationen [...] versorgten. Gleichwohl besteht mit einem durchschnittlichen Gesamt-Qualitätswert von 58,91 % noch ein erhebliches Potenzial, die gegenwärtige IFRS-Zwischenberichterstattung zu verbessern [...]“ Verbesserungspotenzial konstatiert Haenelt (a. a. O.) vor allem im Zwischenlagebericht.); andererseits etwa Rabenhorst/Wiechens, DB 2009, 521 ff. (S. 526: „Die Auswertung der Halbjahresfinanzberichte der DAX 30-Unternehmen lässt [...] eine große Vielfalt in der Praxis der Halbjahresfinanzberichterstattung erkennen. [...] Insgesamt ist festzustellen, dass die Halbjahresfinanzberichterstattung unabhängig von der jeweiligen Ausrichtung im Einzelfall bereits ein hohes Niveau erreicht hat. Erkennbare Mängel [...] sind vergleichsweise selten anzutreffen und sollten in zukünftigen Berichtsperioden behebbar sein.“); Überblick über diese und weitere Studien bei Böcking/Kiehne, Konzern 2010, 296, 299; differenzierende Ergebnisse für die Jahre 2000 und 2001 bei Rothfuss, Die Zwischenberichterstattung börsennotierter deutscher Unternehmen, 2005, 185 ff., 280–286 (zusammenfassend S. 282 f., 283: Bei Zwischenberichten dominieren normgerechte Elemente, bei normunterschreitenden Berichtsgegenständen zwischen 34 % und 25 % (S. 282 f.); dessen ungeachtet bewertet Rothfuss die Qualität der unterjährigen Berichterstattung in Bezug auf die börsenrechtlichen Vorschriften bzw. die Bestimmungen des Regelwerkes Neuer Markt in einer Gesamtbetrachtung als sehr unbefriedigend (S. 283). Auch hinsichtlich der Erfüllung von IAS 34 verzeichnet er ein sehr unzureichendes Berichtsverhalten (S. 284).

<sup>162</sup> §§ 342b II 1 HGB a. F., 37w WpHG a. F., Böcking/Kiehne, Konzern 2010, 296, 298.

<sup>163</sup> Bezogen auf den Neuen Markt Bode, Anlegerschutz und Neuer Markt, 2006, siehe dazu bereits oben Fn. 56 auf S. 926 und den begleitenden Text; im Rahmen seiner übergreifenden Untersuchung von Zwischenberichten (Halbjahresberichten) aus den Jahren 2000 und 2001 Rothfuss, Die Zwischenberichterstattung börsennotierter deutscher Unternehmen, 2005, 243–249, der prüft, ob Emittenten die geforderten Prognoseangaben veröffentlichten. Er ermittelt, dass Emittenten aus DAX und MDAX im Untersuchungszeitraum mehrheitlich die geforderten Prognoseangaben machten, während im Neuen Markt die große Mehrheit die Anforderungen nicht erfüllten; im Rahmen seiner Untersuchung von Halbjahresberichten aus dem Zeitraum 2007–2008 (siehe bereits Fn. 156, 157 auf S. 939 und den begleitenden Text) Haenelt, Die Zwischenberichterstattung nach IFRS, 2009, S. 207 („Der Prognosebericht hat bei den 75 untersuchten Unternehmen von allen Teilberichten des Zwischenlageberichts durchschnittlich den niedrigsten Qualitätswert (Teil-Qualitätswert von 26,89 %). Die analysierten Unternehmen verfehlten damit die von den befragten Kapitalmarktteilnehmern gestellten Anforderungen an die unterjährige Prognoseberichterstattung.“).

<sup>164</sup> Böcking/Kiehne, Konzern 2010, 296, 300 ff.; in diese Richtung auch Ernst/Gassen/Pellens, Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Januar 2009, S. 54–55.

prüferischen Durchsicht zu unterstellen<sup>165</sup> oder in den Prüfungsgegenstand des Enforcement-Verfahrens einzubeziehen.<sup>166</sup> Alles in allem erschienen Quartals(finanz)berichte danach als etablierter Standard, wenn auch praktisch nicht beanstandungsfrei.

*b) 2015: Unerwarteter Umschwung parallel zur neuen Linie von EU und deutschem Gesetzgeber*

Die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie lässt in der verabschiedeten Fassung strengere Anforderungen der Börsenträger ausdrücklich zu.<sup>167</sup> Vor diesem Hintergrund erwartete man anlässlich der Richtlinienreform ebenso wie des deutschen Umsetzungsgesetzes allgemein, dass die Berichtspraxis der großen börsennotierten Gesellschaften unverändert bleiben werde, schrieb doch die Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse im Prime Standard Quartalsberichte vor.<sup>168</sup> Gleiches hatte man sogar mit Blick auf den rigideren Ausgangsentwurf der Änderungs-Richtlinie prognostiziert: Erstrecke man das Verbot von Quartalsberichtspflichten auf die Börsenbetreiber, gestatte den Gesellschaften aber freiwillige Mehrinformationen auf Wunsch der Anleger, liege es nahe, dass Investoren die Quartalsfinanzberichterstattung aus dem Markt heraus durchsetzen und gerade größere Emittenten sie weiter als notwendiges Informationsmedium betrachten würden. Es werde sich dann ein faktisches Primat freiwilliger Berichterstattung entwickeln, auch im Interesse der internationalen Konkurrenzfähigkeit der nationalen und europäischen Kapitalmärkte.<sup>169</sup>

Diese Vorhersagen erwiesen sich jedoch recht bald als Trugschluss. Tatsächlich hat die Kehrtwende auf Unionsebene bei der Beurteilung von Quartalsberichten und das damit einhergehende Umschwenken des deutschen Gesetzgebers die Börsenregeln in Deutschland entscheidend beeinflusst (sogleich). Ersten Studien zufolge geht dies mit einer deutlichen Verschiebung der Berichtspraxis einher (unter c)):

Angesichts der Reform von § 37x WpHG reformierte der Börsenrat die Quartalsberichtspflichten in der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse (BörsO FWB). Die entsprechende Änderung setzte er zeitgleich mit dem deutschen Umsetzungsgesetz zur Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie in Kraft.<sup>170</sup> Konkret hat der Börsenrat im

---

<sup>165</sup> Rothfuss, Die Zwischenberichterstattung börsennotierter deutscher Unternehmen, 2005, 289 (wohl für alle Formen von Zwischenberichten, also auch Quartalsfinanzberichte, die Rothfuss ebenfalls IAS 34 unterstellt wissen wollte).

<sup>166</sup> Ernst/Gassen/Pellens, Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Januar 2005, S. 11; etwas vorsichtiger auch dies., Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Januar 2009, S. 15, 57 oben; Böcking/Kiehne, Konzern 2010, 296, 298 f., die für diesen Fall zudem eine Prüfung anregen, ob das Instrument der Zwischenmitteilung als Alternative weiterbestehen solle; für verpflichtende Quartalsfinanzberichte auch Rothfuss, Die Zwischenberichterstattung börsennotierter deutscher Unternehmen, 2005, 289.

<sup>167</sup> Oben Fn. 151 auf S. 876.

<sup>168</sup> Seibt/Wollenschläger, ZIP 2014, 545, 546 unter Verweis auf § 51 der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse (BörsO FWB) in der damals geltenden Fassung; Veil, WM 2012, 53, 56 unter Verweis auf § 48 der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse in der damals geltenden Fassung; Parmentier, AG 2014, 15, 16; Bosse, BB 2015, 746, 746–747 ebenfalls unter Verweis auf § 51 BörsO FWB.

<sup>169</sup> Seibt/Wollenschläger, AG 2012, 305, 308–309.

<sup>170</sup> Börsenrat FWB, 13. Änderungssatzung BörsO FWB, 12.11.2015, Art. 2 Abs. 1: „§§ 46, 51, 51a, 54 treten in der durch Artikel 1 geänderten Fassung an dem Tag in Kraft, an dem das Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie in Kraft tritt.“ [relevante Regelungen für die Reform der Quartalsberichtspflichten sind §§ 51, 51a BörsO FWB]; hierzu auch Berninger/Schiereck, KoR 16 (2016), 554, 559.

Prime Standard die 2003 eingeführte und zuletzt in § 51 BörsO FWB geregelte Pflicht zur Quartalsfinanzberichterstattung gestrichen, die sich an den gesetzlichen Anforderungen für den Halbjahresbericht orientierte. An ihre Stelle ist eine sog. Quartalsmitteilung getreten, deren Mindestinhalte die Börsenordnung nun eigenständig festlegt (§ 51a BörsO FWB n. F.). Die bisherigen Anforderungen hat sie dabei deutlich zurückgenommen. Die abgedeckten Themen entsprechen zwar im Grundsatz denjenigen des bisher zwingenden Quartalsfinanzberichts,<sup>171</sup> es genügt aber für alle Angaben eine rein verbale Darstellung.<sup>172</sup> Insoweit orientiert sich die Quartalsmitteilung im Prime Standard sichtlich an der abgeschafften Zwischenmitteilung der Geschäftsführung, die bisher der (gesetzliche) Mindeststandard außerhalb des Prime Standard war.<sup>173</sup> Hinzu kommt ein Prognoseveränderungsbericht (§ 51a III BörsO FWB), der inhaltlich den Zwischenlagebericht als Element des vormals zwingenden Quartalsfinanzberichts aufnimmt.<sup>174</sup> Zudem ist – wie schon zuvor im Prime Standard, aber anders als bei der Zwischenmitteilung – eine Veröffentlichung auf Deutsch und Englisch gefordert (§ 51a IV BörsO FWB).<sup>175</sup>

Die Emittenten dürfen freiwillig weiterhin einen Quartalsfinanzbericht anstelle der Quartalsmitteilung publizieren (§ 51a VI BörsO FWB). Damit einhergehen kann eine prüferische Durchsicht des Quartalsfinanzberichts, die gemäß § 37w VII WpHG n. F. entsprechend den Regeln zum Halbjahresfinanzbericht in § 37w V WpHG erfolgt.<sup>176</sup> Bei einer Quartalsmitteilung scheidet eine solche Durchsicht aus. Denn die Quartalsmitteilung muss keine Finanzaufstellungen nach Rechnungslegungsgrundsätzen enthalten, sodass ein Soll-Maßstab fehlt.<sup>177</sup>

Im General Standard verzichtet die reformierte BörsO FWB darauf, eigenständig eine Quartalsberichterstattungspflicht vorzuschreiben.<sup>178</sup> Folglich bestehen im General Standard nach der gesetzgeberischen Abschaffung der Zwischenmitteilung der Geschäftsführung keiner-

<sup>171</sup> Beschreibung der Finanzlage und des Geschäftsergebnisses, wesentliche Ereignisse und Geschäftsführung während des Mitteilungszeitraums und deren Auswirkungen auf die Finanzlage, Informationen über die Entwicklung der Geschäftstätigkeit und Prognoseveränderungsbericht, zusammenfassend *Berninger/Schiereck*, KoR 16 (2016), 554, 559; tabellarisch-grafische Gegenüberstellung der alten und neuen Anforderungen bei *Pellens/Knappstein/Muschallik u. a.*, DB 2017, 1, 2.

<sup>172</sup> *Eisenschmidt*, IRZ 2016, 419, 419, 420.

<sup>173</sup> *Berninger/Schiereck*, KoR 16 (2016), 554, 559–560; *Buchheim/Hossfeld/Schmidt*, WPg 2016, 1347, 1350; *Pellens/Knappstein/Muschallik u. a.*, DB 2017, 1, 3.

<sup>174</sup> *Pellens/Knappstein/Muschallik u. a.*, DB 2017, 1, 3.

<sup>175</sup> *Berninger/Schiereck*, KoR 16 (2016), 554, 560.

<sup>176</sup> Damit gehen gewisse Änderungen im Vergleich zum bisherigen Rechtsstand einher. So ist der Abschlussprüfer nun durch die Hauptversammlung zu wählen und vom Aufsichtsrat statt vom Vorstand zu beauftragen. Zudem muss eine Bescheinigung über das Prüfungsergebnis veröffentlicht und andernfalls im Quartalsfinanzbericht angegeben werden, dass keine prüferische Durchsicht erfolgt ist, näher *Böckem/Rabenhorst*, IRZ 2016, 89, 91–92. Keine Pflicht zur Veröffentlichung einer Bescheinigung über das Prüfungsergebnis soll allerdings bestehen, wenn die prüferische Durchsicht nur für interne Zwecke in Auftrag gegeben wird, insbesondere zur Unterstützung des Aufsichtsrates. Die gesetzliche Haftungsbeschränkung der §§ 320, 323 HGB soll in diesem Fall allerdings nicht gelten, *dies.*, IRZ 2016, 89, 92.

<sup>177</sup> *Eisenschmidt*, IRZ 2016, 419, 421; *Böckem/Rabenhorst*, IRZ 2016, 89, 93; offen lassend *Berninger/Schiereck*, KoR 16 (2016), 554, 560; *Schlienkamp*, AG 2016, R137–R139, R138–R139. Soweit Quartalsmitteilungen freiwillig nach Rechnungslegungsgrundsätzen erstellte Finanzinformationen enthalten, können diese allerdings im Prinzip einer prüferischen Durchsicht außerhalb des Anwendungsbereichs von § 37w V, VII WpHG n. F. unterzogen werden. Zudem ist insoweit eine prüferische Durchsicht für interne Zwecke möglich, näher *Böckem/Rabenhorst*, BB 2016, 1578, 1582. Sie kommt insbesondere für die Überwachungstätigkeit des Aufsichtsrates in Betracht (*Böckem/Rabenhorst*, ebd.) oder für Zwecke der Fremdkapitalfinanzierung (vgl. *Schlienkamp*, ebd.).

<sup>178</sup> *Berninger/Schiereck*, KoR 16 (2016), 554, 560.

lei Quartalsberichtsspflichten mehr.<sup>179</sup> Dort notierte Gesellschaften sind nun völlig frei, auf quartalsweise Berichterstattung zu verzichten, freiwillig in reduzierter Form zu berichten oder einen Quartalsfinanzbericht vorzulegen.<sup>180</sup>

Im privatrechtlichen Freiverkehr bleibt insoweit alles beim Alten: Wie schon seit Einstellung des Neuen Marktes gibt die Deutsche Börse keine Quartalsberichtsspflichten vor.<sup>181</sup> Allerdings hat sie zum März 2017 ein neues Segment, genannt Scale, für kleine und mittlere Unternehmen im Freiverkehr eingeführt, das den bisherigen Entry Standard ersetzt.<sup>182</sup> Ein dazugehöriger Index soll folgen.<sup>183</sup> Im Vergleich zum Entry Standard sind die Berichterstattungspflichten höher,<sup>184</sup> quartalsweise bestehen sie aber nicht.<sup>185</sup> Mit dem neuen Segment erfüllte die Deutsche Börse einen Wunsch der seit Dezember 2013 regierenden großen Koalition aus CDU/CSU und SPD, die einen neuen „Markt 2.0“ für junge wachstumsstarke Unternehmen in Aussicht gestellt hatte.<sup>186</sup> Gegen darin

<sup>179</sup> *Buchheim/Hossfeld/Schmidt*, WPg 2016, 1347, 1350.

<sup>180</sup> *Berninger/Schiereck*, KoR 16 (2016), 554, 560.

<sup>181</sup> Das gilt sowohl für den Open Market allgemein (Terminologie der Deutschen Börse für den Freiverkehr, siehe § 1 I der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutschen Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse [AGB FWB-Freiverkehr]) als auch in dessen Teilsegment Entry Standard, in dem § 19 I lit. b) AGB FWB-Freiverkehr „nur“ einen Halbjahresabschluss und Zwischenlagebericht vorschreibt, *dies.*, KoR 16 (2016), 554, 561.

<sup>182</sup> Der Freiverkehr besteht künftig aus dem Quotation Board für Zweitnotierungen an einem Referenzmarkt sowie aus dem Basic Board und dem neuen Scale-Segment. Scale fungiert als Qualitätssegment zum Basic Board, zu Einzelheiten *Scharpf/Bandur*, AG 2017, R55–R56. Die Kosten für ein Listing in Scale liegen mit 5.000 € im Quartal deutlich über dem Betrag des alten Entry Standard, für den diese Summe im Jahr fällig geworden war. Hinzu kommt eine Aufnahmegebühr zwischen 20.000 und 89.000 €, während im Entry Standard nur 1.500 € angefallen waren, *Mohr*, FAZ vom 02.03.2017, 27. Dafür bezahlt die Börse bestimmte Research-Leistungen (kritische Würdigung dieses Aspekts bei *Bösl*, CF 2017, 23, 29).

<sup>183</sup> *Gajo*, AG 2016, R371; *Mohr*, FAZ vom 22.11.2016, 27.

<sup>184</sup> Sie umfassen insbesondere obligatorische Research-Berichte, die von der Deutschen Börse bezahlt werden sollen, *Gajo*, AG 2016, R371. Zudem ist zu beachten, dass gemäß Art. 17 der neuen Marktmissbrauchsverordnung eine Ad-hoc-Publizitätspflicht auch für solche Freiverkehrsemittenten besteht, welche die Einbeziehung ihrer Finanzinstrumente in den Freiverkehr selbst beantragt oder der Einbeziehung zugestimmt haben (näher und kritisch *Kumpan*, ZGR 2016, 2, 22, 31 f.; zu Einzelfragen der Reichweite des Ad-hoc-Regimes eingehend *Scholz*, NZG 2016, 1286 ff.). Die Deutsche Börse hat dies anlässlich der Ankündigung des neuen Segments hervorgehoben.

<sup>185</sup> *Mohr*, FAZ vom 22.11.2016, 27.

<sup>186</sup> Die Bundesregierung hatte im Koalitionsvertrag unter anderem eine „Digitale Agenda für Deutschland“ vereinbart, mit der Deutschland „Digitales Wachstumsland Nummer 1 in Europa“ werden sollte. In diesem Rahmen verabredete die Koalition, die Einführung eines neuen Börsensegments „Markt 2.0“ zu prüfen, um Börsengänge für junge, innovative und wachstumsstarke Unternehmen wieder zu beleben, *CDU/CSU/SPD*, Deutschlands Zukunft gestalten, 16.12.2013, S. 97–98. Vorangetrieben wurde dieses Ziel anschließend vor allem von Wirtschaftsminister Sigmar Gabriel (SPD).

Der Vorstandsvorsitzende der Deutschen Börse, *Carsten Kengeter*, hatte dessen Forderungen noch ein Jahr zuvor abgelehnt und stattdessen ein Deutsche Börse Venture Network geschaffen. Sein Meinungswechsel kam für manche Beobachter überraschend (siehe etwa *Bösl*, CF 2017, 23, 27). Der Deutschen Börse zufolge haben die mit dem Venture Network gesammelten Erfahrungen aber das nachfolgende neue KMU-Segment befördert (*Stars*, Handelsblatt vom 22.11.2016, 4; *Mohr*, FAZ vom 22.11.2016, 27).

Zugleich fällt freilich auf, dass Kengeter Mitte/Ende 2016 auf politische Unterstützung für sein Fusionsvorhaben mit der London Stock Exchange angewiesen war. In den Medien mutmaßte man dementsprechend, das neue KMU-Segment diene möglicherweise dazu, der Politik den umstrittenen Zusammenschluss schmackhaft zu machen (so *Blechner*, Lob und Häme für neues Börsensegment, 22.11.2016 <<https://web.archive.org/web/20161123140104/http://boerse.ard.de/aktien/lob-und-haeme-fuer-neues-boersensegment100.html>> (geprüft am 26.03.2021)). Hierfür spricht, dass die Einrichtung des Segments nach Aussage des Vorstandsmitglieds Stars „sehr eng mit dem Bundeswirtschaftsministerium abgestimmt“ wurde und dass die London Stock Exchange mit dem Alternative Investment Market bereits über ein entsprechendes Angebot verfügt, dass Kengeter zuvor häufig als Stärke der Londoner hervor-

aufscheinende Parallelen zum Neuen Markt hat sich die Deutsche Börse naturgemäß verwahrt.<sup>187</sup> Die Einrichtung des neuen Segments wurde vielfach, aber nicht einhellig begrüßt.<sup>188</sup> Kritiker haben unter anderem bezweifelt, dass die Zulassungskriterien geeignet sind, um nicht börsenreife Unternehmen fernzuhalten.<sup>189</sup>

### c) Annahme in der Praxis

Als wichtigen Vorteil einer Abschaffung der Quartalsfinanzberichterstattung hat man sowohl von wissenschaftlicher als auch prüferischer Seite eine Eindämmung kurzfristig orientierter Unternehmenssteuerung hervorgehoben.<sup>190</sup> Wie die Emittenten im Prime Standard und General Standard ihre neu gewonnenen Wahlfreiheiten nutzen, wird indes maßgeblich davon abhängen, welches Informationsniveau Investoren generell bzw. unternehmens- und branchenspezifisch am Markt einfordern.<sup>191</sup> Die ersten Reaktionen deuten darauf hin, dass sie zwar Kürzungen befürworten, auf Zahlenmaterial aber nur sehr begrenzt verzichten wollen:

Bankenanalysten stehen einer Zahlenreduktion uneinheitlich gegenüber.<sup>192</sup> Der Hauptgeschäftsführer der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz warnte insoweit gar vor einem Blindflug, begrüßte im Übrigen aber eine Reduktion des Umfangs von Quartalsberichten.<sup>193</sup> Ähnlich hat sich der Deutsche Investor Relations Verband (DIRK) positioniert und eine entsprechende Empfehlung insbesondere an kleinere Prime-Standard-Emittenten gerichtet.<sup>194</sup>

---

gehoben hatte (zu beidem *Stars*, Handelsblatt vom 22.11.2016, 4). Bei der Veröffentlichung des Namens „Scale“ war die Fusion freilich bereits gescheitert, siehe *Mohr*, FAZ vom 02.03.2017, 27.

<sup>187</sup> *Blechner*, Lob und Häme für neues Börsensegment, 22.11.2016 <<https://web.archive.org/web/20161123140104/http://boerse.ard.de/aktien/lob-und-haeme-fuer-neues-boersensegment100.html>> (geprüft am 26.03.2021); *Mohr*, FAZ vom 22.11.2016, 27; *Stars*, Handelsblatt vom 22.11.2016, 4, 4–5.

<sup>188</sup> Zustimmung etwa der Kommentar von *Mohr*, FAZ vom 22.11.2016, 27; ebenso die berichteten Reaktionen von Verbands-, Analysten- und Start-up-Seite bei *Blechner*, Lob und Häme für neues Börsensegment, 22.11.2016 <<https://web.archive.org/web/20161123140104/http://boerse.ard.de/aktien/lob-und-haeme-fuer-neues-boersensegment100.html>> (geprüft am 26.03.2021), das Interview mit dem Internetunternehmer Schwambach von *Brächer*, Handelsblatt vom 02.03.2017, 33 und ganz weitgehend auch die bei *Mohr*, FAZ vom 02.03.2017, 27 zitierten Stimmen aus der Wirtschaft und von Analysten.

Etwas zurückhaltender die von *Brächer/Köhler*, Handelsblatt vom 22.11.2016, 5 zitierten Stimmen sowie der Kommentar von *Brächer*, Handelsblatt vom 02.03.2017, 27.

Weitgehend kritisch hingegen *Bösl*, CF 2017, 23, 27–29 mit folgendem Fazit: „Analysiert man die Zulassungskriterien und begleitenden Maßnahmen des neuen Handelssegments, kommt man eher zu dem Schluss, dass die Deutsche Börse AG keine Innovation geleistet hat. Vielmehr werden bestehende Strukturen und Instrumente im Börseneinführungsprozess ohne Qualitätsgewinn übernommen. Die definierten Zulassungskriterien sind nicht konsistent und können eine hohe Qualität der Emittenten im neuen Handelssegment nicht gewährleisten. Schließlich bleibt die Zielgruppe unscharf, [...]“; in diese Richtung auch Stimmen bei *Brächer/Köhler*, Handelsblatt vom 02.03.2017, 32.

<sup>189</sup> *Bösl*, CF 2017, 23, 27–28; gleichlautende Stimmen auch bei *Brächer/Köhler*, Handelsblatt vom 02.03.2017, 32.

<sup>190</sup> *Böckem/Rabenhorst*, IRZ 2016, 89, 93; *Eisenschmidt*, IRZ 2016, 469, 470; *Hillmer*, KoR 2016, 585, 588–589 (Bericht über die Referate von Prof. Thorsten Sellhorn und Wolfgang Sawazki auf dem Deutschen Betriebswirtschaftler-Tag am 28./29.09.2016 in Düsseldorf).

<sup>191</sup> *Berninger/Schiereck*, KoR 16 (2016), 554, 560–561.

<sup>192</sup> Siehe die von *Kapalschinski/Fockenbrock*, Handelsblatt vom 06.05.2016, 16 zitierten Stellungnahmen.

<sup>193</sup> So der Hauptgeschäftsführer der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) Marc Tüngler, im Interview mit Dieter Fockenbrock, *Tüngler/Fockenbrock*, Handelsblatt vom 06.05.2016, 17.

<sup>194</sup> Näher *Bommer*, Kreditwesen 2016, 440, 441 (Geschäftsführer des DIRK): Die Lockerung eröffnet neue Gestaltungsmöglichkeiten, mit denen ein Emittent seine Quartalsberichte auf die Situation seiner Branche, des Unternehmens und auf die Anforderungen seiner Zielgruppen zuschneiden könne. Der

Erste Rückmeldungen aus der Praxis sprechen dafür, dass die Emittenten ihre Berichte tatsächlich spürbar umgestalten. So verwies ein Referent der Schmalenbach-Tagung im April 2016 auf eine Umfragestudie einer Bank, der zufolge 40 % der befragten Emittenten planten, ihre Quartalsberichterstattung zu ändern. Im DAX fiel der Anteil mit 16 % zwar deutlich geringer aus.<sup>195</sup> Die DAX-Mehrheit, darunter etwa die Bayer AG, wollte ihre bisherige Berichterstattung fortführen, um zu große Zeitfenster mit Informationslücken zu vermeiden.<sup>196</sup> Allerdings illustrierte das nachfolgende Referat eines Vorstandsmitglieds der Siemens AG, dass auch in diesem Segment erhebliche Reformbereitschaft zu finden ist. Er berichtete, dass und wie die Siemens AG nach Rücksprache mit Investoren und Analysten ihre Quartalsberichterstattung deutlich entschlackt hat. Dieser Ansatz passe zu den geänderten Börsenregeln und sei auf positive Resonanz gestoßen.<sup>197</sup> Presseberichten zufolge sind außerdem Allianz und Beiersdorf zu reduzierten Quartalsmitteilungen übergegangen, Beiersdorf auch im Anschluss an L’Oreal und Unilever. Andere, etwa SAP, haben zwar ihre Präsentation verkürzt und sich damit formal offenbar für die Quartalsmitteilung entschieden,<sup>198</sup> inhaltlich aber das präsentierte Zahlenmaterial beibehalten.<sup>199</sup>

Erste empirische Untersuchungen bestätigen diese anekdotischen Eindrücke. So ergab eine Studie von 252 Unternehmen im Prime Standard (inkl. DAX, MDAX, SDAX, TecDAX) für das erste Quartal 2016, dass bereits 113 der betrachteten Emittenten (knapp 45 %) auf eine Quartalsmitteilung umgestellt hatten, 139 publizierten einen anders bezeichneten Bericht zum Quartal (ca. 55 %) und nur noch 19 einen Quartalsfinanzbericht.<sup>200</sup> Die Länge der Berichte variierte erheblich.<sup>201</sup> Eine Quartalsmitteilung ging mit einer Absenkung von Umfang und Inhalten einher, die in kleineren Indizes stärker ausfiel.<sup>202</sup> Dessen ungeachtet veröffentlichten – nunmehr freiwillig – ca. 94 % der Emittenten weiterhin quartalsweise eine Bilanz sowie eine Gewinn- und Verlustrechnung und ca. 90 % eine Kapitalflussrechnung.<sup>203</sup> All dies entspricht der Empfehlung des Deutschen Investor Relations Verbandes (DIRK).<sup>204</sup> Außerdem machten fast alle Emittenten Angaben zu Chancen und Risiken der zukünftigen Entwicklung. 97,62 % gaben dazu auch Prognosen ab, allerdings mit erheblicher Bandbreite in der Veröffentlichungsform.<sup>205</sup>

---

DIRK empfehle aber, nicht vollständig auf Zahlenwerk zu verzichten, sondern Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie Kapitalflussrechnung weiter zu veröffentlichen; übereinstimmende Darstellung der DIRK-Empfehlungen bei *Schlienkamp*, AG 2016, R137–R139, R137–R138.

<sup>195</sup> Siehe den Bericht von *Lleshaj/Muschallik/Wu*, KoR 2016, 366, 367 über das Referat von Prof. Böcking, der eine Studie von Warburg Research vom 15.03.2016 besprach.

<sup>196</sup> Siehe *Hillmer*, KoR 2016, 585, 588 zu einer Aussage von Rolf Funk auf dem Deutschen Betriebswirtschaftler-Tag am 28./29.09.2016 in Düsseldorf.

<sup>197</sup> Siehe den Bericht von *Lleshaj/Muschallik/Wu*, KoR 2016, 366, 368–369 über das Referat von Ralf P. Thomas, Mitglied des Vorstands der Siemens AG, München.

<sup>198</sup> Siehe den Bericht von *Hillmer*, KoR 2016, 585, 588 über das Referat von Christoph Hütten auf dem Deutschen Betriebswirtschaftler-Tag am 28./29.09.2016 in Düsseldorf.

<sup>199</sup> So *Kapalschinski/Fockenbrock*, Handelsblatt vom 06.05.2016, 16.

<sup>200</sup> *Eisenschmidt*, IRZ 2016, 419, 421–422, auch dazu, dass die Bandbreite unterschiedlicher Bezeichnungen häufig keinen eindeutigen Schluss auf die Inhalte zulässt.

<sup>201</sup> Durchschnitt von 24,63, Median von 20, jeweils bei einem höheren durchschnittlichen Seitenumfang in den größeren Indizes.

<sup>202</sup> *Eisenschmidt*, IRZ 2016, 419, 422.

<sup>203</sup> *Ders.*, IRZ 2016, 419, 423. Eine Eigenkapitalveränderungsrechnung war mit gut 68 %, ein Anhang mit gut 58 % deutlich weniger verbreitet.

<sup>204</sup> Zu dieser Empfehlung *Bommer*, Kreditwesen 2016, 440, 441.

<sup>205</sup> *Eisenschmidt*, IRZ 2016, 419, 423.

Eine nähere ökonomische Auswertung ergab, dass vor allem die Unternehmensgröße die Wahl eines Quartalsfinanzberichts, dessen prüferische Durchsicht sowie allgemein den Berichtsumfang positiv beeinflusste. Letzterer korrelierte zudem mit einzelnen Branchen und positiv mit dem Streubesitzanteil.<sup>206</sup>

Eine weitere Studie speziell zu den DAX 30, also der Spitze des Premiumsegments, lieferte ähnliche Befunde, allerdings in abgeschwächter Form: Zum ersten Quartal 2016 hatten immerhin schon neun Emittenten auf die Quartalsmitteilung umgestellt.<sup>207</sup> Verglichen mit dem Quartalsfinanzbericht sank die Seitenzahl dadurch im Schnitt um fast zwei Drittel, bei allerdings recht vielfältiger Ausgestaltung.<sup>208</sup> Zudem greift eine isolierte Gegenüberstellung von altem Quartalsfinanzbericht und neuer Quartalsmitteilung insofern zu kurz, als die DAX 30 Emittenten oft zugleich umfangreiche weitere Darstellungen und Finanzdaten online zur Verfügung stellen.<sup>209</sup> Ähnlich wie im Prime Standard allgemein enthielt jede der neun Quartalsmitteilungen freiwillig Finanzinformationen, sechs beinhalteten sogar mindestens eine Konzernbilanz und -GuV. Letzteres bedeutet Praktikern zufolge, dass der Aufwand bei der Erstellung quantitativer Finanzinformationen unverändert bleibt.<sup>210</sup>

Bei der Interpretation der Daten ist zu beachten, dass zum Zeitpunkt der ersten Studien die betrachteten Emittenten infolge der vorherigen Regeln über eingefahrene interne Prozesse für die publizierten Rechenwerke verfügten.<sup>211</sup> Eine schnelle Anpassung verliert dadurch an Attraktivität, weil eine Umstellung auf die abstraktere Quartalsmitteilung neuen Abstimmungsbedarf und gegebenenfalls zumindest anfänglich höhere Kosten verursacht.<sup>212</sup> Hinzu kommt die Unsicherheit, ob Berichtsadressaten auf eine Verknappung negativ reagieren.<sup>213</sup> Langfristig und erst recht für neu hinzutretende Emittenten wird das weniger ins Gewicht fallen. Insofern bleibt abzuwarten, welche Best Practice sich mit Blick auf die Informationsveröffentlichung herausbilden wird.<sup>214</sup>

## 7. Fazit

Insgesamt zeigt sich, dass die Quartalsberichterstattung in Deutschland einem erheblich volatileren Regelungsumfeld unterliegt als die halbjährliche und erst recht die jährliche Finanzberichterstattung. Zwar bestehen seit den späten 1990er Jahren durchgängig Quartalsberichtspflichten, allerdings haben sich deren Rechtsgrundlage, der Kreis der Verpflichteten und die genauen Anforderungen mehrfach geändert. All dies hat wiederholt

<sup>206</sup> *Ders.*, IRZ 2016, 469, 472–473: Die Unternehmensgröße beeinflusste sowohl die Wahl eines Quartalsfinanzberichts als auch den Berichtsumfang signifikant positiv (1%-Niveau). Der Berichtsumfang hing zudem positiv mit einer Zugehörigkeit zur Bankbranche und negativ mit einer Zugehörigkeit zur Versicherungsbranche zusammen sowie bei geringerer Signifikanz positiv mit dem Streubesitzanteil.

<sup>207</sup> *Böckem/Rabenhorst*, BB 2016, 1578; gut zwei Drittel (21) der Emittenten hielten am Quartalsfinanzbericht fest, zwölf davon mit prüferischer Durchsicht.

<sup>208</sup> *Dies.*, BB 2016, 1578: Von durchschnittlich 64 Seiten auf ca. 23 Seiten; zu weiteren Fällen nachfolgend a. a. O.

<sup>209</sup> Dazu *dies.*, BB 2016, 1578, 1579 am Beispiel der Allianz SE.

<sup>210</sup> *Dies.*, BB 2016, 1578, 1578–1579.

<sup>211</sup> Vgl. *Eisenschmidt*, IRZ 2016, 419, 423.

<sup>212</sup> In diesem Sinne *Eisenschmidt*, IRZ 2016, 469, 470; *Böckem/Rabenhorst*, IRZ 2016, 89, 93.

<sup>213</sup> *Eisenschmidt*, IRZ 2016, 469, 470.

<sup>214</sup> *Hillmer*, KoR 2016, 585, 589; in der Sache ebenso *Buchheim/Hossfeld/Schmidt*, WPg 2016, 1347, 1350; *Tüngler/Fockenbrock*, Handelsblatt vom 06.05.2016, 17; *Bommer*, Kreditwesen 2016, 440, 441; Referat von Prof. Böcking auf der Schmalenbach-Tagung im April 2016, *Lleshaj/Muschallik/Wu*, KoR 2016, 366, 367.

für kontroverse Debatten gesorgt, wobei zwei Kritikpunkte eine herausgehobene Rolle spiel(t)en: erstens die Kostenbelastung durch zunehmende unterjährige Berichtspflichten, vor allem, weil sie kleineren Unternehmen den Kapitalmarktzugang erschwert; zweitens die Sorge, dass eine fortlaufende Zahlenkontrolle des Kapitalmarktes schädlichen Druck zu kurzfristigem Wirtschaften auf die Emittenten befördert. Der letztgenannte Einwand wurde noch zur Jahrtausendwende überwiegend im Vertrauen auf eine effiziente Informationsverarbeitung des Marktes verworfen, drang in der Folgezeit aber immer stärker durch.

Die Kritik illustriert, ebenso wie das volatile Regelungsumfeld der Quartalsberichterstattung, dass das „effiziente Maß“ derart kurzfristiger periodischer Berichtspflichten offenbar deutlich schwieriger zu bestimmen ist als bei der halbjährlichen oder jährlichen Berichterstattung.<sup>215</sup> Möglicherweise fallen markt- und unternehmensspezifische Besonderheiten bei kurzen Berichtsperioden mehr ins Gewicht. Ein bestimmtes Regelungskorsett würde sich dann recht schnell für manche als unpassend erweisen, sei es, weil es exponenziell belastet, sei es, weil es Informationen verdrängt, die auf einem langfristig funktionsfähigen Kapitalmarkt anlageentscheidend sein sollten.<sup>216</sup>

In der Debatte um öffentlich-rechtlich eingekleidete Quartalsberichtspflichten im Prime Standard, die ab 2003 losbrach und 2007 gerichtlich beendet wurde, war die *Short-termism*-Kritik juristisch bei der Frage bedeutsam, ob die Börsenregeln den gesetzgeberisch eingeräumten Gestaltungsspielraum überschritten hatten. In der Literatur führte man unter anderem Kurzfristigkeitsbedenken für eine Grundrechtswesentlichkeit der Regelung an. Letztlich setzte sich aber die Deutsche Börse durch. Dies entsprach der damals überwiegend positiven Wahrnehmung quartalsweiser Berichterstattung in der Wissenschaft und auf EU-Ebene. Dort betrieb das Initiativorgan Kommission weitgehende Quartalsberichtspflichten und verwarf *Short-termism*-Einwände. In Parlamentsausschüssen fanden diese allerdings Gehör und trugen dazu bei, den Kommissionsvorschlag deutlich abzumildern.

Bei der Reform der Transparenzrichtlinie hat die Kommission ihre vormals ablehnende Haltung zur *Short-termism*-Kritik aufgegeben und ist in das Lager der Besorgten gewechselt. Angesichts der traditionellen inhaltlichen Zurückhaltung des deutschen Gesetzgebers hat sich das unmittelbar im deutschen Umsetzungsgesetz niedergeschlagen.

Die Frankfurter Börse hätte ihren bestehenden Regeln zur Quartalsfinanzberichterstattung trotzdem treu bleiben dürfen, entschied sich aber, die Vorgaben der BörsO FWB ebenfalls zeitgleich abzusenken. Möglicherweise zog die Börse damit eine Lehre aus der heftigen Kritik, die ihr entgegenschlug, als sie 2003 wenig Rücksicht auf gesetzgeberische Vorstellungen nahm. Daneben könnte die staatliche Kontrolle erklären, dass und warum die Börsenordnung offenbar dazu neigt, die Bewertung von Quartalsberichten nachzuvollziehen, welche gerade bei den maßgeblichen Legislativorganen auf europäischer bzw. deutscher Ebene vorherrscht. Die Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse wird gemäß § 12 II Nr. 1 BörsenG vom Börsenrat erlassen. Dieser ist gemäß § 12 I 1 BörsenG zu bilden und eine Behörde im verwaltungsrechtlichen Sinne.<sup>217</sup> Er setzt sich gemäß § 12 I 2 bis 5 BörsenG zwar aus Vertretern verschiedener, am Börsengeschehen besonders interessierter Kreise zusammen, also vor allem von Banken,

<sup>215</sup> Ebenso ohne Bezug zur *Short-termism*-Kritik Berninger/Schierreck, KoR 16 (2016), 554, 561.

<sup>216</sup> Vgl. dies., KoR 16 (2016), 554, 561–562.

<sup>217</sup> Groß, Kapitalmarktrecht<sup>6</sup>, 2016, § 14 Rn. 3.

Emittenten und Anlegern.<sup>218</sup> Zugleich unterliegt der Börsenrat aber staatlicher Aufsicht, die die Börsenordnung genehmigen muss (§ 16 III BörsenG).

Dessen ungeachtet sprechen erste Indizien aber dafür, dass die Liberalisierung tatsächlich hilft, bei kurzen Berichtsperioden Besonderheiten besser Rechnung zu tragen, die branchen- und unternehmensabhängig bei Emittenten sowie mit Blick auf den spezifischen Informationsbedarf verschiedener Anleger- und Analystengruppen bestehen: So lassen die bisherigen Studien zur Nutzung der neuen Wahlfreiheit im Prime Standard eine klare Tendenz erkennen, das quartalsweise angebotene Informationsportfolio stärker auszudifferenzieren und zu skalieren.<sup>219</sup> Zugleich spricht einiges dafür, dass quantitative Angaben und Prognosen auch nach Wegfall einer entsprechenden Veröffentlichungspflicht einstweilen weiter ein zentraler Bestandteil sind.<sup>220</sup> Es bleibt abzuwarten, inwieweit es hier mittel- und langfristig zu weiteren Verschiebungen kommen wird, insbesondere bei kleinen Emittenten und solchen, die neu in den Prime Standard eintreten.

### III. *Managervergütung*

Die Diskussion um die Vorstandsvergütung im deutschen Schrifttum hat in jüngerer Zeit eine kaum mehr überschaubare Dimension erreicht,<sup>221</sup> Rechtslage und Streitfragen erschließen aber zahlreiche Kommentierungen.<sup>222</sup> An dieser Stelle genügt daher ein Blick darauf, welche Rolle speziell die Bekämpfung kurzfristiger Orientierung in der jüngeren rechtspolitischen Entwicklung des Gesellschaftsrechts gespielt hat. Diese wird geprägt von zwei gesetzgeberischen Marksteinen, welche sich zunächst primär der Offenlegung (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz – VorstOG) und sodann vorwiegend der Angemessenheit der Vorstandsvergütung gewidmet haben (Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung – VorstAG). Nicht über das Stadium eines Gesetzentwurfs hinaus gelangten hingegen Pläne im Rahmen der Aktienrechtsnovelle 2012, das bis dato unverbindliche und obendrein fakultative Votum der Aktionäre über die Vorstandsvergütung zu einem verbindlichen Entscheid über das Vergütungssystem zu verstärken (Gesetz zur Kontrolle der Vorstandsvergütung – VorstKoG). Insoweit hat später die Aktionärsrechterichtlinie gesetzgeberisches Handeln erforderlich gemacht.

#### 1. *Das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz*

Bald nach der Jahrtausendwende, noch vor dem Beginn der Heuschreckendebatte geriet in Deutschland die Vergütung von Vorständen börsennotierter Aktiengesellschaften angesichts einer „astronomische[n]“,<sup>223</sup> „explosionsartigen Steigerung“<sup>224</sup> zunehmend in die öffentliche Diskussion. Hier hatte sich nach verbreiteter, wenngleich kontroverser

<sup>218</sup> Seiffert, in: Wittig/Kümpel (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht<sup>4</sup>, 2011, S. 299, 4.212. Die interessierten Kreise umfassen insbesondere zur Teilnahme am Börsenhandel zugelassene Unternehmen und Anleger.

<sup>219</sup> Siehe jeweils im Rahmen ihrer Studien Böckem/Rabenhorst, BB 2016, 1578, 1581 und Eisenschmidt, IRZ 2016, 419, 425.

<sup>220</sup> Eisenschmidt, IRZ 2016, 419, 425.

<sup>221</sup> So treffend Spindler/Stilz, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/*Fleischer*, § 87 AktG Rn. 3; veranschaulichend etwa die Literaturübersicht bei GK AktG<sup>5</sup> 4 Teilband 1/*Kort*, § 87, S. 557–566.

<sup>222</sup> Siehe etwa GK AktG<sup>5</sup> 4 Teilband 1/*Kort*, § 87; MüKo AktG Bd. 2<sup>4</sup> Bd. 2/*Spindler*, § 87; Spindler/Stilz, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/*Fleischer*, § 87 AktG; KK AktG<sup>3</sup> 2, 1/*Mertens/Cahn*, § 87.

<sup>223</sup> Adams, ZIP 2002, 1325.

<sup>224</sup> Körner, NJW 2004, 2697.

Wahrnehmung eine „Gerechtigkeitslücke“<sup>225</sup> dadurch aufgetan, dass die Vorstandsvergütungen um ein Vielfaches stärker gestiegen waren als die Reallöhne der Arbeitnehmer.<sup>226</sup> Besonders anstößig erschienen immense Aktienoptionen für Vorstände, als deren Gesellschaften im Krisenjahr 2001 außerordentlich schlechte Ergebnisse erzielten,<sup>227</sup> sowie spektakuläre Einzelfälle von als exorbitant überhöht empfundenen Zahlungen, allen voran die Anerkennungsprämien für Vorstände und Aufsichtsräte der Mannesmann AG im Zuge der Übernahme durch Vodafone im Jahr 2000.<sup>228</sup> Weiterhin bescheinigte man den Aktienoptionsprogrammen von DAX-Unternehmen, „astronomische leistungslose Gewinnmöglichkeiten“ für Vorstände zu bieten, die „sich im Wesentlichen nur als Ausplünderungsverfahren begreifen lassen“ und überdies gefährliche Anreize zu Bilanzmanipulation zu erzeugen wie in den Skandalen um Enron, Xerox und Worldcom in den USA.<sup>229</sup> Die Debatte konzentrierte sich demnach zwar auf die Höhe und Leistungsgerechtigkeit der Vorstandsvergütung, daneben spielten aber auch Kurzfristigkeitsbedenken eine Rolle. So bemerkte man, dass eine Aktienoption, die kurz vor ihrem ersten zulässigen Ausübungszeitpunkt steht, offensichtlich eine Neigung erzeugen könne, „einen volatilen, auch nur kurzfristig steigenden Aktienkurs herbeizuführen“.<sup>230</sup> Bei alternativ denkbaren Tantiemen, die sich an Jahresgewinn oder Dividende bemessen, erkannte man in ähnlicher Weise eine Gefahr kurzfristiger Fehlsteuerung, denn der Vorstand könnte geneigt sein, langfristig wirkende Investitionen zu unterlassen, um den kurzfristig zu ermittelnden Jahresgewinn oder die Dividende nicht zu gefährden.<sup>231</sup> Bei alledem scheint die US-amerikanische *Short-termism*-Debatte durch, die in den frühen 2000er Jahren durch Enron wieder neu aufgebrochen war.<sup>232</sup>

Vor diesem Hintergrund verordnete der deutsche Gesetzgeber börsennotierten Aktiengesellschaften im Jahr 2005 eine im Vergleich zum bisherigen Rechtsstand weitgehende Publizität der Vorstandsvergütung. Das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorstOG) verpflichtete sie in § 285 Nr. 9 lit. a) Satz 5 HGB, im Anhang unter Namensnennung die Bezüge jedes einzelnen Vorstandsmitglieds anzugeben, aufgeteilt nach erfolgsunabhängigen und erfolgsbezogenen Komponenten sowie Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung. Der Gesetzgeber reagierte hiermit darauf, dass eine inhaltsgleiche Empfehlung in Ziffer 4.2.4 Satz 1 und 2 des Deutschen Corporate Governance Kodex

---

<sup>225</sup> Siehe *Seibert*, FS Hüffer, 2010, 955.

<sup>226</sup> Näher *Uepping*, Vorstandsvergütung in Deutschland, 2015, S. 1–3; knapp *Meyer*, Vorstandsvergütung, 2013, S. 15; der Kern dieser Kritik richtete und richtet sich insofern dagegen, dass der überproportionale Anstieg unverdient erscheint, weniger gegen die Höhe der Vorstandsvergütung an sich, *Kremer/Bachmann/Lutter/v. Werder*<sup>6</sup>/*Bachmann*, Ziffer 4.2.2 DCGK Rn. 969. Grundsätzlich gegen den Gedanken, die Angemessenheit der Vorstandsvergütung aus ihrem Verhältnis zu Tariflöhnen und anderen typisierten Arbeitseinkommen zu bestimmen, *Hüffer*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 334, 364, Kap. 7 Rn. 59.

<sup>227</sup> *Körner*, NJW 2004, 2697.

<sup>228</sup> Zur Kontroverse um deren Beurteilung aus aktien- und strafrechtlicher Sicht siehe den prägnanten Überblick von *Hüffer*, in: Bayer/Habersack (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, S. 334, 366 f., Kap. 7 Rn. 63 f.; zudem zu Einordnung und Bedeutung der Übernahme Mannesmann/Vodafone *Müller-Stewens*, in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder (Hrsg.), Mergers & Acquisitions<sup>2</sup>, 2016, S. 99 ff.

<sup>229</sup> *Adams*, ZIP 2002, 1325, 1340, 1342–1343; zum „Marktdefizit“ bei der Festsetzung von Vorstandsvergütungen *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 465–467.

<sup>230</sup> *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 479.

<sup>231</sup> *Ders.*, ZGR 2003, 457, 501.

<sup>232</sup> Zu dieser im Einzelnen bereits 2. Teil, § 1 I.4., S. 139 ff.

(DCGK) aus dem Jahr 2003 in der Praxis keine breite Gefolgschaft gefunden hatte.<sup>233</sup> Zugleich erlaubte der Gesetzgeber der Hauptversammlung in § 286 V HGB, mit Dreiviertelmehrheit von einer Offenlegung abzusehen. Schließlich verlangte § 289 II Nr. 5 HGB in der Fassung des VorstOG, im Lagebericht auf die Grundzüge des Vergütungssystems der Gesellschaft für die Gesamtbezüge einzugehen.

Dass das VorstOG eine gesonderte Angabe speziell von Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung vorschrieb, legt auf den ersten Blick *Short-termism*-Sorgen des Gesetzgebers nahe. Eine dahingehende Motivation spielte im Gesetzgebungsverfahren aber keine Rolle. Vielmehr sollte das VorstOG, so der Regierungsentwurf, den Aktionären erleichtern festzustellen, „ob – den Anforderungen des § 87 Abs. 1 des Aktiengesetzes entsprechend<sup>234</sup> – die Bezüge in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen.“ Zugleich sei die Information für Anleger wichtig und verbessere den Anlegerschutz.<sup>235</sup> Indem das VorstOG den Aktionären gestattete, für den Fall, dass sie keine Kontrolle der Individualvergütungen wünschten, mit Dreiviertelmehrheit von deren Veröffentlichung abzusehen,<sup>236</sup> gewichtete es aber zumindest theoretisch die Aktionärsinteressen stärker.<sup>237</sup> Dementsprechend rechtfertigte die Regierungsbegründung die öffentlich zugängliche Angabe auch nicht nur mit der Bedeutung für potenzielle Anteilseigner,<sup>238</sup> sondern zuerst mit

<sup>233</sup> *Bundesregierung*, RegE VorstOG, 18.08.2005, S. 1 = *Stünker/Scholz/Simm u. a.*, Fraktionsentwurf VorstOG, 31.05.2005, S. 1, 5; *Hoffmann-Becking*, ZHR 169 (2005), 155, 172; *Wilsing/Goslar*, Ziffer 4.2.4 DCGK Rn. 1.

<sup>234</sup> Zu beachten ist, dass § 87 AktG zur Zeit des Gesetzgebungsverfahrens zum VorstOG noch nicht ausdrücklich verlangte, die Vergütungsstruktur bei börsennotierten Gesellschaften auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten. Die Vorgabe fügte erst das VorstAG in § 87 I 2 AktG ein. Man kann zwar argumentieren, dass langfristige Rentabilität schon vorher Richtschnur von Vorstand und Aufsichtsrat zu sein hatte, das VorstAG die Rechtslage also eher konkretisierte als änderte. Gleichwohl wird man diesen Aspekt nicht ohne Weiteres in die zitierte Aussage der Regierungsbegründung hineinlesen können. Ihr ging es ausdrücklich in erster Linie um das Verhältnis der Bezüge zu Aufgaben des Vorstandsmitglieds und Lage der Gesellschaft, also darum, überhöhte Bezüge zu vermeiden.

<sup>235</sup> *Bundesregierung*, RegE VorstOG, 18.08.2005, S. 1, 5 = *Stünker/Scholz/Simm u. a.*, Fraktionsentwurf VorstOG, 31.05.2005, S. 5.

<sup>236</sup> *Bundesregierung*, RegE VorstOG, 18.08.2005, S. 5–6, 11–12 = *Stünker/Scholz/Simm u. a.*, Fraktionsentwurf VorstOG, 31.05.2005, S. 5, 7–8.

<sup>237</sup> Allerdings mit zwei Einschränkungen: Zum einen betonte der Bericht des Rechtsausschusses eher Anleger- als Aktionärsinteressen, ohne freilich beide zu trennen (*Deutscher Bundestag*, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 15/5860, 29.06.2005, S. 9). Zum anderen war das Primat der Aktionäre, auch gegen die Informationsinteressen potenzieller Anleger einen Opt-out zu beschließen, insofern weitgehend theoretisch, als die nötige Schwelle der Dreiviertelmehrheit in börsennotierten Publikumsgesellschaften schwer zu erreichen ist. *Baums*, ZHR 169 (2005), 308 erwartete deshalb, die Ausnahme werde für solche Gesellschaften „kaum nennenswerte Bedeutung erlangen.“ *Baums* selbst wertete die Opt-out-Möglichkeit allerdings kritisch (a. a. O., S. 303, 306 ff.), hätte ihre mutmaßliche praktische Bedeutungslosigkeit also begrüßen müssen.

Hinzu kommt die Frage, ob die gesetzgeberische Rechtfertigung mit dem Kontrollinteresse der Anteilseigner stimmig ist, wenn der Anwendungsbereich der Regelung auf börsennotierte Gesellschaften beschränkt wird. Die Regierungsbegründung verwies insoweit auf andere Kontrollmechanismen in geschlossenen Aktiengesellschaften (*Bundesregierung*, RegE VorstOG, 18.08.2005, S. 9 = *Stünker/Scholz/Simm u. a.*, Fraktionsentwurf VorstOG, 31.05.2005, S. 7). Bei diesen können aber andere Aspekte ein Informationsinteresse der Aktionäre begründen, insbesondere Mehrheits-Minderheits-Konflikte. Insofern ließe sich eine gesteigerte Vergütungstransparenz gerade börsennotierter Gesellschaften überzeugender – abweichend vom Gesetzgeber – als Korrelat der Marktteilnahme begründen, wozu dann freilich die Opt-out-Möglichkeit nicht passt (zu diesen Punkten *Fleischer*, DB 2005, 1611, 1613–1614).

<sup>238</sup> *Bundesregierung*, RegE VorstOG, 18.08.2005, S. 8 = *Stünker/Scholz/Simm u. a.*, Fraktionsentwurf VorstOG, 31.05.2005, S. 6.

der Unzumutbarkeit, weltweit zerstreute Aktionäre individuell zu informieren.<sup>239</sup>

Der gesetzgeberische Zweck des VorstOG weist bereits darauf hin, dass die vorgegebene Aufgliederung in erfolgsunabhängige und erfolgsbezogene Komponenten sowie solche mit langfristiger Anreizwirkung weniger als Signal an die Investoren zu verstehen war, dass langfristige Vergütungselemente nützlich seien. Der Gesetzgeber hielt diese Untergliederung schlicht für ein „ausgewogenes Mittel“, das dem berechtigten Informationsbedürfnis aktueller und potenzieller Anteilseigner Rechnung trage und zugleich eine Überfrachtung des Anhangs mit Detailangaben vermeide.<sup>240</sup> Es ging mit anderen Worten um einen Kompromiss zwischen perfekter Anlegerinformation und einer praktikablen, zugänglichen Unternehmensberichterstattung. Dessen ungeachtet scheint die Wertung durch, dass langfristige Anzeielemente besonders wichtig sind. Der Regierungsentwurf betonte das zumindest im Rahmen der Begründung dafür, dass die Erläuterung des Vergütungssystems im Lagebericht statt im Anhang zu erfolgen hatte.<sup>241</sup>

Demnach wollte das VorstOG zwar den Aktionären erleichtern, das Verhältnis der Anreize aus unterschiedlichen Vergütungskomponenten zu kontrollieren, wozu es langfristige Anreize herausstrich. Das VorstOG bezweckte aber nicht, kurzfristige Vergütungsanreize zu bekämpfen oder umgekehrt langfristige Vergütungsanreize besonders zu fördern. Vielmehr stellte es die Veröffentlichung der individuellen Vergütungen und damit die externe Kontrolle ihrer Zusammensetzung zur Disposition der Aktionäre, die in Abhängigkeit von ihrem kurz- oder langfristigen Anlagehorizont unterschiedlich entscheiden konnten. Nicht disponibel blieb allein die Offenlegung der Gesamtbezüge aller Vorstandsmitglieder.

In der Entstehungsgeschichte zeigte sich dieser begrenzte Zweck auch daran, dass die CDU dem VorstOG, das die Koalition aus SPD und Bündnis 90/Die Grünen betrieben hatte, zwar zustimmte, sich zugleich aber scharf von der „Heuschreckenrhetorik“ der SPD absetzte, die zuvor nicht nur die deutsche Debatte um kurzfristige Orientierung enorm befeuert hatte.<sup>242</sup>

Schließlich ist das VorstOG naturgemäß auch vor dem Hintergrund des Unbehagens über die Höhe von Managergehältern zu sehen, das damals wie heute verbreitet ist. Stimmen im Schrifttum hatten sich von der individualisierten Gehälteroffenlegung einen mächtigen Einfluss erhofft,<sup>243</sup> der aber von Anfang an zweifelhaft<sup>244</sup> und nachfolgend nicht zu beobachten war.<sup>245</sup> Der Gesetzgeber hatte wohlweislich gar nicht erst einen entsprechenden Zweck herausgestellt.

---

<sup>239</sup> Bundesregierung, RegE VorstOG, 18.08.2005, S. 5 = *Stünker/Scholz/Simm u. a.*, Fraktionsentwurf VorstOG, 31.05.2005, S. 5.

<sup>240</sup> Bundesregierung, RegE VorstOG, 18.08.2005, S. 9 = *Stünker/Scholz/Simm u. a.*, Fraktionsentwurf VorstOG, 31.05.2005, S. 6.

<sup>241</sup> Bundesregierung, RegE VorstOG, 18.08.2005, S. 12 = *Stünker/Scholz/Simm u. a.*, Fraktionsentwurf VorstOG, 31.05.2005, S. 8: „Der Lagebericht und nicht der Anhang ist insoweit der geeignete Standort, weil es sich um die Erläuterung langfristig angelegter Vergütungssysteme handelt, die von grundsätzlicher Bedeutung für die Lage des Unternehmens sind.“

<sup>242</sup> Siehe insbesondere die Rede des CDU-Abgeordneten Günter Krings anlässlich der zweiten und dritten Beratung des VorstOG, *Deutscher Bundestag*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 15/184, 30.06.2005, S. 17308–17309; zu Einzelheiten und Zitaten aus dieser Rede sowie weiteren Reden von CDU und FDP siehe bereits oben im Kontext der Heuschreckendebatte Fn. 631 und den begleitenden Text auf S. 356.

<sup>243</sup> *Hoffmann-Becking*, ZHR 169 (2005), 155, 173; vorsichtig auch *Baums*, ZHR 169 (2005), 305–306.

<sup>244</sup> Entsprechend vorsichtig *Fleischer*, DB 2005, 1611, 1612 f.

<sup>245</sup> *Wilsing/Goslar*, Ziffer 4.2.4 DCGK Rn. 2; *Faber/Werder*, AG 2014, 608, 609.

## 2. Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung

### a) Entstehungsprozess

Im Zuge der Finanzkrise verschob sich in Deutschland der Schwerpunkt der Debatte um die Vorstandsvergütung: Im Vordergrund stand nun der frische Eindruck, dass falsche Vergütungsanreize, insbesondere durch kurzfristige Entlohnungsinstrumente, zur Krise beigetragen hatten.<sup>246</sup> Zu dieser – berechtigten, wenngleich ausschnitthaften<sup>247</sup> – Wahrnehmung traten zahlreiche internationale Bestrebungen, die Managervergütung innerhalb, aber auch außerhalb der Finanzwirtschaft stärker zu regulieren.<sup>248</sup> Vor diesem Hintergrund bildeten die Fraktionen der damaligen Koalition aus CDU/CSU und SPD zunächst jeweils eine eigene und anschließend eine gemeinsame Arbeitsgruppe zur Managervergütung, die unstreitige Punkte rasch gesetzlich festzurren sollte.<sup>249</sup> Zu diesen gehörte, Vergütungsinstrumente auf eine längerfristig verhaltenssteuernde Wirkung auszurichten, mit Spielraum für Besonderheiten von Branchen und Zyklen. Als angehörter Experte unterstützte dies *Theodor Baums*.<sup>250</sup>

Zudem wollte die SPD auf Betreiben des DGB den Vorstand stärker auf ein pluralistisches Unternehmensinteresse verpflichten. Man rechtfertigte dieses Ansinnen offenbar als politisches Signal gegen kurzfristiges Shareholder-Value-Denken,<sup>251</sup> freilich ohne das pluralistische Unternehmensinteresse ausdrücklich langfristig definieren zu wollen.<sup>252</sup> Als angehörter Experte riet *Theodor Baums* ab, die Kodex-Kommission stellte aber beschwichtigend in Aussicht, die Bindung an das Unternehmensinteresse in die Präambel aufzunehmen. Das weitergehende SPD-Vorhaben scheiterte an Bedenken der CDU/CSU.<sup>253</sup> *Norbert Röttgen*, damaliger Geschäftsführer der CDU/CSU-Bundestagsfraktion, hat zwar später vorgetragen, dass an diesem Punkt der Nachhaltigkeitsbegriff in die Reform von § 87 AktG Einzug hielt, nachdem der DGB, munitioniert mit einer Meinungsumfrage, gefordert hatte, die soziale, gesellschaftliche und ökologische Verantwortung der Vorstandsmitglieder müsse bei der Bemessung ihrer Gehälter herangezogen werden.<sup>254</sup>

<sup>246</sup> *Seibert*, FS Hüffer, 2010, 955; *Seibert*, WM 2009, 1489; *Seibert*, DB 2009, 1167, 1167–1168; *Röttgen/Kluge*, NJW 2013, 900; *Kirchner/Ehmke*, ZVerglRWiss 114 (2015), 269, 269, 281.

<sup>247</sup> Bei der Finanzkrise kamen eine Reihe von Defiziten in der Geldpolitik, der Governance der Banken, bei der Bankenregulierung und Finanzmarktaufsicht sowie bei den Kapitalmarktteilnehmern zusammen, die sich teils als Systemfehler, teils als individuelles Fehlverhalten einordnen lassen (näher die eingehende Analyse von Ablauf und Ursachen der Finanzkrise bei *Hellwig*, Gutachten 68. DJT, 2010, E 9 – E 49). Zu den Defiziten der Banken-Governance gehörten hohe, am kurzfristigen Geschäftserfolg orientierte Boni, bei denen die Risikoaufnahme und damit die mittel- oder gar langfristige Beständigkeit des Geschäftserfolgs keine Rolle spielte (*ders.*, Gutachten 68. DJT, 2010, E 39 – E 40; empirisch instruktiv *Hüttenbrink/Kaserer/Rapp*, ZBB/JBB 2012, 1 ff.).

<sup>248</sup> Dazu knapp *Seibert*, DB 2009, 1167, 1168.

<sup>249</sup> *Ders.*, FS Hüffer, 2010, S. 955, 956–958.

<sup>250</sup> *Ders.*, FS Hüffer, 2010, S. 955, 960–961 mit Wiedergabe der von der Koalitionsgruppe beschlossenen Formulierung. Diese besagte unter anderem, dass der Aufsichtsrat bei der Festsetzung der Gesamtbezüge „langfristige Verhaltensanreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung“ zu setzen habe.

<sup>251</sup> *Ders.*, FS Hüffer, 2010, S. 955, 969.

<sup>252</sup> Der Formulierungsvorschlag der SPD-Arbeitsgruppe lautete: „Der Vorstand hat unter eigener Verantwortung die Gesellschaft so zu leiten, wie das Wohl des Unternehmens, insbesondere seiner Arbeitnehmer, der Aktionäre und der Allgemeinheit es erfordern.“ Mit dem Hinweis auf die „Allgemeinheit“ wollte man einen Zusammenhang mit Corporate Social Responsibility herstellen (zu alledem einschließlich des Zitats *ders.*, FS Hüffer, 2010, S. 955, 970 inkl. Fn. 50).

<sup>253</sup> *Ders.*, FS Hüffer, 2010, S. 955, 969–970.

<sup>254</sup> *Röttgen/Kluge*, NJW 2013, 900, 902–903. Zur Forderung des DGB einschließlich seiner im Herbst 2007 durchgeführten Meinungsumfrage siehe *Hexel*, Der Aufsichtsrat 2008, 128 f.; *Hexel* zufolge for-

Dabei hat *Röttgen* allerdings übersehen, dass nicht einmal der DGB selbst eine „nachhaltige Unternehmensentwicklung“ im ökologisch-sozialen Sinne verstanden hat, wie die spätere Anhörung zum VorstAG im Rechtsausschuss eindeutig belegt.<sup>255</sup>

Das fertige Produkt der Koalitionsarbeitsgruppe verabschiedete das Kabinett als „Formulierungshilfe“ für einen Fraktionsentwurf von CDU/CSU und SPD.<sup>256</sup> Dieser brandmarkte kurzfristige Parameter der Vergütung wie den Börsenkurs oder das Auftragsvolumen zu einem Stichtag. Wer darauf ausgerichtet sei, werde das nachhaltige Wachstum des Unternehmens aus dem Blick verlieren und zu unverantwortlichen Risiken verleitet.<sup>257</sup> Die Kriterien der Angemessenheitsprüfung sollten daher weiter konkretisiert und im Hinblick auf Langfristigkeit der Anreize und Nachhaltigkeit des Vorstandshandelns fortentwickelt werden. Zusätzlich werde dem Aufsichtsrat vorgegeben, mit den eingesetzten Vergütungsinstrumenten, insbesondere mit den performanceabhängigen variablen Elementen, „langfristige Verhaltensanreize“ zu setzen. Neben der Änderung in § 87 I AktG a. F. sollte dazu die Mindestwartezeit für eine erstmalige Ausübung in § 193 II Nr. 4 AktG a. F. auf vier Jahre verdoppelt werden.<sup>258</sup>

Verbleibende Streitpunkte behandelten die Koalitionsfraktionen während des Gesetzgebungsverfahrens weiter in einer Arbeitsgruppe.<sup>259</sup> Diese beschloss mit prominenter Besetzung in ihrer zweiten Sitzung eine neue Formulierung zu variablen Vergütungs-

---

derte der Deutsche Gewerkschaftsbund, § 87 I AktG um den folgenden Absatz zu erweitern: „Bei der Angemessenheit sind die wirtschaftliche Lage, der Erfolg und die Zukunftsaussichten des Unternehmens, die persönliche Leistung des jeweiligen Vorstandsmitglieds sowie des gesamten Vorstands, die Entwicklung der Vorstandsvergütung sowie der Tariflöhne in vergleichbaren Branchen und Unternehmen in Deutschland und Europa zu berücksichtigen. Schließlich gilt es, bei der Bemessung die soziale, gesellschaftliche und ökologische Verantwortung des Vorstands und des jeweiligen Vorstandsmitglieds heranzuziehen.“

<sup>255</sup> Siehe *Hexel*, Stellungnahme des DGB zum Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) <[https://www.caplax.eu/file\\_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme\\_Hexel.pdf](https://www.caplax.eu/file_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme_Hexel.pdf)> (geprüft am 27.03.2021). *Hexel* wiederholte (a. a. O.) zunächst die Forderung des DGB, die Vorstandsvergütung auch an Zielen der sozialen, gesellschaftlichen und ökologischen Verantwortung der Vorstandsmitglieder zu orientieren. Sodann unterbreitete er mit Blick auf diese und die vorher dargelegten Forderungen des DGB folgenden Vorschlag für eine Neufassung von § 87 I AktG:

„(1) Der Aufsichtsrat hat bei der Festsetzung der Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds [...] dafür zu sorgen, dass diese in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben und Leistungen des Vorstandsmitglieds, zur Lage der Gesellschaft stehen und die übliche Vergütung einschließlich des Entgeltgefüges im Unternehmen nicht ohne besondere Gründe übersteigen. Er hat ferner dafür zu sorgen, dass variable Vergütungsbestandteile langfristige Verhaltensanreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung setzen; diese Bestandteile sollen eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben und erst am Ende des Bemessungszeitraums ausgezahlt werden. Bei den Vergütungsbestandteilen nach Satz 1 soll auch die soziale, gesellschaftliche und ökologische Verantwortung des Vorstands und des jeweiligen Vorstandsmitglieds berücksichtigt werden. Dies gilt sinngemäß für Ruhegehalt, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art.“

Hieraus folgt, dass eine „nachhaltige Unternehmensentwicklung“ auch im Sinne des DGB nichts mit ökologisch-sozialen Kriterien zu tun hatte, denn andernfalls hätten diese nicht eigenständig in Satz 3 des Vorschlags als zusätzliche Kriterien („auch“) für die Festsetzung nach Satz 1 festgelegt werden müssen. Das Ziel der nachhaltigen Entwicklung in Satz 2 steht hiervon inhaltlich klar getrennt („ferner“).

<sup>256</sup> *Deutscher Bundestag*, Gesetzentwurf VorstAG, BT-Drucks. 16/12278, 17.03.2009, S. 5; zu diesem Entwurf etwa *Hanau*, NJW 2009, 1652 f.; überwiegend fielen die Stellungnahmen aus Wissenschaft und Wirtschaft kritisch aus, rückblickend *Hohaus/Weber*, DB 2009, 1515 m. w. N. in Fn. 4.

<sup>257</sup> *Deutscher Bundestag*, Gesetzentwurf VorstAG, BT-Drucks. 16/12278, 17.03.2009, S. 1, 5.

<sup>258</sup> *Ders.*, Gesetzentwurf VorstAG, BT-Drucks. 16/12278, 17.03.2009, S. 5.

<sup>259</sup> *Seibert*, FS Goette, 2011, S. 487, 489.

bestandteilen: Sie sollten eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben und erst am Ende des Bemessungszeitraums ausgezahlt werden.<sup>260</sup>

Bei einer öffentlichen Expertenanhörung im Rechtsausschuss zum Fraktionsentwurf fand der Langfristige- und Nachhaltigkeitsgedanke im Ergebnis viel Zuspruch,<sup>261</sup> lediglich der BDI zeigte sich ablehnend.<sup>262</sup> Ferner fühlte sich die Regierungskommission Corporate Governance vom Gesetzgeber erneut vorschnell überholt.<sup>263</sup>

Als Konsequenz aus der Anhörung fasste die Koalitionsarbeitsgruppe in ihrer letzten Sitzung die Vorgabe in § 87 I AktG a. F. deutlicher, variable Vergütungsbestandteile auf die nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten. Dabei wurde, vor allem mit Blick auf die Ausführungen des Sachverständigen *Gregor Thüsing*,<sup>264</sup> der Begriff der „Langfristigkeit“ gestrichen, da er schon in dem der „Nachhaltigkeit“ enthalten sei.<sup>265</sup> Diesen schillernden Ausdruck konkretisierten die Gesetzesverfasser nicht näher.<sup>266</sup> Im Sinn hatte man wohl, wie der befasste Referatsleiter im Bundesministerium der Justiz später erläuterte, den langfristigen Unternehmenserhalt durch vorausschauendes, (auch: sozial) verantwortliches Wirtschaften, gerichtet darauf, „gesundes Wachstums und auskömmliche Erträge“ zu erzielen.<sup>267</sup> Diese Umschreibung erinnert an das Idealbild des Familienunternehmens, dessen Leitung sehr langfristig denkt, auf das gesellschaftliche Ansehen des Unternehmens achtet und sowohl finanziell-strategisch solide als auch innovativ wirtschaftet. Umgekehrt betrachtete sich der Gesetzgeber dagegen, dass, wie von Banken im Vorfeld der Finanzkrise, hohe Gewinne und Umsätze mit ruinösen Risiken erkaufte oder Gewinne anderweitig kurzfristig um den Preis eines späteren Einbruchs aufgebauscht werden.<sup>268</sup> Eine im Sinne von § 87 I 2 AktG a. F. „nachhaltige Unternehmensentwicklung“ durch „gesundes Wachstums und auskömmliche Erträge“ stand insofern in Kontrast zu überzogenen, nicht dauerhaft haltbaren Rendite- und Gewinn-

<sup>260</sup> *Ders.*, FS Goette, 2011, S. 487, 493.

<sup>261</sup> *Ders.*, FS Goette, 2011, S. 487, 494.

<sup>262</sup> *Kremer*, Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages am 25. Mai 2009, 20.05.2009 <[https://www.cplaw.eu/file\\_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=kraemer.pdf](https://www.cplaw.eu/file_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=kraemer.pdf)> (geprüft am 27.03.2021).

<sup>263</sup> Siehe *Müller*, Schriftliche Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), BT-Drucks. 16/12278, 20. Mai 2009 <[https://www.cplaw.eu/file\\_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme\\_Mueller.pdf](https://www.cplaw.eu/file_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme_Mueller.pdf)> (geprüft am 27.03.2021).

<sup>264</sup> *Thüsing*, Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) (BT-Drucks. 16/12278), 2009 <[https://www.cplaw.eu/file\\_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme\\_Thuesing.pdf](https://www.cplaw.eu/file_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme_Thuesing.pdf)> (geprüft am 27.03.2021). *Thüsing* (ebd.) beanstandete, dass die Formulierung des Entwurfs das Ziel, für eine nachhaltige Unternehmensentwicklung zu sorgen, mit langfristigen Verhaltensanreizen als dem bzw. einem dazugehörigen Mittel verquicke. *Thüsing* verstand diesen Wortlaut als striktes Verbot kurzfristiger Incentivierung, das nicht überzeuge, weil eine nachhaltige Unternehmensentwicklung nicht nur durch langfristige, sondern auch durch kurzfristige Anreize erreicht werden könne, und das laut Begründung auch gar nicht gewollt sei. Siehe ferner im Rückblick *ders.*, AG 2009, 517, 519, mit Fn. 19.

<sup>265</sup> *Seibert*, FS Goette, 2011, S. 487, 496; *Seibert*, WM 2009, 1489, 1490.

<sup>266</sup> Kritisch *Marsch-Barner*, ZHR 175 (2011), 737, 738.

<sup>267</sup> *Seibert*, WM 2009, 1489, 1490: „Der Begriff der ‚Nachhaltigkeit‘ ist schillernd und hat im vorliegenden Kontext nichts mit nachwachsenden Rohstoffen zu tun. Vielmehr geht es hier um den langfristigen Erhalt eines Unternehmens, wozu gesundes Wachstum und auskömmliche Erträge, die Vermeidung existenzgefährdender Risiken und die Eigenkapitalvorsorge für schlechte Zeiten ebenso gehören dürften wie eine für den langfristigen Erfolg unerlässliche Beachtung der Interessen der verschiedenen Stakeholder.“

<sup>268</sup> So im Sinne einer Negativdefinition *Thüsing*, AG 2009, 517, 519–520.

zielen. Hierzu passend wurde außerdem eine neue Begrenzung für variable Vergütungen bei außerordentlichen Entwicklungen aufgenommen. Sie sollte neben unverdienten Gehaltssteigerungen Anreize vermeiden, temporäre, nicht nachhaltige Gewinnsprünge mittels im Kern externer Einflüsse herbeizuführen.<sup>269</sup>

Diese Änderungen gingen anschließend in den Fraktionsentwurf ein.<sup>270</sup> Zugleich wurde die Nachhaltigkeitsvorgabe in § 87 I AktG a. F. auf börsennotierte Gesellschaften beschränkt, weil man Fragen zum Verhältnis von GmbH und Personenhandelsgesellschaften vermeiden wollte und es insoweit den Eigentümern überlassen könne, die richtigen Lösungen zu finden.<sup>271</sup> So wurde die bisherige Formulierung

„Der Aufsichtsrat hat bei der Festsetzung der Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds [...] dafür zu sorgen, dass diese [...] langfristige Verhaltensanreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung setzen.“

zu

„Die Vergütungsstruktur ist bei börsennotierten Gesellschaften auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten. Variable Vergütungsbestandteile sollen daher eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben; für außerordentliche Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit vereinbaren.“<sup>272</sup>

Weiterhin wurde in § 120 IV a. F. AktG nach britischem Vorbild ein rechtlich unverbindlicher Beschluss der Hauptversammlung über das Vergütungssystem ermöglicht.<sup>273</sup> Der Gesetzgeber erhoffte sich davon „positive Rückwirkungen auf die Wahrnehmung der Verpflichtungen aus § 87 AktG [...]. Müssen Vorstand und Aufsichtsrat damit rechnen, dass das bestehende Vergütungssystem möglicherweise durch die Hauptversammlung bewertet wird, werden sie hierdurch bei der Festlegung der Vorstandsvergütung gemäß § 87 AktG zu besonderer Gewissenhaftigkeit angehalten.“<sup>274</sup> Diese im deutschen Aktienrecht neuartige Regelung sollte also nicht selbst kurzfristige Anreize in der Managervergütung bekämpfen, wohl aber flankierend zur Kontrolle und damit Durchsetzung der neuen Vorgaben beitragen.<sup>275</sup>

Um sicherzustellen, dass die hierzu nötigen Informationen vorliegen, erweiterte das VorstAG für börsennotierte Gesellschaften die Offenlegung der Vorstandsbezüge: Sie erfasst seitdem auch Angaben über Leistungen, die Vorstandsmitgliedern bei oder nach regulärer oder vorzeitiger Beendigung der Tätigkeit zugesagt bzw. gewährt worden sind

---

<sup>269</sup> Siehe *Deutscher Bundestag*, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 16/13433, 17.06.2009, S. 10; weitgehend wortgleich *Seibert*, WM 2009, 1489, 1490; in der Sache ebenso *Thüsing*, AG 2009, 517, 521 f.

<sup>270</sup> *Deutscher Bundestag*, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 16/13433, 17.06.2009.

<sup>271</sup> *Ders.*, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 16/13433, 17.06.2009, S. 10. Die Frage der Anwendbarkeit wird gleichwohl im Schrifttum diskutiert, siehe etwa *Arnold/Schansker*, KStZ 2012, 39, 39–40.

<sup>272</sup> Für eine synoptische Gegenüberstellung *Deutscher Bundestag*, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 16/13433, 17.06.2009, S. 4.

<sup>273</sup> *Hupka*, Das Vergütungsvotum der Hauptversammlung, 2012, S. 251 ff.

<sup>274</sup> *Deutscher Bundestag*, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 16/13433, 17.06.2009, S. 12.

<sup>275</sup> In diesem Sinne auch *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2014, S. 111 f., § 12 Rn. 272; GK AktG<sup>5</sup> 7. Band Teilband 1/*Mülbert*, § 120 Rn. 18.

(§ 285 Satz 1 Nr. 9 lit. a), Satz 6, § 314 I Nr. 6 lit. a) Satz 6 HGB in der Fassung des VorstAG).<sup>276</sup>

In dieser Fassung<sup>277</sup> trat das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung in Kraft.<sup>278</sup>

#### b) Das Nachhaltigkeitsgebot in Wissenschaft und Praxis

In der Literatur warf das Nachhaltigkeitsgebot in § 87 I 2, 3 AktG a. F. rasch eine Fülle von Unklarheiten und Streitfragen auf.<sup>279</sup> Dies betraf nicht nur einzelne Aspekte der Vergütungsgestaltung, sondern schon das grundsätzliche Verständnis von § 87 I 2 AktG:

Die ganz herrschende Ansicht in der Literatur begriff das Nachhaltigkeitsgebot mit unterschiedlicher Nuancierung im Kern als Langfristigkeits- und Beständigkeitsvorgabe, die verlangt, den Vorstand mit seiner Vergütung anzuhalten, stärker auf die mittel- und längerfristige Rentabilität als die kurzfristige Gewinnentwicklung oder einzelne Stichtage zu schauen.<sup>280</sup> Damit verstärkte und sicherte es eine Pflicht des Vorstands, die

<sup>276</sup> Fleischer, NZG 12 (2009), 801, 805–806; GK AktG<sup>5</sup> 7. Band Teilband 1/Mülbert, § 120 Rn. 19; zum Fraktionsentwurf Wagner/Wittgens, BB 2009, 906, 908; zu Einzelheiten MüKo HGB<sup>3</sup> Bd. 4/Poelzig, § 285 HGB Rn. 183 ff.

<sup>277</sup> Sie brachte neben den hier besprochenen Regelungen insbesondere noch einen verpflichtenden Selbstbehalt bei D&O-Versicherungen (§ 93 II 3 AktG) sowie eine „Cooling-off“-Periode bei einem Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat (§ 100 II 1 Nr. 4 AktG). Beides hatte aber keinen Bezug zu dem hier interessierenden Gesichtspunkt der *Short-termism*-Bekämpfung.

<sup>278</sup> BGBl I 2009, 50 vom 04.08.2009, S. 2509–2511. Seibert, FS Goette, 2011, S. 487, 497.

<sup>279</sup> Etwa, inwieweit es sich bei dem Nachhaltigkeitsgebot in § 87 I 2 AktG um eine Sollvorschrift oder ein zwingendes Kriterium handelte, ob es weiterhin Jahresboni zuließ, ab wann eine mehrjährige Bemessungsgrundlage i. S. v. § 87 I 3 HS 1 AktG a. F. vorlag (zwei, drei oder analog § 193 II AktG vier Jahre), inwieweit bzw. in welcher Weise § 87 I 2, 3 AktG a. F. Vorgaben für das Verhältnis kurzfristiger zu langfristigen variablen Gehaltsbestandteilen aufstellte, ob reine Fixgehälter zulässig waren (zu diesen Fragen jeweils GK AktG<sup>5</sup> 4 Teilband 1/Kort, § 87 Rn. 124 i. V. m. 138, 127, 132, 141, 148; zur Zulässigkeit von Jahresboni zudem KK AktG<sup>3</sup> 2, 1/Mertens/Cahn, § 87 Rn. 24; zur Definition der Mehrjährigkeit etwa auch Arnold/Schansker, KSzW 2012, 39, 44; zu etwaigen Vorgaben zum Verhältnis kurz- und langfristiger variabler Bestandteile Ihrig/Schäfer, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2014, S. 95 f., § 12 Rn. 232), ob bei börsenkursabhängiger Vergütung ein Indexierungsgebot bestand, ob bzw. inwieweit ein Repricing von Optionen zulässig sein konnte (dazu jeweils Spindler/Stilz, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/Fleischer, § 87 AktG Rn. 42–43; KK AktG<sup>3</sup> 2, 1/Mertens/Cahn, § 87 Rn. 56, 70–72) und ob bzw. inwieweit noch Sondervergütungen wie Antrittsprämien und projektbezogene Boni gezahlt werden durften (dazu knapp Hüffer<sup>12</sup>/Koch, § 87 AktG Rn. 11). Hinzu kamen Fragen bei der Ausgestaltung bestimmter Vergütungssysteme (siehe etwa zu Bonus-Malus-Systemen mit Rückforderungsmöglichkeit, insbesondere mit Blick auf §§ 87 I, 89 I AktG sowie Zuständigkeitsfragen Wettich, AG 2013, 374 ff.; zur Frage, ob variable Vergütungsbestandteile auch dem Nachhaltigkeitsgebot gerecht wurden, wenn sich ihre Höhe anhand einer retrospektiven Betrachtung bestimmte, Arnold/Schansker, KSzW 2012, 39, 44; Hohenstatt, ZIP 2016, 2255, 2256 f.). Weiterhin war offen, inwieweit das Gebot der Ausrichtung an nachhaltiger Unternehmensentwicklung Grenzen für Zielvorgaben im weiteren Sinne als Elemente der Vorstandsvergütung setzte (vgl. Habersack, ZHR 180 (2016), 145, 146 ff., insbesondere mit Blick auf die Abgrenzung von Leitungsautonomie des Vorstands und Kontrollaufgabe des Aufsichtsrates sowie die allgemeine Legalitätspflicht). Strittig war zudem die Bemessung variabler Vergütungen und damit die Umsetzung des Nachhaltigkeitsgebots in Konzernsachverhalten (dazu Ihrig/Schäfer, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2014, S. 100–104, § 12 Rn. 243–249). Schließlich stellte sich angesichts detaillierter Vorgaben zur Vorstands- und Managervergütung im Bankaufsichtsrecht die Frage, inwieweit die dortigen Vorgaben auch zur Konkretisierung der Regelung § 87 I 2, 3 AktG a. F. herangezogen werden konnten, dazu etwa Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft, DB 2016, 1118, 1123–1124.

<sup>280</sup> In diesem Sinne GK AktG<sup>5</sup> 4 Teilband 1/Kort, § 87 Rn. 118, 120, 122; MüKo AktG Bd. 2<sup>4</sup> Bd. 2/Spindler, § 87 Rn. 75; Spindler/Stilz, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/Fleischer, § 87 AktG Rn. 27; Thüsing/Forst, GWR 2010, 515, 518; ferner Schmidt/Lutter<sup>3</sup>/Seibt, § 87 AktG Rn. 12, der zugleich Verbindung zum Unter-

im Grundsatz bereits vorher anerkannt war.<sup>281</sup> Die Nuancierung bezog sich vor allem darauf, ob diese Vorgabe als Gestaltungsauftrag mit positiver Zielsetzung oder rein abwehrend verstanden wurde, in dem Sinne, dass der Aufsichtsrat Anreize zu kurzfristigen Erfolgen oder bestandsgefährdender Risikoübernahme vermeiden musste.<sup>282</sup> Vertreter der zweiten Variante sprachen oft von einer gebotenen restriktiven Auslegung von § 87 I 2 AktG a. F.<sup>283</sup> Mitunter reduzierten sie dementsprechend das Nachhaltigkeitsgebot weitgehend auf seine Konkretisierung in § 87 I 3 AktG a. F.<sup>284</sup> Die Befürworter der ersten Variante messen ihm hingegen eine eigenständige Bedeutung zu.<sup>285</sup>

Die vereinzelt vertretene Gegenmeinung ordnete „Nachhaltigkeit“ im Sinne von § 87 I 2 AktG a. F. als Verbund- bzw. Schleusenbegriff ein, der Nachhaltigkeitsbestrebungen außerhalb des Aktienrechts aufgriff und ökologische, soziale sowie ökonomische Aspekte vereinte.<sup>286</sup>

Eine vermittelnde Position interpretierte das Nachhaltigkeitsgebot als Verweis auf das Unternehmensinteresse, das sie im Sinne des Stakeholder-Value definierte.<sup>287</sup> Dies traf sich mit der Auslegung als positiver Gestaltungsauftrag, zumal auch die herrschende Ansicht von einem stakeholderorientierten Unternehmensinteresse ausging (und weiter ausgeht).<sup>288</sup>

---

nehmensinteresse betont; ausführlich etwa *Wagner*, AG 2010, 774 ff.; *Louven/Ingwersen*, BB 2013, 1219 ff.

<sup>281</sup> *Thüsing/Forst*, GWR 2010, 515; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2014, S. 92, § 12 Rn. 223 Fn. 3.

<sup>282</sup> *Marsch-Barner*, ZHR 175 (2011), 737, 739.

<sup>283</sup> *Marsch-Barner*, ZHR 175 (2011), 737, 745; Hüffer<sup>12</sup>/*Koch*, § 87 AktG Rn. 11; GK AktG<sup>5</sup> 4 Teilband 1/*Kort*, § 87 Rn. 118.

<sup>284</sup> Eingehend *Marsch-Barner*, ZHR 175 (2011), 737, 738 ff. mit klarem Fazit (a. a. O., S. 745): „Für die börsennotierten Unternehmen außerhalb dieses Bereichs [des Finanzsektors] bleibt die Ausrichtung auf die nachhaltige Unternehmensentwicklung ein blosses Postulat, das bis auf die Vorgaben für die variable Vergütung in § 87 Abs. 1 S. 3 AktG keine weitere Ausprägung erfahren hat.“

<sup>285</sup> Überblick bei *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2014, S. 91–92, § 12 Rn. 223–224, die zu Recht betonen, dass diesem Meinungsstreit keine wesentliche praktische Bedeutung zugemessen werden sollte.

<sup>286</sup> *Röttgen/Kluge*, NJW 2013, 900, 901 ff.; dezidiert ablehnend GK AktG<sup>5</sup> 4 Teilband 1/*Kort*, § 87 Rn. 123; *Spindler/Stilz*, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/*Fleischer*, § 87 AktG Rn. 27; *Louven/Ingwersen*, BB 2013, 1219, 1220 ff.

<sup>287</sup> So dezidiert *Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder*<sup>5</sup>/*Ringleb*, Ziffer 4.2.3 DCGK Rn. 722; wohl auch *Faber/Werder*, AG 2014, 608, 609, 611 f.

<sup>288</sup> So verstanden viele Vertreter der herrschenden Meinung § 87 I 2 AktG a. F. zwar als Gebot, mit der Vergütung Anreize zu dauerndem Bestand und dauerhafter Rentabilität des Unternehmens zu setzen. Im Rahmen der konkreten Maßnahmen, zu denen der Vorstand incentiviert werden darf, nannten sie aber auch Stakeholder-Belange wie Mitarbeiterzufriedenheit oder Rohstoff- und Energieeffizienz, in diesem Sinne etwa *Wagner*, AG 2010, 774, 778; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2014, S. 98, § 12 Rn. 237; in der Sache auch *Thüsing*, AG 2009, 517, 520 (Bestimmung der Ziele anhand des Unternehmensinteresses) und *Schmidt/Lutter*<sup>3</sup>/*Seibt*, § 87 AktG Rn. 12 (Gebot in § 87 I 2 AktG entspreche „der allgemeinen Pflichtenstellung der Unternehmensleitung [...], ihre Tätigkeit auf die Verfolgung des Unternehmensinteresses und hierbei das Ziel einer dauerhaften bzw. nachhaltigen Rentabilität bei Verfolgung des Gesellschaftszwecks zu richten [...]; eine bestimmte Corporate Social Responsibility-Ausrichtung ist nicht gefordert.“ [ergo aber nicht unzulässig, *d. Verf.*]). In ähnlicher Weise rechtfertigten *Faber/Werder*, AG 2014, 608, 611–613 nicht finanzielle Ziele als vorauslaufende Indikatoren für eine erfolgreiche Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes, verstanden als Ausmaß der Fähigkeit eines Unternehmens, die Ansprüche seiner Bezugsgruppen auf Dauer zu erfüllen und so deren notwendige Unterstützung langfristig zu sichern.

Alle Ansichten beriefen sich vorwiegend auf die Entstehungsgeschichte,<sup>289</sup> deren relevanten Kontext die Vertreter der entgegengesetzten Pole des Meinungsspektrums aber unterschiedlich weit zogen<sup>290</sup> und deren Elemente sie ganz unterschiedlich gewichteten.<sup>291</sup> Dass die Anhänger der ökologisch-sozialen Auslegung dem DGB als angeblichem Ursprung dabei ein Verständnis von „nachhaltige[r] Unternehmensentwicklung“ in den Mund legten, welches er – was soweit ersichtlich stets übersehen wurde – im Gesetzgebungsverfahren des VorstAG gar nicht vertreten hat, wurde bereits nachgewiesen.<sup>292</sup> Im Übrigen waren die Argumente einstweilen ausgetauscht,<sup>293</sup> im Zuge der Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie aber zu überprüfen.<sup>294</sup>

Im praktischen Ergebnis wirkte sich der Meinungsstreit aus drei Gründen deutlich weniger scharf aus, als er sich theoretisch stellt: Erstens billigte man dem Aufsichtsrat bei der Gestaltung der Vorstandsvergütung einhellig einen weiten Spielraum zu. Wohl überwiegend geschah dies als Beurteilungs- und Ermessensspielraum für unternehmerische Entscheidungen gemäß §§ 116, 93 I 2 AktG (Business Judgment Rule),<sup>295</sup> alternativ in Form eines Ermessensspielraums bei Pflichtaufgaben, der zu ähnlichen, wenn gleich nicht identischen Ergebnissen führt.<sup>296</sup> Zweitens erachtete es soweit ersichtlich kein Vertreter des herrschenden Verständnisses von § 87 I 2 AktG a. F. für per se unzulässig, bei der Vorstandsvergütung in gewissem Maße Stakeholder- und/oder Umweltbelange zu berücksichtigen, die schließlich oft für das Ziel langfristiger Rentabilität im

<sup>289</sup> Vgl. *Arnold/Schansker*, KSzW 2012, 39, 43: „Versuche, den Begriff der Nachhaltigkeit weiter zu konkretisieren, basieren vielfach auf einer Heranziehung der Historie des VorstAG sowie der Gesetzesbegründung.“

<sup>290</sup> So rekurrten *Röttgen/Kluge*, NJW 2013, 900, 901, 903 auch auf (Selbst-)Verpflichtungen Deutschlands im Anschluss an den „Erdgipfel“ in Rio von 2002, auf CSR-Initiativen der Europäischen Kommission im Anschluss an Beschlüsse des Europäischen Rates sowie auf Vorgaben zur Unternehmensberichterstattung über Umwelt- und Arbeitnehmerbelange in §§ 289, 315 HGB, die ihrerseits europäisches Recht umsetzen. Vertreter der herrschenden Meinung (siehe die Nachweise in Fn. 280 auf S. 956) konzentrierten sich demgegenüber auf den eigentlichen Reformprozess, wie er hier im Text geschildert worden ist, sowie auf die Verwendung des Begriffs der „nachhaltigen Unternehmensentwicklung“ im Deutschen Corporate Governance Kodex vor dem VorstAG (dazu *Thüsing/Forst*, GWR 2010, 515, 516).

<sup>291</sup> Pointiert Hüffer<sup>12</sup>/*Koch*, § 87 AktG Rn. 11: „Weitergehende Deutung als ökologisch-sozial-ökonomische Ausrichtung (so das Drei-Säulen-Modell von Röttgen/Kluge NJW 2013, 900, 902 ff.) wertet untergeordnete Nebenaspekte des Gesetzgebungsprozesses (Fachgespräch mit DGB-Vertretern [S. 903]) in unzulässiger Weise zum Willen des Gesetzgebers auf [...]“; in der Sache ebenso *Louven/Ingwersen*, BB 2013, 1219, 1222: „Entscheidend sind nur die zutage liegende Grundabsicht und diejenigen Hintergründe, welche in der gesetzgebenden Körperschaft oder eines zuständigen Ausschusses derselben angeführt worden sind. Absichten einer rein koalitionsinternen Arbeitsgruppe, geschweige denn von deren Vorsitzenden, dürften wohl kaum den Willen des Gesetzgebers darstellen.“

<sup>292</sup> Siehe oben Fn. 255 auf S. 953.

<sup>293</sup> Prägnanter Überblick etwa bei *Velte*, NZG 2016, 294, 296–299.

<sup>294</sup> Zutreffend *ders.*, NZG 2016, 294, 295 f., 299.

<sup>295</sup> *Röttgen/Kluge*, NJW 2013, 900, 904; Spindler/Stilz, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/*Fleischer*, § 87 AktG Rn. 39; Schmidt/Lutter<sup>3</sup>/*Seibt*, § 87 AktG Rn. 16; *Hohaus/Weber*, DB 2009, 1515, 1517.

<sup>296</sup> Hüffer<sup>12</sup>/*Koch*, § 87 AktG Rn. 23 i. V. m. Hüffer<sup>12</sup>/*ders.*, § 116 AktG Rn. 19 i. V. m. Hüffer<sup>12</sup>/*ders.*, § 93 AktG Rn. 11; wohl auch GK AktG<sup>5</sup> 4 Teilband 1/*Kort*, § 87 Rn. 114, 330, 348, der einen breiten „Beurteilungsspielraum“ bzw. ein entsprechendes „Beurteilungsermessen“ des Aufsichtsrates betonte, aber die Business Judgment Rule „in aller Regel“ durch § 87 AktG als *lex specialis* gegenüber § 93 I 2 AktG für ausgeschlossen hielt; zudem in der Sache bereits vor dem VorstAG *Schäfer*, ZIP 2005, 1253, 1258 (keine Anwendung der Business Judgment Rule bei der Festlegung der Vorstandsvergütung, da Angemessenheit i. S. v. § 87 I AktG im Entscheidungszeitpunkt feststeht, weshalb es an dem prognostischen und damit am unternehmerischen Charakter der Entscheidung fehle).

Blick zu behalten sein werden.<sup>297</sup> Drittens gingen umgekehrt die Anhänger einer Drei-Säulen-Nachhaltigkeitsvorgabe in § 87 I 2 AktG a. F. ihrerseits nicht so weit, kategorisch soziale und ökologische neben ökonomischen Kriterien in einem Vergütungssystem zu verlangen. Es genügte ihnen, wenn sich der Aufsichtsrat „auch mit der nachhaltigen Unternehmensentwicklung und deren Einfluss auf die Vorstandsvergütung [...] angemessen und ernsthaft befasst“ hat. Die Grenzen eines verantwortungsbewussten, an Unternehmenswohl und Nachhaltigkeit orientierten, sorgfältigen unternehmerischen Handelns sollten dann wohl erst überschritten sein, wenn „Vergütungsfestsetzungen [...] Vorstandsmitgliedern zugutekommen, die sich ersichtlich einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung nicht widmen [...] ohne [dass eine] negative Berücksichtigung dieser Umstände [...]“ erfolgt.<sup>298</sup>

Diese Unschärfen bedingten zugleich, dass die Lösung der umstrittenen Einzelfragen<sup>299</sup> nicht nur von der Auslegung des § 87 I 2 AktG a. F. abhing, sondern mindestens ebenso von den Umständen des konkreten Falls, der – gegebenenfalls ebenfalls streitigen – Beurteilung der Zweckmäßigkeit bestimmter Vergütungsinstrumente und von der vertretenen Konzeption des Unternehmensinteresses.

Die Praxis konnte sich damit offenbar arrangieren: Einerseits ergab eine Umfrage bei Aufsichtsräten im Jahr 2012, dass die Befragten im Zusammenhang mit Unternehmensführung und Aufsicht unter dem Begriff der Nachhaltigkeit vorwiegend eine möglichst langfristige Existenzsicherung des Unternehmens im Marktumfeld verstanden, ferner vor allem eine laufende Überprüfung des Geschäftsmodells anhand der Marktgegebenheiten.<sup>300</sup> Damit folgten sie der herrschenden Auslegung von § 87 I 2 AktG a. F. Andererseits zeigten Geschäftsberichtsanalysen der DAX 30, dass nicht finanzielle Leistungsindikatoren, darunter Mitarbeiter- und Kundenzufriedenheit, Diversity oder Umweltmaßnahmen, in der Vorstandsvergütung zunehmend verbreitet waren, in den DAX 30 im Jahr 2015 zu über 50 %.<sup>301</sup> Die zunehmende und verpflichtende Unternehmenspublizität infolge des CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes<sup>302</sup> verstärkten diesen Trend weiter,<sup>303</sup> ebenso wie die zunehmende Beliebtheit nachhaltiger Anlagen am Kapitalmarkt,<sup>304</sup>

<sup>297</sup> Vgl. etwa Spindler/Stilz, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/*Fleischer*, § 87 AktG Rn. 27 (Zukunftsinvestitionen z. B. in Mitarbeiterschulung); Schmidt/Lutter<sup>3</sup>/*Seibt*, § 87 AktG Rn. 12 (Ausrichtung an CSR nicht geboten); GK AktG<sup>5</sup> 4 Teilband 1/*Kort*, § 87 Rn. 123 (Ausrichtung der Vergütung an dem „diffusen“ Kriterium der Corporate Social Responsibility zulässig, aber nicht zwingend geboten).

<sup>298</sup> *Röttgen/Kluge*, NJW 2013, 900, 904.

<sup>299</sup> Dazu im Einzelnen die Zusammenstellung in Fn. 279 auf S. 956.

<sup>300</sup> *Labbé/Thomaszik/Hertle*, ZCG 2012, 265, 270.

<sup>301</sup> *Velte*, NZG 2016, 294, 299 mit Besprechung von Studien für die Jahre 2010 und 2014; *Faber/Werder*, AG 2014, 608, 609 verweisen auf eine Umfrage aus dem Jahr 2014, bei der rund 59 % bzw. 61 % der Antwortenden angab, schon gegenwärtig bzw. zukünftig nicht finanzielle Bemessungskriterien in die Vorstandsvergütung einzubeziehen, vor allem Führungsverhalten, Mitarbeiter- und Kundenzufriedenheit; jüngst ermittelten *Behrmann/Sassen*, ZCG 2016, 202, 208–210, dass 16 der DAX-30-Unternehmen nicht finanzielle Indikatoren in ihren Vorstandsvergütungssystemen einsetzten, darunter am häufigsten Mitarbeiter- und Kundenzufriedenheit, sodann Aspekte umweltbezogener Nachhaltigkeit. Überwiegend wurden derartige Kriterien bei den kurzfristigen Vergütungsbestandteilen berücksichtigt.

<sup>302</sup> Aus der reichhaltigen Literatur zum Regierungsentwurf eines CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes siehe *Nietsch*, NZG 2016, 1330 ff.; *Arbeitskreis Bilanzrecht Hochschullehrer Rechtswissenschaft*, NZG 2016, 1337 ff.; *Kreipl/Müller*, DB 2016, 2425 ff.; *Seibt*, DB 2016, 2707 ff.

<sup>303</sup> Deutlich *Seibt*, DB 2016, 2707, 2709; etwas vorsichtiger *Böcking/Althoff/Bundle u. a.*, Konzern 2016, 549, 557.

<sup>304</sup> Korrespondierend dazu wird die Positionierung eines Unternehmens bei der Erfüllung von Nachhaltigkeitszielen aufseiten der Kapitalmarktanalysten immer relevanter, dazu *Faber/Werder*, AG 2014, 608, 615.

die wachsende betriebswirtschaftliche Forschung zu Methoden der Messung nicht finanzieller Ziele<sup>305</sup> sowie die Vorgaben der reformierten Aktionärsrechterichtlinie zur Vergütungspolitik und zu den Vergütungsvoten der Hauptversammlung.<sup>306</sup>

Empirische Studien vor allem zu den DAX 30 sprachen immerhin dafür, dass die Gesellschaften den gesetzgeberischen Vorgaben des Nachhaltigkeitsgebots im Sinne der herrschenden Auslegung als Langfristigekeitsvorgabe recht weitgehend Rechnung trugen, ohne dass freilich der Anstieg der Vergütung gestoppt worden wäre.<sup>307</sup> Diese stand und steht dementsprechend weiter in der öffentlichen Kritik.<sup>308</sup> Das flankierend gedachte konsultative *Say on Pay* gemäß § 120 IV AktG a.F. ergab zwar ganz überwiegend hohe Zustimmungsqoten, zumindest bislang war aber kein Zusammenhang mit der

<sup>305</sup> *Dies.*, AG 2014, 608, 615.

<sup>306</sup> *Seibt*, DB 2016, 2707, 2709–2710.

<sup>307</sup> Schon die Studie von *Eulerich/Velte*, IRZ 2013, 73 ff. über die Vergütungssysteme der DAX 30 sprach zumindest dafür, dass die Unternehmen die gesetzgeberischen Vorgaben in § 87 I 2, 3 AktG bei der Auswahl der herangezogenen Bemessungsfaktoren beachteten. Allerdings kritisierten die Autoren, dass klassische Kennzahlen des Finanz- und Rechnungswesens dominierten.

Die Studie der DAX 30 von *Burg/Plietsch/Pott u. a.*, KoR 2016, 23, 28 zeigte, dass in den Jahren von 2011 bis 2013 der Anteil kurzfristig variabler Vergütungselemente abnahm, Fixgehalt und kurzfristiger Bonus aber nach wie vor mit über 60 % der Gesamtvergütung dominierten. Im Übrigen wurde der Anstieg der Vergütungen nicht gestoppt und die Verständlichkeit der Vergütungssysteme erwies sich als problematisch. Dessen ungeachtet konstatierten *Burg u. a.*, dass die Anforderungen an die Gestaltung der Vergütung größtenteils umgesetzt wurden (a. a. O., S. 32). Einen ähnlichen Befund berichteten *Labbé/Thomaszik/Hertle*, ZCG 2012, 265, 268, 271 für die Jahre von 2009 bis 2011, bei allerdings verbleibendem Anpassungsbedarf insbesondere im SDAX. Kritischer mit Blick auf die Gesellschaften des Prime Standard bezogen auf das Jahr 2013 *Rapp/Wolff*, Der Aufsichtsrat 2014, 157, 158 („Insgesamt besteht in den meisten Fällen immer noch eine zu kurzfristig orientierte Vergütung für Vorstände.“). Für das Jahr 2015 ermittelten *Behrmann/Sassen*, ZCG 2016, 202, 205–208 bezogen auf die DAX 30 zwar eine abermals gestiegene Vergütung, aber auch stärker gewichtete langfristige Anreize, die mit 40 % der Gesamtvergütung das gleiche Gewicht wie die kurzfristigen Anreize erreichten. Die Autoren interpretieren dies als Erfüllung der Vorgaben in § 87 I AktG im Sinne der herrschenden Meinung. Ähnliche Ergebnisse für 2015 berichtete die Studie von *Götz/Stahl*, CF 2016, 265 ff.: Die DAX-Vorstände verzeichneten danach einen kräftigen Vergütungsanstieg von 7,9 %, wobei langfristige variable Komponenten mit fast 40 % den größten Bestandteil bildeten; im MDAX lag der Anteil niedriger (a. a. O., S. 266). Im DAX wie im MDAX betrug der Bemessungszeitraum langfristiger Komponenten im Schnitt 3,5 Jahre (a. a. O., S. 268). Ingesamt folgern die Autoren, dass die Forderung nach einer im Wesentlichen langfristig ausgelegten variablen Vergütung vor allem im DAX schon recht gut erfüllt werde (a. a. O., S. 271). Ihre Folgestudie für 2016 bestätigte diesen Befund im Wesentlichen, *dies.*, CF 2017, 287, 288 (Vergütungsanstieg im DAX um 2,2 %, langfristige Vergütungskomponenten machten im DAX 37,7 % der Vergütung aus, im MDAX 26,2 %; dem Ziel des VorstAG, für eine angemessene Erfolgsvergütung der Vorstände zu sorgen, werde Rechnung getragen (a. a. O., S. 291).

Die auf den DCGK-Mustertabellen basierende Studie von *Böcking/Althoff/Bundle u. a.*, Konzern 2016, 549 ff. ergab für die Jahre 2014 und 2015 zwar gewisse Abweichungen, die aber ebenfalls keine verbreitete Verkennung von § 87 I 2, 3 AktG erkennen lassen: Die Autoren ermittelten einen fixen Anteil der Vorstandsvergütung im DAX von im Schnitt 40 %, kurz- und langfristige Elemente umfassten jeweils dieser Untersuchung zufolge ein Drittel (a. a. O., S. 551 f.). Im MDAX lagen die Verhältnisse ähnlich bei einem leicht höheren Gewicht langfristiger Elemente (a. a. O., S. 553). Der Höhe nach verzeichneten Vorstände im DAX Steigerungen, im MDAX hingegen einen Rückgang (a. a. O., S. 552 f.) – dies stimmt wieder mit den vorgenannten Studien überein.

Zu älteren Studien, insbesondere für die Zeit vor dem VorstAG, die typischerweise ein höheres Gewicht kurzfristiger Vergütungsbestandteile ermittelten, siehe den Überblick von *Stenzel*, Rechtliche und empirische Aspekte der Vorstandsvergütung, 2012, S. 183–203.

<sup>308</sup> Siehe beispielhaft aus jüngerer Zeit *Lange*, FAZ vom 20.06.2016, 20; *Welp*, WiWo vom 17.02.2017, 20 ff.

Vergütungsstruktur oder -höhe nachweisbar.<sup>309</sup> Zudem war die Nutzung in jüngerer Zeit stark rückläufig.<sup>310</sup> Schließlich gerieten Pensionszusagen für Vorstände zunehmend in die Kritik: Ihre Kosten waren für die Gesellschaften hoch, aber wenig transparent, oft von Ermessensspielräumen abhängig und Angaben verschiedener Unternehmen nach wie vor schwer vergleichbar.<sup>311</sup> Überdies waren Pensionszusagen in der Variante der Einmalzahlung, die derzeit bei Beitragszusagen üblich sind, mit Blick auf das Nachhaltigkeitsgebot bedenklich.<sup>312</sup> Stattdessen sollte das Versorgungskapital über mehrere Jahre und abhängig von der Unternehmensentwicklung ausgeschüttet werden.<sup>313</sup> Die intendierte Kontrolle und Durchsetzung der Vorgaben in § 87 I AktG könnten insofern schwächer ausfallen, als der Gesetzgeber des VorstAG erhofft hatte.

Weiteres Ungemach drohte und droht aus zwei Richtungen: Erstens begünstigen die gesetzgeberisch geforderten langfristigen Vergütungskomponenten die Entstehung von Situationen, in denen ausgezahlte Gehälter kurzfristig nicht in das Bild der allgemeinen

---

<sup>309</sup> Das Vergütungsvotum fand in der Hauptversammlungssaison 2010 zunächst eine breite Aufnahme, vor allem in den DAX 30, weniger hingegen bei Gesellschaften in „kleineren“ Indizes bzw. bei abnehmender Unternehmensgröße (*Eulerich/Rapp/Wolff*, ZCG 2012, 69 ff.). Eine hohe Verbreitung in den DAX 30 bestätigte sich in den Folgejahren, wenngleich nicht notwendig mit jährlicher Abstimmung (für den Zeitraum von 2010 bis 2012 *Vesper-Gräske*, German L. J. 14 (2013), 749, 783 ff.). Die Zustimmungquoten fielen regelmäßig sehr hoch aus, im DAX 30 lagen sie meist deutlich über 90 % und nur in Einzelfällen deutlich darunter (*ders.*, German L. J. 14 (2013), 749, 788–792). Mit abnehmender Unternehmensgröße schwächte sich dies leicht, insgesamt aber nur gering, ab (*Eulerich/Rapp/Wolff*, ZCG 2012, 69, 70).

2015 zeigten sich wieder sehr hohe Zustimmungsraten, ohne Differenzierung nach Unternehmensgröße (*Eisenschmidt*, DB 2016, 2793, 2797).

Die hohen Billigungsquoten hat man als Indiz dafür interpretiert, dass die Aktionäre anders als die öffentliche Meinung mit der Vergütung ihrer Vorstände recht zufrieden sind (so *Vesper-Gräske*, German L. J. 14 (2013), 749, 793). In der Sache konnte bisher allerdings keine Studie einen signifikanten Effekt der Vergütungshöhe oder der Vergütungsstruktur auf das Vergütungsvotum zeigen. Stattdessen hingen die Zustimmungsraten von der individuellen Vergütungstransparenz sowie der Stimmkraft der Paketaktionäre ab (*Eisenschmidt*, DB 2016, 2793, 2794).

<sup>310</sup> Nach einer sehr verbreiteten Nutzung von *Say on Pay* in den Jahren 2010 bis 2012 nahm die Tendenz, ein Vergütungsvotum abzuhalten, in den Folgejahren stark ab. *Behrmann/Sassen*, ZCG 2016, 202, 210–211 warnten sogar, den Aktionären werde ihr neu gewonnenes Überwachungsinstrumentarium entzogen und die Vergleichbarkeit gebilligter oder nicht gebilligter Vergütungssysteme für alle Interessengruppen der Gesellschaft verhindert oder stark eingeschränkt. 2015 setzte sich die Tendenz abnehmender Verwendung fort: Nur ca. 4,7 % der Unternehmen in Prime, General und Entry Standard führten eine Vergütungsabstimmung durch, wobei die Quote im Prime Standard mit ca. 7,6 % am höchsten ausfiel. Derzeit ist aber offen, ob der Rückgang natürliche Zyklen für die Änderung gebilligter Vergütungssysteme oder eine geringe Relevanz des Votums widerspiegelt (*Eisenschmidt*, DB 2016, 2793, 2796 f.).

<sup>311</sup> *Friedl/Walcher*, Der Aufsichtsrat 2014, 141, 142; *Evers*, Der Aufsichtsrat 2016, 5, 5–6; eingehend zum Status quo der Informationsbasis nach HGB, IAS/IFRS, DRS 17 und den Vorgaben des DCGK *Böcking/Bach/Hanke*, Konzern 2017, 138, 139–146, mit Übersicht zu der – sehr heterogenen – Ausgestaltung von Pensionszusagen in den DAX 30 (a. a. O., S. 144 f.).

<sup>312</sup> *Böcking/Bach/Hanke*, Konzern 2017, 138, 147; *Böcking/Althoff/Bundle u. a.*, Konzern 2016, 549, 558; *Evers*, Der Aufsichtsrat 2016, 5, 7.

<sup>313</sup> *Böcking/Bach/Hanke*, Konzern 2017, 138, 147 f. Sofern der (dann ehemalige) Vorstand während der Auszahlung des Versorgungskapitals Gläubiger des Unternehmens bleibt, seine Ansprüche also nicht in ein insolvenzgesichertes sog. *contractual trust arrangement* ausgelagert werden, erhält er zudem einen Anreiz, die Solvenz des Unternehmens langfristig zu erhalten, also zu einer konservative(re) Unternehmensführung. Die damit einhergehende Beständigkeit ist insofern positiv zu bewerten, als sie wichtigen Stakeholdern des Unternehmens zugutekommen und gegen einige *Short-termism*-Treiber abschirmen kann. Sie entspricht allerdings nicht vollständig dem Ideal langfristigen Unternehmertums, wie es in der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte erscheint (siehe zur parallelen Lage bei Familiengesellschaften 3. Teil, § 3 II.3., S. 538 ff.).

Unternehmenslage passen. Das kann öffentliche Diskussionen um die Vorstandsvergütung befeuern<sup>314</sup> und deutet auf einen gewissen Zielkonflikt zwischen langfristiger Ausrichtung und sozialer Akzeptanz von Vorstandsgehältern. Zugleich barg dies Probleme mit Blick auf den verschärften § 87 II AktG a. F., der nach herrschender Meinung exzessive Vergütungshöhen unterbinden sollte.<sup>315</sup> Der Anschein solcher Vergütungen wird indes durch langfristige Elemente gerade begünstigt. Die Literatur bemühte sich dementsprechend in verschiedener Weise um eine einschränkende Auslegung von § 87 II AktG a. F., allerdings ohne dass eine Lösung allgemein konsentiert wurde.<sup>316</sup>

Zweitens bemängeln Experten eine hohe Komplexität der Vergütungsmodelle, welche die Nachvollziehbarkeit für Außenstehende erschwert.<sup>317</sup> Der Trend, zusätzlich Parameter wie ökologisch-soziale Nachhaltigkeit einzubeziehen, droht dieses Problem zu verschärfen. Zudem würde ein komplexes und nicht objektiv messbares Potpourri von Kriterien das Incentivierungsziel, welches § 87 I 2 AktG anstrebt, eher verwässern als absichern.<sup>318</sup>

### c) § 87 I 2 AktG nach dem VorstAG als Norm des Funktionenschutzes

Angesichts des Streits um die Auslegung von § 87 I 2, 3 AktG a. F. mit seinen Einzelfragen wurde überraschend wenig gefragt, wie sich § 87 I 2 AktG a. F. in den Telos von § 87 I AktG a. F. einfügte. Nach soweit ersichtlich einhelliger Auffassung der Literatur

<sup>314</sup> Götz/Stahl, CF 2016, 265, 271.

<sup>315</sup> Siehe m. w. N. Klöhn, ZGR 2012, 1, 9. Klöhns Kritik, die Norm könne diesen Zweck nicht erreichen, weil die Gefahr der Ex-post-Herabsetzung ex ante durch einen Aufschlag ausgeglichen werden könnte, trifft allerdings nicht zu: Die anfängliche (ex ante) vereinbarte Vergütung muss der Höhe nach angemessen (allein) im Sinne von § 87 I 1 AktG sein. § 87 II AktG will schon dem eindeutigen Wortlaut nach nicht (zusätzlich) absenkend auf die anfänglich vereinbarte Vergütung einwirken. Vielmehr betrifft § 87 II AktG ausschließlich den Fall, dass sich nach Vereinbarung einer bestimmten Vergütungshöhe die wirtschaftliche Lage deutlich verschlechtert. Nur in dieser Konstellation soll die Vorschrift die Vergütung auf das unter Berücksichtigung der neuen Situation Angemessene senken. Diesen Zweck kann die Norm zweifellos erreichen. Ob damit in guten Zeiten – im Rahmen des Angemessenen im Sinne von § 87 I AktG – ein Vergütungsanstieg einhergeht, ist eine andere Frage, die den Normzweck nicht tangiert.

<sup>316</sup> Überblick über die verschiedenen Ansätze bei *ders.*, ZGR 2012, 1, 19 ff.: Vorgeschlagen wird vor allem, die in § 87 II 1 AktG geforderte Verschlechterung der Lage eng auszulegen und/oder eine gewisse Zurechenbarkeit der Verschlechterung zum Handeln des Vorstandsmitglieds zu verlangen, das von der Herabsetzung betroffen ist. Klöhn selbst schlägt (a. a. O., S. 22 ff.) vor, bei dem Kriterium der Unbilligkeit in § 87 II 1 AktG anzusetzen und dieses auf den Fall zu beschränken, dass die Vergütungsregelung nicht oder nicht mehr auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung i. S. v. § 87 I 2 AktG gerichtet ist, und dies der Vorstand durch Handeln oder Unterlassen verursacht hat (Zurechnungs- sowie Risikozusammenhang).

<sup>317</sup> Götz/Stahl, CF 2016, 265, 268, 271; ebenso Böcking/Althoff/Bundle u. a., Konzern 2016, 549, 557, die allerdings auch erste Anzeichen zur Vereinfachung erkennen; zum einhergehenden Problem unzureichender Transparenz siehe die kritische Mahnung von Rapp/Wolff, Der Aufsichtsrat 2014, 157, 159.

<sup>318</sup> Vgl. Götz/Stahl, CF 2016, 265, 271; Faber/Werder, AG 2014, 608, 619; allgemein Kruse, Kreditwesen 2014, 1085: „Motivationstheorien belegen, dass ein [Vergütungs-]System nur dann leistungsmotivierend ist, wenn Beschäftigte von vornherein wissen, welche Belohnung für welche Leistung zu erwarten ist.“; konkret droht insbesondere die Gefahr des sog. „Ausmittels“, dazu konzis Rapp/Wolff, Der Aufsichtsrat 2014, 157, 158–159: Werden zahlreiche Bemessungsgrundlagen verwendet und mit „Oder“-Beziehungen verknüpft, werden die betroffenen Vorstände stets einzelne Ziele erreichen und dadurch „im Mittel“ ausreichende Zielgrößen erfüllt, um trotz Verfehlung anderer einen Bonusanspruch zu erhalten. Dieser „Ausmittel“-Effekt sorgt dann oft für eine geringe Korrelation zwischen der Entwicklung der Vorstandsvergütung und Performance-Kennzahlen, die externe Gutachter und Analysten regelmäßig verwenden.

bestand der Zweck von § 87 I AktG a. F. in dem Schutz der Aktiengesellschaft, ihrer Aktionäre und Gläubiger.<sup>319</sup> Die Norm formte danach das Verbot der Verschwendung von Gesellschaftsvermögen näher aus, welches allgemein im Rahmen der §§ 93, 116 AktG anerkannt ist.<sup>320</sup> Vereinzelt wurde mit Blick auf die langjährige öffentliche Debatte und Entrüstung über exzessive Vorstandsgehälter hinzugefügt, dass die Vorschrift neben dem Schutz der Aktionäre auch der Akzeptanz des Wirtschaftssystems insgesamt diene,<sup>321</sup> während man diesen Aspekt sonst eher als Nebenwirkung denn als Zweck einordnete.<sup>322</sup>

Mit Blick auf den historischen Ursprung in § 78 AktG 1937 traf die herkömmliche Charakterisierung ohne Weiteres zu.<sup>323</sup> Für § 87 I 2 AktG in der Fassung des VorstAG überzeugte diese Zweckbestimmung aber allenfalls eingeschränkt. Selbst wenn man das dortige Nachhaltigkeitsgebot mit der herrschenden Ansicht nicht als Inpflichtnahme für CSR-Ziele, sondern als Langfristigkeits- und Beständigkeitsvorgabe verstand, die Strohfuegewinne und unverantwortliche Risiken vermeiden sowie Zukunftsinvestitionen mit langfristiger Ergebnisrelevanz fördern sollte, profitiert davon keine der Gruppen ohne Weiteres, die herkömmlich als Schutzsubjekte genannt wurden; ebenso wenig förderte die Vorschrift ohne Weiteres die soziale Akzeptanz der Vergütungsstandards:

Den Gläubigern wird zwar durchaus daran gelegen sein, dass der Vorstand keine übermäßig riskante Geschäftspolitik (inklusive Kapitalstruktur) wählt. Dies gilt aber in erster Linie mit Blick darauf, dass der Vorstand das Geschäft nicht riskanter ausrichtet, nachdem kommode Darlehensbedingungen auf Grundlage einer konservativeren Unternehmenspolitik vereinbart wurden. Anfänglich bekannte Risiken können und werden die Gläubiger hingegen schon bei der Darlehensvergabe berücksichtigen.<sup>324</sup> § 87 I 2 AktG a. F. verfehlte damit den Schutzbedarf der Gläubiger doppelt: Nachträglicher Risikohöherung stellte sich die Norm nicht an sich entgegen. Vielmehr förderte sie sogar in Form langfristiger (potenzieller Zukunfts-)Investitionen Projekte, die regelmäßig schwerer einschätzbar und damit riskanter sind als kurzfristige, inkrementelle Aktionen. Gläubiger werden an solchen Ausgaben daher oft nicht besonders interessiert sein.

Aktionäre, die zweite genannte Gruppe, können einen lang- oder kurzfristigen Anlagehorizont haben. Jedenfalls im zweiten Fall bedürfen sie keines Schutzes durch eine Vergütung, die speziell auf langfristigen Bestand und Ertrag der AG ausgerichtet ist. Zudem gilt auch für die Aktionäre, dass langfristige Projekte tendenziell schwerer einzuschätzen und zu bewerten sind, also das Anlagerisiko erhöhen. Ein diversifizierter Streubesitzaktionär, der überdies nicht sonderlich an zeitnahen Ausschüttungen interessiert ist, mag das billigen, ein Kontrollaktionär womöglich weniger.<sup>325</sup> Der zwingende § 87 I 2 AktG a. F. schoss insofern über den Schutzbedarf der Aktionäre zu deren Nachteil hinaus.

<sup>319</sup> Siehe Spindler/Stilz, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/*Fleischer*, § 87 AktG Rn. 1 („AllgM“); MüKo AktG Bd. 24 Bd. 2/*Spindler*, § 87 Rn. 1 f.

<sup>320</sup> Spindler/Stilz, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/*Fleischer*, § 87 AktG Rn. 25.

<sup>321</sup> *Verse*, NZG 2013, 921, 930, im Anschluss an *Hanau*, NJW 2002, III.

<sup>322</sup> In diesem Sinne wohl *Körner*, NJW 2004, 2698; KK AktG<sup>3</sup> 2, 1/*Mertens/Cahn*, § 87 Rn. 2.

<sup>323</sup> Siehe dazu nur *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 459.

<sup>324</sup> Insbesondere in Form eines höheren Zinssatzes, der Forderung bestimmter Sicherheiten oder dadurch, dass sie von der Darlehensvergabe insgesamt absehen.

<sup>325</sup> Siehe zum tendenziell risikoaversen Wirtschaftsverhalten von Familienunternehmen 3. Teil, § 3 II.3., S. 538 ff.

Ob der Aktiengesellschaft selbst ein eigenständiges Interesse an dauerhaftem Bestand und Rentabilität zuzusprechen ist, ist zwar umstritten. Dogmatisch lässt es sich aber schwer begründen, nachdem die Lehre vom Unternehmen an sich kaum Anhängerschaft gefunden hat. Zudem wäre es nicht ohne Weiteres mit dem Recht der Aktionäre vereinbar, die Gesellschaft aufzulösen (§§ 119 I Nr. 8, 262 I Nr. 2 AktG) oder von vornherein nur auf bestimmte Zeit zu gründen (§ 262 I Nr. 1 AktG). Allerdings haben Stakeholder, die in einer langfristigen Beziehung zur AG stehen, insbesondere Arbeitnehmer und das lokale Umfeld, regelmäßig ein Interesse an Bestand und Rentabilität der Gesellschaft. Dogmatisch kann man es über den Stakeholder-Value-Gedanken in das Unternehmensinteresse einbeziehen und in diesem Sinne formaljuristisch davon sprechen, dass § 87 I 2 AktG a. F. Interessen des Unternehmens (der Aktiengesellschaft) schützte. In der Sache ging es dabei freilich eher um Interessen der Allgemeinheit an der Wirtschaftskraft börsennotierter Aktiengesellschaften, also um öffentliche Interessen.

Schließlich war eine Ausrichtung der Vergütung an der nachhaltigen Unternehmensentwicklung, wenn man dies mit der herrschenden Meinung rein zeitlich als Langfristigekeitsgebot verstand, bzw. jedenfalls mit Blick auf das Mehrjährigkeitsersfordernis in § 87 I 3 HS 1 AktG a. F. keineswegs mit höherer sozialer Akzeptanz gleichzusetzen. Im Gegenteil bestand ein gewisser Zielkonflikt, weil langfristige Vergütungskomponenten Situationen fördern, in denen ausgezahlte Gehälter nicht zur aktuellen Lage des Unternehmens passen.<sup>326</sup> Derartiges kann die öffentliche Debatte um die Vorstandsvergütung eher befeuern als befrieden.<sup>327</sup>

Insofern sprach einiges dafür, dass der Gesetzgeber mit dem Nachhaltigkeits- und Langfristigekeitsgebot der Vorstandsvergütung (§ 87 I 2, I 3 HS 1 AktG a. F.) nicht Aktionäre oder Gläubiger schützen oder die soziale Akzeptanz der Gehälter steigern, sondern ein Interesse der Allgemeinheit daran absichern wollte, dass börsennotierte – in Deutschland also insbesondere große – Aktiengesellschaften die ihnen zugeordnete volkswirtschaftliche Funktion als Kapitalsammelstelle für langfristige Investitionsvorhaben<sup>328</sup> erfüllen.

Öffentliche Interessen dominierten auch in der Gesetzgebungsgeschichte des VorstAG: Der Anlass für die Reform lag zwar wie gezeigt in dem verbreitet geteilten Befund, dass eine verfehlte Vergütungspraxis der Finanzwirtschaft zur Finanz- und Wirtschaftskrise beitrug. Mit dem allgemeinen Anwendungsbereich von § 87 I 2 AktG a. F. ging der Gesetzgeber aber über diesen Anlass hinaus.<sup>329</sup> Hierzu könnte ein allgemeines Unbehagen

<sup>326</sup> Siehe allg. *Kirchner/Ehmke*, ZVerglRWiss 114 (2015), 269, 282: „Bei Optionsmodellen wird die Vergütung an den langfristigen Unternehmenserfolg angeknüpft. So sollen Anreize für Manager gesetzt werden, eine langfristige und nachhaltige Unternehmenswertsteigerung anzustreben. [...] Optionsmodelle mit festgelegten Mindesthaltfristen oder der Bemessung der variablen Vergütung am Unternehmenserfolg zu langfristig bestimmten Zeitpunkten können zur Folge haben, dass in einer Periode Entlohnung und Leistung auseinanderfallen. Auch in einer Periode geringer Leistung können hohe Bonuszahlungen erfolgen, während in einer Periode hoher Leistung die Zahlung niedrig ausfällt. Das schafft auch Probleme im Verhältnis der Managemententlohnung zur Entlohnung anderer Beschäftigungsgruppen. Letztere werden dann möglicherweise damit konfrontiert, dass in einer Periode, in der ihre Vergütung reduziert wird, Bonuszahlungen an Manager steigen.“

<sup>327</sup> *Götz/Stahl*, CF 2016, 265, 271; ebenso bereits oben im Text bei Fn. 314 auf S. 962.

<sup>328</sup> Zu dieser Funktion oben Einführung I., S. 1 ff.

<sup>329</sup> Dazu kritisch *Spindler/Stilz*, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/*Fleischer*, § 87 AktG Rn. 4; *MüKo AktG* Bd. 2<sup>4</sup> Bd. 2/*Spindler*, § 87 Rn. 7.

über die Höhe von Managervergütungen beigetragen haben.<sup>330</sup> Das Anliegen, insoweit eine Grenze einzuziehen, kam aber speziell in § 87 I 3 HS 2 AktG a. F.<sup>331</sup> sowie § 87 II AktG a. F.<sup>332</sup> zum Ausdruck<sup>333</sup> und konnte daher den Zweck von § 87 I 2 AktG a. F. nicht erklären. Die verbreitete Formulierung, die Norm solle kurzfristige unternehmerische Strohfeuer abwehren, traf durchaus zu, wird aber als Negativkriterium nicht dem Umstand gerecht, dass der Wortlaut („auf ... auszurichten“) der Norm eine positive, finale Komponente ausdrückte, für die es auch in der Entstehungsgeschichte Anhaltspunkte gab.<sup>334</sup> „Dauerhafter Bestand und dauerhafte Rentabilität“ eignen sich insoweit als Handlungsmaxime für den Aufsichtsrat einer konkreten AG. Ein marktwirtschaftlich denkender Gesetzgeber kann dies aber kaum als generellen Zweck verfolgen, schon weil der erwünschte Wettbewerb immer auch Risiko, Aufstieg und Scheitern beinhaltet. Ein Bestands- und Rentabilitätsziel kann sich daher auf abstrakt-genereller Ebene systemgerecht nur auf die Institution der Aktiengesellschaft als Kapitalsammelstelle für langfristige Investitionen beziehen. § 87 I 2 AktG a. F. erwies sich danach als funktionsschützende Norm, deren Zweck von der herkömmlichen Zweckbestimmung für § 87 I AktG a. F. abwich. Mit dieser Sichtweise reihte sich das VorstAG zugleich stimmig in die langjährige und nach der Finanzkrise stark befeuerte deutsche und europäische *Short-termism*-Debatte ein.

### 3. Der Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Kontrolle der Vorstandsvergütung (VorstKoG)

Bemühungen, der Hauptversammlung das Recht einzuräumen, verbindlich über bestimmte Parameter der Vorstandsvergütung zu entscheiden, hatte es schon 2007 seitens der

---

<sup>330</sup> So Spindler/Stilz, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/*Fleischer*, § 87 AktG Rn. 4; ähnlich MüKo AktG Bd. 2<sup>4</sup> Bd. 2/*Spindler*, § 87 Rn. 7; hierfür spricht die Aussage von *Seibert*, DB 2009, 1167, 1169, der unter der Überschrift „Verhältnis des VorstAG zum Deutschen Corporate Governance-Kodex“ ausführt: „Nur Teile der Gründe für die gegenwärtige Krise haben etwas mit Corporate Governance zu tun. Dennoch steht die Politik unter einem solchen Druck der aufgebrachten Öffentlichkeit, dass es wohl unausweichlich ist: Das Gesetz wird Regelungen festschreiben und verschärfen, die im Kodex bereits enthalten oder – vielleicht nicht mutig genug – angedeutet sind.“

<sup>331</sup> § 87 I 3 HS 2 AktG a. F. erfasste auch – soweit man sie noch für zulässig hält – kurzfristig variable Vergütungsbestandteile, siehe mit Blick auf jährliche Tantiemen KK AktG<sup>3</sup> 2, 1/*Mertens/Cahn*, § 87 Rn. 24.

<sup>332</sup> Hier erleichterte der Gesetzgeber eine nachträgliche Herabsetzung der Vergütung, indem er auf die vormaligen Anforderungen einer „wesentlichen“ Verschlechterung und „schweren“ Unbilligkeit verzichtet und die ehemalige Kann-Vorschrift zu einer Soll-Vorschrift verschärfte, siehe *Fleischer*, NZG 2009, 801, 804; eingehend *Koch*, WM 2010, 49, 50 ff., insb. 55 ff. Zudem ist die Vergütung nun auf eine angemessene Höhe zurückzuführen, nicht mehr lediglich auf das (gerade noch) sachlich und zeitlich vertretbare Maß (dazu *ders.*, WM 2010, 49, 57; Spindler/Stilz, AktG<sup>3</sup> Bd. 1/*Fleischer*, § 87 AktG Rn. 71).

<sup>333</sup> Weitergehende Forderungen nach einer Obergrenze verwarf der Reformgesetzgeber, siehe aus Sicht des BMJ *Seibert*, DB 2009, 1167, 1169; aus der Literatur noch zum Fraktionsentwurf *Wagner/Wittgens*, BB 2009, 906.

<sup>334</sup> *Wagner*, AG 2010, 774, 776. Im Grundsatz wohl auch *Arnold/Schansker*, KSzW 2012, 39, 43, aber mit dem zutreffenden Hinweis, dass der Aufsichtsrat mit Blick auf § 87 I 2 AktG a. F. regelmäßig vor allem die Verhinderung kurzfristigen Erfolgsstrebens im Auge haben musste, während ihm nur selten nachzuweisen sein wird, dass er bestimmte positive Parameter für die Ermittlung der Vorstandsvergütung hätte ansetzen müssen. Dies folgt allerdings schlicht aus dem Beurteilungsspielraum des Aufsichtsrates und sprach nicht gegen eine positive Finalität der Norm. Dass der Wortlaut eine eigenständige Bedeutung nahelegte, konzidiert auch *Marsch-Barner*, ZHR 175 (2011), 737, 739, der hierfür zudem die Systematik anführte, aber die Entstehungsgeschichte als Argument dagegen wertete.

damaligen Opposition<sup>335</sup> sowie von wissenschaftlicher Seite durch *Marcus Lutter* im Rahmen der Expertenanhörung zum VorstAG gegeben.<sup>336</sup> Diese Bestrebungen waren zwar (absehbar) erfolglos geblieben. Als die Schweizer „Volksinitiative gegen die Abzockerei“ eine bis dahin für undenkbar gehaltene strenge Ex-post-Kontrolle der Vorstandsvergütung durch die Generalversammlung erzwang,<sup>337</sup> erhielten ähnliche Bestrebungen aber auch in Deutschland starken Auftrieb<sup>338</sup> – dass sich das rechtsvergleichende Vorbild in der Praxis als nicht so durchschlagend erweisen sollte, wie es radikal anmutete,<sup>339</sup> wurde nicht abgewartet.

<sup>335</sup> *Scheel/Andrae/Haßelmann u. a.*, BT-Drucks. 16/7530, 12.12.2007, S. 2 unter II.2. mit allerdings insoweit nur sehr knapper Begründung (a. a. O., S. 3) unten; dem Antrag ging es dabei nicht um eine Eindämmung kurzfristiger Anreize, sondern darum, als überzogen und vor allem nicht leistungsgerecht empfundene Gehälter oder Abfindungen zu begrenzen.

<sup>336</sup> *Lutter*, Stellungnahme zum VorstAG und weiteren Anträgen, 20.05.2009 <[https://www.caplaw.eu/file\\_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme\\_Lutter.pdf](https://www.caplaw.eu/file_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme_Lutter.pdf)> (geprüft am 27.03.2021) hatte vorgeschlagen, § 87 AktG um einen neuen Absatz vier zu ergänzen, der der Hauptversammlung ermöglichen sollte, mit einfacher Mehrheit zu beschließen, dass für die Jahresgesamtbezüge der Vorstandsmitglieder eine Obergrenze besteht, insbesondere in Form eines Vielfachen des Durchschnittsgehalts aller Arbeitnehmer der Gesellschaft oder des Konzerns im betreffenden Geschäftsjahr; dazu knapp *Hupka*, Das Vergütungsvotum der Hauptversammlung, 2012, S. 251, 315.

<sup>337</sup> Die Volksinitiative „gegen die Abzockerei“ (nach ihrem Spiritus Rector auch: „Minder-Initiative“) erhob insgesamt acht Forderungen (Auflistung bei *Bühler*, GesKR Online-Beitrag 2012, 1, 3–4), darunter

- ein bindender jährlicher Beschluss der Generalversammlung über die Gesamtsumme aller Vergütungen des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung und des Beirates,
- ein Verbot von Abgangsentschädigungen, Vorausvergütungen und Übernahmeprämien,
- eine statuarische Regelung unter anderem von Erfolgs- und Beteiligungsplänen sowie Renten für Organmitglieder
- sowie drohende Freiheitsstrafe bei Verstoß gegen die Vergütungsbestimmungen.

Die Forderungen waren in der Schweiz im Vorfeld äußerst umstritten und hatten in der Politik heftige Bemühungen ausgelöst, der Volksinitiative mit einem Gegenentwurf den Rang abzulaufen. Dieser war aber seinerseits äußerst kontrovers, sodass man nur zu einem sog. indirekten Gegenentwurf gelangte, der Änderungen auf Gesetzesebene statt auf Ebene der Bundesverfassung vorschlug (zu Einzelheiten *Häusermann*, Jusletter 19. März 2012, 1 ff.; *Bühler*, GesKR Online-Beitrag 2012, 1 ff.; *Forstmoser*, SJZ 108 (2012), 337 ff.; *Sethe*, ZBB/JBB 2011, 106, 117–119).

Die Annahme der Minder-Initiative hat zunächst zu einem neuen Art. 95 Abs. 3 der Schweizer Bundesverfassung geführt sowie einer konkretisierenden Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften vom 21. November 2013 (SR 221.331). Dies hat weitere Veränderungen der Corporate Governance in der Schweiz nach sich gezogen (instruktiver Überblick bei *Bühler*, SJZ 111 (2015), 349 ff.).

<sup>338</sup> *Verse*, NZG 2013, 921, 922; *Löbke/Fischbach*, WM 2013, 1625, 1626.

<sup>339</sup> In der Praxis hat die Initiative wohl deutlich weniger geändert, als ihre Unterstützer gehofft hatten: Der Übergang zur zwingenden Genehmigung der Saläre hat sich als weitgehend unproblematisch erwiesen, der Einfluss auf die Vergütungshöhe erscheint gering (*Stoffel/Perriard*, SZW/RSDA 2016, 464 („Soweit bisher ersichtlich, führte das System [...] kaum zu einer Veränderung der Bezüge.“); ebenso von der *Crone*, *Hans Caspar/Daeniker*, SJZ 112 (2016), 457, 460; dies prognostizierend bereits *Forstmoser*, *myops* 2013, 5, 9–10, 13). Für funktional wichtiger als die Genehmigung der Vergütungshöhe durch die Generalversammlung erachtet man dementsprechend das Verbot bestimmter Vergütungsformen sowie die Vergütungstransparenz (von der *Crone*, *Hans Caspar/Daeniker*, SJZ 112 (2016), 457, 460–461). Freilich ist bislang zweifelhaft, inwieweit sich mit der Transparenz auch die Verständlichkeit und Genauigkeit der Darstellung der Vergütungsstrukturen erhöht hat (verneinend die Studie von *Walther/Schirmer/Morner*, Der Aufsichtsrat 2014, 122 ff.). Auch die neu eingeführte grundsätzliche Stimmpflicht der Schweizer Pensionskassen wird in der Praxis keine übermäßige Wirkung zeitigen, erstens aufgrund der begrenzten Direktanlagen der Pensionskassen in Aktien und zweitens weil das Gesetz bzw. dessen Ausführungsbestimmungen ihnen einen Anreizen gibt, mit der Verwaltung zu stimmen, um einer ausführlichen Begründungslast auszuweichen (*Stoffel/Perriard*, SZW/RSDA 2016, 464, 466–467, 473–474).

Vor diesem Hintergrund<sup>340</sup> ergänzte die Bundesregierung das laufende Gesetzgebungsverfahren zur Aktienrechtsnovelle 2012<sup>341</sup> im Sommer des Folgejahres „in letzter Minute“<sup>342</sup> um eine Neufassung von § 120 IV AktG. Die Novelle mutierte dadurch zum Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Kontrolle der Vorstandsvergütung und zur Änderung weiterer aktienrechtlicher Vorschriften (VorstKoG).<sup>343</sup>

Konkret hatten drei konkurrierende Anträge zur Abstimmung gestanden, neben jenem der Regierungsfractionen je einer von den damaligen Oppositionsparteien SPD sowie Bündnis 90/Die Grünen. Beide Oppositionsentwürfe wollten mit direkten gesetzlichen Vorgaben sowohl die tatsächliche Höhe der Managervergütungen senken als auch ein zu starkes Gewicht kurzfristig ausgerichteter Vergütungsbestandteile eindämmen.<sup>344</sup> Demgegenüber bezweckte der angenommene Vorschlag der Regierungskoalition aus CDU/CSU und FDP als „systemkonforme Fortentwicklung des bisherigen Say-on-Pay-Ansatzes (bisheriger § 120 Absatz 4 des Aktiengesetzes – AktG)“ eine Stärkung der Eigentümerkontrolle.<sup>345</sup> Dem Vergütungsvotum des VorstKoG ging es somit, wie dem Vergütungsvotum des VorstAG, nicht an sich darum, kurzfristige Orientierung zu bekämpfen. Allerdings hätte man auch dem VorstKoG immerhin den Zweck zuschreiben können, die Aktionäre für eine intensivere Kontrolle der Nachhaltigkeitsvorgabe in § 87 I 2 AktG a. F. einzuspannen. Anders als die Materialien des VorstAG formulierte der Entwurf des VorstKoG allerdings keine entsprechende Hoffnung.

Das VorstKoG schien damit einerseits im Vergleich zu den weitergehenden Zielen der Opposition wenig ambitioniert, andererseits aber in seiner Wirkung auf Eckpfeiler der deutschen Corporate Governance durchaus radikal: So warnten Industrieverbände und Gewerkschaften in seltener Einmütigkeit vor einem massiven Eingriff in das Kompetenzgefüge der AG, wobei Erstere um Autorität und Personalhoheit des Aufsichtsrates fürchteten und Letztere um die im Aufsichtsrat angesiedelte Mitbestimmung der Arbeitnehmer.<sup>346</sup> Beides war zwar überzogen.<sup>347</sup> Angesichts des massiven Widerstands kam es

---

<sup>340</sup> Daneben gab es verschiedene Aktivitäten zur Förderung von *Say on Pay* auf Unionsebene, die allerdings offen ließen, ob ein Vergütungsvotum bindend oder beratend ausgestaltet sein sollte. Das viel beachtete rechtsvergleichende Vorbild des Vereinigten Königreichs beschränkte sich auf Letzteres. Diese Entwicklungen hatten die Bundesregierung daher nicht zu legislativem Handeln bewegt. Entscheidend war vielmehr die erfolgreiche Schweizer Abzockerinitiative, *Löbke/Fischbach*, WM 2013, 1625–1627.

<sup>341</sup> *Deutscher Bundesrat*, RegE Aktienrechtsnovelle 2012, BR-Drucks. 852/11, 30.12.2011.

<sup>342</sup> *Löbke/Fischbach*, WM 2013, 1625.

<sup>343</sup> *Deutscher Bundestag*, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 17/14214, 26.06.2013, S. 6 ff.

<sup>344</sup> *Ders.*, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 17/14214, 26.06.2013, S. 1, 2, 15.

<sup>345</sup> *Ders.*, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 17/14214, 26.06.2013, S. 17.

<sup>346</sup> Dazu *Verse*, NZG 2013, 921, 925 m. w. N.

<sup>347</sup> Im Ergebnis zutreffend *ders.*, NZG 2013, 921, 925–927, der aber mit guten Gründen vor einer Beeinträchtigung der Handlungsfähigkeit der Gesellschaft warnte. Zwar schwächt ein Vergütungsvotum in der Tat die Stellung der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat, wenn und soweit sie nicht mehr ihre Zustimmung zu einem von der Anteilseignerseite gewünschten Vergütungssystem als Tauschobjekt dafür anbieten können, dass die Anteilseignerseite bestimmten Arbeitnehmerbelangen Rechnung trägt (siehe allg. aus rechtsökonomischer Perspektive *Kirchner/Ehmke*, ZVerglRWiss 114 (2015), 269, 277). Dieser Effekt wäre beim VorstKoG aber vermutlich sehr gering gewesen, weil der Aufsichtsrat die alleinige Kompetenz behalten sollte, ein bestimmtes Vergütungssystem auszuarbeiten und der Hauptversammlung vorzuschlagen. Insoweit wäre also der „Tauschwert“ einer Zustimmung erhalten geblieben (a. A. offenbar *dies.*, ZVerglRWiss 114 (2015), 269, 287). Aus dem gleichen Grund hätten die Arbeitnehmer, die typischerweise an stabilen Verhältnissen im Unternehmen interessiert sind, über ihre Vertreter im

aber, wie es kommen musste:<sup>348</sup> Nachdem der Bundesrat gegen Ende der 17. Wahlperiode den Vermittlungsausschuss angerufen hatte, fiel das VorstKoG der Diskontinuität anheim.<sup>349</sup> In der 18. Legislaturperiode wurde die vormalige „Aktienrechtsnovelle 2012“ zwar neu als „Aktienrechtsnovelle 2014“ gestartet und schließlich als „Aktienrechtsnovelle 2016“ verabschiedet.<sup>350</sup> Ein Vergütungsvotum wurde bei der Neuauflage aber nicht wieder aufgenommen. Nachdem zwischenzeitlich im April 2014 die Europäische Kommission bei der Überarbeitung der Aktionärsrechterichtlinie detaillierte Regelungen zu *Say on Pay* vorgeschlagen hatte, entschloss sich die Regierung, das Ergebnis des laufenden EU-Gesetzgebungsverfahrens abzuwarten.<sup>351</sup>

#### IV. Wirtschaftssachbücher

Auch in Deutschland haben sich ebenso wie in den USA und Großbritannien Wirtschaftssachbücher an der Debatte um *Short-termism* beteiligt. Hierzulande war ihr Einfluss auf den rechtspolitischen Diskurs zwar nicht ganz so hoch. Ein viel beachtetes, in Europa einflussreiches und in der Sache besonders interessantes Buch verdient aber, vorgestellt zu werden. Zuerst 2013, sodann 2014 in deutscher Übersetzung veröffentlichte *Mariana Mazzucato* „The Entrepreneurial State, Debunking Public vs. Private Myths“, in der deutschen Übersetzung „Das Kapital des Staates: eine andere Geschichte von Innovation und Wachstum“. Das Buch ging aus einer Studie für die britische Denkfabrik DEMOS hervor, die sich an die britische Regierung richtete,<sup>352</sup> seine Thesen haben aber international,<sup>353</sup> namentlich in Deutschland,<sup>354</sup> großen Widerhall gefunden. Auch wird man da-

---

Aufsichtsrat weiterhin die gleichen Möglichkeiten gehabt, aus ihrer Sicht übermäßig risikofördernde Anreizsysteme zu verhindern, wie sie breit diversifizierte Aktionäre bevorzugen könnten (zu diesem Aspekt *dies.*, *ZVerglRWiss* 114 (2015), 269, 278, aber wiederum mit anderer Bewertung des VorstKoG als hier a. a. O., S. 287). Die verbleibende Kompetenz des Aufsichtsrates hätte in der Regel auch seine Autorität und Personalhoheit abgesichert, zumal es damals noch keine Überlegungen in Deutschland und auf EU-Ebene zu Stewardship-Verpflichtungen institutioneller Investoren gab.

<sup>348</sup> Vgl. *Verse*, *NZG* 2013, 921; *Löbbe/Fischbach*, *WM* 2013, 1625, 1627.

<sup>349</sup> *Harbarth/von Plettenberg*, *AG* 2016, 145.

<sup>350</sup> *Dies.*, *AG* 2016, 145.

<sup>351</sup> *Harbarth/von Plettenberg*, *AG* 2016, 145, 146; *Daghles*, *GWR* 2016, 45, 46–47; ein gegen Ende eingebrachter Antrag der Opposition, den im DCGK vorgesehenen vertikalen Vergleich in § 87 I AktG gesetzlich festzuschreiben, fand keine Mehrheit, *Götze*, *NZG* 2016, 48, 50.

<sup>352</sup> Zu beidem *Mazzucato*, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 12.

<sup>353</sup> Zustimmend *Tritch*, *The New York Times* 24.03.2014, A18 ff.; *Pasquale*, 36 *Cardozo L. Rev.* 2085, 2088, 2121 (2015); im Kern auch *Wolf*, *Financial Times* vom 04.08.2013 („basically right“); weitgehend ablehnend o. A., *The Economist* vom 31.08.2013; scharf kritisch *Worstell*, *Forbes* 15.12.2013; siehe ferner die aufwendige Broschüre zu Mazzucatos Buchvorstellung bei der OECD, *OECD*, *The Coffees of the Secretary-General Mariana Mazzucato*, 2014 <<https://www.oecd.org/about/secretary-general/coffees-with-the-secretary-general/MAZZUCATO%20Brochure.pdf>> (geprüft am 27.03.2021).

<sup>354</sup> Weitgehend berichtend die Rezensionen von *Greffrath*, *Zeit Online* vom 09.10.2014; *Kaiser*, *manager magazin* vom 07.11.2014; die Analyse würdigend, aber kritisch zu den Politikempfehlungen *Schnaas*, *WiWo* vom 22.06.2014; ähnlich *Schnee*, *Ökonomie – Mutig, innovativ, tollkühn*, 2014 <[http://www.deutschlandradiokultur.de/oekonomie-mutig-innovativ-tollkuehn.950.de.html?dram:article\\_id=294843](http://www.deutschlandradiokultur.de/oekonomie-mutig-innovativ-tollkuehn.950.de.html?dram:article_id=294843)> (geprüft am 11.06.2020); siehe zudem das Interview von *Posener*, *Die Welt* vom 15.11.2014 sowie die Behandlung in der 3sat-Sendung „Kulturzeit“ am 10. November 2014 *3sat.online*, „Kulturzeit“ am 10. November 2014 – Die Themen der Sendung im Überblick, 17.11.2014 <<https://www.etwasverpasst.de/kulturzeit/vom-10-11-2014-325916>> (geprüft am 27.03.2021).

von ausgehen können, dass *Mazzucatos* Thesen in der Europäischen Kommission gehört werden, für die sie beratend tätig gewesen ist.<sup>355</sup>

*Mazzucato* argumentiert in ihrem Buch gestützt insbesondere auf eindrucksvolle Beispiele aus der New Economy<sup>356</sup> in den USA,<sup>357</sup> ferner etwa der (US-)Arzneimittelforschung, Nanotechnologie und dem Bereich erneuerbarer Energien, dass in wesentlichen Feldern radikaler Innovation die entscheidende Initiative zu Entwicklung und sogar Kommerzialisierung vom Staat, nicht vom privaten Sektor ausging, wobei sich Partnerschaften zwischen öffentlicher Hand und Privatunternehmen „eher parasitär als symbiotisch“ gestalteten.<sup>358</sup> *Mazzucato* wirbt deshalb dafür, den Staat als „Unternehmerstaat“ zu sehen bzw. zu errichten, der selbstbewusst und sachverständig in radikale Innovation einschließlich deren Kommerzialisierung investiert und sich einen entsprechenden Anteil der resultierenden Gewinne sichert.<sup>359</sup> Private Akteure, namentlich Wagniskapitalgeber und Aktionäre, sind bei *Mazzucato* hingegen nicht wohlgefallen: Die Autorin porträtiert sie als zu risikoscheu<sup>360</sup> und vor allem als übermäßig auf kurzfristige Rendite fokussiert. Eines der größten Probleme sieht *Mazzucato* darin, dass die Reduzierung

<sup>355</sup> *Mazzucato*, Policy impact in Europe <<https://marianamazucato.com/policy/impact/>> (geprüft am 27.03.2021). *Dies.*, Das Kapital des Staates, 2014, S. 253 hebt besonders die Zusammenarbeit mit dem Leiter der Abteilung Innovation der Generaldirektion Forschung und Innovation, *Peter Droell*, hervor.

<sup>356</sup> Besonders frappierend sind *Mazzucatos* Ausführungen zu Apple, *Mazzucato*, Das Kapital des Staates, 2014, S. 115–145. *Mazzucato* betont nicht nur, dass *Apple* bei wachsendem Erfolg mit stetig neuen Produkten ein kontinuierlich sinkendes Verhältnis von F & E-Ausgaben zum Umsatz aufwies (S. 120 f.). Vor allem weist *Mazzucato* nach, dass *Apples* Erfindungsreichtum nicht auf Entwicklung neuer Technologien und Bauteile beruht, sondern auf ihrer Integration in eine innovative Architektur. *Apple* verwende bei seinen „großartigen innovativen Produktdesigns“ Technologien, die anderswo erfunden wurden. Vor allem erhielt *Apple*, wie *Mazzucato* aufzeigt, in frühen Stadien enorme direkte und/oder indirekte Unterstützung des Staates in Form direkter Investitionen, öffentlicher Aufträge, handels- und technologiepolitischer Erleichterungen zur Unterstützung US-amerikanischer Unternehmen sowie vor allem in Form von Zugang zu Technologien aus staatlichen Forschungsprogrammen und -einrichtungen, die, wie *Mazzucato* im Detail anhand zwölf wichtiger Technologien darlegt, ganz wesentlich zum Erfolg der *Apple*-Produkte beigetragen haben (a. a. O., S. 122 ff., 124 ff.). Bei diesen Technologien war zudem mehrfach der Staat eingesprungen, als private Unternehmen eine Förderung der Entwicklung aufgegeben und/oder abgelehnt hatten (dazu etwa a. a. O., S. 138–140).

Der amerikanische Staat hat indes, so argumentiert *Mazzucato*, keine hinreichende Gegenleistung für seine Investitionen in Innovation und seine Unterstützung bekommen, da *Apple* sich international so aufstellt, dass Arbeitskosten und Steuerpflichten minimiert werden, ähnlich wie auch andere Großunternehmen, dazu a. a. O., S. 214–224.

<sup>357</sup> *Mazzucato* wählt nach eigener Aussage viele Beispiele aus den USA, um zu zeigen, dass ein Land, das nach verbreiteter Einschätzung die Vorteile des „freien Marktes“ am besten verkörpert, sich bei Innovationen besonders interventionistisch verhält, *dies.*, Das Kapital des Staates, 2014, S. 14. Weitere Gründe dürften die typischerweise im internationalen Vergleich besonders gute Datenbasis über die US-Wirtschaft sowie die ursprüngliche Konzeption der DEMOS-Studie als an die britische Regierung gerichtete Streitschrift sein.

<sup>358</sup> *Dies.*, Das Kapital des Staates, 2014, S. 34–36, 199, 243. Eindrucksvoll insbesondere die Ausführungen auf S. 214 f. zum „hochgradig kumulativ[en]“ Charakter von Innovationen. Dieser erklärt, so *Mazzucato*, warum Wagniskapitalgeber in unterschiedlichen Sektoren Erfolg hatten, auch wenn sie erst Jahrzehnte, nachdem der Staat in die riskantesten und kapitalintensivsten Technologien investiert habe, aufgetaucht seien. „Unter Umständen machen sie einen Reibach, der in keinem Verhältnis zu ihrem Beitrag steht. Der Reibach wird dann gerechtfertigt mit einer falschen Geschichte, woher der Erfolg der Technologie rührt.“

<sup>359</sup> Prägnant aus der Einführung bzw. Zusammenfassung *dies.*, Das Kapital des Staates, 2014, S. 12–13, 15–16, 18–25, 247–250.

<sup>360</sup> *Dies.*, Das Kapital des Staates, 2014, S. 37, 39 („Die Investitionen privater Unternehmen sind in der Regel nicht durch die Menge der Ersparnisse begrenzt, sondern durch Mangel an Mut [...] und eine ‚business as usual‘-Haltung.“).

der Ausgaben für Forschung & Entwicklung mit der zunehmenden „Finanzialisierung“ des privaten Sektors zusammengefallen sei: Private Pharmafirmen, Unternehmen im Bereich sauberer Technologie sowie den Biowissenschaften, so *Mazzucato*, haben parallel zur Kürzung ihrer Forschungsausgaben und steigenden staatlichen Ausgaben für Forschung & Entwicklung immer mehr Geld für Aktienrückkäufe aufgewandt und damit die Kurse ihrer Unternehmen und den Wert der Aktienoptionen der Manager in die Höhe getrieben.<sup>361</sup> Große Unternehmen betrieben heute keine langfristige Grundlagen- und angewandte Forschung mehr. Forschung & Entwicklung seien vielmehr auf kurzfristige Ziele ausgerichtet.<sup>362</sup>

Dass Wagniskapital risikofreudig eingesetzt wird, ordnet *Mazzucato* als Mythos ein:<sup>363</sup> Wagniskapital konzentrierte sich in der Regel dort, wo hohes Wachstum zu erwarten ist und kostentreibende technologische Komplexität und Kapitalintensität gering sind.<sup>364</sup> Wagniskapitalfonds neigten wegen Managementkosten und Bonuszahlungen auf hohe Renditen zu Projekten, die ihre Machbarkeit in drei bis fünf Jahren erweisen, obgleich die Fonds meist auf zehn Jahre angelegt seien.<sup>365</sup> Wagniskapitalgeber sind, so *Mazzucato*, als „ungeduldige Kapitalisten“ nicht daran interessiert, die Risiken und Kosten der technologischen Entwicklung über einen längeren Zeitraum zu tragen.<sup>366</sup> „Die Ideologie rund um die Rolle von Wagniskapital, von Aktienmärkten und Innovationen und die Analyse, woher Innovationen kommen,“ hat, so *Mazzucato*, „ein ‚gesundes Gleichgewicht‘ von Spekulation und nachhaltigem Investieren verhindert.“<sup>367</sup> Den privaten Sektor sieht *Mazzucato* stark auf kurzfristige Zeiträume von maximal drei bis fünf Jahren fixiert, worin sie „vor allem, aber nicht nur, eine Auswirkung der Shareholder-Revolution der 1980er Jahre auf langfristige Strategien“ erblickt.<sup>368</sup> Die „Ideologie des Shareholder Value“ mit der Vorstellung von Aktionären als Restanspruchsberechtigten macht sie für Ungerechtigkeit und Instabilität zulasten des Wirtschaftswachstums verantwortlich.<sup>369</sup> Das notwendige „geduldige Kapital“ sieht *Mazzucato* vorwiegend bei staatlich finanzierten Investitionen und Entwicklungsbanken.<sup>370</sup>

<sup>361</sup> *Dies.*, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 41–42, 44. *Mazzucato* verweist zudem auf die allgemein weite Verbreitung von Aktienrückkäufen im S & P 500 in den letzten zehn Jahren.

<sup>362</sup> *Dies.*, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 228.

<sup>363</sup> Im Einzelnen *dies.*, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 67–72.

<sup>364</sup> *Dies.*, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 69, 166.

<sup>365</sup> *Dies.*, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 69–70; zur Kurzfristigkeit bzw. ungenügend langfristigen Ausrichtung des Wagniskapitals auch a. a. O., S. 139–140.

<sup>366</sup> *Dies.*, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 165 sowie anhand eines Fallbeispiels S. 167–171 und im Kontext der Förderung sauberer Technologien S. 207–209. Siehe auch bezogen auf Großbritannien die Ausführungen von *Mayer*, *Firm Commitment*, 2013, S. 134, 137–138 zum Rückgang von Wagniskapitalfinanzierung in frühen Stadien eines Unternehmens zugunsten von Buyout-Aktivitäten in späteren Stadien sowie zu *Private Equity ders.*, *Firm Commitment*, 2013, S. 212 („[...] the limited purpose and the relatively short periods of operation of the funds make them ill-suited to the longer-term development of major corporations.“).

<sup>367</sup> *Mazzucato*, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 76; in der Sache ganz ähnlich S. 139–140 unter Berufung auf andere Autoren. Prägnant auch S. 208: „Doch die von der Wagniskapitalbranche propagierte und praktizierte Strategie der kurzfristigen Gewinnmaximierung ist darauf ausgelegt, dass die Investoren, die CEOs und leitenden Manager von Unternehmen über die Aktiennotierung gigantische Gewinne realisieren können, unabhängig davon, ob das Unternehmen nun lange existiert oder nicht.“

<sup>368</sup> *Dies.*, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 112; bezogen auf Apple und andere Großunternehmen auch S. 223 („[...] Maximierung des »Shareholder Value« wichtiger ist als alles andere [...]“).

<sup>369</sup> *Dies.*, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 234–235, 237.

<sup>370</sup> *Dies.*, *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 179. Steuererleichterungen seien demgegenüber eine Form von „ungeduldigem Kapital“.

Entsprechend fallen ihre – nur knapp skizzierten – Vorschläge für ein neues Modell aus: umfassende Offenlegung von staatlicher Förderung durch Unternehmen, „Goldene Aktien“ des Staates an Inhabern von Patenten aus staatlich finanzierter Forschung, gewinnabhängige Rückzahlung von Fördergeldern und Ausbau staatlicher Investitionsbanken.<sup>371</sup> Letzteres wird auf Unionsebene durchaus angestrebt, und die geforderte umfassende Offenlegung trifft sich mit dem Anliegen der CSR-Richtlinie.<sup>372</sup> Die Shareholder-Value-Kritik hat in der *Short-termism*-Debatte eine lange Tradition. Demgegenüber mutet der Vorschlag Goldener Aktien unionsrechtlich eher rückständig an. Allerdings hat der französische Staat das zwecks *Court-termisme*-Bekämpfung standardisierte zeitabhängige Doppelstimmrecht auch genutzt, um günstiger Einfluss auf Aktiengesellschaften nehmen zu können.<sup>373</sup>

### V. Zusammenfassung

In Deutschland wurde die juristische Debatte um kurzfristige Orientierung nach der Finanzkrise vor allem von Entwicklungen auf Unionsebene beeinflusst und angetrieben. Viele der Beiträge im rechtswissenschaftlichen Schrifttum, die Kurzfristigkeitsbedenken erörterten, befassten sich mit den Reformbestrebungen der Europäischen Kommission. Frühe Stimmen kommentierten sie oft scharf ablehnend, während spätere, eingehendere Stellungnahmen die Bekämpfung von *Short-termism* als rechtspolitisches Ziel vermehrt gebilligt oder zumindest im Grundsatz akzeptiert haben. Ein ähnlicher Trend zeigt sich in der gesellschaftsrechtlichen Literatur allgemein: Während vor der Finanzkrise und mit leichten Abstrichen noch in ihrer Anfangszeit ein generelles Problem kurzfristiger Orientierung in der Corporate Governance abseits besonderer Fokalfpunkte der Debatte nur selten angesprochen und wenn dann eher verneint wurde, neigt man seit der Finanzkrise dazu, ein solches Corporate-Governance-Problem jedenfalls für institutionelle Investoren zu bejahen.

In dieses Bild fügen sich die Abschaffung der gesetzlichen Quartalsberichtspflicht in Deutschland sowie die Abschaffung börsenrechtlicher Vorgaben zu Quartalsfinanzberichterstattung ein. Der deutsche Gesetzgeber hält sich im Bereich der unterjährigen Periodenpublizität traditionell zugunsten von Selbstregulierungsmechanismen zurück. Im Übrigen vollzieht er meist die auf Unionsebene vorherrschende Wertung nach. Hierdurch wirkte sich unmittelbar aus, dass die Kommission nach der Finanzkrise ihre bisherige Linie aufgab, in die *Short-termism*-Kritik an Quartalsberichtspflichten einstimmt und bei der Reform der Transparenzrichtlinie deren Abschaffung durchsetzte. In Deutschland erhielt diese Maßnahme mit dem Ziel der *Short-termism*-Bekämpfung vielfach Lob. Die Deutsche Börse, welche bis dato Quartalsfinanzberichte maßgeblich betrieben hatte, trug dem neuen Zeitgeist Rechnung und nahm die Vorgaben zu quartalsweiser Berichterstattung in der Börsenordnung deutlich zurück. Die wechselhafte Entwicklung des deutschen Rechtsrahmens zu quartalsweisen Berichtsvorgaben dürfte damit wohl nur vorläufig abgeschlossen sein. Sie veranschaulicht die schwere Suche nach einer optimalen Regelung ebenso wie die schwankende Einstellung der herrschenden Meinung zur Markteffizienzhypothese, zu Kostenbedenken und Kurzfristigkeitskritik.

<sup>371</sup> Dies., *Das Kapital des Staates*, 2014, S. 240–242.

<sup>372</sup> Zu dieser 4. Teil, § 6 VII.3.a), S. 870 ff.

<sup>373</sup> Siehe 4. Teil, § 5 III.1.e), S. 835 ff., Text bei Fn. 204–206 auf S. 836.

Die Reform der Vorstandsvergütung durch das VorstAG sticht insofern aus diesem Muster heraus, als der deutsche Gesetzgeber zwar unter dem Eindruck eines internationalen Konsenses und Empfehlungen der Europäischen Kommission stand, Anreize zu kurzfristigem Handeln in der Vorstandsvergütung einzudämmen. Gleichwohl handelte er im Ergebnis eigenständig. Dabei baute der Gesetzgeber auf dem VorstOG von 2005 auf, ging aber deutlich entschiedener vor: Während das VorstOG primär die Aktionärskontrolle stärken wollte und dabei die Bedeutung langfristiger Vergütungskomponenten zwar sichtbar, aber eher implizit und vor allem unverbindlich herausstrich, setzte das VorstAG auf eine verbindliche Vorgabe „nachhaltiger“ und somit grundsätzlich langfristig ausgerichteter Vergütungsstrukturen. Zumindest den Buchstaben nach hat sich die Praxis dem mittlerweile wohl weitgehend angepasst. Nachfolgende Oppositionsvorschläge, Vorstandsgehälter und kurzfristige Anreize mit verschärften Gesetzesvorgaben weiter einzudämmen, scheiterten. Eine konkurrierende Initiative der Regierungskoalition, *Say on Pay* als Mittel der Aktionärskontrolle zu schärfen, stellte man letztlich mit Blick auf die absehbare Änderung der Aktionärsrechterichtlinie zurück. An diesem Punkt sind unionsrechtliche Entwicklungen also auch bei der Vorstandsvergütung zum Taktgeber für die rechtspolitische Debatte um *Short-termism*-Bekämpfung in Deutschland geworden.

## § 8 Short-termism: Von nationalen Debatten zu einem globalen Thema des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts?

### I. Unterschiede: Pfadabhängigkeiten und Triebkräfte der Debatten

Die rechtsvergleichende Untersuchung zeigt, dass die Auseinandersetzung mit kurzfristiger Orientierung (*Short-termism*) zu den zentralen Themen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht nach der Finanzkrise gehört. Aufgrund des kürzeren Zeitraums konnte ein breiteres Tableau betrachtet werden als im weiter zurückschauenden Abschnitt: Es umfasste private Akteure, internationale Organisationen (OECD, G20), für den anglo-amerikanischen Rechtskreis Großbritannien und die Vereinigten Staaten, für das zentrale Kontinentaleuropa Frankreich und Deutschland sowie die Europäische Union als supranationalen europäischen Akteur.

Dabei hat sich gezeigt, dass die Debatten über *Short-termism* als Corporate-Governance-Problem weiterhin deutliche Unterschiede aufwiesen. So blieben die britischen Maßnahmen gegen *Short-termism* nach der Finanzkrise trotz radikaler Anmutung in der herkömmlichen britischen *Short-termism*-Diskussion verhaftet und weitgehend deren Instrumenten treu. Ihr Kernanliegen kennzeichnet ein bissiger Kommentar von Ende der 1980er Jahre im Grundsatz nach wie vor treffend als „‘More effective communications’, ‘good communications’, ‘better communications’, ‘open and regular communications’, ‘improved communications in all directions’“. <sup>1</sup> Mit dem Stewardship Code ist es gelungen, diese Zielsetzung griffig und zeitgemäß neu zu formulieren und in einer Weise flexibel zu institutionalisieren, die sich rasch als Exportschlager erwiesen hat.

In den USA hat sich *Short-termism* seit der Finanzkrise wissenschaftlich stärker als eigenständiges Hauptthema etabliert. Dabei wird *Short-termism* zwar verschiedentlich breiter verstanden und erörtert, unter Einbeziehung nicht nur von Umwelt- und Sozialbelangen, <sup>2</sup> sondern auch komplexer Fragen der Finanzmarktregulierung. Die zentralen Debattenstränge führen aber im Kern die altbekannte Kontroverse um das richtige Maß von Einflussrechten der Aktionäre gegenüber dem Board fort. <sup>3</sup> Ihre rechtspraktischen Auswirkungen sind gerade in jüngerer Zeit beachtlich. Vor allem die breitflächige Durchsetzung von *proxy access* der Aktionäre hat revolutionäres Potenzial, zumal in Verbindung mit der ebenso breitflächigen Zurückdrängung von *staggered boards*. Demgegenüber stehen zunehmende Bemühungen um ein weniger konfrontatives, dialogisches Verhältnis von Board und institutionellen Investoren. <sup>4</sup>

Die Entwicklung in Frankreich wurde demgegenüber stark von der Tagespolitik getrieben, in Gestalt einer *Mélange* aus Präsidentschafts- und Nationalversammlungswahlkampf gepaart mit der Affäre um das Stahlwerk *Florange*. Letztere war vorrangig ein Anliegen der Gewerkschaften und der Sozialistischen Partei, die Wirtschaft verstand es aber, geschickt eigene rechtspolitische Wünsche in die hitzige Debatte um *court-termisme* einzuspeisen. Aus alledem ging ein rechtlich tiefgreifendes Paket zur Reform des Gesellschafts- und Übernahmerechts hervor: Der Gesetzgeber erhob das zeitabhängige

<sup>1</sup> Moorhouse, *Work, Employment & Society* 3 (1989), 105, 107–108.

<sup>2</sup> Insoweit gab es einen entsprechenden Diskussionsstrang bereits vor der Finanzkrise, siehe 2. Teil, § 1 I.4. c)bb), S. 152 ff.

<sup>3</sup> Zu der Festgefüghtheit der widerstreitenden Standpunkte *Hill*, 41 *Seattle U. L. Rev.* 475, 483–488 (2018).

<sup>4</sup> Dazu 4. Teil, § 8 II. 3. d)bb), S. 999 ff.

Doppelstimmrecht zur Standardregelung, senkte die Pflichtangebotsschwelle, schuf ein Mindestannahmequorum für Übernahmeangebote, schaffte die Neutralitätspflicht des Vorstands bzw. Verwaltungsrates ab, erleichterte Belegschaftsaktien und band den Betriebsrat stärker bei Übernahmeangeboten ein. In der Praxis wirkt sich all dies offenbar nicht so grundstürzend aus, wie es auf den ersten juristischen Blick naheliegen mag. Im Lichte der Entstehungsgeschichte und nach Wahrnehmung vieler Stimmen aus der französischen Rechtswissenschaft befriedigen vor allem die Änderungen im Übernahmerecht eher protektionistische Bestrebungen als das Anliegen, kurzfristige Orientierung einzudämmen. Dies erinnert an *Short-termism*-Debatten vor der Finanzkrise: In Deutschland sorgte man sich bereits in der Weimarer Republik vor kurzfristigem spekulativem ausländischem Kapital, das die eigene Wirtschaft zu überfremden drohe. Ähnliches tat man zeitgleich in der Schweiz, wenn auch zum Teil aus anderen Motiven. Im angloamerikanischen Raum spielte vor allem ab den 1980er Jahren bis zur Jahrtausendwende die Sorge eine große Rolle, die eigene, tatsächlich oder vermeintlich kurzfristig orientierte Wirtschaft könne von langfristig denkender ausländischer Konkurrenz abgehängt werden.

Demgegenüber befeuerten nach der Finanzkrise in Deutschland vor allem Entwicklungen auf Unionsebene die gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Auseinandersetzung mit kurzfristiger Orientierung: *Short-termism* diskutierte das deutsche Schrifttum erstens mit Blick auf die Zielsetzung diverser rechtspolitischer Initiativen der Europäischen Kommission und deren Kohärenz mit dem deutschen Recht. Zweitens begründete man, ebenfalls angestoßen vom Unionsrecht, die Abschaffung von Quartalsberichts-pflichten mit der Eindämmung kurzfristiger Orientierung. Eine gewisse Ausnahme bildete lediglich die Managervergütung. Hier reformierte der deutsche Gesetzgeber bestärkt durch parallele Bestrebungen im Ausland, letztlich aber aus eigenem Antrieb, um kurzfristige Anreize zu verhindern. Überwiegend kamen die Impulse für die deutsche Debatte aber von außen, wie auch prominente Wirtschaftssachbücher zeigen. Hierin unterscheidet sich die deutsche Debatte spürbar von ihren Pendants in den USA, Großbritannien und Frankreich.

Dieser Zug der deutschen Debatte ist nicht grundsätzlich neu und auch nicht allzu überraschend. Zum einen war schon die deutsche Diskussion um kurzfristige Orientierung im Übernahmerecht ab Mitte der 1980er Jahre wesentlich von äußeren Einflüssen bestimmt.<sup>5</sup> Zum anderen und vor allem lehrt die ideengeschichtliche Rückschau, dass *Short-termism*-Debatten im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht allerorten ein stark krisengetriebenes Phänomen sind.<sup>6</sup> Die deutsche Wirtschaft war aber im Vergleich zu Resteuropa überdurchschnittlich gut durch die Finanzkrise der Jahre 2007/2008 gekommen. Der inländische Treibstoff für *Short-termism*-Diskussionen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht war entsprechend geringer als derjenige auf Unionsebene. Daher konnte Letztere die Debatte prägen.

Daneben erklärt auch ein Blick auf die Auseinandersetzung mit *Short-termism* auf Ebene der EU, warum unionsrechtliche Einflüsse die *Short-termism*-Diskussion in der deutschen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechtswissenschaft nach der Finanzkrise beherrscht haben: Die Europäische Kommission hat den *Short-termism*-Topos wenngleich

<sup>5</sup> Zunächst von der Rezeption angloamerikanischer Beiträge, sodann von dem Streit um die EU-Übernahmerichtlinie, näher oben 2. Teil, § 2 III. 1. a), S. 327 ff. und 2. Teil, § 2 III. 2., S. 337 ff.

<sup>6</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 III., S. 270 ff., 2. Teil, § 3 II., S. 380 f.

nicht ausschließlich, so doch jedenfalls auch als *purposeful opportunist* strategisch genutzt, um ein breites Harmonisierungsprogramm mit hinreichendem Regulierungsmomentum in Gang zu setzen, das sich anschließend zum Teil deutlich von seinem Ausgangszweck entfernte. Nach wie vor präsent ist das Anliegen der *Short-termism*-Bekämpfung vor allem in zwei Rechtsakten: erstens in der reformierten Aktionärsrechterichtlinie bei der geänderten Verhaltenserwartung an institutionelle Aktionäre sowie in den Vorgaben zur Vergütungspolitik und zweitens in der reformierten Transparenzrichtlinie bei der grundsätzlichen Abschaffung gesetzlicher Quartalsberichtspflichten. Letztere hat nicht nur der deutsche Gesetzgeber seiner unionsrechtlichen Verpflichtung entsprechend nachvollzogen, sondern leicht abgeschwächt und zumindest formal freiwillig auch die Deutsche Börse in der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse. Drittens spielte die Bekämpfung von kurzfristiger Orientierung bei einer Vielzahl weiterer Rechtssetzungsakte eine Rolle, die von der ELTIF-Verordnung über die CSR-Richtlinie, diversen Maßnahmen zum Ausbau von Kanälen langfristiger Finanzierung (Solvabilität II, EbAV, Arbeitnehmerbeteiligung) bis hin zu dem umfassenden Maßnahmenprogramm der Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion reichen. Dogmatisch ist *Short-termism*-Bekämpfung damit zu einem auslegungsrelevanten Leitbild des europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts avanciert.

## II. Gemeinsamkeiten: Linien und Themen

### 1. Überblick

Die wichtigen Unterschiede dürfen nicht den Blick auf ebenso beachtliche Gemeinsamkeiten verstellen:

Zunächst lebte die *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise vielerorts mit Blick auf die Finanzwirtschaft auf, um von dort rasch und oft recht pauschal auf die Realwirtschaft übertragen zu werden. Dies gilt vor allem für Großbritannien und auf Unionsebene, in abgeschwächter Form auch für die USA und Frankreich. Hingegen hat man in Deutschland mehrfach vor vorschneller Generalisierung gewarnt, freilich ohne sich entsprechender Einflüsse von Unionsebene erwehren zu können. Insgesamt bestätigt sich hier der Befund, dass *Short-termism*-Debatten in ihrer Ausrichtung zeitgeistabhängig und in ihrer Intensität stark zyklisch sind, worin gewisse Parallelen zu der Art und Weise liegen, in der sich das Kapitalgesellschaftsrecht allgemein fortentwickelt hat.<sup>7</sup>

Zu dem einheitlichen Antriebsfaktor Finanzkrise treten vereinheitlichende Themen und rechtspolitische Konzepte: Erstens wurden mehrere Initiativen privater Akteure und internationaler Organisationen breit wahrgenommen. Vor allem auf Unionsebene und im Vereinigten Königreich, aber auch in Asien<sup>8</sup> beeinflussten sie die rechtspolitische Agenda. Zweitens wurde und wird das meinungsstarke und gut zugängliche Schrifttum aus der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte vielfach im Ausland und von den EU-Institutionen rezipiert. Drittens haben sich vor allem das britische Stewardship-Konzept und in geringerem Maß das französische Treuedoppelstimmrecht jenseits der Landesgrenzen als einflussreich erwiesen.

Nach alledem kann den herausgearbeiteten Linien und Themen ein gewisser exemplarischer Charakter für die Auseinandersetzung mit kurzfristiger Orientierung im Ka-

<sup>7</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 III., S. 270 ff.

<sup>8</sup> Dazu 4. Teil, § 8 II. 3. c), S. 987 ff.

pitalgesellschaftsrecht beigemessen werden, wie sie nach der Finanzkrise insbesondere im angloamerikanischen Raum sowie im kontinentalen Zentraleuropa stattgefunden hat. Diese These untermauern zwei rechtsvergleichende Rundblicke: zunächst auf die Auseinandersetzung mit *Short-termism* in den Niederlanden und Österreich, sodann auf den weltweiten Siegeszug des britischen Stewardship-Konzepts.

## 2. Parallelitäten im kontinentalen Zentraleuropa: Niederlande, Italien, Österreich

In der niederländischen *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise fallen deutliche Parallelen zur Diskussion auf Unionsebene, in Deutschland, Großbritannien und Frankreich ins Auge. Das niederländische Gesellschaftsrecht geht traditionell von einem Stakeholder-Ansatz aus.<sup>9</sup> Ab Ende der 1990er Jahre erlebte es aber – ähnlich wie Deutschland mit dem KonTraG – zunehmende Bestrebungen, die Rechte der Aktionäre zu stärken.<sup>10</sup> Die Finanzkrise erzeugte später bei Politik und Medien den Eindruck, dass Unternehmen hierdurch unter exzessiven Kurzfristigkeitsdruck aktivistischer Aktionäre geraten seien, dem man entgegentreten müsse.<sup>11</sup> Diesen Gedanken brachte zunächst Ende 2008 – ähnlich wie in Frankreich – die Sozialistische Partei als Lektion aus der Finanzkrise vor.<sup>12</sup> Nachfolgend unterstützte das parlamentarische Temporäre Komitee zur Untersuchung des Finanzsystems (*Tijdelijke Commissie Onderzoek Financieel Stelsel*)<sup>13</sup> ausdrücklich Initiativen, die ein dauerhaftes Aktionariat anstrebten, etwa – wiederum parallel zu Frankreich – durch Treuedividenden oder erhöhte Stimmrechte. Dem pflichtete das sog. Maas-Komitee der Niederländischen Bankenvereinigung (*Nederlandse Vereniging van Banken, NVB*) bei.<sup>14</sup>

Belohnungen für langfristige Aktionäre wurden anschließend zwischen Regierung und Wirtschaft sowie zwischen Innen- und Justizministerium sowie Repräsentantenhaus erörtert.<sup>15</sup> Ende 2011 folgte ein Gesetzentwurf der Regierung, der allerdings den umgekehrten Ansatz wählte und darauf abzielte, den Einfluss aktivistischer Aktionäre mit kurzfristiger Ausrichtung einzudämmen, mit ähnlichen Maßnahmen, wie sie in Frank-

<sup>9</sup> van Bekkum/Hijink/Schouten u. a., in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 648, 650 f., 654 f., 662 f.

<sup>10</sup> van Bekkum/Hijink/Schouten u. a., in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 648, 649–651, 667; Melis, *The institutional investor stewardship myth*, 2014, 61–62, 223.

<sup>11</sup> van Bekkum/Hijink/Schouten u. a., in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 648, 652; pointiert Melis, *The institutional investor stewardship myth*, 2014, 224 („shareholder aversion“).

<sup>12</sup> Frentrop, *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 68 f. (geprüft am 11.06.2020).

<sup>13</sup> Nach seinem Vorsitzenden auch De-Wit-Komitee.

<sup>14</sup> Nach Auffassung des Maas-Komitees hatte eine einseitige Ausrichtung auf Aktionärsinteressen zu Fehlentwicklungen beigetragen, welche der kurzfristige Fokus einiger Aktionäre weiter verstärkt habe. Daher seien Maßnahmen geboten, um den Fokus der Bankenaktionäre besser mit allen Interessen abzustimmen, die bei Banken in Rede stehen. Für börsengehandelte Banken solle man, meinte das Komitee, eine stabile Aktionärsgruppe anstreben, die sich langfristig zu der Gesellschaft bekennt. Auf diese Weise könnten sich die Banken auf langfristige Wertschöpfung konzentrieren. Zum Ganzen ebenso wie zur Kritik an diesem Vorschlag Frentrop, *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 69 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>15</sup> Ders., *Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 69 (geprüft am 11.06.2020).

reich Teil der Loi Florange waren.<sup>16</sup> Die Debatte über gesellschaftsrechtliche Anreize für langfristige oder engagierte Aktionäre ging danach 2012 weiter. Die ausgetauschten Argumente pro und contra sind allgemeingültig, mit der Besonderheit, dass die Aktionärsbasis in den Niederlanden breiter gestreut ist als andernorts in Kontinentaleuropa.<sup>17</sup> Insgesamt ergab sich ein ambivalenter Befund: Auf der einen Seite argumentierte man, kurzfristige Aktionäre seien wenig wünschenswert, weil sie nicht zu langfristigem und nachhaltigem Wachstum beitragen und volatilere Kurse erzeugten. Andererseits verband man mit kurzfristigen Aktionären die Vorteile einer besseren Preisbildung von Aktien sowie höherer Liquidität. Soweit langfristige Aktionäre in ihrer Eigenschaft als engagierte Aktionäre förderungswürdig seien, stellte sich die Frage, welche Art von Engagement belohnt werden sollte. Zudem fürchtete man, Vorrechte für langfristige Aktionäre könnten auch gegen Minderheitsaktionäre eingesetzt werden und die Machtbalance zwischen Aktionären und Leitungsorganen verschieben. Im Übrigen wären sie nutzlos, soweit Regulierungsrecht wie Solvency II institutionelle Aktionäre an langfristigen Halte-dauern hindert.<sup>18</sup> Regierungsvertretern erschien es daher vorzugswürdig, auf flexible Corporate-Governance-Prinzipien und *comply or explain* zu setzen.<sup>19</sup>

Diesen Weg hatte der niederländische Corporate Governance Kodex bereits 2009 mit seiner ersten Anpassung seit Einführung im Jahr 2003 eingeschlagen. Sie brachte ein neues Prinzip mitsamt drei Best-Practice-Vorgaben, dass Aktionäre sich verantwortungsvoll gegenüber der Gesellschaft verhalten sollten.<sup>20</sup> Im niederländischen Schrifttum hat man bereits dies unter Rückgriff auf das britische Stewardship-Konzept interpretiert.<sup>21</sup>

Noch deutlicher hielt Stewardship nach britischem Vorbild Einzug, als die niederländische Investorenvereinigung Eumedion 2011 ihre europaweit viel beachteten Best Practices for Engaged Share-Ownership vorlegte.<sup>22</sup> 2016 hat die zweite Anpassung des Corporate Governance Kodex die gleiche Richtung eingeschlagen. Als wichtigste Änderung weist der Kodex nun langfristiger Wertschöpfung eine zentrale Rolle zu.<sup>23</sup> Das Monitoring Committee machte in seiner begleitenden Erläuterung Geschäftsmodelle, die auf kurzfristige Gewinne ausgerichtet waren, für zahlreiche Fälle von Fehlverhalten

<sup>16</sup> Ders., Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 70 (geprüft am 11.06.2020); zu den vorgeschlagenen Maßnahmen *van Bekkum/Hijink/Schouten u. a.*, in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), Comparative corporate governance, 2013, S. 648, 652: insbesondere Absenkung der Meldeschwelle von 5 auf 3 % sowie Offenlegungspflichten mit Blick auf geplante Änderungen der Unternehmensstrategie.

<sup>17</sup> Langendoen, in: Corporate governance, value creation and growth, 2012, S. 63, 64; *van Bekkum/Hijink/Schouten u. a.*, in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), Comparative corporate governance, 2013, S. 648, 668.

<sup>18</sup> Siehe den Überblick von Langendoen, in: Corporate governance, value creation and growth, 2012, S. 63, 64–66.

<sup>19</sup> Ders., in: Corporate governance, value creation and growth, 2012, S. 63, 67–68.

<sup>20</sup> Eingehende Analyse dieser Verhaltensvorgaben des Kodex insbesondere für institutionelle Investoren unter Einbeziehung auch anderer Passagen des niederländischen Corporate Governance Kodex bei Melis, The institutional investor stewardship myth, 2014, 224–251 mit einer Interpretation als Stewardship-Verpflichtungen.

<sup>21</sup> In diesem Sinne *dies.*, The institutional investor stewardship myth, 2014, 229 i. V. m. S. 144 ff.

<sup>22</sup> Eumedion, Best Practices for Engaged Share-Ownership, 30.06.2011, S. 2–3 bemüht sich ausdrücklich um größtmögliche Übereinstimmung mit anderen internationalen Leitlinien für das Verhalten institutioneller Investoren, wie dem UK Stewardship Code, dem Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities des International Corporate Governance Network (ICGN), der United Nations Principles for Responsible Investment (UNPRI) und dem Code for External Governance of the European Fund and Asset Management Association (EFAMA). Siehe dazu auch unten S. 979 bei Fn. 32.

<sup>23</sup> *Monitoring Committee Corporate Governance Code*, Revision of the Dutch Corporate Governance Code, 8 December 2016, S. 2.

in den zurückliegenden Jahren verantwortlich, darunter Bilanzbetrug, Korruption und Kartellabsprachen. Dies spiegelt ähnlich breite Vorwürfe in den USA wider. „Long-term“ bezog das Committee beachtlicherweise nicht nur auf Gewinne und direkte monetäre Vorteile, sondern auch auf Aspekte wie einen Beitrag zur Verbesserung der Menschenrechte und eine Reduzierung der Umweltauswirkungen – ein Trend, der sich im Verlaufe des Rechtsetzungsverfahrens auch in der novellierten Aktionärsrechterichtlinie niedergeschlagen hat und auf breiter Front bei der Rezeption des UK Stewardship Code in Asien zu verzeichnen ist.<sup>24</sup>

Zugleich wurde der niederländische Corporate Governance Kodex liberaler hinsichtlich der Zahl nicht unabhängiger Board-Mitglieder gestaltet, die einen Aktienanteil von über 10 % halten oder repräsentieren dürfen. Aktieneigentum in diesem Ausmaß sei tendenziell ein Zeichen langfristigen Engagements und paralleler Interessen. Die Unabhängigkeit der Überwachung sei durch eine unabhängige Mehrheit weiter gewährleistet.<sup>25</sup>

Schließlich betonte das Überwachungsgremium, dass langfristige Wertschöpfung geduldiges Kapital erfordere. Aktionäre hätten hierfür eine persönliche Verantwortung. Wie Aktionäre zu entsprechendem Verhalten ermutigt werden können, etwa zu mehr Geduld bei enttäuschenden Quartalszahlen, konnte oder wollte das Überwachungsgremium nicht abschließend beantworten. Es betonte aber, dass ein laufender konstruktiver Dialog zwischen Gesellschaft und Aktionären in dieser Hinsicht unverzichtbar sei.<sup>26</sup> Hier klingt erneut unverkennbar das britische Stewardship-Konzept und dessen Rezeption in der Reform der Aktionärsrechterichtlinie an.

Die niederländische Praxis ist hierbei nicht stehengeblieben. Inspiriert vom französischen Vorbild der Loi Florange hat sie Treuestimmrechte erfolgreich erprobt und damit eine bis dato bestehende Rechtsunsicherheit überwunden. Hierauf hat wiederum Italien mit der Einführung von Doppelstimmrechten reagiert, aus Sorge, im Wettbewerb der Gesellschaftsrechte Unternehmen an die Niederlande zu verlieren.<sup>27</sup>

Ein Blick nach Österreich offenbart starke Parallelen zur deutschen Debatte um kurzfristige Orientierung nach der Finanzkrise. So hat Österreich 2012 in ähnlicher Weise wie zuvor Deutschland mit dem VorstAG die Angemessenheitsbestimmung in § 78 öAktG geändert und den Aufsichtsrat verpflichtet, dafür zu sorgen, dass die Bezüge der Vorstandsmitglieder „langfristige Verhaltensanreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung setzen.“<sup>28</sup> Die Erläuterungen zur Regierungsvorlage weisen inhaltlich weitgehende Übereinstimmungen mit der Regierungsbegründung des VorstAG auf.<sup>29</sup> Wie in Deutschland wird die Vorschrift durch Offenlegungsregeln für kapitalmarktorientierte Gesellschaften ergänzt.<sup>30</sup>

<sup>24</sup> Dazu 4. Teil, § 8 II.3. c), S. 987 ff.

<sup>25</sup> *Monitoring Committee Corporate Governance Code*, Revision of the Dutch Corporate Governance Code, 8 December 2016, S. 4; die vorherige, außergewöhnlich strenge Position hatte nur ein nicht unabhängiges Mitglied im Aufsichtsrat zugelassen, dazu *van Bekkum/Hijink/Schouten u. a.*, in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 648, 657.

<sup>26</sup> *Monitoring Committee Corporate Governance Code*, Revision of the Dutch Corporate Governance Code, 8 December 2016, S. 5.

<sup>27</sup> Dazu oben Text bei Fn. 211–218 auf S. 837–838).

<sup>28</sup> *Eder*, *ZVerglRWiss* 113 (2014), 239, 266–267.

<sup>29</sup> Siehe o. A., Erläuterungen zur Regierungsvorlage 1685 der XXIV. Gesetzgebungsperiode des Nationalrates, S. 30 f.

<sup>30</sup> Dazu *Kalss*, *ZVerglRWiss* 114 (2015), 157, 177 f.; *MüKo AktG* Bd. 2<sup>4</sup> Bd. 2/*dies.*, § 87 (§§ 77, 78 öAktG) Rn. 240, 245.

Im Übrigen stand in Österreich neben der Vergütung des Managements die grundsätzliche Frage der Aktivierung einzelner Akteure der Corporate Governance im Fokus. Insoweit war der Aktionsplan der Europäischen Kommission agendaprägend,<sup>31</sup> ähnlich wie es für Deutschland herausgearbeitet worden ist.

### 3. Die Globalisierung des Stewardship-Konzepts

Dass Großbritannien bestehende Verhaltensstandards für britische institutionelle Investoren in einen offiziellen Kodex überführte und diesen auf einen eingängigen, wohlklingenden und positiv besetzten Namen taufte, erwies sich als bahnbrechend für die Wahrnehmung in einer zunehmend globalen Debatte um *Short-termism*. Der britische Stewardship Code hat in kurzer Zeit zahlreiche Nachahmer in unterschiedlichen Rechtskreisen gefunden und ist damit zu einem veritablen Exportschlager avanciert. Im Detail zeigen sich dabei allerdings interessante Variationen in den Motiven und der Umsetzung. Der britische Stewardship Code dient nicht unbedingt als Instant-Rezept der *Short-termism*-Bekämpfung, sondern oft als Grundlage, die mit Blick auf besondere nationale Umstände gewählt oder um Zutaten mit spürbarer eigener Note ergänzt wird.

#### a) Europa

##### aa) Niederlande, Schweden, Italien

Bereits 2011, ein Jahr nach dem UK Stewardship Code, verabschiedete die niederländische Investorenvereinigung Eumedion vor dem Hintergrund der laufenden niederländischen *Short-termism*-Debatte ihre viel beachteten Best Practices for Engaged Share-Ownership.<sup>32</sup> Den gleichen Schritt ging die European Fund and Asset Management Association (EFAMA) mit ihrem EFAMA Code for External Governance,<sup>33</sup> der sich auf Vorarbeiten ab dem Jahr 2002 stützt,<sup>34</sup> aber starke Überschneidungen mit dem britischen Stewardship Code aufweist. Den EFAMA Code haben anschließend mehrere nationale Mitgliedsverbände rezipiert. Nach der Swedish Investment Fund Association<sup>35</sup> hat so die italienische Vereinigung der Fondsmanager (Assogestioni) seit 2013 eigene Stewardship-Prinzipien für die Ausübung von Verwaltungs- und Stimmrechten in börsennotierten Gesellschaften herausgegeben.<sup>36</sup> Spiegelbildlich fordert der italienische Corporate Governance Kodex den Verwaltungsrat auf, einen kontinuierlichen Dialog mit den Aktionären zu entwickeln, basierend auf einem Verständnis für die gegenseitigen Rollen.<sup>37</sup>

<sup>31</sup> Eder, ZVerglRWiss 113 (2014), 239, 270; siehe auch allg. Kalss, ZVerglRWiss 114 (2015), 157, 159 („[...] the influence of the EU legislature on Austrian Corporate Governance has increased significantly during the past years.“), S. 191 („[...] so the European Union is a major driver to develop the Austrian corporate governance system.“) sowie S. 156 f. zum voraussichtlichen Einfluss der Reform der Aktionärsrechterichtlinie.

<sup>32</sup> Siehe dazu schon 4. Teil, § 8 II.2., S. 976, insb. Fn. 22 auf S. 977 und den begleitenden Text.

<sup>33</sup> European Fund and Asset Management Association (EFAMA), EFAMA Code for external governance, 06.04.2011.

<sup>34</sup> Dies., EFAMA Code for external governance, 06.04.2011, S. 2.

<sup>35</sup> Dazu Fleischer/Strothotte, AG 2011, 221, 229 mit Fn. 99, 100.

<sup>36</sup> Assogestioni, Principi italiani di Stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate, 2016; für eine englische Übersetzung siehe dass., Italian Stewardship Principles for the exercise of administrative and voting rights in listed companies, 2015.

<sup>37</sup> Corporate Governance Committee, Corporate Governance Code, July 2015, Art. 9, Principle 9.P.2.

Auf übergeordneter Ebene hat das International Corporate Governance Network 2013 ein ICGN Statement of Principles for Institutional Investor Responsibilities<sup>38</sup> veröffentlicht, das in der Sache einen recht ausdifferenzierten Stewardship-Kodex darstellte.<sup>39</sup> Dementsprechend erläuterte das Dokument den Begriff „Stewardship“;<sup>40</sup> verwendete ihn im Weiteren aber nicht, weil er außerhalb des Vereinigten Königreichs nicht verstanden werde.<sup>41</sup> Diese Bedenken waren Mitte 2016 verschwunden, als das ICGN sein Statement aktualisierte und in Global Stewardship Principles umbenannte.<sup>42</sup> Zugleich wurde der Inhalt angepasst: Der *Short-termism*-Debatte entsprechend fordert Principle 6 samt einer dazugehörigen Erläuterung („Guidance“) Investoren nun ausdrücklich auf, eine langfristige Perspektive einzunehmen. Zudem sollen sie Möglichkeiten prüfen, um Umwelt, Soziales und Governance (ESG-Faktoren) in Investitionsentscheidungen einzubinden.<sup>43</sup>

#### bb) Schweiz

Ebenfalls 2013 haben in der Schweiz wichtige Emittenten- und Investorenvereinigungen Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften veröffentlicht.<sup>44</sup> Die Richtlinien knüpfen an den britischen Stewardship Code an,<sup>45</sup> den sie als „Kontext“ erwähnen, zusammen mit dem Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen und dem Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance.<sup>46</sup> Inhaltlich weisen die schweizerischen Richtlinien im Vergleich zum Stewardship Code eine geringere Regelungsbreite auf, insbesondere fehlt eine ausdrückliche Pflicht zu permanentem Monitoring. Andererseits greifen sie im Bereich der Stimmrechtsausübung tiefer, indem als Grundregel ein „langfristiger und nachhaltiger Ansatz“ vorgegeben wird.<sup>47</sup> Die Richtlinien bleiben mit leichten Abstrichen auch nach dem Erfolg der Volksinitiative „gegen die Abzockerei“ relevant.<sup>48</sup> Dementsprechend fordert der Swiss Code of Best Practice for Corporate Govern-

<sup>38</sup> *International Corporate Governance Network* (ICGN), ICGN statement of principles for institutional investor responsibilities, 2013.

<sup>39</sup> Das ICGN Statement of Principles for Institutional Investor Responsibilities formulierte jeweils sechs Prinzipien für die interne und externe Governance institutioneller Investoren samt erläuternder *guidance* und komplettiert durch einen Überblick über die Investitionskette sowie wichtige Konzepte und Definitionen.

<sup>40</sup> *International Corporate Governance Network* (ICGN), ICGN statement of principles for institutional investor responsibilities, 2013, S. 21.

<sup>41</sup> *Dass.*, ICGN statement of principles for institutional investor responsibilities, 2013, S. 12, 21.

<sup>42</sup> *Dass.*, ICGN Global Stewardship Principles.

<sup>43</sup> *Dass.*, ICGN Global Stewardship Principles, S. 19.

<sup>44</sup> *ASIP/Ausgleichsfonds AHV/IV/EO/economiesuisse u. a.*, Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften, 21.01.2013.

<sup>45</sup> *Binder/Gutzwiller*, GesKR 2013, 84, 84 f., 93; *Weber-Rey/Reps*, ZGR 2013, 597, 642.

<sup>46</sup> *ASIP/Ausgleichsfonds AHV/IV/EO/economiesuisse u. a.*, Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften, 21.01.2013, S. 12 (Kontext S. 3).

<sup>47</sup> *Dies.*, Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften, 21.01.2013, S. 5 (Grundsatz 2); dazu *Binder/Gutzwiller*, GesKR 2013, 84, 90–91.

<sup>48</sup> Die Eidgenössische Volksinitiative „gegen die Abzockerei“ sieht für Schweizer Pensionskassen im Grundsatz eine Abstimmungspflicht im Interesse der Versicherten vor sowie eine Offenlegung des Stimmverhaltens (eingehend *Stoffel/Perriard*, SZW/RSDA 2016, 464, 468–476; knapper *Gericke/Baum*, SZW/RSDA 2014, 345, 353). Andere institutionelle Investoren werden hingegen nicht erfasst. Somit gehen die Richtlinien in ihrem Anwendungsbereich weiter. Im Übrigen stimmen sie mit der Volksinitiative in vielen Punkten grundsätzlich überein, freilich bei recht allgemeinen Verhaltensvorgaben und feh-

ance institutionelle Anleger, Nominees und andere Intermediäre sowie Stimmrechtsberater weiterhin auf, die Richtlinien zu berücksichtigen.<sup>49</sup>

### cc) Frankreich

Ein natürlicher Anknüpfungspunkt für das Stewardship-Konzept bot sich in Ländern, in denen das Gesetz oder ein anerkannter Kodex bereits Pflichten für institutionelle Investoren aufstellte, die sich als Ausschnitt stewardshipartiger Wohlverhaltensregeln begreifen lassen. Das gilt insbesondere für die Vorgabe, Abstimmungspolitik und Stimmverhalten offenzulegen, wie sie schon vor dem UK Stewardship Code gesetzlich Frankreich<sup>50</sup> und Portugal sowie Kodizes in den Niederlanden und Polen vorsahen.<sup>51</sup> Das französische Recht hält zwar traditionell die freie Stimmrechtsausübung der Aktionäre sehr hoch.<sup>52</sup> Dennoch waren Vermögensverwaltungsgesellschaften bereits vor der Reform der Aktionärsrechterichtlinie verpflichtet, Stimmrechte aus Aktien, die von ihnen verwalteten OGAW zustehen, in dem alleinigen Interesse der Anteilseigner auszuüben und andernfalls diesen die Gründe der Nichtausübung zu erläutern (Art. L533-22 Code monétaire et financier).<sup>53</sup> Art. 314-100 règlement général de l'AMF verlangt dazu eine Abstimmungspolitik. Daneben empfiehlt die französische Vermögensverwaltervereinigung Association Française de la Gestion Financière (AFG) bereits seit 1997, Stimmrechte auszuüben.<sup>54</sup> Im Laufe der Zeit hat sie diverse Ethikkodizes veröffentlicht, die jeweils einen Abschnitt zur Ausübung von Aktionärsrechten enthalten.<sup>55</sup> Die Kodizes sollen zwar vorrangig das Interesse der Fondsanleger wahren. Dessen ungeachtet sieht die französische Literatur diese und ähnliche Ethik- und Governance-Kodizes als Teil einer breiteren Bewegung, institutionelle Investoren und Vermögensverwalter zu enga-

---

lender Verbindlichkeit, siehe im Einzelnen *Binder/Gutzwiller*, GesKR 2013, 84, 91–93; zudem *Bühler*, Expert Focus 2016, 12, 15 f.

<sup>49</sup> *economiesuisse*, swiss code of best practice for corporate governance, 2016, S. 7, Regel 1 vierter Spiegelstrich; kritisch zur Wirksamkeit mit Blick auf Stimmrechtsberater *Hoch*, SZW/RSDA 2016, 487, 492.

<sup>50</sup> Art. L533-22 Code monétaire et financier.

<sup>51</sup> Zu all diesen Ländern knapp *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 229 m. w. N.; zu Portugal, den Niederlanden und Frankreich zudem *Securities and Futures Commission* (SFC), Consultation Paper on the Principles of Responsible Ownership, 02.03.2015, S. 8 Rn. 37.

<sup>52</sup> *Merle/Fauchon*, Sociétés commerciales<sup>20</sup>, 2016, S. 383 f. Rn. 361. Dementsprechend wurde Vereinbarungen über das Abstimmungsverhalten lange die Wirksamkeit versagt. Mittlerweile hat sich in der Rechtsprechung eine differenzierende, aber nach wie vor restriktive Betrachtung etabliert, die Stimmverbindungsverträge zulässt, wenn sie nicht allein persönlichen (egoistischen) Interessen dienen, sondern (auch) dem Interesse der Gesellschaft (*intérêt social*) entsprechen. Stets unzulässig und strafbewehrt bleiben aber insbesondere Abstimmungsvereinbarungen zur Erlangung eines geldwerten Vorteils (Art. L242-9 Abs. 3 Code de commerce: zwei Jahre Gefängnis und 9.000 € Geldbuße). Für einen Überblick *Merle/Fauchon*, Sociétés commerciales<sup>20</sup>, 2016, S. 391–393 Rn. 369; *Cozian/Viandier/Deboissy*, Droit des sociétés<sup>29</sup>, 2016, S. 400–401 Rn. 922.

<sup>53</sup> *Merle/Fauchon*, Sociétés commerciales<sup>20</sup>, 2016, S. 384 Rn. 361.

<sup>54</sup> *Conac*, in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), Comparative corporate governance, 2013, S. 444, 450.

<sup>55</sup> *AFG*, Code of Ethics for Collective investment schemes and Individual Investment Management Mandates, 2010, S. 16 f., Kapitel 3; *AFG*, Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat, 2011, S. 17 f., Kapitel 3; *AFG*, Règlement de Déontologie spécifique aux sociétés des gestion d'OPCVM d'épargne salariale (FCPE et SCIVAS), 2012, S. 5 f., Kapitel 3; *AFG*, Règlement de déontologie des Sociétés de Gestion de Portefeuille intervenant dans le capital investissement, Avril 2013, S. 16 f., Kapitel 3; *AFG*, Règlement de déontologie des OPCI, Juin 2013, S. 11, Kapitel 3.

giertem Verhalten zu veranlassen.<sup>56</sup> Dass sich dabei zunehmend ein Idealbild eines „perfekten“ Aktionärs abzeichnet, ist indes auf Kritik gestoßen.<sup>57</sup>

Demgegenüber interpretiert der französische Staat seine eigene Rolle als Aktionär traditionell selbst engagiert-aktivistisch, wobei er sich nach der Finanzkrise damit gerechtfertigt hat, kurzfristige Einflüsse abzuwehren.<sup>58</sup> Entsprechende Verhaltensvorgaben für institutionelle Investoren ließen sich damit politisch schwerlich zurückweisen.

#### dd) Aktionärsrechterichtlinie

Die wohl wichtigste Wirkung außerhalb des Mutterlands erzielte der UK Stewardship Code auf die Reformbestrebungen der Europäischen Kommission:<sup>59</sup> Zunächst hatten im Rahmen der Konsultation zum Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik mehrere Stellungnahmen den britischen Stewardship Code als Modell für die EU angeregt.<sup>60</sup> Dies fiel auf fruchtbaren Boden: Bezugnahmen finden sich anschließend im Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen,<sup>61</sup> im Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance,<sup>62</sup> im Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft<sup>63</sup> sowie bei der Reform der Aktionärsrechterichtlinie.<sup>64</sup> Zwar erwähnte die Kommission insbesondere im Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance auch andere private Kodizes.<sup>65</sup> Diesen fehlte aber eine vergleichbare Autorität, außerdem waren sie zum Teil ihrerseits vom Stewardship Code beeinflusst. Die Wirkung des britischen Kodex zeigt sich auch in der Terminologie. So sprach der Aktionsplan 2012 sogar in der deutschen Fassung von einer „Eigentums-/Stewardship“-Verantwortung“ institutioneller Anleger.<sup>66</sup> Einige Monate zuvor hatte schon das Europäische Parlament die britische Bezeichnung *Pars pro Toto* verwendet.<sup>67</sup> All dies soll wichtige Abweichungen nicht verhehlen: Inhaltlich verbindet die novellierte Aktionärsrechterichtlinie Stewardship prononcierter mit CSR-Elementen, womit die EU einem Trend folgte, der ausgehend von Südafrika bereits in

<sup>56</sup> *Fages/Poracchia*, RTDF 2014, 51, 59.

<sup>57</sup> *Dies.*, RTDF 2014, 51, 59.

<sup>58</sup> Vgl. dazu oben Fn. 249–273 auf S. 842–846) und den begleitenden Text.

<sup>59</sup> Zu diesen im Einzelnen 4. Teil, § 6, S. 858 ff.

<sup>60</sup> *Europäische Kommission*, Feedback Statement, S. 17; dazu *Birkmose*, ECFR 11 (2014), 214, 218 f., allerdings mit der zumindest irreführenden Aussage, der Aspekt, wie institutionelle Investoren zu mehr Engagement motiviert werden könnten, habe im anschließenden Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen keine Rolle gespielt. Dessen Inhalte stellt *Birkmose* (a. a. O.) zutreffend dar, womit die – wohl sehr eng gemeinte – Aussage widerlegt wird.

<sup>61</sup> Siehe Text bei Fn. 48 auf S. 863.

<sup>62</sup> Siehe Text bei Fn. 79 auf S. 867 mit Text in Fn. 81 auf S. 867.

<sup>63</sup> Siehe Text bei Fn. 102 auf S. 870.

<sup>64</sup> Dazu 4. Teil, § 6 X.2., S. 881.

<sup>65</sup> *Europäische Kommission*, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012, S. 9 erwähnte zuerst den britischen Stewardship Code und unmittelbar nachfolgend in reihender Aufzählung den Kodex der niederländischen Eumedion, den Kodex für die externe Governance des Europäischen Verbandes der Investment-Management-Wirtschaft (EFAMA) sowie die ICGN Global Corporate Governance Principles.

<sup>66</sup> *Dies.*, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance, 12.12.2012, S. 9.

<sup>67</sup> *Europäisches Parlament*, Corporate Governance-Rahmen für europäische Unternehmen, 29.03.2012, Rn. 34: [Das Europäische Parlament] „begrüßt, dass für institutionelle Kapitalanleger in der gesamten Europäischen Union so genannte Stewardship Codes entwickelt werden; hält es für möglich, auf der Grundlage bestehender Modelle und in Zusammenarbeit mit nationalen Behörden einen europäischen Stewardship Code auszuarbeiten; [...]“

Asien weit verbreitet war. Dogmatisch gehen die stewardshipartigen Vorgaben in der novellierten Aktionärsrechterichtlinie aus systematischen Gründen – Verankerung in einer gesellschaftsrechtlichen Richtlinie anstatt in einem Soft-Law-Kodex – stärker als das britische Pendant in Richtung verbindlicher Aktionärspflichten.<sup>68</sup>

#### ee) Dänemark

Dänemark hat die Idee des Stewardship Code zum 1. Januar 2017 übernommen. Als Anlass hob das zuständige Committee on Corporate Governance den Kommissionsvorschlag zur Reform der Aktionärsrechterichtlinie hervor. Zugleich bemüht es sich, den Kodex übereinstimmend mit führenden ausländischen Pendants zu gestalten, vor allem dem britischen,<sup>69</sup> ähnlich wie man sich schon 2001 bei der Einführung des Corporate Governance Kodex vom britischen *Cadbury Code* hatte inspirieren lassen.<sup>70</sup> Die Parallelen in Anzahl und Inhalt der Prinzipien sind denn auch unverkennbar. Soweit nötig soll der Kodex nach Änderung der Aktionärsrechterichtlinie angepasst und im Übrigen jährlich evaluiert werden.<sup>71</sup>

Hervorzuheben ist die Abgrenzung zu CSR: Die geforderte *engagement policy* institutioneller Investoren darf mit anderen Politiken oder Richtlinien des Investors etwa über verantwortliches Investieren kombiniert werden, sofern klargestellt ist, dass eine Politik für Stewardship-Engagement vorhanden ist. Der Stewardship-Dialog kann seinerseits CSR-Themen umfassen.<sup>72</sup> CSR und Stewardship bilden im dänischen Modell also unterschiedliche Materien, die sich überschneiden können, aber nicht müssen. Das war in der Konsultationsphase sehr kontrovers gewesen.<sup>73</sup> Die gewählte Lösung entspricht dem britischen Vorbild<sup>74</sup> sowie der hier vertretenen Ansicht<sup>75</sup> und hat den Vorteil, unschwer mit Berichtspflichten dänischer institutioneller Investoren in Bezug auf die UN Principles for Responsible Investment vereinbar zu sein.<sup>76</sup>

<sup>68</sup> Vgl. *Chiu*, ZVerglRWiss 114 (2015), 121, 152, 154, die die Unterschiede allerdings überzeichnet, zum einen, weil auch englische Vermögensverwalter rechtlich verpflichtet sind, über ihre Erfüllung des Stewardship Code zu berichten (oben Fn. 42 auf S. 784), zum anderen weil sich die Aktionärsrechterichtlinie rechtstechnisch auf Comply-or-Explain- bzw. Offenlegungspflichten beschränkt, selbst wenn damit ein gewisser Druck zu erwünschtem Engagement erzeugt werden soll.

<sup>69</sup> *Committee on Corporate Governance*, Stewardship Code, November 2016, S. 3.

<sup>70</sup> *Christensen*, in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), *Comparative corporate governance*, 2013, S. 364, 366; eingehend, auch zu weiteren Vorbildern *Krüger Andersen*, *Scandinavian Studies in Law* 45 (2004), 11, 15–17, 20–22.

<sup>71</sup> *Committee on Corporate Governance*, Stewardship Code, November 2016, S. 3–4.

<sup>72</sup> *Dass.*, Stewardship Code, November 2016, S. 6–7.

<sup>73</sup> *Alhoej*, *New Stewardship Code for Danish institutional investors*, 12.10.2016 <<https://engage-int.com/new-stewardship-code-for-danish-institutional-investors/>> (geprüft am 30.03.2021).

<sup>74</sup> Siehe *FRC*, *The UK Stewardship Code*, July 2010, S. 7 Guidance zu Principle 4; *Implementing ders.*, *Implementation of the UK Stewardship Code*, July 2010, S. 5 Rn. 23 f.

<sup>75</sup> Dazu 1. Teil, § 2 IV., S. 74 ff.

<sup>76</sup> Große dänische Unternehmen, institutionelle Investoren sowie Investmentfonds sind bereits seit 2009 gesetzlich verpflichtet, über ihre Haltung zu Corporate Social Responsibility zu berichten, seit 2013 zudem über Politiken zur Achtung der Menschenrechte und zur Reduzierung der Klimafolgen, siehe *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA), *EFAMA Report on Responsible Investment*, September 2016, S. 40.

## ff) Deutschland

Unmittelbar auf Dänemark folgte Deutschland: Nach einer Konsultation nahm die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) Anfang Februar 2017 den Stewardship-Gedanken in den Kodex auf, wenngleich behutsamer als zunächst vorgeschlagen: Die geänderte Präambel betont im dritten Absatz, dass institutionelle Anleger für die Unternehmen von besonderer Bedeutung sind. Von ihnen werde „erwartet, dass sie ihre Eigentumsrechte aktiv und verantwortungsvoll auf der Grundlage von transparenten und die Nachhaltigkeit berücksichtigenden Grundsätzen ausüben.“ Die Kodexkommission hat damit „die europäische wie internationale Debatte aktiv aufgenommen [...]“. <sup>77</sup> Die zugehörige Medienpräsentation verweist auf die EU-Aktionärsrechterichtlinie und allgemein Corporate Governance Kodizes anderer Länder. <sup>78</sup> Damit engagierte Investoren offene Türen vorfinden, regt die geänderte Ziffer 5.2 des DCGK an, der „Aufsichtsratsvorsitzende sollte in angemessenem Rahmen bereit sein, mit Investoren über aufsichtsratspezifische Themen Gespräche zu führen“. Dass der Vorstand für Investorengespräche bereitstehen sollte, erwähnt der Kodex nicht, <sup>79</sup> womit er insoweit seine Kommunikationsfunktion vernachlässigt. <sup>80</sup>

Beide Änderungen waren im Vorfeld hoch kontrovers. Die Rolle institutioneller Investoren hatte die Regierungskommission zunächst unter Ziffer 2.1.3 des DCGK behandeln wollen. Damit hätte sie eine vierte Kategorie von Kodexregelungen neben Empfehlungen, Anregungen und Gesetzeswiedergabe eingeführt, <sup>81</sup> die zwar für gangbar, <sup>82</sup> aber nicht ohne Weiteres kompatibel mit der Entsprechenserklärung durch Vorstand und Aufsichtsrat befunden wurde. <sup>83</sup> Die gesellschaftsrechtliche Vereinigung bezweifelte zudem einen Nutzen des vagen Vorschlags. <sup>84</sup> Sie riet abzuwarten, <sup>85</sup> ebenso wie der DAV Handelsrechtsausschuss angesichts der bevorstehenden Änderung der Aktionärsrechterichtlinie. <sup>86</sup> Andere haben den Regelungsvorschlag wohlwollender als rechtspolitisches Leitbild <sup>87</sup> bzw.

<sup>77</sup> Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Beschlüsse für Kodexänderungen 2017 veröffentlicht, 14.02.2017, S. 2.

<sup>78</sup> Gentz, Kodexanpassungen 2017, 14.02.2017 <<https://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/de/download/pressemitteilungen/170214%20Medienpraesentation%20Kodexaenderungen.pdf>>, S. 4 (geprüft am 31.03.2021).

<sup>79</sup> Zu Recht kritisch DAV Handelsrechtsausschuss, NZG 2017, 57, 59.

<sup>80</sup> Nach allgemeiner Ansicht ist (jedenfalls) in der Hauptsache der Vorstand für die Investorenkommunikation zuständig (siehe die Nachweise in Fn. 93 auf S. 985). Der DCGK deckt das allgemein über die Ziffern 4.1.1.–4.1.2 ab, welche als Vorstandsaufgaben die eigenverantwortliche Leitung des Unternehmens, die Entwicklung seiner strategischen Ausrichtung in Abstimmung mit dem Aufsichtsrat und ihre Umsetzung aufzählen. Als Ansprechpartner für Aktionäre erwähnt der DCGK n. F. aber nur den Aufsichtsratsvorsitzenden. Das könnte ausländische Anleger und Aktionäre, insbesondere aus dem anglo-amerikanischen Raum, in die Irre führen.

<sup>81</sup> Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR), AG 2017, 1, 2; Nikoleyczik/Graßl, NZG 2016, 161, 162 charakterisieren den Regelungsvorschlag als Appell.

<sup>82</sup> Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR), AG 2017, 1, 2.

<sup>83</sup> Mense/Klie, GWR 2017, 1; DAV Handelsrechtsausschuss, NZG 2017, 57, 58.

<sup>84</sup> Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR), AG 2017, 1, 2; ganz ähnlich Nikoleyczik/Graßl, NZG 2016, 161, 163.

<sup>85</sup> Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR), AG 2017, 1, 2.

<sup>86</sup> DAV Handelsrechtsausschuss, NZG 2017, 57, 58.

<sup>87</sup> Mense/Klie, GWR 2017, 1.

Appell<sup>88</sup> qualifiziert, womit auch die letztliche Verortung in der Präambel<sup>89</sup> gut getroffen scheint. Inhaltlich hat dieses Leitbild zwar harsche Kritik auf sich gezogen, weil passive Verhaltensweisen der Aktionäre aktienrechtlich zulässig und weitergehende Pflichten nur aus dem Binnenrecht des Anteilseigners denkbar seien.<sup>90</sup> Verglichen mit der Änderung der Aktionärsrechterichtlinie kam dieser Einwand aber nur selten auf.<sup>91</sup>

Die spiegelbildliche Inpflichtnahme des Aufsichtsratsvorsitzenden für Investorengespräche war dafür der meistdiskutierte Vorschlag der gesamten Konsultation.<sup>92</sup> Die Regierungskommission ergriff damit Partei in einem heftigen Streit darüber, inwieweit der Aufsichtsrat eine Kompetenz zur Investorenkommunikation innehat. Eine vordringende Ansicht im Schrifttum bejaht das für den Aufsichtsratsvorsitzenden als Repräsentant des Gesamtorgans nach dem Leitprinzip, dass die Kommunikationskompetenz der Sachkompetenz folgt, unter Beachtung der Gebote einheitlicher Außendarstellung und interorganfreundlichen Verhaltens.<sup>93</sup> Innerhalb dieses Rahmens gehen die Vorstellungen von Frequenz und inhaltlicher Reichweite eines Dialogs allerdings auseinander.<sup>94</sup>

Die Gegenposition interpretiert die aktienrechtliche Kompetenzordnung strenger. Sie lehnt eine Verengung auf den Aufsichtsratsvorsitzenden ebenso ab wie ein großzügiges Verständnis des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 53a AktG), der Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrates oder kapitalmarktrechtlicher Schranken. *De lege lata* billigt sie daher nur einen punktuell-anlassbezogenen Austausch des Aufsichtsrates mit institutionellen Investoren aus dringendem Grund.<sup>95</sup>

<sup>88</sup> Nikoleyczik/Graßl, NZG 2016, 161, 162; Graßl/Nikoleyczik, AG 2017, 49, 60.

<sup>89</sup> Dies entsprach einer Empfehlung aus der Konsultation, siehe *DAI*, Stellungnahme zur Konsultation der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex zu den vorgeschlagenen Kodexanpassungen 2017, 15.12.2016 <<https://dcgk.de/de/konsultationen/archiv/konsultation-2016.html?file=files/dcgk/usercontent/de/Konsultationen/2016/Stellungnahmen%202016/161215%20Stellungnahme%20DAI.pdf>>, S. 6 (geprüft am 31.03.2021); dagegen Nikoleyczik/Graßl, NZG 2016, 161, 162 Fn. 16.

<sup>90</sup> *DAV Handelsrechtsausschuss*, NZG 2017, 57, 57–58.

<sup>91</sup> Dazu 4. Teil, § 6 XIII. 2., S. 893 ff., Text bei Fn. 258 auf S. 894 und die dortigen Nachweise.

<sup>92</sup> *Gentz*, Kodexanpassungen 2017, 14.02.2017 <<https://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/de/download/pressemitteilungen/170214%20Medienpraesentation%20Kodexaenderungen.pdf>>, S. 6 (geprüft am 31.03.2021).

<sup>93</sup> So etwa aus dem zeitlichen Umfeld der Änderung des DCGK *Leyendecker-Langner*, NZG 2015, 44 ff.; *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360 ff.; *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725 ff.; *Krämer*, Der Aufsichtsrat 2017, 18, 18 f.; knapp *Wettich*, AG 2017, 60, 65; siehe auch im größeren Zusammenhang ohne Stellungnahme knapp *Falkenhausen*, ZIP 2015, 956, 957, 959 f.

<sup>94</sup> So scheinen unter den in Fn. 93 auf S. 985 genannten die Positionen von Hirt/Hopt/Mattheus und Krämer, die den Leitsätzen der Initiative Developing Shareholder Communication folgen (siehe dazu noch Fn. 100 und den begleitenden Text auf S. 986), vergleichsweise großzügig. Dies betrifft zum einen den Grad der Eigenständigkeit des Aufsichtsratsvorsitzenden und zum anderen den Grad der Institutionalisierung sowie die thematische Reichweite eines Dialogs zwischen Aufsichtsrat und Investoren, insbesondere über die Unternehmensstrategie. In beiden Punkten dezidiert enger als die Leitsätze der genannten Initiative *Wettich*, AG 2017, 60, 65.

<sup>95</sup> Zu alledem eingehend und mit beachtlichen Argumenten *Koch*, AG 2017, 129 ff. (prägnante Positionierung etwa S. 137 vor b) und S. 140 f.); wohl auch *DAV Handelsrechtsausschuss*, NZG 2017, 57, 59; vor allem gegen eine Verengung auf den Aufsichtsratsvorsitzenden *Koch*, in: *Fleischer/Koch/Kropff* u. a. (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, 87–92. Auch Koch lässt es aber zu, dass der Aufsichtsrat eine Kommunikationsordnung beschließt, die den Aufsichtsratsvorsitzenden zu seinem Repräsentanten gegenüber institutionellen Investoren bestimmt (*ders.*, in: *Fleischer/Koch/Kropff* u. a. (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, S. 65, 92). Da bei der Kapitalmarktcommunication Mitbestimmungsbelange berührt würden, empfiehlt Koch insoweit allerdings einen einstimmigen Beschluss, abweichend von der Grundregel, dass die einfache Mehrheit genügt (*ders.*, AG 2017, 129, 136). Siehe zudem im Kontext der Kontrolle des Aufsichtsrates durch den Vorstand *ders.*, ZHR 180 (2016), 578, 607 f.

Vor diesem Hintergrund rieten namhafte Stimmen, die weitere Meinungsbildung abzuwarten.<sup>96</sup> Die Regierungskommission folgte dem nicht. Ihr erster Regelungsvorschlag<sup>97</sup> wollte in drei Sätzen Empfehlungen aussprechen, die sich heftiger Kritik aus der Anwaltschaft<sup>98</sup> und der Wissenschaft ausgesetzt sahen.<sup>99</sup> Zudem erregten personelle und inhaltliche Überschneidungen mit einer parallelen Initiative unter maßgeblicher Mitwirkung von Fondsgesellschaften Anstoß.<sup>100</sup> Mit der Endfassung bemühte sich die Regierungskommission, den wesentlichen Streitpunkten auszuweichen bzw. mit einer flexibleren Formel Raum zu geben: Hierzu verkürzte sie ihren ursprünglichen Vorschlag auf einen Satz und degradierte ihn zu einer Anregung.<sup>101</sup>

#### b) Südafrika

Außerhalb Europas hat Südafrika bereits 2011 einen Kodex mit Stewardship-Elementen für institutionelle Investoren verabschiedet. Die Initiative geht auf das Institute of Directors in Southern Africa zurück, das nach entsprechenden Kommentaren zum Corporate Governance Kodex ein Komitee einberufen hatte, um einen Kodex für institutionelle Investoren auszuarbeiten.<sup>102</sup> Das Ergebnis, der sog. Code for Responsible Investing in South Africa (CRISA)<sup>103</sup> ist kein reines *legal transplant* aus Großbritannien, sondern ein im Jahr 2011 neuartiger Hybride aus Nachhaltigkeitskodex und Stewardship Code mit Vorbildern aus beiden Bereichen.<sup>104</sup> Der CRISA möchte institutionelle Investoren und ihre Dienstleister zu einem Investitionsansatz bewegen, der langfristig

<sup>96</sup> *Fleischer/Bauer/Wansleben*, DB 2015, 360, 367; *Vetter*, AG 2016, 873, 874; siehe zudem vorsichtig und im Ansatz wohl ebenfalls differenzierend *Plagemann/Rahlmeyer*, NZG 2015, 895, 898 f.

<sup>97</sup> Wiedergegeben bei *Koch*, AG 2017, 129.

<sup>98</sup> *DAV Handelsrechtsausschuss*, NZG 2017, 57, 59–60; von Anwaltsseite weitgehend kritisch ebenfalls *Nikoleyczik/Graßl*, NZG 2016, 161, 164–165 sowie verschiedentlich *Mense/Klie*, GWR 2017, 1, 2; zu den zahlreichen aufgeworfenen Fragen und Rechtsunsicherheiten der Empfehlung eindrücklich *Vetter*, AG 2016, 873 ff.

<sup>99</sup> *Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR)*, AG 2017, 1, 4–5; *Koch*, AG 2017, 129, 140.

<sup>100</sup> Insoweit sehr kritisch *Koch*, BB 50-2016, I; *DAV Handelsrechtsausschuss*, NZG 2017, 57, 59. Damit angesprochen ist die Initiative Developing Shareholder Communication, die von der Wirtschaftsberatungsgesellschaft Ernst & Young organisiert wurde und namhafte Aufsichtsräte, Wissenschaftler und Vertreter von Fondsgesellschaften einbezog, während Arbeitnehmervertreter und Gewerkschaften außen vor blieben (*Wettich*, AG 2017, 60, 65). Die Initiative veröffentlichte im Juli 2016 „Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat“, abgedruckt etwa bei *Krämer*, Der Aufsichtsrat 2017, 18, 20; zu diesen Leitsätzen siehe auch die Erläuterungen der an der Initiative beteiligten *Hirt/Hopt/Mattheus*, AG 2016, 725, 725, 729 f., 739.

<sup>101</sup> Damit ging die Regierungskommission auf eine Forderung ein, die im Rahmen der Konsultation und im begleitenden Schrifttum vorgetragen worden war, siehe *DAI*, Stellungnahme zur Konsultation der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex zu den vorgeschlagenen Kodexanpassungen 2017, 15.12.2016 <<https://dcgk.de/de/konsultationen/archiv/konsultation-2016.html?file=files/dcgk/usercontent/de/Konsultationen/2016/Stellungnahmen%202016/161215%20Stellungnahme%20DAI.pdf>>, S. 9–10 (geprüft am 31.03.2021); *Krämer*, Der Aufsichtsrat 2017, 18, 20; *Wettich*, AG 2017, 60, 65 („nicht bzw. allenfalls als Anregung“); tendenziell auch *Haarmann*, Der Aufsichtsrat 2017, 17.

<sup>102</sup> *Committee for Responsible Investing in South Africa*, CRISA – Code for Responsible Investing in South Africa, 2011, S. 6.

<sup>103</sup> *Dass.*, CRISA – Code for Responsible Investing in South Africa, 2011.

<sup>104</sup> Der CRISA nennt als „Research References“ die Principles for Responsible Investment der UN, das ICGN Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities von 2007, den UK Stewardship Code sowie die *fiduciary responsibility* der UNEP FI Asset Management Working Group (AMWG) von Juli 2009, *dass.*, CRISA – Code for Responsible Investing in South Africa, 2011, S. 12. Das Vorwort stellt vor allem das Nachhaltigkeitsziel als Ausrichtung für langfristiges Investorenengagement in den Vordergrund.

nachhaltig ist und Ökologie, Soziales und Governance einbezieht. Hiervon verspricht man sich bessere risikoadjustierte Erträge.<sup>105</sup> Zu diesem Zweck stellt der Kodex fünf Prinzipien samt Erläuterungen auf. Sie umfassen die Einbeziehung von Nachhaltigkeitskriterien, engagiertes und verantwortliches Eigentümerverhalten, die Bereitschaft zum Zusammenwirken bei der Durchsetzung des Kodexes, Strategien zur Bewältigung von Interessenkonflikten und Offenlegungsvorgaben inklusive eines Apply-or-Explain-Mechanismus.<sup>106</sup> Die prominente Integration von Umwelt- und Sozialbelangen spiegelt die langjährige Ausrichtung des südafrikanischen Corporate Governance Kodexes wider.<sup>107</sup> Der CRISA setzt das Konzept mit begleitenden Practice Notes recht ausgefeilt und medial gut präsentiert um. Südafrika hat damit seine Leistungsbilanz ambitionierter und innovativer Corporate-Governance-Projekte fortgesetzt.<sup>108</sup>

Ob die innovative Integration von Stewardship und Nachhaltigkeit den Praxistest besteht, ist aber noch offen. Eine Evaluationsstudie von 2013<sup>109</sup> deutete auf ähnliche Schwierigkeiten wie bei der Umsetzung des UK Stewardship Code: Zwar bezog eine wachsende Zahl institutioneller Investoren und ihrer Dienstleister Prinzipien verantwortlichen Investierens ein. Die veröffentlichten Angaben seien aber nicht vergleichbar und die Verantwortlichkeiten in der Investitionskette unklar. Insgesamt, so der Evaluationsbericht, gingen große Teile der Industrie weiter passiv und selektiv an das Thema verantwortlichen Investierens heran, bei starken Abweichungen zwischen verschiedenen Kategorien von Institutionen. Zwei Hindernisse hob die Studie hervor: Erstens sei nicht hinreichend klar, wie die angestrebte Integration von Erwägungen aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Governance (ESG) aussehe. Zweitens sei es notwendig, langfristige und kurzfristige Ziele auszubalancieren.<sup>110</sup> Ungeachtet dieser Probleme hat das südafrikanische Modell Stewardship-Kodizes vor allem in asiatischen Schwellenländern beeinflusst, selbst wenn diese oft etwas näher am britischen Vorbild geblieben sind. Auch die novellierte Aktionärsrechterichtlinie verbindet Stewardship-Pflichten und Nachhaltigkeitskriterien.

### c) Asien

#### aa) Japan

Asiatische Staaten haben den Stewardship Code besonders häufig und direkt importiert. Die Führungsrolle spielte Japan, das Anfang 2014 Principles for Responsible Institutional

<sup>105</sup> Dass., CRISA – Code for Responsible Investing in South Africa, 2011, S. 7–8.

<sup>106</sup> Dass., CRISA – Code for Responsible Investing in South Africa, 2011, S. 10–11.

<sup>107</sup> Dieser fordert bereits seit 2002 eine integrierte Nachhaltigkeitsberichterstattung, die Stakeholder, Umwelt, Ehtik sowie Soziales einbezieht und sich auch auf die Umsetzung entsprechender Strategien und angestrebte Verbesserungen erstreckt; dabei galt unter der zweiten Auflage des King Report *comply or explain*, mit dessen dritter Auflage 2009 erfolgte ein Übergang zu *apply or explain*, zum Ganzen *McGregor*, in: Mallin (Hrsg.), *Handbook on international corporate governance*<sup>2</sup>, 2011, S. 390, 392 f., 397 f.; *Mallin*, *Corporate governance*<sup>5</sup>, 2016, S. 371–374.

<sup>108</sup> Siehe die Überblicke über wichtige Corporate-Governance-Berichte und Kodizes in Südafrika (insbesondere: King Reports) seit 1990 bei *Mallin*, *Corporate governance*<sup>5</sup>, 2016, S. 371–374; *McGregor*, in: Mallin (Hrsg.), *Handbook on international corporate governance*<sup>2</sup>, 2011, S. 390, 391–393, 396–399, die beide das hohe Niveau betonen; *McGregor* erkennt sogar eine Rolle als „thought leader“ (a. a. O., S. 396).

<sup>109</sup> *Institute of Directors Southern Africa/Ernst & Young (EY)*, *Responsible Investment Research*, 2013.

<sup>110</sup> *Dies.*, *Responsible Investment Research*, 2013, S. 1.

Investors «Japan's Stewardship Code» eingeführt hat.<sup>111</sup> Der Kodex soll periodisch, circa alle drei Jahre, überarbeitet werden,<sup>112</sup> was erstmalig im Mai 2017 erfolgte.<sup>113</sup>

Japan's Stewardship Code soll als Teil der Wirtschaftspolitik der seit 2012 amtierenden Abe-Regierung (*Abenomics*<sup>114</sup>) Deflation bekämpfen und das Wachstum fördern.<sup>115</sup> Zugleich fügt er sich in ein ehrgeiziges Programm zur Reform der japanischen Corporate Governance ein, das auf einen Regierungsbericht aus dem Jahr 2009 zurückgeht.<sup>116</sup>

Der japanische Stewardship Code lehnt sich eng an das britische Vorbild an:<sup>117</sup> Er umfasst sieben flexible Prinzipien samt erläuternder *guidance*, die institutionelle Investoren nach freiwilliger Unterzeichnung per *comply or explain* umsetzen sollen. Stewardship versteht der Kodex als Überwachung durch konstruktiven Dialog und Stimmrechtsausübung mit dem Ziel beständigen (*sustainable*) Wachstums der Portfoliogesellschaft (Principles 3, 4, 5). Außerdem sollen institutionelle Investoren klare Strategien dafür haben, wie sie ihre Stewardship-Verpflichtung unter Berücksichtigung etwaiger Interessenkonflikte erfüllen und diese offenlegen (Principles 1, 2, 6). Die Finanzdienstleistungsaufsicht führt eine öffentliche Tabelle derjenigen, die dem nachkommen.<sup>118</sup> Da, so die Hoffnung, effektive Stewardship-Aktivitäten den mittel- und langfristigen Ertrag der

<sup>111</sup> Die erste Version des Kodex wurde von einem Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code erarbeitet, den die japanische Financial Services Agency eingerichtet hatte. Zu den Mitgliedern des Council gehörten Wissenschaftler, Vertreter verschiedener Unternehmen aus der Finanzwirtschaft, der Tokioter Börse sowie Regierungsbeamte; zum Ganzen *Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code*, Principles for Responsible Institutional Investors, 26.02.2014, S. 2 sowie die dort auf der zweiten Umschlagsseite (nicht paginiert) angegebene Mitgliederliste.

<sup>112</sup> *Ders.*, Principles for Responsible Institutional Investors, 26.02.2014, S. 5 bzw. *Council of Experts on the Stewardship Code*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 7.

<sup>113</sup> *Council of Experts on the Stewardship Code*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017.

<sup>114</sup> Das Programm der *Abenomics* basiert auf drei Pfeilern: (1) geldpolitische Maßnahmen (sog. *quantitative easing*), um die japanische Inflationsrate über 2 % zu heben, (2) fiskalpolitische Maßnahmen zur Wachstumsförderung, insbesondere kreditfinanzierte Konjunkturprogramme und eine Verschiebung von direkten zu indirekten Steuern, sowie (3) Reform und Deregulierung des Rechtssystems, des Arbeitsmarktes und der Unternehmensführung; zum Ganzen *Bönnner/Afflisio*, Kreditwesen 2017, 132.

<sup>115</sup> *Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code*, Principles for Responsible Institutional Investors, 26.02.2014, S. 1–2; *Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code*, Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal], 05.03.2015, S. 1 Rn. 2; *Council of Experts on the Stewardship Code*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 3–4; aus dem Schrifttum knapp *Mallin*, Corporate governance<sup>5</sup>, 2016, S. 330. Zu weiteren diskutierten Maßnahmen der Wachstumsförderung *Panel for Vitalizing Financial and Capital Markets*, Recommendations for Vitalizing Financial and Capital Markets, 13.12.2013. Siehe aber auch *Chiu*, ZVerglRWiss 114 (2015), 121, 150, die mutmaßt, der Kodex könne auch dazu gedacht sein, ausländischem Hedgefonds-Aktivismus nach US-amerikanischem Muster einige Grundregeln entgegenzusetzen.

<sup>116</sup> Überblick dazu bei *Seki/Clarke*, 37 Seattle U. L. Rev. 717, 733–736 (2014). Es umfasst(e) eine Förderung der Stimmrechtsausübung institutioneller Investoren, strukturelle Aspekte der Corporate Governance (stärkere Rolle unabhängiger Direktoren) sowie den Minderheiten- und Aktionärsschutz bei Kapitalerhöhungen.

<sup>117</sup> *Chiu*, ZVerglRWiss 114 (2015), 121, 150: „remarkably similar“; *Aronson*, 11 Hastings Bus. L. J. 85, 91 (2015): „Over the last few years, English law influence in the field of corporate governance has become prominent. This is reflected, for example, [...] in the recent enactment at the Financial Services Agency ('FSA') of a Stewardship Code [...]“.

<sup>118</sup> *Council of Experts on the Stewardship Code*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 7.

Endanleger steigern, rechtfertigt der Kodex die Kosten als unverzichtbaren Teil der Vermögensverwaltung.<sup>119</sup>

Mit dem britischen Vorbild teilt der japanische Kodex mehrere Schwachstellen: Erstens verlangt das gewünschte Maß der Einmischung eine heikle Gratwanderung: Gefordert wird einerseits – prononcierter als in Großbritannien – vertieftes Wissen über das Portfoliounternehmen und dessen Geschäftsumfeld (Principle 7), der konstruktive Dialog soll laut der einführenden Erläuterung sogar „day-to-day“ erfolgen.<sup>120</sup> Andererseits soll es nicht um die „finer points of managerial matters“ gehen und Stewardship die Rolle des Boards (nur) ergänzen.<sup>121</sup> Zweitens bergen kapitalmarktrechtliche Regelungen diverse Stolperfallen, insbesondere das Insiderrecht.<sup>122</sup> Weitere Rechtsunsicherheiten betreffen geringere Berichtspflichten, solange Investoren unter 10 % halten und nicht bestimmte weitreichende Vorschläge zur Unternehmensstrategie unterbreiten, sowie Beteiligungsadditionen bei Zusammenwirken mehrerer Investoren. Alledem versucht man ähnlich wie in der EU mit regulierungsbehördlichen „Klarstellungen“ Herr zu werden.<sup>123</sup>

Ein Jahr nach der Einführung hat die Abe-Regierung dem Stewardship Code einen Corporate Governance Kodex zur Seite gestellt.<sup>124</sup> Beide sollen als „two wheels of a cart“ mittel- bis langfristige Investitionen fördern und *Short-termism* entgegenwirken.<sup>125</sup> Der Corporate Governance Kodex verfolgt ebenfalls einen prinzipiengestützten Comply-or-Explain-Ansatz,<sup>126</sup> basiert auf den OECD Principles of Corporate Governance und wird von der Tokyo Stock Exchange in die *listing rules* übernommen.<sup>127</sup> Spiegelbildlich zum Stewardship Code hält er Gesellschaften dazu an, als Beitrag zu mittel- bis langfristiger Wertschöpfung einen konstruktiven Dialog mit Aktionären sogar („even“)<sup>128</sup> außerhalb der Hauptversammlung zu führen, ein ausgewogenes Verständnis der Positionen

<sup>119</sup> *Ders.*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 5.

<sup>120</sup> *Ders.*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 5.

<sup>121</sup> *Ders.*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 4.

<sup>122</sup> Gemäß *ders.*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 13 f. Principle 4, Guidance 4-5 inkl. Fn. 13 sollen institutionelle Investoren, soweit sie unveröffentlichte kursrelevante Tatsachen erfahren, diese diskret behandeln und vorab sicherstellen, dass sie das Insiderrecht einhalten, etwa indem sie zwischenzeitlich nicht mit der Aktie handeln.

<sup>123</sup> *Financial Services Agency* (FSA), Clarification of Legal Issues Related to the Development of the Japan's Stewardship Code, 26.02.2014.

<sup>124</sup> *Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code*, Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal], 05.03.2015, S. 2 Rn. 4, S. 3 Rn. 6.

<sup>125</sup> *Ders.*, Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal], 05.03.2015, S. 3 f. Rn. 8; aus der Literatur knapp *Mallin*, Corporate governance<sup>5</sup>, 2016, S. 330. Der Corporate Governance Kodex richtet dementsprechend die Verpflichtung der Unternehmen und Manager zur Wertsteigerung für alle Stakeholder auf die mittlere bis lange Frist aus, siehe General Principles 2 und 4 (*Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code*, Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal], 05.03.2015, S. 8 f., 16, 22), Principle 2.1 (a. a. O., S. 17), Principle 4.1.2 (a. a. O., S. 24). Dem gleichen Zeithorizont soll die Managervergütung folgen, Principle 4.2 (a. a. O., S. 24).

<sup>126</sup> *Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code*, Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal], 05.03.2015, S. 4 f. Rn. 10–12.

<sup>127</sup> *Ders.*, Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal], 05.03.2015, S. 2 Rn. 4 f.

<sup>128</sup> Diese Aussage ist insofern bezeichnend, als Hauptversammlungen börsennotierter Gesellschaften in Japan herkömmlich meist ohne jede Diskussion in deutlich weniger als einer Stunde abgehalten werden. In den letzten Jahren hat sich das zwar geändert, aber wohl noch nicht in grundsätzlicher Weise (siehe *Nakamura*, in: Hopt/Fleckner (Hrsg.), Comparative corporate governance, 2013, S. 233, 262: durchschnittliche Länge einer Hauptversammlung einer börsennotierten Gesellschaft ist zwischen 1996 und 2007 von 29 Minuten auf 55 Minuten angestiegen, da sich die Anzahl der Fragen stellenden Aktionäre erhöht hat).

von Aktionären und anderen Stakeholdern zu entwickeln sowie entsprechend zu handeln.<sup>129</sup>

Der praktische Erfolg ist einstweilen offen. Proaktives Engagement wäre ein beachtlicher Kulturwandel, weil es in Japan herkömmlich kaum Aktivismus institutioneller Investoren gibt.<sup>130</sup> Die Zahl der Unterzeichner des Stewardship Code scheint ähnlich wie im Vereinigten Königreich vielversprechend, bereits im April 2016 betrug sie 213.<sup>131</sup> Der Presse ist aber zu entnehmen, dass darunter zwar viele Unternehmen der Finanzwirtschaft waren, jedoch mit einer Ausnahme kein Pensionsfond japanischer Unternehmen, deren Unterstützung unerlässlich für einen echten Wandel sei.<sup>132</sup> In der Praxis beklagt man, dass Engagement zwar zwischen japanischen Gesellschaften und ausländischen Investoren stattfindet, Diskussionen zwischen japanischen Vermögensverwaltern und Gesellschaften aber zum Erliegen gekommen seien, weil insoweit klare Zielvorstellungen fehlten.<sup>133</sup> Zudem herrscht in Unternehmen Unsicherheit über die sachgerechte Handhabung eines Investorendialogs und Zweifel an seinem Nutzen.<sup>134</sup>

Im Rahmen der ersten Überarbeitung im Mai 2017 hat der Council of Experts Probleme andeutungsweise eingeräumt.<sup>135</sup> Eine Reihe von Änderungen soll sie beheben: Insbesondere<sup>136</sup> betont die überarbeitete Fassung, dass die Asset-Eigentümer sich vorrangig

<sup>129</sup> *Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code*, Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal], 05.03.2015, S. 33, General Principle 5. Die Supplementary Principles 5.1.1 sowie 5.1.2 geben dazu Mindestmaßnahmen vor: i) Benennung eines Mitglieds des Managements oder eines Direktors mit Verantwortung dafür, einen konstruktiven Dialog zu beaufsichtigen und sicherzustellen; ii) Maßnahmen, um die Kooperation interner Abteilungen zur Unterstützung des Dialogs sicherzustellen; iii) Maßnahmen, um Dialogmöglichkeiten abseits individueller Treffen zu fördern, wie Investorentreffen oder Investor-Relations-Aktivitäten; iv) Maßnahmen, um Ansichten und Bedenken von Aktionären aus dem Dialog an das Management weiterzuleiten; v) Maßnahmen, um beim Dialog Insiderinformationen zu kontrollieren (*ders.*, Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal], 05.03.2015, S. 34).

<sup>130</sup> Aronson, 11 Hastings Bus. L. J. 85, 110 f. (2015).

<sup>131</sup> *Bönnner/Afflisio*, Kreditwesen 2017, 132, 133. Danach scheint die Zahl der Unterzeichner nicht mehr wesentlich gestiegen zu sein. Zumindest sprach ein Jahr später der *Council of Experts on the Stewardship Code*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 1 immer noch davon, dass „over 200 institutional investors“ unterzeichnet hätten.

<sup>132</sup> Siehe Lewis, Financial Times vom 23.10.2016: „Companies fail to buy into Japan's stewardship code – Minuscule adoption of code a hit to Abe corporate governance efforts“.

<sup>133</sup> Hirt, Conquering the world – The success of stewardship codes, 03.03.2016 <<https://www.hermes-investment.com/nl/blog/eos/conquering-the-world-the-success-of-stewardship-codes/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>134</sup> *Tokyo Stock Exchange*, TSE-Listed Companies White Paper on Corporate Governance 2017, March 2017, S. 143: „While constructive dialogue between listed companies and investors for the sustainable growth of companies and improvements in mid to long-term corporate value has been called for with the establishment of the Stewardship Code and Corporate Governance Code, people from listed companies have voiced uncertainties regarding the benefits from actually conducting dialogue and how such dialogue should actually be conducted.“

<sup>135</sup> *Council of Experts on the Stewardship Code*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 1: „While progress has been made in corporate governance reform to a certain extent under these Codes [Japanese Stewardship Code und Corporate Governance Code], it has also been pointed out that such reforms may still remain mechanical.“

<sup>136</sup> Weiterhin stellt die neue Fassung klar, dass auch eine Abweichung von *guidance* offenzulegen und zu begründen ist (*ders.*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 7; zum klarstellenden Charakter *ders.*, Additional information expected to be disclosed along with the revision of Japan's Stewardship Code, May 2017, S. 2), neben Risiken sollen nun ausdrücklich auch Chancen Gegenstand des Stewardship-Dialogs sein (*ders.*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 12 Guidance 3-3).

selbst engagieren sollten,<sup>137</sup> die *guidance* zum Umgang mit Interessenkonflikten ist deutlich erweitert,<sup>138</sup> passive Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater sind nun explizit einbezogen, das Stimmverhalten soll noch detaillierter offengelegt werden,<sup>139</sup> kollektives Engagement wird als nützlich erwähnt,<sup>140</sup> und Vermögensverwalter sollen sich fortan selbst evaluieren sowie das Ergebnis veröffentlichen.<sup>141</sup> Schließlich wurde, wenngleich nur in einer Fußnote, ein Hinweis auf ESG-Faktoren eingefügt (*environmental, social, governance*).<sup>142</sup>

Als Indiz für den Erfolg des Kodex mag man werten, dass Investoren schon auf die Ankündigung der *Abenomics*-Reformen, zu denen der Kodex gehört, positiv reagiert haben.<sup>143</sup> Allerdings muss sich erst noch zeigen, inwieweit die Veränderungen, die in Japan unter der Flagge von langfristig orientierter Stewardship betrieben werden, tatsächlich unter dieses Etikett passen. Die Gründe für die positive Aufnahme der neuen Kodizes lassen aufhorchen: Von den Stewardship-Bestrebungen erhoffen sich Kapitalmarktanalysten, dass japanische Unternehmen ihre im internationalen Vergleich hohe Liquiditätsquote abbauen und in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an Investoren ausschütten. Auf diese Weise sollen Kapitaleffizienz und Eigenkapitalrendite steigen.<sup>144</sup> Dies entspricht langjährigen Forderungen ausländischer, insbesondere angloamerikanischer Investoren.<sup>145</sup> Ein Trend zunehmender Rückkäufe ist bereits erkennbar,<sup>146</sup> ohne dass letztlich klar ist, inwieweit er auf dem Stewardship Code beruht.<sup>147</sup> Währenddessen bleiben die Investitionsausgaben hinter den Erwartungen zurück und verharren unter der Höhe der Abschreibungen.<sup>148</sup> Japan könnte danach mit dem Stewardship Code angloamerika-

<sup>137</sup> *Council of Experts on the Stewardship Code*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 8 f. Guidance 1-3 bis 1-5.

<sup>138</sup> *Ders.*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 11; der Umfang hat sich im Vergleich zur ersten Fassung mehr als verdoppelt.

<sup>139</sup> Zu beidem *ders.*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 15 f. Guidance 5-3 bis 5-5. Schon die ursprüngliche Fassung von 2014 verlangte, das Stimmverhalten für jede wesentliche Beschlussart und die Nutzung von Stimmrechtsberatern offenzulegen, *Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code*, Principles for Responsible Institutional Investors, 26.02.2014, S. 11 Guidance 5-3, 5-4. Bei der ersten Überarbeitung wurden diese noch strenger gefasst, indem nun im Regelfall eine Offenlegung für jeden Tagesordnungspunkt erfolgen soll.

<sup>140</sup> *Council of Experts on the Stewardship Code*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 13 Guidance 4-2 und 4-4.

<sup>141</sup> *Ders.*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 18 Guidance 7-4; die Asset-Eigentümer sollen auf diese Selbstevaluationen zurückgreifen, wenn sie ihre Vermögensverwalter überwachen, a. a. O., S. 9, Guidance 1-5.

<sup>142</sup> *Ders.*, Principles for Responsible Institutional Investors (revised), 29.05.2017, S. 12 Guidance 3-3 Fn. 7; die darin liegende Änderung erscheint marginal, zumal schon die Erstfassung Soziales und Umwelt ansprach, sie gehört aber zu den Neuerungen, die der Council of Experts eingangs besonders hervorhebt, siehe a. a. O., S. 2.

<sup>143</sup> *Bönner/Afflisio*, Kreditwesen 2017, 132: „kurzfristig Begeisterung und deutlich steigende Kurse“.

<sup>144</sup> Zum Ganzen *Bönner/Afflisio*, Kreditwesen 2017, 132, 133–135; *Aoyagi/Ganelli*, Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan, August 2014.

<sup>145</sup> *Makman*, 11 *Hastings Bus. L. J.* 57, 62 (2015).

<sup>146</sup> *Bönner/Afflisio*, Kreditwesen 2017, 132, 134–135.

<sup>147</sup> Eine Entwicklung steigender Ausschüttungen und Aktienrückkäufe japanischer Unternehmen ist bereits für die Zeit vor dem Inkrafttreten des neuen Stewardship Code nachweisbar, siehe die empirische Studie von *Kato/Li/Skinner*, *J. Bus. Fin. & Acc.* 2017 (Advance Access) für den Zeitraum von 1990 bis 2011. Dies könnte nahelegen, dass zumindest ein Teil der jüngsten Steigerungen bei Aktienrückkäufen auf diesem vorher schon bestehenden Trend beruht. Inwieweit ihn der Stewardship Code verstärkt hat oder mit seiner Wirkung überlagert, ist derzeit empirisch ungeklärt.

<sup>148</sup> *Bönner/Afflisio*, Kreditwesen 2017, 132, 134–135.

nische Verhältnisse importieren – höhere Aktienrückkäufe statt Investitionen –, die prominente Stimmen in den USA gerade als Ausdruck kurzfristigen Denkens gebrandmarkt haben,<sup>149</sup> was allerdings umstritten ist.<sup>150</sup>

Obleich sich der japanische Import des Stewardship Code also noch bewähren muss, hat er einen Kaskadeneffekt im ost- und südasiatischen Raum ausgelöst.<sup>151</sup> Unterstützt hat dies eine Empfehlung der OECD an asiatische Regulierer, Engagement institutioneller Aktionäre zu fördern und hierzu Kodizes zu erwägen.<sup>152</sup>

#### bb) Malaysia

Bereits Mitte 2014 hat die malaysische Wertpapierkommission in Zusammenarbeit unter anderem mit einem Anlegerverband einen Malaysian Code for Institutional Investors veröffentlicht.<sup>153</sup> Er stellt Prinzipien effektiven, langfristig ausgerichteten Stewardship-Verhaltens für institutionelle Investoren auf, die in Aktien börsennotierter malaysischer Gesellschaften investieren.<sup>154</sup> Inhaltlich folgt er im Wesentlichen dem UK Stewardship Code.<sup>155</sup> Das lag nahe, weil sich Malaysia als Mitglied des Commonwealth traditionell am britischen Gesellschaftsrecht orientiert.<sup>156</sup> Abweichend sollen aber neben der (Corporate) Governance Umwelt und Soziales bei Investmententscheidungen einbezogen werden.<sup>157</sup> Mitte 2015 wurde mit dem Institutional Investor Council Malaysia (IIC) ein Interessenverband ins Leben gerufen, der Verbreitung und Umsetzung des Kodexes fördern sowie Lobbyarbeit betreiben soll.<sup>158</sup>

Ähnlich wie in Japan könnten allerdings hinter der Kodex-Einführung auch andere Motive stehen als (nur) die Förderung langfristiger Wertschöpfung. In der Literatur wird

<sup>149</sup> Siehe dazu oben Fn. 15 auf S. 744 sowie Fn. 47–51 auf S. 734–735 und den begleitenden Text.

<sup>150</sup> *Fried/Wang*, Rev. Corp. Fin. Stud. 8 (2019), 207 ff.

<sup>151</sup> Kaskadeneffekte bei der Rezeption fremden Rechts hat es in Asien auch in der Vergangenheit in größerem Format schon gegeben, nachdem Japan 1898 und 1899 in seinem Zivil- und Handelsgesetzbuch weitgehend Elemente des deutschen zivilrechtlichen Denkens übernommen hatte, dazu *Kischel*, Rechtsvergleichung, 2015, S. 58, § 2 Rn. 26.

<sup>152</sup> *Securities and Futures Commission (SFC)*, Consultation Paper on the Principles of Responsible Ownership, 02.03.2015, S. 7.

<sup>153</sup> Dazu *Mallin*, Corporate governance<sup>5</sup>, 2016, S. 340 f., zudem a. a. O., S. 339 f. zum zugrunde liegenden Reformprogramm der Securities Commission Malaysia.

<sup>154</sup> *Securities Commission Malaysia (SC)/Minority Shareholder Watchdog Group (MSWG)*, Malaysian Code for Institutional Investors, June 2014, S. 2: „Stewardship is investor stewardship from the perspective of a long-term institutional investor in particular asset owners such as pension funds.“

<sup>155</sup> *Securities and Futures Commission (SFC)*, Consultation Paper on the Principles of Responsible Ownership, 02.03.2015, S. 8 Rn. 35; *Chiu*, ZVerglRWiss 114 (2015), 121, 150. Näher zu diesen und weiteren an der Entstehung beteiligten Institutionen *Institutional Investor Council Malaysia*, Investor Stewardship and Future Key Priorities, 2016, S. 17: Zum einen waren auf Arbeitsgruppenebene mehrere staatliche malaysische Fonds beteiligt. Zum anderen waren verschiedene ausländische Institutionen und Unternehmen beratend tätig, darunter der britische Financial Reporting Council, das International Corporate Governance Network, OECD-Beobachter und Governance for Owners.

<sup>156</sup> Hierzu und zu weiteren Einflüssen *Salim*, in: Mallin (Hrsg.), Handbook on international corporate governance<sup>2</sup>, 2011, S. 269, 269–271.

<sup>157</sup> *Securities Commission Malaysia (SC)/Minority Shareholder Watchdog Group (MSWG)*, Malaysian Code for Institutional Investors, June 2014, S. 13–14, Principle 5. Dies dürfte vor dem Hintergrund einer Diskussion um die herkömmliche (*enlightened*) Shareholder-Value-Unternehmenszielbestimmung zu sehen sein, zu dieser *Salim*, in: Mallin (Hrsg.), Handbook on international corporate governance<sup>2</sup>, 2011, S. 269, 273–279.

<sup>158</sup> *Institutional Investor Council Malaysia*, Investor Stewardship and Future Key Priorities, 2016 mit strategischen Prioritäten 2016 bis 2020, a. a. O., S. 34 ff.

sie als Versuch gesehen, den Ruf des malaysischen Unternehmenssektors aufzubessern, dem der Ruch von Vetternwirtschaft und Undurchsichtigkeit anhafte.<sup>159</sup> Zudem könnten die Stewardship-Kodizes in Asien angesichts der steigenden Präsenz angloamerikanischer Anleger als Kautele gegen aggressiven Aktivismus gedacht sein.<sup>160</sup> Ob sie dabei heimischen Gegebenheiten ausreichend Rechnung tragen, wird mitunter bezweifelt.<sup>161</sup>

### cc) Hongkong

Im März 2016 hat sodann Hongkong einen Stewardship-Kodex in Form von Principles of Responsible Ownership vorgelegt. Die rechtsvergleichenden Einflüsse werden aus einem vorangegangenen Konsultationspapier deutlich, das ausführlich die Ansätze zu Stewardship in Großbritannien, Australien und Japan behandelte, auf einschlägige Empfehlungen der OECD verwies und zudem den malaysischen Kodex sowie die damals laufende Reform der EU-Aktionärsrechterichtlinie einbezog.<sup>162</sup> Hongkong sah man hinterherhinken.<sup>163</sup> Der verabschiedete Kodex orientiert sich wiederum sichtlich am britischen Pendant. Engagement soll zwar wie in Malaysia Soziales, Umwelt und Governance einbeziehen, aber wohl vorrangig insoweit, wie es für Wert, Ruf oder Leistung der Portfoliogesellschaften bedeutsam ist. Der Aspekt steht zudem anders als in Malaysia nur in einer Erläuterung.<sup>164</sup> Das dürfte mit dem britischen Modell übereinstimmen.<sup>165</sup> Ebenfalls analog zu diesem ist der Geltungsbereich des Kodexes auf in Hongkong ansässige Investoren beschränkt, ausländische können ihn freiwillig beachten. Eine Besonderheit besteht darin, dass die Principles im Einzelnen festlegen, wer in welcher Konstellation die relevanten Stakeholder sind, denen der Investor über die Erfüllung seiner Aktionärsverantwortung zu berichten hat.<sup>166</sup> Damit will man offenbar der im Vergleich zu Großbritannien und Australien stärker konzentrierten Aktionärsstruktur Rechnung tragen.<sup>167</sup>

### dd) Taiwan

Nach Hongkong zog Taiwan als asiatischer Finanzplatz mit internationalem Anspruch nach. Auf Betreiben der Financial Supervisory Commission hat die Taiwan Stock Exchange Ende 2016 Stewardship Principles for Institutional Investors vorgelegt.<sup>168</sup> Der

<sup>159</sup> Chiu, ZVerglRWiss 114 (2015), 121, 150; vgl. etwa zu einigen Problemen *Salim*, in: Mallin (Hrsg.), Handbook on international corporate governance<sup>2</sup>, 2011, S. 269, 276–278, 281 f., 289: starke Verflechtung zwischen der Politik, in der nach wie vor ein Korruptionsproblem besteht, und der Wirtschaft bei einem hohen Anteil staatlich kontrollierter Unternehmen an der Börse.

<sup>160</sup> So mit Blick auf den japanischen und malaysischen Stewardship Kodex *Chiu*, ZVerglRWiss 114 (2015), 121, 151.

<sup>161</sup> Wiederum mit Blick auf Japan und Malaysia *dies.*, ZVerglRWiss 2015, 121, 151.

<sup>162</sup> *Securities and Futures Commission* (SFC), Consultation Paper on the Principles of Responsible Ownership, 02.03.2015, S. 6–11, 24–25.

<sup>163</sup> *Dies.*, Consultation Paper on the Principles of Responsible Ownership, 02.03.2015, S. 7 Rn. 31.

<sup>164</sup> *Dies.*, Principles of Responsible Ownership, 07.03.2016, S. 3 Rn. 17 zu Principle 2.

<sup>165</sup> Siehe *FRC*, The UK Stewardship Code, July 2010, S. 7, Guidance zu Principle 4.

<sup>166</sup> *Securities and Futures Commission* (SFC), Consultation Paper on the Principles of Responsible Ownership, 02.03.2015, S. 2 Rn. 7–11 (Erläuterungen Principle 1).

<sup>167</sup> Siehe *Securities and Futures Commission* (SFC), Consultation Paper on the Principles of Responsible Ownership, 02.03.2015, S. 6 Rn. 25, S. 12 Rn. 49 f., S. 13 Rn. 54.

<sup>168</sup> *Taiwan Stock Exchange Corp.*, Stewardship Principles for Institutional Investors, 2016; zur Veranlassung durch die Financial Supervisory Commission *dies.*, Stewardship Principles for Institutional Investors, Draft for Public Comment, 2015, S. 1.

Konsultationsentwurf belegt, dass Taiwan unter dem Eindruck des internationalen und regionalen Trends zu Stewardship-Kodizes Anschluss halten wollte.<sup>169</sup> Konkret berücksichtigt der taiwanische Kodex die Erfahrungen in Großbritannien, Japan, Hongkong und Malaysia, um hierzu abgestimmte Regeln vorzulegen.<sup>170</sup> Die taiwanischen Stewardship Principles zielen auf langfristige Werterhöhung und bessere Corporate Governance, die auch Industrie, Wirtschaft und Gesellschaft zugutekommen.<sup>171</sup> Wie beim britischen Vorbild und in Hongkong können laut erläuternder Leitlinie Umwelt und Soziales Gegenstand des Engagements sein, müssen es aber nicht.<sup>172</sup> Flankierend hat die taiwanische Börse ihre Corporate-Governance-Prinzipien um einen Abschnitt über „Enabling Interaction with Shareholders“ ergänzt.<sup>173</sup> Auch insoweit folgte die Börse ausländischen Vorbildern.<sup>174</sup>

Inhaltlich sind vor allem drei Punkte hervorzuheben: Erstens verlangen die taiwanischen Stewardship-Prinzipien, anders als das britische Vorbild, aber im Anschluss an Japan (vor der Revision 2017) und Malaysia keine Bereitschaft zu kollektivem Engagement. Sie benennen es lediglich als zulässige Option.<sup>175</sup> Zweitens dürfen ausländische institutionelle Investoren, die einen anderen Kodex mit ähnlichen Zielen unterzeichnet haben, auf ihre Stewardship-Berichterstattung im Heimatland verweisen und nach Anzeige gegenüber der zuständigen taiwanischen Stelle trotzdem Unterzeichner der taiwanischen Stewardship Principles werden.<sup>176</sup> Drittens liefern die Stewardship Principles eine knapp dreiseitige Vorlage für das gewünschte Statement institutioneller Investoren mit.<sup>177</sup>

#### ee) Thailand

Mit nur kurzem Abstand zu Taiwan hat 2017 die thailändische Securities and Exchange Commission (SEC Thailand) einen neuen Corporate Governance Code – er ersetzt die bisherigen Principles of Good Governance for Listed Companies 2012 – sowie einen Investment Governance Code für institutionelle Investoren verabschiedet.<sup>178</sup>

<sup>169</sup> *Taiwan Stock Exchange Corp.*, Stewardship Principles for Institutional Investors, Draft for Public Comment, 2015, S. 2–3. So verwies der Entwurf neben der Vorreiterrolle des Vereinigten Königreichs auf die Entwicklungen in der Schweiz, Italien, den Niederlanden, die OECD Principles of Corporate Governance von 2015 sowie Japan, Malaysia und Hongkong (a. a. O., S. 1–2), ferner auf Kodizes in Kanada, Kenia und Südafrika (a. a. O., S. 10, Annex 1). In der Erarbeitungsphase stellte zudem ein Vertreter von Hermes/EOS das eigene Stewardship-Programm vor, siehe die Präsentation von *Hans Christoph Hirt*, dies., Stewardship Principles for Institutional Investor Seminar, 2016, S. 27–34.

<sup>170</sup> *Taiwan Stock Exchange Corp.*, Stewardship Principles for Institutional Investors, Draft for Public Comment, 2015, S. 3.

<sup>171</sup> Dies., Stewardship Principles for Institutional Investors, 2016, S. 2.

<sup>172</sup> Dies., Stewardship Principles for Institutional Investors, 2016, S. 8, Guideline 3-2.

<sup>173</sup> Dies., TWSE releases amended „Corporate Governance Best-Practice Principles for TWSE/TPEX Listed Companies“, 14.10.2016.

<sup>174</sup> Konkret den G20/OECD Principles of Corporate Governance sowie Corporate Governance Kodizes des Vereinigten Königreichs und Japans, dies., TWSE releases amended „Corporate Governance Best-Practice Principles for TWSE/TPEX Listed Companies“, 14.10.2016, Rn. 1.

<sup>175</sup> Dies., Stewardship Principles for Institutional Investors, 2016, S. 9 Guideline 4-3; dies., Stewardship Principles for Institutional Investors, Draft for Public Comment, 2015, S. 15.

<sup>176</sup> *Taiwan Stock Exchange Corp.*, Stewardship Principles for Institutional Investors, 2016, S. 3.

<sup>177</sup> Dies., Stewardship Principles for Institutional Investors, 2016, S. 12–14.

<sup>178</sup> *SEC Thailand*, Corporate Governance Code, 2017; *SEC Thailand*, Investment Governance Code, 2017. Zum Entstehungsprozess siehe *SEC Thailand*, Public hearing document Corporate Governance

Der Corporate Governance Code richtet sich an Verwaltungsräte börsennotierter Gesellschaften und betrifft anders als sein Vorgänger neben wirtschaftlichen Faktoren die Verantwortung für Stakeholder, Umwelt und Soziales sowie ethisches Verhalten (Good Corporate Citizen).<sup>179</sup> Nachhaltigkeit und dauerhafte Wertschöpfung werden als Einheit gesehen.<sup>180</sup> Zudem gilt statt *comply or explain* nun *apply or explain*. Inwieweit dies eine Änderung bedeutet, erscheint unsicher.<sup>181</sup> Inhaltlich beruft sich SEC Thailand vor allem auf die G20/OECD Principles of Corporate Governance von 2015.<sup>182</sup>

Bei dem Investment Governance Code (I Code) handelt es sich im Ausgangspunkt um einen Stewardship Code nach britischem Vorbild.<sup>183</sup> Stewardship bezieht die Einleitung zum Kodex auf langfristige Ziele.<sup>184</sup> Zugleich soll der Investment Governance Code nach dem Vorbild Malaysias und Südafrikas nicht nur dem Kundeninteresse dienen, sondern auch die Investment Governance stärken und börsennotierte Unternehmen vermittelt über die Investoren anhalten, Umwelt, Soziales und Corporate Governance zu beachten.<sup>185</sup> Folgerichtig empfiehlt der Kodex neben aktiver Überwachung und gegebenenfalls Engagement,<sup>186</sup> Politiken zur Stimmrechtsausübung sowie Bereitschaft zu kollektivem Engagement<sup>187</sup> auch ESG-Faktoren bei Investitionsentscheidungen einzubeziehen.<sup>188</sup> Als Hybrid aus Nachhaltigkeits- und Stewardship-Kodex beruft er sich neben Stewardship-Kodizes auf Nachhaltigkeitskodizes wie den UN Global Compact.<sup>189</sup>

---

Code, 22.07.2016 und *dies.*, Public Hearing Document Investment Governance Code: I Code for Institutional Investors, 29.08.2016.

<sup>179</sup> SEC Thailand, Corporate Governance Code, 2017, S. 76, Principle 1.2.

<sup>180</sup> Die Einleitung zum Kodex bezieht Corporate Governance auf Wertschöpfung in langfristiger Perspektive und verbindet dies mit Nachhaltigkeit als guter „corporate citizen“ sowie Verantwortung für Gesellschaft und Umwelt (*dies.*, Corporate Governance Code, 2017, S. 69 f., 73; ebenso schon *dies.*, Public hearing document Corporate Governance Code, 22.07.2016, S. 3, 5).

Der Kodex selbst setzt dies mit gewissen Unschärfen um: Generell gibt er als Ziel nachhaltige Wertschöpfung aus (Principle 1.2: „sustainable value creation“; Principle 2.1: „promote sustainability“, *dies.*, Corporate Governance Code, 2017, S. 76–77; ebenso schon *dies.*, Public hearing document Corporate Governance Code, 22.07.2016, S. 8–9). Bei der Vergütung betont er kurz- wie langfristige Ziele (Principle 3.4, ebenso schon *dies.*, Public hearing document Corporate Governance Code, 22.07.2016, S. 10). Vor allem bei der Förderung von Innovation hebt er auch die Verantwortung für Soziales und Umwelt hervor, allerdings abgeschwächt im Vergleich zum Konsultationsdokument (Principle 5, a. a. O., S. 81).

<sup>181</sup> Das Konsultationsdokument hatte *apply or explain* noch dergestalt definiert, dass der Verwaltungsrat die statuierten Prinzipien umsetzen muss, aber statt der formulierten Best Practices andere Maßnahmen mit dem gleichen Ziel ergreifen darf (SEC Thailand, Public hearing document Corporate Governance Code, 22.07.2016, S. 5).

Die verabschiedete Fassung hält am Übergang von *comply or explain* zu *apply or explain* fest, definiert aber Letzteres in der Sache wie Ersteres, d. h., eine Nichtumsetzung („cannot be applied or are not applicable“) ist zugelassen.

<sup>182</sup> Zum Ganzen *dies.*, Corporate Governance Code, 2017, S. 69 f. inkl. Fn. 2. Unter den Nachweisen finden sich zudem unter anderem der britische, malaysische und südafrikanische Corporate Governance Kodex (a. a. O., S. 126).

<sup>183</sup> Deutlich *dies.*, Investment Governance Code, 2017, S. 32: „This I Code derives from the principles set out in the UK Stewardship Code.“; siehe zudem *dies.*, Investment Governance Code, 2017, S. 32 f. (Adressaten des Kodex), S. 34 Principle 4.2. (*comply or explain*).

<sup>184</sup> SEC Thailand, Investment Governance Code, 2017, S. 31.

<sup>185</sup> *Dies.*, Investment Governance Code, 2017, S. 31, sowie Principles 1.1.2 (S. 37), 1.3.1 (S. 39), 3.3 (S. 43), 3.5 (S. 44), 6.1 (S. 50).

<sup>186</sup> Dazu Principles 3 und 4, *dies.*, Investment Governance Code, 2017, S. 42–47.

<sup>187</sup> Principles 5 und 6, *dies.*, Investment Governance Code, 2017, S. 48–50.

<sup>188</sup> *Dies.*, Investment Governance Code, 2017, S. 43 Principle 3.3.

<sup>189</sup> *Dies.*, Investment Governance Code, 2017, S. 31 f., 52; *dies.*, Public Hearing Document Investment Governance Code: I Code for Institutional Investors, 29.08.2016, S. 2 f., 20.

*ff) Singapur, Südkorea, Indien*

In Singapur hat eine Singapore Stewardship Principles Working Group aus Verbänden von Investoren, Direktoren, Bilanzprüfern sowie einzelnen ausländischen Organisationen im November 2016 mit dem Placet der zuständigen Regulierungsbehörde (Monetary Authority of Singapore, MAS)<sup>190</sup> Singapore Stewardship Principles for Responsible Investors vorgelegt.<sup>191</sup> Deren Präambel versteht Stewardship dezidiert als Mittel der *Short-termism*-Bekämpfung.<sup>192</sup> Das gewählte Mittel fällt indes sehr vorsichtig aus: Es geht ausdrücklich nur um breite Prinzipien, die es jedem einzelnen Investor überlassen, ob er sie beachtet.<sup>193</sup> Inhaltlich orientieren sich die *principles* gleichwohl sehr stark am britischen Stewardship Code. Wie das britische Vorbild nennen sie Soziales und Umwelt nur als mögliche unter vielen anderen Themen für Investorenengagement<sup>194</sup> und bevorzugen Engagement auf Basis vertraulicher Diskussionen.<sup>195</sup>

In Südkorea drängte die Financial Services Commission (FSC) bereits seit 2014 intensiv auf einen Stewardship Code und setzte sich damit nach längerem Widerstand der Wirtschaft durch.<sup>196</sup> Seit Dezember 2016 liegt ein eigener südkoreanischer Stewardship-Kodex vor, der sich am japanischen Stewardship Code orientiert: Wie dieser folgt er dem britischen Modell mit den zwei Besonderheiten, dass er kein Zusammenwirken der Investoren empfiehlt, dafür aber vertieftes Wissen über die jeweilige Portfoliogesellschaft fordert.<sup>197</sup>

In Indien ist zum Finanzjahr 2017/2018 ein Stewardship-Kodex für Versicherer zu beachten.<sup>198</sup> Er besteht wie das britische Vorbild aus sieben Prinzipien, auf deren Grundlage Versicherungsunternehmen eine Politik erstellen sollen, die der Verwaltungsrat der Gesellschaft billigen und die anschließend auf der Homepage der Gesellschaft veröffentlicht werden muss.<sup>199</sup>

Anfang Oktober 2017 hat zudem ein vom Securities and Exchange Board of India (SEBI) beauftragtes Komitee<sup>200</sup> einen Bericht zu diversen aktuellen Themen der Corporate Governance vorgelegt, der eingangs einen globalen, auch in Indien offensichtli-

<sup>190</sup> Tee, Corporate Governance – A Collaborative Effort, 26.09.2016.

<sup>191</sup> *Stewardship Asia*, Singapore Stewardship Principles For Responsible Investors, November 2016.

<sup>192</sup> *Dass.*, Singapore Stewardship Principles For Responsible Investors, November 2016, S. 3.

<sup>193</sup> *Dass.*, Singapore Stewardship Principles For Responsible Investors, November 2016, S. 3 (Preamble).

<sup>194</sup> *Dass.*, Singapore Stewardship Principles For Responsible Investors, November 2016, S. 6 Principle 2.3.

<sup>195</sup> *Dass.*, Singapore Stewardship Principles For Responsible Investors, November 2016, S. 7 Principle 3.4.

<sup>196</sup> Suk-ye, Korean Stewardship Code: Financial Services Commission Concentrating on Stewardship Code, 14.02.2017 <<http://www.businesskorea.co.kr/english/news/money/17284-korean-stewardship-code-financial-services-commission-concentrating-stewardship>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>197</sup> Chow, in: Hermes EOS (Hrsg.), Public Engagement Report Q4 2016, 2017, S. 12, 13.

<sup>198</sup> *Insurance Regulatory and Development Authority of India*, Guidelines on Stewardship Code for Insurers in India, 22.03.2017 <[https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGuidelines\\_Layout.aspx?page=PageNo3096](https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGuidelines_Layout.aspx?page=PageNo3096)> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>199</sup> *Dies.*, Exposure Draft, 19.01.2017 <[https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGeneral\\_Layout.aspx?page=PageNo3054&flag=1](https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGeneral_Layout.aspx?page=PageNo3054&flag=1)> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>200</sup> Alle 23 Mitglieder, die sich aus Vertretern von Ministerien, Beratern, Berufs- und Wirtschaftsvereinigungen sowie einem Wissenschaftler zusammensetzten, sowie die *terms of reference* des Komitees sind abgedruckt in *SEBI Committee on Corporate Governance*, Report of the Committee on Corporate Governance, October 5, 2017, S. 1–2.

chen obsessiven Fokus auf kurzfristige Ergebnisse beklagt.<sup>201</sup> Das Komitee unterbreite- te zahlreiche Vorschläge, um eine Ausrichtung auf langfristige Wertschöpfung zu stärken und die Interessen der Aktionäre zu schützen.<sup>202</sup> Unter anderem empfahl es einen einheitlichen Stewardship-Kodex für alle institutionellen Investoren in Indien<sup>203</sup> und Leitlinien für eine freiwillige Offenlegung der mittel- und langfristigen Strategie von Unternehmen im Jahresbericht.<sup>204</sup> Boards sollen sich konstruktiv mit langfristigen institutionellen Aktionären auseinandersetzen und über strategische Fragen austauschen.<sup>205</sup>

### gg) Australien

Australien wurde von der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009 vergleichsweise wenig getroffen. Entsprechend verhalten blieben Forderungen, institutionelle Investoren stärker in die Pflicht zu nehmen.<sup>206</sup> Trotzdem intensivierte sich auch in Australien nach der Finanzkrise die Debatte um schädlichen *Short-termism*.<sup>207</sup> Ein offiziöser Stewardship-Kodex fehlt bislang. Allerdings bestehen seit Längerem einschlägige untergesetzliche Vorgaben:

Zum einen fordern die Corporate-Governance-Regeln der Australian Securities Exchange (ASX), die auf *comply or explain* basieren, bereits seit ihrer Erstfassung 2003, dass Gesellschaften eine Strategie zur effektiven Kommunikation mit Aktionären unterhalten und veröffentlichen sowie die Teilnahme von Aktionären fördern.<sup>208</sup>

Zum anderen bestehen Branchenleitlinien für Fondsmanager, insbesondere vonseiten des Financial Services Council (FSC).<sup>209</sup> Eine ähnliche Politik vertritt seit einiger Zeit der Australian Council of Superannuation Investors (ACSI). Beide fordern Fondsmanager auf, ihre Aktionärsrechte auszuüben und sich in ihren (Portfolio-)Gesellschaften zu engagieren, sowohl in Bezug auf Corporate Governance als auch hinsichtlich Umwelt und Sozialem. Herkömmlich steht dabei das sog. IFSA Blue Book<sup>210</sup> im Vor-

<sup>201</sup> Dass., Report of the Committee on Corporate Governance, October 5, 2017, S. 5.

<sup>202</sup> Dass., Report of the Committee on Corporate Governance, October 5, 2017, S. 6.

<sup>203</sup> Dass., Report of the Committee on Corporate Governance, October 5, 2017, S. 93 f.

<sup>204</sup> Dass., Report of the Committee on Corporate Governance, October 5, 2017, S. 72 f. Um Unterschieden zwischen Unternehmen und Sektoren Rechnung zu tragen, soll dabei jede Gesellschaft ihren zeitlichen Rahmen mit Blick auf die lange und kurze Frist selbst definieren. Die Offenlegung selbst soll ausdrücklich nur innerhalb der Grenzen der wettbewerblichen Position erfolgen und langfristige Maße angeben, anhand derer sich der Fortschritt bei der Umsetzung der Strategie überprüfen lässt.

<sup>205</sup> Dass., Report of the Committee on Corporate Governance, October 5, 2017, S. 7.

<sup>206</sup> Kirkpatrick/Lehuedé/Hoki, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 2011, S. 76; zu den relativ geringen Auswirkungen der Finanzkrise in Australien auch Mallin, *Corporate governance*<sup>5</sup>, 2016, S. 351.

<sup>207</sup> Siehe etwa das Forum über „*Short-termism: Challenges and Resolutions*“, für einen Überblick *Gallery/Gallery*, 19 *Australian Acc. Rev.* 275 (2009); sodann im Einzelnen *Irving*, 19 *Australian Acc. Rev.* 278 (2009); *Drew*, 19 *Australian Acc. Rev.* 295 (2009); *Nicholson/Cook*, 19 *Australian Acc. Rev.* 303 (2009); *Nesbitt*, 19 *Australian Acc. Rev.* 314 (2009); ferner zu Bedenken gegen kurzfristige Orientierung institutioneller Investoren in Australien *Kirkpatrick/Lehuedé/Hoki*, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 2011, S. 78, 85.

<sup>208</sup> Für die aktuelle Fassung siehe *ASX Corporate Governance Council*, *Corporate Governance Principles and Recommendations*<sup>3</sup>, 2014, S. 26 f.; zur ersten und zur aktuellen Fassung Mallin, *Corporate governance*<sup>5</sup>, 2016, S. 353, 355, 357 f.

<sup>209</sup> Bis 2010: Investment and Financial Services Association (IFSA).

<sup>210</sup> *Investment and Financial Services Association (IFSA)*, *Corporate Governance: A Guide for Fund Managers and Corporations*, June 2009, S. 11–15; zur Politik des ACSI konzis *Australian Council of Superannuation Investors (ACSI)*, *ACSI Beliefs*.

dergrund.<sup>211</sup> Mitte 2017 hat es der FSC durch einen neuen FSC Standard 23: Principles of Internal Governance and Asset Stewardship<sup>212</sup> ersetzt, der ab Mitte 2018 für Vollmitglieder verbindlich ist. Er funktioniert wie ein Stewardship-Kodex per *comply or explain* und bezieht sich auf Stewardship-Kodizes anderer Rechtsordnungen. Zugleich bestehen in zweierlei Richtung Besonderheiten: Einerseits ist der Standard weniger als andere Stewardship-Kodizes Ausdruck einer bestimmten Verhaltenserwartung. Vielmehr will er durch Offenlegung erst die Herausbildung einer als gut anerkannten Praxis fördern.<sup>213</sup> Andererseits, und in gewissem Kontrast hierzu, geht der Standard in zwei Punkten weiter als international üblich: Erstens widmet er seinem Anwendungsbereich relativ viel Aufmerksamkeit.<sup>214</sup> Zweitens erstreckt er sich im Vergleich weiter und prononcierter auch auf die interne Governance des Vermögensverwalters.<sup>215</sup>

Der Australian Council of Superannuation Investors (ACSI) ist im Mai 2018 mit einem eigenen, auf Freiwilligkeit basierenden Australian Asset Owner Stewardship Code für australische Beteiligungen australischer Investoren nachgezogen.<sup>216</sup> Der Kodex enthält sechs Prinzipien samt knapper *guidance*, über deren Umsetzung die Unterzeichner nach dem Muster „if not, why not“ berichten sollen. Die Unterzeichner sollen auf einer Homepage des ASCI aufgeführt werden, die zugleich die jeweiligen *stewardship statements* verlinkt, welche ab September 2019 anstehen. Konzeptionell trennt der Kodex Stewardship und Nachhaltigkeits- sowie ESG-Politiken, betrachtet beide aber als verwandt (*related*).<sup>217</sup> Dementsprechend führt die *guidance* zu den jeweiligen Prinzipien vielfach ESG-Aspekte als mögliche Themen für Stewardship auf.

Inwieweit diese Bemühungen in der Praxis eine effektive Stewardship bewirken werden, ist offen. Jedenfalls bisher bestanden zum Teil ähnliche Probleme wie in anderen Rechtsordnungen, namentlich Rechtsunsicherheit bei kollektivem Engagement durch drohendes Acting in Concert.<sup>218</sup> Auch in Australien versucht man dem durch behördliche Auslegungshilfe beizukommen.<sup>219</sup>

<sup>211</sup> Siehe dazu im Einzelnen, insbesondere zu den Leitlinien des FSC, *Kirkpatrick/Lehuedé/Hoki, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 2011, S. 75, 77–83; *Securities and Futures Commission (SFC), Consultation Paper on the Principles of Responsible Ownership*, 02.03.2015, S. 10 f. Rn. 44–48.

<sup>212</sup> *Financial Services Council (FSC), FSC Standard 23: Principles of Internal Governance and Asset Stewardship*, July 2017.

<sup>213</sup> *Ders.*, FSC Standard 23: Principles of Internal Governance and Asset Stewardship, July 2017, S. 8.

<sup>214</sup> *Ders.*, FSC Standard 23: Principles of Internal Governance and Asset Stewardship, July 2017, S. 4–6.

<sup>215</sup> *Ders.*, FSC Standard 23: Principles of Internal Governance and Asset Stewardship, July 2017, S. 9.

<sup>216</sup> *Australian Council of Superannuation Investors (ACSI), Australian Asset Owner Stewardship Code*, May 2018; ergänzend *ders.*, *Australian Asset Owner Stewardship Code – Frequently Asked Questions*, May 2018 sowie *ders.*, *Australian first stewardship code for asset owners unveiled*, 17 May 2018.

<sup>217</sup> *Australian Council of Superannuation Investors (ACSI), Australian Asset Owner Stewardship Code*, May 2018, S. 8; etwas unklar hingegen die Definition von Stewardship in *ders.*, *Australian Asset Owner Stewardship Code – Frequently Asked Questions*, May 2018, S. 1.

<sup>218</sup> Dazu *Kirkpatrick/Lehuedé/Hoki, The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 2011, S. 82, 85.

<sup>219</sup> Siehe *ASIC, Regulatory Guide 128*, June 2015.

## d) Nord- und Südamerika

## aa) Kanada

In Nordamerika setzt sich der Stewardship-Gedanke zunehmend durch. In Kanada, dessen Gesellschaftsrecht noch bis 1949 Hand in Hand mit dem englischen ging,<sup>220</sup> veröffentlichte eine Vereinigung führender kanadischer institutioneller Investoren, die Canadian Coalition for Good Governance (CCGG) bereits 2005 ein Statement of Principles Regarding Member Activism. Als 2010 der UK Stewardship Code entstand, baute die Vereinigung ihr Statement zu einem Katalog von fünf Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement aus.<sup>221</sup> Sie richten sich am Ziel langfristiger Wertsteigerung zugunsten der Aktionäre aus und decken im Wesentlichen die Themen des UK Stewardship Code ab,<sup>222</sup> allerdings ohne einen Comply-or-Explain-Mechanismus. Zusätzlich fordert Principle 4 von institutionellen Investoren Monitoring und Engagement in Bezug auf Regulierer und Politiker.

Die Literatur rechnet Einflussnahmen der CCGG und ihrer Mitglieder im Wesentlichen dem defensiven Aktionärsaktivismus zu, der bezweckt, den Wert bestehender Investments zu schützen, aber nicht offensiv Beteiligungen sucht, deren Wert durch Governance-Veränderungen gesteigert werden könnte.<sup>223</sup> Zu den Mitgliedern zählt das Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB), das sich stark in der *Short-termism*-Debatte nach der Finanzkrise hervorgetan hat.<sup>224</sup>

## bb) USA

In den USA erlebt der Stewardship-Gedanke seit 2016 einen deutlichen Schub. *Martin Lipton*, der langjährig erprobte Kämpfer der US-*Short-termism*-Debatte, hat 2016 für ein Gremium des World Economic Forum ein Grundsatzpapier zu einem an den US-Verhältnissen ausgerichteten „New Paradigm“ für eine Corporate-Governance-Partnerschaft zwischen Unternehmen und Investoren verfasst, die langfristig nachhaltiges Investieren und Wachstum anstrebt.<sup>225</sup> Es beruft sich auf zahlreiche private Initiativen zur *Short-*

<sup>220</sup> Vor 1949 war das kanadische Common Law der *corporations* im Wesentlichen identisch mit dem englischen Recht, *MacIntosh*, in: Paolini (Hrsg.), *Research handbook on directors' duties*, 2013, S. 44, 46 f.

<sup>221</sup> *Canadian Coalition for Good Governance (CCGG)*, *Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement*, December 2010.

<sup>222</sup> Überwachung, Stimmrechtsausübung, (insbesondere: informelles und kollaboratives) Engagement zu Governance-Fragen sowie Transparenz über Abstimmungspolitik und Stimmverhalten.

<sup>223</sup> So *Cheffins*, 47 *UBC Law Rev.* 1, 7–8 (2014); dessen ungeachtet haben einzelne Mitglieder der CCGG vereinzelt mit aktivistischen Hedgefonds paktiert, siehe etwa *ders.*, 47 *UBC Law Rev.* 1, 26 f. (2014).

<sup>224</sup> Dazu oben 4. Teil, § 1, S. 730 ff., Text bei Fn. 30–37 auf S. 732–733.

<sup>225</sup> *International Business Council of the World Economic Forum*, *The New Paradigm*, 02.09.2016 <<https://web.archive.org/web/20161213023702/http://www.amgovcollege.org/uploads/7/8/4/7/78472964/international-business-council-of-the-world-economic-forum-the-new-paradigm.pdf>> (geprüft am 31.03.2021); dazu auch knapp *Lipton*, *Corporate Governance – The New Paradigm*, 01.09.2017 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/09/01/corporate-governance-the-new-paradigm-2/#more-101200>> (geprüft am 11.06.2020).

*termism*-Bekämpfung<sup>226</sup> sowie auf Beiträge aus der US-Debatte<sup>227</sup> und propagiert eine langfristig ausgerichtete dialogische Beziehung zwischen Investoren und großen börsennotierten Gesellschaften, die Strategie und Nachhaltigkeit (CSR, ESG) umfasst und sich als Gegensatz zu kurzfristigem Gewinnstreben versteht.<sup>228</sup> Zugleich betont *Lipton* nun unter Verweis auf Bestrebungen der Europäischen Kommission, dass ohne private Initiative eine übermäßig strenge, breite und kostspielige Regulierung drohe.<sup>229</sup>

In etwa zeitgleich veröffentlichte eine prominente Gruppe von Investoren, Bank-, Fonds- und Unternehmensmanagern, darunter neben dem Initiator *Jamie Dimon* (JP-Morgan Chase) etwa *Warren Buffett*, *Larry Fink* (BlackRock) *Jeff Immelt* (GE) und *Jeff Ubben* (ValueAct Capital) Mitte 2016 einen neunseitigen Katalog von „Commonsense Corporate Governance Principles“, der generell eine langfristige Orientierung anmahnt und mehrere Themen aus der US-*Short-termism*-Debatte aufnimmt.<sup>230</sup> Unter anderem fordern die Commonsense Principles, dass das Board seine Ansichten verlässlich gegenüber den Aktionären kommuniziert.<sup>231</sup> Auf der anderen Seite sollten Vermögensverwalter ihre Stimmrechte sorgsam im langfristigen Kundeninteresse ausüben und entsprechende Leitlinien und Verfahren offenlegen. Wo angemessen sollten sie sich engagieren, um gegenseitiges Verständnis bemühen und kritische Punkte frühestmöglich ansprechen.<sup>232</sup> Das Monitoring Committee des niederländischen Corporate Governance Kodex hat hierin einen möglichen ersten Schritt zu einem US-amerikanischen Corporate Governance und Stewardship Code erblickt.<sup>233</sup> Die weitere Entwicklung geht in der Tat in diese Richtung.

So hat Anfang 2017 eine illustre Investor Stewardship Group Corporate Governance Principles<sup>234</sup> und Stewardship Principles<sup>235</sup> für börsennotierte US-amerikanische Gesell-

<sup>226</sup> *International Business Council of the World Economic Forum*, The New Paradigm, 02.09.2016 <<https://web.archive.org/web/20161213023702/http://www.amgovcollege.org/uploads/7/8/4/7/78472964/international-business-council-of-the-world-economic-forum-the-new-paradigm.pdf>>, S. 1 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>227</sup> *Ders.*, The New Paradigm, 02.09.2016 <<http://www.amgovcollege.org/uploads/7/8/4/7/78472964/international-business-council-of-the-world-economic-forum-the-new-paradigm.pdf>>, S. 5 f. (geprüft am 06.03.2018).

<sup>228</sup> *Ders.*, The New Paradigm, 02.09.2016 <<https://web.archive.org/web/20161213023702/http://www.amgovcollege.org/uploads/7/8/4/7/78472964/international-business-council-of-the-world-economic-forum-the-new-paradigm.pdf>>, S. 2 f., 8 ff. (geprüft am 11.06.2020)

<sup>229</sup> *Ders.*, The New Paradigm, 02.09.2016 <<https://web.archive.org/web/20161213023702/http://www.amgovcollege.org/uploads/7/8/4/7/78472964/international-business-council-of-the-world-economic-forum-the-new-paradigm.pdf>>, S. 7 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>230</sup> *Armour/Barra/Buffett u. a.*, Commonsense Principles of Corporate Governance <[http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/GovernancePrinciples\\_Principles.pdf](http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/GovernancePrinciples_Principles.pdf)> (geprüft am 11.06.2020). Zu dieser Initiative sowie den Reaktionen in den USA und Deutschland bereits oben 4. Teil, § 3 I.1.c), S. 746, Text bei und in Fn. 31–32, S. 746.

<sup>231</sup> *Dies.*, Commonsense Principles of Corporate Governance <[http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/GovernancePrinciples\\_Principles.pdf](http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/GovernancePrinciples_Principles.pdf)>, S. 3 unter II.a. (geprüft am 11.06.2020).

<sup>232</sup> *Dies.*, Commonsense Principles of Corporate Governance <[http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/GovernancePrinciples\\_Principles.pdf](http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/GovernancePrinciples_Principles.pdf)>, S. 8 f. (geprüft am 11.06.2020), unter „VIII. Asset Managers’ Role in Corporate Governance“.

<sup>233</sup> *Monitoring Committee Corporate Governance Code*, Monitoring Report on the 2015 Financial Year, December 2016, S. 41.

<sup>234</sup> *Investor Stewardship Group*, Corporate Governance Principles For U. S. Listed Companies, 2017 <<https://www.isgframework.org/corporate-governance-principles/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>235</sup> *Dies.*, Stewardship Principles, 2017 <<https://www.isgframework.org/stewardship-principles/>> (geprüft am 11.06.2020).

schaften vorgelegt. Schon die Gründungsmitglieder der Gruppe vereinen erhebliches Durchsetzungspotenzial: Zu ihnen gehören die größten US-Vermögensverwalter,<sup>236</sup> einige wichtige US-Pensionsfonds<sup>237</sup> sowie mehrere ausländische Fonds bzw. Verwalter, darunter der Staatsfonds Singapurs.<sup>238</sup> Die Corporate Governance Principles fassen die Governance-(Mindest-)Erwartungen der beteiligten Investoren an Unternehmen zusammen. Sie beinhalten bekannte Forderungen,<sup>239</sup> die allerdings zum Teil in der *Short-termism*-Debatte hoch kontrovers sind,<sup>240</sup> und sollen ab 2018 angewandt werden. Bis dahin wird ein Steering Committee einen Rahmen für die Investor Stewardship Group einrichten.<sup>241</sup> Ein förmlicher Comply-or-Explain-Mechanismus fehlt, Unternehmen werden aber aufgefordert zu begründen, wenn sie von den genannten Grundsätzen abweichen.

Die Stewardship Principles fallen im Vergleich knapper aus. Sie äußern in etwa die Erwartungen an Investoren und Vermögensverwalter, welche bereits die Commonsense Corporate Governance Principles formuliert haben.<sup>242</sup> Ergänzend appelliert Principle F an institutionelle Investoren, wo nötig zusammenzuarbeiten, um Annahme und Umsetzung der Stewardship Principles und Corporate Governance Principles zu fördern.

Die Stewardship Principles orientieren sich deutlich an den Stewardship-Kodizes anderer Rechtsordnungen.<sup>243</sup> In der Sache dürften sie auch und gerade dazu dienen, die

<sup>236</sup> Darunter BlackRock, Vanguard, State Street Global Advisors, TIAA Investments, T. Rowe Price.

<sup>237</sup> Darunter CalSTRS und das Florida State Board of Administration. Allerdings fehlen drei große und in Corporate-Governance-Angelegenheiten besonders aktive US Fonds, nämlich CalPERS, der New York State Comptroller und der New York City Comptroller. Ein Grund hierfür könnte sein, dass sich die *principles* auf einen Mindeststandard beschränken, der hinter den Politiken der zuletzt Genannten zurückbleibt. Weiterhin erscheint naheliegend, dass sie ihr Alleinstellungsmerkmal als Förderer hoher Governance-Standards nicht durch Mitgliedschaft in einer marktbreiten Vereinigung verwässern wollen, um die eigene differenzierte Wettbewerbsposition zu erhalten.

<sup>238</sup> Zum Ganzen *Investor Stewardship Group*, FAQ, 2017 <<https://www.isgframework.org/faq/>> (geprüft am 22.02.2017); Liste aller Unterzeichner unter *dies.*, Signatories and Endorsers <<https://www.isgframework.org/signatories-and-endorsers/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>239</sup> Treffend *Friedman*, Investor Coalition Publishes U. S. Stewardship Code, 09.02.2017 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/02/09/investor-coalition-publishes-u-s-stewardship-code/>> (geprüft am 11.06.2020): „The six governance principles within the Framework are already well known to companies.“; *Wilcox*, The Investor Stewardship Group: An Inflection Point in U. S. Corporate Governance?, 30.03.2017 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/30/the-investor-stewardship-group-an-inflection-point-in-u-s-corporate-governance/>> (geprüft am 11.06.2020): „They [The ISG’s six governance and six engagement principles] contain no surprises, are within established guidelines, are not overly prescriptive and do not expand shareholder rights or create new obligations for either companies or institutional investors.“

<sup>240</sup> Dies betrifft vor allem zwei Punkte: Erstens fordert Principle 1.2 eine jährliche Direktorenwahl und lehnt sog. *classified boards* ab. Dies entspricht einem jüngeren Trend in den USA, der Gegenstand sehr kontroverser Beiträge ist (dazu oben 4. Teil, § 3 II.2. c), S. 770 ff., Text bei Fn. 221–227, S. 774–775). Zweitens wendet sich Principle 2 gegen Abweichungen vom One-Share-One-Vote-Standard, den zahlreiche namhafte US-Technologieunternehmen wie Facebook und Google nicht einhalten. Dies begründen sie oft mit ihrer langfristigen Perspektive.

<sup>241</sup> *Investor Stewardship Group*, FAQ, 2017 <<https://www.isgframework.org/faq/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>242</sup> Ob diese beiden Initiativen koordiniert sind oder zumindest in der Sache ein gemeinsames Ziel erreichen sollen, geht aus den Dokumenten nicht hervor, siehe *Wilcox*, The Investor Stewardship Group: An Inflection Point in U. S. Corporate Governance?, 30.03.2017 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/30/the-investor-stewardship-group-an-inflection-point-in-u-s-corporate-governance/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>243</sup> *Ders.*, The Investor Stewardship Group: An Inflection Point in U. S. Corporate Governance?, 30.03.2017 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/30/the-investor-stewardship-group-an-inflection-point-in-u-s-corporate-governance/>> (geprüft am 11.06.2020).

Kräfte der beteiligten Investoren zur Durchsetzung der Corporate Governance Principles zu bündeln.

*Martin Lipton* hat die Initiative als Absage an *Short-termism* und konfrontativen Aktionärsaktivismus gelobt. Er kann darauf verweisen, dass sie sich als Beitrag zu langfristiger Wertschöpfung in den USA versteht, muss aber einräumen, dass die Stewardship Principles sich abschließend klarer Aussagen enthalten.<sup>244</sup> Die Corporate Governance Principles befürworten mit jährlicher Direktorenwahl und *one share, one vote* sogar dezidiert zwei Grundsätze aus dem Lager jener, die *Short-termism* nicht als Problem anerkennen.<sup>245</sup> Insofern mag hier eine Portion taktischer Vereinnahmung eine Rolle gespielt haben. Die Bedeutung der Initiative ist dessen ungeachtet kaum zu unterschätzen, auch weil sie langjährigen Bemühungen um einen US-weiten Corporate Governance Kodex neues Leben einhaucht. Ob sie sich mit alledem tatsächlich als „inflection point in U. S. corporate governance“<sup>246</sup> erweisen wird, bleibt einstweilen abzuwarten.

#### cc) *Brasilien*

Auch in Südamerika ist das Stewardship-Momentum angekommen. In Brasilien hat die Vereinigung der Kapitalmarktinvestoren (*Associação de Investidores no Mercado de Capitais*) nach einem Entwurf<sup>247</sup> mit Konsultation<sup>248</sup> von Mitte 2016 im Oktober des gleichen Jahres einen Amec Stewardship Code vorgelegt.<sup>249</sup> Er beruft sich ebenfalls auf den UK Stewardship Code als führenden Kodex,<sup>250</sup> weicht allerdings insofern ab, als er – wie schon vielfach in Asien – auch die Einbeziehung von Umwelt und Sozialem neben Governance in den Investitionsprozess verlangt.<sup>251</sup> Nach einer Übergangsphase will Amec stichprobenartig überwachen, wie Unterzeichner den Kodex einhalten.<sup>252</sup>

<sup>244</sup> *Lipton*, Promoting Long-Term Value Creation – The Launch of the Investor Stewardship Group (ISG) and ISG’s Framework for U. S. Stewardship and Governance, 01.02.2017 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/02/01/promoting-long-term-value-creation-the-launch-of-the-investor-stewardship-group-isg-and-isgs-framework-for-u-s-stewardship-and-governance/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>245</sup> Dazu soeben Fn. 240.

<sup>246</sup> So mit einem Fragezeichen der Titel des Beitrags von *Wilcox*, The Investor Stewardship Group: An Inflection Point in U. S. Corporate Governance?, 30.03.2017 <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/30/the-investor-stewardship-group-an-inflection-point-in-u-s-corporate-governance/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>247</sup> *Associação de Investidores no Mercado de Capitais* (Amec), Amec Stewardship Code – Draft, 15.06.2016.

<sup>248</sup> Die Stellungnahmen auf die Konsultation, unter anderem der Weltbank, des International Corporate Governance Network und der CFA Society Brazil sind im Internet abrufbar, *dies.*, Contributions to Amec Stewardship Code are now available, 15.08.2016 <<https://www.amecbrasil.org.br/en/contributions-to-amec-stewardship-code-are-now-available/>> (geprüft am 11.06.2020).

<sup>249</sup> *Dies.*, Amec Stewardship Code, Oktober 2016.

<sup>250</sup> *Dies.*, Amec Stewardship Code, Oktober 2016, S. 2; die Präsentation anlässlich der Vorstellung des Kodex verwies zudem auf diverse andere Rechtsordnungen, *Saboya*, Amec Stewardship Code, Oktober 2016 <[http://www.amecbrasil.org.br/en/wp-content/uploads/2016/11/amec-apresentacao-Codigo-Stewardship\\_ingles.pdf?1487101936](http://www.amecbrasil.org.br/en/wp-content/uploads/2016/11/amec-apresentacao-Codigo-Stewardship_ingles.pdf?1487101936)>, S. 7–8 (geprüft am 11.06.2020).

<sup>251</sup> Principle 3, *Associação de Investidores no Mercado de Capitais* (Amec), Amec Stewardship Code, Oktober 2016, S. 6.

<sup>252</sup> *Dies.*, Amec Stewardship Code, Oktober 2016, S. 3; geplant ist eine Überwachung der Unterzeichner ab 2018, *Saboya*, Amec Stewardship Code, Oktober 2016 <[http://www.amecbrasil.org.br/en/wp-content/uploads/2016/11/amec-apresentacao-Codigo-Stewardship\\_ingles.pdf?1487101936](http://www.amecbrasil.org.br/en/wp-content/uploads/2016/11/amec-apresentacao-Codigo-Stewardship_ingles.pdf?1487101936)>, S. 17 (geprüft am 11.06.2020).

## e) Fazit

## aa) Motive und Grenzen der Rezeption von Stewardship

Die vorstehende *tour d'horizon* zeigt, dass sich Stewardship als Anforderung an institutionelle Aktionäre weltweit durchsetzt und zunehmend als Standardausstattung bedeutender Finanzplätze etabliert. Das Konzept profitiert dabei von inter- und supranationalen Multiplikatoren der *Short-termism*-Debatte sowie davon, dass sich viele Länder um einen zeitgemäßen und wettbewerbsfähigen Rechtsrahmen für ihren Kapitalmarkt bemühen. Dies hat wesentlich dazu beigetragen, dass sich Stewardship-Kodizes kaskadenartig in vielen asiatischen Staaten verbreiten konnten. In Europa haben die Legislativprojekte der Europäischen Kommission, vor allem die Reform der Aktionärsrichtlinie, mehrere Staaten (mit-)veranlasst, den Stewardship-Gedanken schon vorab zu rezipieren, etwa Dänemark, Deutschland und die Schweiz. Um internationalen Standards gerecht zu werden, beachten viele Regelgeber zudem das International Corporate Governance Network (ICGN), welches etwa die Verfasser des malaysischen Stewardship-Kodex beraten<sup>253</sup> und sich an der Konsultation in Brasilien beteiligt hat.<sup>254</sup>

Das Vereinigte Königreich hat mit dem UK Stewardship Code offenbar den Nerv einer zunehmend globalen *Short-termism*-Debatte getroffen. Dieser Befund ist ein Novum in der bisherigen Ideengeschichte. Zugleich ist er aber in zweierlei Hinsicht einzuschränken:

Dies betrifft erstens die Gründe der Rezeption. Der Exportschlager Stewardship Code zeigt, wie stark die Debatte um *Short-termism* nach der Finanzkrise Verhaltenserwartungen an (institutionelle) Aktionäre weltweit geändert hat. Hierin erschöpfen sich die Motive für Adaptionen des Stewardship Code aber nicht: Insbesondere in südostasiatischen Finanzplätzen und in Schwellenländern spielt das Motiv eine Rolle, den eigenen institutionellen Rahmen für ausländische Investoren attraktiv zu gestalten. Einige, etwa in Malaysia, stehen zudem in der Tradition enger rechtlicher Anlehnung an das britische Gesellschaftsrecht im Commonwealth. In Japan ist der Stewardship Code vorrangig Teil einer Wachstumsstrategie, welche der heimischen Wirtschaft Praktiken nahebringen soll, die andernorts in stärker ausgeprägter Form als Ausdruck kurzfristiger Orientierung gebrandmarkt worden sind. Welchen Stellenwert das Ziel, kurzfristige Orientierung einzudämmen, in diesem Potpourri von Motiven hat, lässt sich oft nicht genau nachvollziehen.

Zweitens ist Stewardship zwar insofern zu einem weltweiten Standardrezept der *Short-termism*-Bekämpfung avanciert, als die mittlerweile vielerorts vorhandenen Regelungen bzw. Kodizes Stewardship stets im Sinne (mittel- und) langfristigen Engagements einfordern. Weitere wichtige Gestaltungsparameter variieren allerdings:

Zunächst wird der Anwendungsbereich oft unterschiedlich detailliert geregelt. Er beschränkt sich zwar wohl überall auf heimische Investoren. Interessant ist aber der innovative Ansatz Taiwans, eine Art Anerkennungsverfahren für ausländische Investoren anzubieten, die einen Stewardship-Kodex ihres Herkunftsstaates befolgen.

<sup>253</sup> *Institutional Investor Council Malaysia*, Investor Stewardship and Future Key Priorities, 2016, S. 17.

<sup>254</sup> *International Corporate Governance Network (ICGN)*, ICGN response to the AMEC Stewardship Code consultation 2016, July 2016 <[http://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2016/08/Stewardship\\_ConsultaPublica\\_Contribuicao\\_ICGN.pdf](http://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2016/08/Stewardship_ConsultaPublica_Contribuicao_ICGN.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

Weiterhin ist das Maß zwingender Regulierung bei den Nachahmern teils niedriger, teils höher als beim britischen Original. Damit verbunden unterscheiden sich auch der Grad rechtlicher Verankerung sowie die Intensität von Durchsetzungsmechanismen, bei denen man entweder auf die Nachfrager setzt (Australien, Singapur, USA, Deutschland vor Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie-Änderungsrichtlinie), auf Selbstkontrolle und Lobbying in der Branche (Malaysia, Australien) oder auf Druck behördlicher, öffentlich geführter Listen, die mal strenger (mittlerweile im Vereinigten Königreich) und mal weniger streng geführt werden (Japan).

Außerdem weicht die Art und Weise des geforderten Engagements voneinander ab. Einzelne Staaten, vor allem Japan und ferner Südkorea, verlangen ausdrücklich vertieftes Wissen über Portfoliogesellschaften, Japan zudem einen relativ engmaschigen Dialog. Demgegenüber betont die deutsche Diskussion stark die eigenverantwortliche Leitungsbefugnis des Vorstands, die jedenfalls auch seit jeher die britische Diskussion hochhält.

In ähnlicher Weise binden die Kodizes kollektives Engagement unterschiedlich ein – in westlichen Industriestaaten oft empfehlend, in Malaysia und Taiwan rein erwähnend. Japan ist im Zuge der Kodexrevision 2017 zu Letzterem übergegangen, nachdem kollektives Engagement vorher ungenannt geblieben war.

Schließlich und insbesondere erhalten Aspekte sozial verantwortlichen und/oder ökologisch nachhaltigen Investierens unterschiedliches Gewicht: In vielen Schwellenländern und beim ICGN erscheinen sie nach dem Vorbild Südafrikas als integraler Teil des geforderten Verhaltens, andernorts und beim Original hingegen nur als fakultatives Element. Einen Mittelweg geht Hongkong, das relevante Stakeholder konkret benennt, Stewardship im Übrigen aber nicht notwendig mit CSR- bzw. ESG-Faktoren verbindet.

#### *bb) Die ambivalente Rolle privater Multiplikatoren*

Zu den Multiplikatoren bei der Verbreitung des Stewardship-Konzepts gehören neben rechtsvergleichenden Vorbildern sowie inter- und supranationalen Institutionen auch einflussreiche private Akteure. Bereits angesprochen wurde das International Corporate Governance Network (ICGN). Hinzu treten nationale und internationale Branchenverbände, insbesondere Investorenvereinigungen, die standardsetzend tätig werden. In Europa hat der EFAMA Code for External Governance mehrere nationale Mitgliedsverbände zu eigenen Stewardship-Leitlinien veranlasst. In Asien haben in Malaysia und Singapur Vereinigungen von Aktionären und Vermögensverwaltern an lokalen Stewardship-Kodizes mitgewirkt. Ähnliches gilt in Australien. Wichtig ist solchen Vereinigungen stets eine hinreichend flexible Ausgestaltung, die mit Standards bedeutender Märkte vereinbar ist. Der UK Stewardship Code konnte sich dabei als Leitmodell etablieren, das bei Bedarf punktuell angepasst oder erweitert wird.

Daneben gibt es nicht minder einflussreiche Einzelakteure, die ihre Vorstellungen, aber auch ihre Geschäftsmodelle und komparativen Vorteile in Marktstandards hineinzutragen versuchen. Solche Policy-Entrepreneure finden sich vor allem unter institutionellen Investoren und ihren Dienstleistern. Allen voran ist hier der auf Stewardship-Engagement spezialisierte Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater Hermes bzw. Hermes EOS zu nennen. Hermes hat schon in der britischen *Short-termism*-Debatte vor der Finanzkrise in ambivalenter Weise gewirkt.<sup>255</sup> Bei der internationalen Verbreitung

<sup>255</sup> Dazu oben 2. Teil, § 1 II.4. c)bb) und cc), S. 259 ff., 263 ff.

des Stewardship-Konzepts hat sich die Firma vielfach engagiert, so in Japan, Malaysia, Taiwan, Hongkong und Südkorea, bei den privaten Kodizes in Singapur und Brasilien war Hermes sogar am Entwurf beteiligt.<sup>256</sup> In Deutschland wirkte Hermes in der Initiative Developing Shareholder Communication,<sup>257</sup> die mit ihren kontroversen Leitsätzen die deutsche Debatte stark befeuerte und maßgeblich zu den einschlägigen Änderungen des DCGK beigetragen haben dürfte. Jedenfalls mit Blick auf die Aktivitäten der letzten Jahre muss man Hermes zugutehalten, dass die Lobbyarbeit recht transparent erfolgte und an Initiativen aus dem Markt oder von Regulierern anknüpfte. Länder mit unterentwickelten Kapitalmärkten erhalten so Expertise, die einen Anschluss an internationale Standards erleichtert. Dahinter steht indes keine Philanthropie. Vielmehr zeigt das Policy-Engagement von Hermes, dass Stewardship mittlerweile (auch) ein lukratives Geschäftsfeld geworden ist, für das rasch neue Märkte erschlossen werden. In der Sache propagiert Hermes klandestines Engagement, das dem eigenen Geschäftsmodell mit einer bekannten Marke, langjähriger Erfahrung und eingespielten Netzwerken entgegenkommt, aber die informationelle und sachliche Gleichbehandlung der Aktionäre bzw. Investoren bedrohen könnte.

---

<sup>256</sup> Hirt, Conquering the world – The success of stewardship codes, 03.03.2016 <<https://www.hermes-investment.com/nl/blog/eos/conquering-the-world-the-success-of-stewardship-codes/>> (geprüft am 11.06.2020) = Chow, in: Hermes EOS (Hrsg.), Public Engagement Report Q4 2016, 2017, S. 12, 13.

<sup>257</sup> Siehe den begleitenden Aufsatz von Hirt/Hopt/Mattheus, AG 2016, 725 ff.; der Mitautor Hans-Christoph Hirt ist bei Hermes in der Unternehmensführung als *director* tätig.



## 5. Teil:

# Schlussbetrachtung

## § 1 Zusammenfassung und Auswertung: Short-termism als eine der „Great debates in company law“

Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007 gilt kurzfristige Orientierung (*Short-termism*) von Investoren und Unternehmensleitungen als eine der wichtigsten Herausforderungen der aktuellen Corporate-Governance-Debatte.<sup>1</sup> Weltweit gehört das Thema zu den am häufigsten und heftigsten diskutierten Gegenwartsproblemen. Darauf bezogene Maßnahmen stehen international auf den politischen Agenden.<sup>2</sup>

Tatsächlich ist die Kontroverse um exzessiv kurzfristige Einflüsse im Kapitalgesellschaftsrecht aber nahezu so alt wie das Aktien- und Kapitalmarktrecht selbst. Pointiert lässt sich sagen, dass *Short-termism* nicht nur als Ursache der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/2008 genannt worden ist, sondern auch als Grund für nahezu jede größere Wirtschaftskrise seit dem 20. Jahrhundert,<sup>3</sup> ebenso wie für eine Reihe spektakulärer Unternehmensskandale. Die vorliegende Arbeit geht der Rezeptionsgeschichte von *Short-termism* als einer der „Great debates in company law“<sup>4</sup> erstmals rechts- und wirtschaftsgeschichtlich, rechtsvergleichend und rechtsökonomisch auf den Grund. Sie verfolgt die *Short-termism*-Debatte bis zu den Ursprüngen der modernen Aktiengesellschaft in den Handelskompanien des 17. und 18. Jahrhunderts und der zeitgenössischen klassischen Ökonomie zurück und untersucht die intensiven Kontroversen um kurzfristige Orientierung, welche in Kontinentaleuropa bereits seit der Zeit der Weimarer Republik und im angloamerikanischen Raum ab den 1930er Jahren aufgetreten sind. Dabei werden die Diskussionswellen seit den frühen 1980er Jahren dies- wie jenseits des Atlantiks häufiger und schlagen zunehmend höher.

Inhaltlich geht es im Kern darum, Akteure der Corporate Governance, vor allem Aktionäre, Investoren und Manager, stärker anzuhaltend, dass Aktiengesellschaften, die als Kapitalsammelstellen für große Investitionen mit langfristigem volkswirtschaftlichem Nutzen erdacht wurden, auch zum Wohle von Wirtschaft und Gesellschaft beitragen. Darin erschöpfen sich die Debatten um *Short-termism* aber nicht. Im Gegenteil lassen sich ihre wechselvollen Verläufe oft weniger aus dieser Sachfrage heraus verstehen als vielmehr aus den zeit-, wirtschafts- und ideengeschichtlichen Hintergründen sowie aus Kämpfen rivalisierender Interessen um die Ausgestaltung des Aktien- und Kapitalmarktrechts. Dabei wurden und werden die einzelnen Stränge der *Short-termism*-Debatte

---

<sup>1</sup> *McCahery/Vermeulen/Hisatake*, ECFR 10 (2013), 117, 126; in der Sache ebenso *Helms/Fox/Kenagy*, I.C.C.L.R. 23 (2012), 45, 54.

<sup>2</sup> *Brauer*, J. Bis. Ec. & Manage. 14 (2013), 386, 386 f.

<sup>3</sup> *Helms/Fox/Kenagy*, I.C.C.L.R. 23 (2012), 45.

<sup>4</sup> Angelehnt an den Titel von *Talbot*, *Great debates in company law*, 2014; *Talbot* erörtert (a. a. O., S. 51 ff.) Ausschnitte der jüngeren britischen und europäischen *Short-termism*-Diskussion.

wesentlich von Einflüssen bestimmt, die ähnlich bei anderen Grundfragen des Gesellschaftsrechts wirken. Der bedeutende österreichische Rechtswissenschaftler, Ministerialbeamte und Minister *Franz Klein* hat sie bereits 1904 treffend umrissen: Die innere Entwicklung der Aktiengesellschaft erweist sich als „das Werk unausgleichbarer Gegensätze, die durch die politische Geschichte sowie durch die Geschichte der Wirtschaft und des Geisteslebens in sie hineingetragen werden.“ *Klein* nannte neben dem Mehrheits-/Minderheitskonflikt den „Gegensatz zwischen dem ruhigen Privat- und dem spekulierenden Finanzkapital“ sowie den „Widerspruch zwischen Denken und Fühlen des Geldes und den Anforderungen, die sich aus den herrschenden politischen und philosophischen Lehren und aus den Veränderungen der Ideenwelt ergaben [...]“.<sup>5</sup> *Klein* beschrieb mit den zwiespältigen „Beziehungen zwischen Aktien- und Börsengesetzgebung“ auch schon einen weiteren Treiber: Die „Entfaltung des Aktienwesens setzt leichten Ab- und Umsatz von Aktien, eine aufnahmefähige Börse, einen lebhaften Effektenhandel voraus, aber dieser erleichtert zugleich Realisierung von Gründergewinnen, das Spiel in Aktien, das Marktmachen und Kursbewegungen, die außer allem Zusammenhange mit dem Geschäftsbetriebe und dem Geschäftsgange stehen. Und es ist bekanntlich keineswegs gerade immer von Vorteil für eine Aktiengesellschaft, wenn die Spekulation sich ihrer Glieder bemächtigt.“<sup>6</sup>

Solche Einflüsse durchziehen und prägen die Diskussion über mutmaßlich schädliche kurzfristige Orientierung im Kapitalgesellschaftsrecht, die dazugehörige ökonomische Ideengeschichte sowie die moderne ökonomische *Short-termism*-Theorie geradezu im Sinne eines Lehrbuchbeispiels für *Kleins* Thesen. Dabei berührt sich die Auseinandersetzung stellenweise mit einer breiteren politischen Diskussion über die sozioökonomische Organisation der Gesellschaft, die vor allem seit den 1970er Jahren tendenziell mit dem politischen Spektrum links der Mitte verbunden ist.<sup>7</sup> Demgegenüber sind vor allem im angloamerikanischen Raum konservative Parteien in Regierungsverantwortung entschiedenen Reformen oft entgegengetreten. Zugleich war der Topos hierzulande nicht vor einer Indienstnahme durch die NS-Ideologie gefeit.

Die vorstehenden Abschnitte haben die Wogen der *Short-termism*-Debatte von ihren Ursprüngen zur Zeit der Handelskompanien des 17. und 18. Jahrhunderts bis heute ausgemessen und dabei wirtschaftsgeschichtliche Hintergründe, wesentliche Akteure und Interessen, wirtschaftswissenschaftliche Ideengeber und Theorien, zentrale rechtsdogmatische Streitfragen, rechtspolitische Vorschläge sowie gesetzgeberische Aktivitäten herausgearbeitet und analysiert. Aus alledem kann man viel über die Entwicklung von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie auch für die Zukunft lernen. In diesem Sinne fasst der folgende Teil abschließend die wichtigsten Befunde der Untersuchung zusammen. Daran schließen sich thesenförmige Überlegungen zu der weiteren Auseinandersetzung in Wissenschaft und Praxis an.

### I. Ökonomische Ideengeschichte

Die Debatte um *Short-termism* hat lange Traditionslinien. Schon *Adam Smith* erörterte institutionelle Rahmenbedingungen in einer Handelskompanie, die kurzfristiges Verhal-

<sup>5</sup> *Klein*, Die neueren Entwicklungen in Verfassung und Recht der Aktiengesellschaft, 1904, S. 54.

<sup>6</sup> *Ders.*, Die neueren Entwicklungen in Verfassung und Recht der Aktiengesellschaft, 1904, S. 57.

<sup>7</sup> Vgl. *Frentrop*, Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem, 2012 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)>, S. 71 (geprüft am 11.06.2020).

ten auslösen können, wobei die damals genutzten Gegenmaßnahmen auch heute wieder in der Diskussion stehen. Zudem gingen zentrale Figuren der klassischen und neoklassischen Schule der Wirtschaftswissenschaft, *Smith, Jevons, Marshall, Pigou*, ebenso wie *Böhm-Bawerk* und *Fisher*, davon aus, dass Menschen individuell-psychologisch begründet zu kurzfristigem Verhalten neigen und dass dies (individuellen) wirtschaftlichen Erfolg und damit ein Prosperieren der Volkswirtschaft erschwert.

*Pigou* untersuchte außerdem eingehend, ob der Kapitalmarkt die unzulängliche „teleskopische Fähigkeit“ korrigieren kann. Er verneinte das, anders als später die Vertreter der *efficient capital market hypothesis*, weil sich Wertpapiere nicht jederzeit friktionslos handeln ließen. Dies und *Pigou's* Empfehlungen sind im rechtshistorischen Kontext zu sehen. Dessen ungeachtet steht der Aspekt auch heute noch im Zentrum vieler Stränge der *Short-termism*-Debatte.

Mit dem Übergang vom kardinalen zum ordinalen Nutzenbegriff verlor die bis dato verbreitete psychologisch begründete Annahme kurzfristigen Verhaltens ihre Akzeptanz. Sie ist später von der Verhaltensökonomie wiederbelebt worden.

Zwischenzeitlich sind in der ökonomischen Forschung zu schädlicher kurzfristiger Orientierung institutionelle Faktoren in den Vordergrund gerückt. Prägenden Einfluss hat *John Maynard Keynes* „General Theory of Employment, Interest and Money“ mit eingängigen Schilderungen und Vergleichen. Dies wurde auch dadurch begünstigt, dass *Keynes'* Werk unter dem Eindruck beständiger Haussen und Baissen in der Entwicklung des englischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts stand und mit seinem Fokus auf der Bewältigung von Wirtschaftskrisen einen natürlichen Bezug zu der krisengetriebenen *Short-termism*-Debatte aufweist.

## II. Problemdefinition der modernen Ökonomie

Juristische oder rechtspolitische Beiträge enthalten meist keine Definition von exzessiv kurzfristiger Orientierung, sondern führen die Debatte eher im Sinne des geflügelten Wortes „I know it when I see it“. Dies erklärt sich auch daraus, dass die Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte oft stark zyklisch und krisengetrieben verlaufen ist. Die Auslassung bedingt aber viel Unklarheit über die Begriffsbestimmung und begünstigt eine an den Rändern thematisch diffuse Diskussionsführung.

Die moderne Wirtschaftswissenschaft kann *Short-termism* als normatives Problem mit den Mitteln der dynamischen Investitionsrechnung abstrakt-theoretisch präzise definieren. Es lassen sich drei Merkmale herausarbeiten – exzessive Diskontierung gemäß einem präskriptiven Modell, nachweisliche Suboptimalität und Institutionalisierung –, die ungeachtet ihrer Schwierigkeiten sowohl in negativer als auch in positiver Hinsicht weiterführen. Insbesondere erlauben sie es, zusammen mit dem ideengeschichtlichen Befund, die *Short-termism*-Debatte von anderen Problemkreisen abzugrenzen. Dies betrifft vor allem die Diskussion um Corporate Social Responsibility, die ungeachtet gewisser Überschneidungen von der *Short-termism*-Problematik zu trennen ist.

## III. Short-termism-Debatten vor der Finanzkrise

### 1. USA

In den USA ist kurzfristiges Handeln (*Short-termism*) ab den 1980er Jahren intensiv in mehreren, unterschiedlich ausgeprägten Wellen diskutiert worden. Die gängige Meinung

zur Frage von *Short-termism* in der Corporate Governance korrelierte dabei mit der volkswirtschaftlichen Entwicklung, welche die Debatte um kurzfristige Einflüsse mehrfach bei einem schlechten Lagebefund befeuert und später bei Wiedererstarben der Wirtschaft abgedrosselt hat.

Die erste Diskussionswelle der 1980er Jahre trieben vor allem zwei Umstände an: zum einen die relativ schlechte Entwicklung traditioneller Industrien gegenüber Deutschland und Japan, deren augenscheinlich langfristige Corporate Governance man idealisierend wahrnahm, zum anderen eine ausgeprägte Welle oft rabiat vollzogener Übernahmen. Dementsprechend erörterte man kurzsichtige Orientierung erstens als Managementfehler, insbesondere im Verhältnis zu anderen Rechtskreisen. Dieser Themenkreis betraf vor allem bestimmte Managementtechniken im Zusammenhang mit der Spartenorganisation (*M-form*) multidivisionaler Konzerne, welche mit ROI-basierten und an Bilanzzahlen orientierten Kennzahlen von Quartal zu Quartal gesteuert wurden (*management by the numbers*). Zweitens stritt man um kurzsichtige Orientierung als investorenverantworteter Defekt, insbesondere mit Blick auf Übernahmen und institutionelle Investoren (*takeover controversy*). In dieser im Grunde bis heute andauernden Kontroverse ging bzw. geht es um die Bewertung von Übernahmen. Dabei standen auf der einen Seite die Chicago School, die damalige marktliberale *Reagan*-Administration mit Investmentbankern und *corporate raiders* sowie auf der anderen Seite die Gliedstaaten mit ihrer lokalen Wirtschaft und Anwaltschaft. Hiermit verbanden sich verschiedene Interessengegensätze. Die Gliedstaaten änderten verbreitet ihre Gesellschaftsrechte, um heimische Unternehmen vor Einflüssen des als kurzfristig kritisierten Übernahmemarktes zu schützen. Auf Bundesebene wehrte die *Reagan*-Administration hingegen eine Vielzahl von Regulierungsvorhaben ab. Dabei trat die SEC mit empirischen Studien hervor, deren methodische Mängel oft übersehen wurden.

Die Auseinandersetzung verstummte vorübergehend, als die US-Wirtschaft wieder an Kraft gewann, während das bis dato idealisierte Japan in eine Wirtschaftskrise geriet.

Die inhaltlichen Frontlinien in der US-Diskussion der 1980er Jahre waren stark vom damaligen Zeitgeist geprägt. Dessen ungeachtet lieferte diese Phase der Debatte wichtige Erträge: In der Ökonomie regte sie viele grundlegende Arbeiten der modernen *Short-termism*-Theorie an. In der Rechtswissenschaft brachte sie erstens einen Schub für die Vergleichung unterschiedlicher Corporate-Governance-Systeme. Viele der dabei entwickelten Konzepte und Topoi wirken bis heute fort, etwa *Porters* Gegenüberstellung von *patient* und *fluid capital*.<sup>8</sup> Zweitens beförderte sie die rechtswissenschaftliche Untersuchung von Übernahmen, wobei die Frontlinien und Argumente der *takeover controversy* die Diskussion weit über die USA hinaus geprägt haben und weiter prägen.

Um die Jahrtausendwende entbrannte in den USA infolge einer Reihe spektakulärer Bilanzskandale eine Debatte über *Short-termism* als Regulierungs- und Steuerungsfehler. Übermäßige Kurzfristigkeit erschien hier als Folge unzureichender Kontrollen und fehlgeleiteter Anreize, die Manager und Intermediäre kurzfristige egoistische Interessen zum Nachteil der Investoren verfolgen ließen. Hierunter fasste man auch kriminelles Verhalten. In diesem Zusammenhang gerieten Corporate-Governance-Missstände durch aktienbasierte Instrumente der Managervergütung und Analystenerwartungen als *Short-termism*-Treiber ins Visier. In ähnlicher Weise erhielten kurzfristige Anreize der

---

<sup>8</sup> Zudem lässt sich die zeitliche Dimension in Hofstedes grundlegendem Kulturmodell nennen, die unter dem Eindruck der *Short-termism*-Debatte der 1980er Jahre hinzugefügt wurde.

Fondsmanager verstärkt Beachtung. Damit verband sich grundsätzliche *Short-termism*-Kritik an der Effizienzmarkthypothese, dem Markt für Unternehmenskontrolle sowie an der Shareholder-Value-Maxime, bei der die einen eher Defizite der praktischen Umsetzung sahen, während andere schon das theoretische Konzept angriffen. Zudem erweiterten einige Stimmen die *Short-termism*-Diskussion um Aspekte sozial verantwortlichen Unternehmertums.

Gegenmaßnahmen konnten sich zu dieser Zeit kaum durchsetzen: Der Sarbanes-Oxley Act bekämpfte mit betrügerischen Bilanzen eher ein mutmaßliches Symptom kurzfristigen Handelns als dessen Ursachen. Eine Initiative der SEC, Aktionären mit wesentlicher Beteiligung und zweijähriger Haltedauer eine Nominierung von Board-Kandidaten zu erleichtern (*proxy access*), scheiterte, auch weil man die vergangene Haltedauer für unzureichend befand, um künftige Anreize zu kurzfristigem Verhalten auszuschließen. Die Managementvergütung wurde vor dem Kongress wenig zusammenhängend als Ursache von *Short-termism* diskutiert. Maßnahmen unterblieben, zumal die Problemfelder wissenschaftlich sehr umstritten waren – und es bis heute sind.

## 2. *Großbritannien*

Im Vereinigten Königreich entwickelte sich die Diskussion um kurzfristiges Handeln (*Short-termism*) auf dem Aktien- und Kapitalmarkt daraus, dass die heimische Industrie ihre internationale Führungsrolle ab der Wende vom 19. zum 20. Jahrhundert schrittweise einbüßte und letztlich hinter Deutschland und Japan zurückfiel. Dies nährte große Sorgen vor einem nationalen Abstieg (*declinism*), den man insbesondere auf eine zu kurzfristige heimische Corporate Governance schob. Zugleich stiegen hierdurch Spannungen zwischen der Londoner Finanzwirtschaft (City) und der peripheren Industrie.

So diskutierte das *Macmillan Committee* Anfang der 1930er Jahre eine relativ kurzfristige Orientierung des britischen Systems der Unternehmensfinanzierung zum Nachteil kleiner und mittlerer Unternehmen. Im Vergleich dazu sah man in Deutschland die Beziehungen zwischen Banken und Industrie von hilfreichem langfristigem Engagement geprägt. Das Komitee wollte dies durch eine Mittelstands-Finanzierungsgesellschaft ausgleichen, die aber nur verzögert vorwiegend privat verwirklicht wurde. Der Aspekt langfristiger Finanzierung ist dessen ungeachtet zeitlos mit *Short-termism* verbunden und steht heute auf unionsrechtlicher Ebene im Vordergrund.

In der Folgezeit verschob sich der Schwerpunkt der Debatte von unzureichender langfristiger Finanzierung hin zu einem Vorwurf kurzfristigen Denkens der Kapitalgeber, wobei beide Aspekte weniger eng verwoben waren als heute. Zudem spielte mangelnde Risikobereitschaft eine Rolle. In diesem Sinne stritten Ende der 1970er Jahre anlässlich des umfassenden *Wilson Review* die Gewerkschaften auf der einen und Vertreter der City, aber auch der Großindustrie auf der anderen Seite. Bereits damals wurden Forderungen nach mehr langfristigem Engagement institutioneller Investoren laut, zu denen sich das zerstrittene *Wilson*-Komitee aber nicht klar positionierte.

Einiges spricht dafür, dass von 1971 bis 1983 in Großbritannien schlicht relativ schwierige wirtschaftliche Bedingungen die Innen- und Außenfinanzierung von Unternehmen erschwerten. Zudem ist sehr zweifelhaft, dass die Wirtschaft wirklich eine grundlegende Änderung des Corporate-Governance-Systems wünschte.

In den 1980er Jahren erhielt die britische *Short-termism*-Diskussion starken Auftrieb durch die Deindustrialisierung, den Aufstieg der Finanzwirtschaft unter *Thatcher*, die

unter anderem dadurch weiter befeuerte Declinism-Debatte, immer größere Übernahmewellen sowie durch die Rezeption US-amerikanischer Beiträge. Vor allem ab 1987 zeugten hiervon zunächst zahlreiche, teils bis heute einflussreiche Publikationen von Interessenverbänden, parallel und anschließend ökonomische Beiträge sowie zuletzt rechtswissenschaftliche Monografien und Sammelbände, die an eine Pionierarbeit von *Parkinson* angeschlossen.

Inhaltlich drehte sich die britische Debatte der 1980er Jahre vor allem um die Effizienz des Kapitalmarktes. Diskutiert wurden erstens kurzfristige Einflüsse durch Übernahmen, die man als nützliches, aber kostspieliges Kontrollinstrument durch eine stärkere unternehmensinterne Governance entbehrlich zu machen suchte, vor allem durch nicht geschäftsführende Direktoren. Zweitens erörterte man kontrovers *Short-termism* institutioneller Investoren samt möglicher Gegenmaßnahmen. Drittens stritt man um die Unternehmenszielbestimmung zwischen Shareholder- und Stakeholder-Theorie.

Einflussreiche Stimmen, darunter *Cadbury*, meinten aber, dass institutionelle Investoren als große Anteilseigner ohnehin Anreize hätten, sich langfristig zu engagieren. Die überwiegende Ansicht, vor allem aus Finanzwirtschaft und Verbänden der Großindustrie, erachtete daher nur Maßnahmen zur Verbesserung der Investorenkommunikation und der Qualität des Boards für geboten. Regulatorisch begnügte man sich mit sehr moderaten Veröffentlichungspflichten. Tiefer greifende Vorschläge aus dem linken politischen Denkspektrum konnten sich nicht durchsetzen. Daneben gab es frühzeitig Stimmen, die Probleme durch kurzfristige Anlagestrategien vorbrachten und auf Brüche zu Grundannahmen des Companies Act hinwiesen.

In vielen Aspekten der britischen Corporate-Governance-Debatte um *Short-termism* blickte man auf Deutschland und Japan. Dort waren feindliche Übernahmen (noch) unbekannt, Unternehmen eng mit Banken verbunden und die Wirtschaft florierte zunächst. An den Auflagen des führenden, rechtstatsächlich gut fundierten Buches von *Charkham* lässt sich ablesen, wie stark die vergleichende Bewertung der Systeme den Zeitgeist der *Short-termism*-Debatte atmete und sich mit ihm und dem relativen Erfolg der Volkswirtschaften veränderte.

Ab 1985 erfasste die Kontroverse zunehmend Exekutive und Legislative. Während die Labour-Opposition sowie das Ober- und Unterhaus für Regulierung warben, bevorzugte die bis 1997 konservative Regierung eine privatautonome Reaktion. Dieser Handlungsdruck traf sich mit einer allgemeinen juristischen, skandalgetriebenen Debatte um gute Corporate Governance. Sie mündete ab 1992 in eine dichte Abfolge von Corporate-Governance-Berichten und Kodizes, deren Komitees sich unterschiedlich zu *Short-termism* verhielten. Sie gewichteten das Problem aber jedenfalls geringer als Agency-Konflikte zwischen Aktionären und Management und erachteten weiterhin eine bessere Kommunikation zwischen den beteiligten Akteuren für ausreichend.

Im Zuge des Company Law Review schlugen sich die Inhalte der *Short-termism*-Debatte schließlich im Gesetz nieder. Insbesondere in der Variante der Breach-of-Trust-Hypothese trugen sie mitentscheidend dazu bei, das Unternehmensziel des Enlightened-Shareholder-Value-Ansatzes zu kodifizieren. Der als „other side of the bargain“ hierzu konzipierte Operating and Financial Review (OFR), der die langfristige Orientierung ebenso wie Stakeholder-Belange durch Transparenz absichern sollte, wurde allerdings umgehend wieder abgeschafft. Heute besteht eine im Ansatz ähnlich ausgerichtete Berichtspflicht auf Unionsebene in Form der CSR-Berichterstattung.

### 3. Short-termism im angloamerikanischen Rechtskreis

Die *Short-termism*-Debatte in den USA und jene im Vereinigten Königreich weisen vor allem seit den 1980er Jahren deutliche Parallelen auf, auch wenn erstere eher schubweise und letztere eher kontinuierlich verlief. Inwieweit *Short-termism*-Bedenken Gehör fanden, korrelierte stark mit der wahrgenommenen Position der heimischen Wirtschaft im internationalen Wettbewerb sowie mit großen Unternehmensskandalen. Rückblickend scheint indes, dass die Phasen wirtschaftlicher Prosperität, die als Vorzüge des jeweiligen Corporate-Governance-Systems interpretiert wurden, auf vorübergehenden Entwicklungen beruhten.

Dieses Bild untermauert eine Querschnittsbetrachtung: Während in den 1980er Jahren angloamerikanische Beobachter neidisch auf die langfristig eingeschätzte Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance in Deutschland schauten, sorgte man sich hierzulande um die heimische Industrie, weil deren Eigenkapitalquote und Kapitalmarktnutzung offenbar hinter angloamerikanischen Unternehmen zurückblieb. Zumindest hinsichtlich großer Unternehmen sprechen Untersuchungen indes dafür, dass deutsche und britische Gesellschaften in dieser Zeit relativ zu ihren Gewinnen im Ergebnis in ähnlichem Umfang investierten.

Die Zeitgeistabhängigkeit der angloamerikanischen *Short-termism*-Debatte(n) ist typisch für die (Fort-)Entwicklung des Kapitalgesellschaftsrechts und impliziert Gefahren: Als hervorstechend empfundene Entwicklungen verleiten zu Überzeichnung und vorschneller Verallgemeinerung im Guten wie im Schlechten. Daraus ist aber nicht zu folgern, dass die Einzelfragen der *Short-termism*-Debatte unberechtigt seien.

### 4. Deutschland

#### a) Weimarer Republik

Deutschland erlebte eine erste große aktienrechtliche Diskussionswelle um kurzfristige Orientierung in der Weimarer Republik. Sie ereignete sich vor dem Hintergrund einer wirtschaftlichen Achterbahnfahrt mit spekulativem Gründerboom, Gründerkrach und zwischenzeitlichen Besserungen, die als Trugbilder zwischen (Hyper-)Inflation und Weltwirtschaftskrise erschienen. Ein Leitmotiv bildete die Sorge vor einer „Überfremdung“ deutscher Aktiengesellschaften, vor allem durch ausländisches Kapital, aber auch durch unerwünschte inländische Erwerber. Mit beiden verband man einen negativen Einfluss kurzfristiger spekulativer Anleger („Nomadenaktionäre“). Dabei kamen nationalistisch-revisionistisches Gedankengut und wirtschaftliche Erfahrungen zusammen, durch die dem börsenmäßigen Aktienhandel der Hautgout kurzfristiger Spekulation anhaftete.

Vor diesem Hintergrund unterschied man zunehmend, *de lege lata* wie *de lege ferenda*, zwischen „guten“ langfristig orientierten und „schlechten“ kurzfristigen und/oder ausländischen Aktionären, wobei die letztgenannten Merkmale oft verbunden wurden. In *Walther Rathenaus* Schrift „Vom Aktienwesen“ von 1917 spielte dieser Gedanke eine zentrale Rolle. Anschließend nahmen ihn Industrie und Rechtswissenschaft auf.

In der Folgezeit spitzte sich die Debatte vor allem auf Mehrstimmrechts-, Verwaltungs- und Schutzaktien zu. Diese Gestaltungen diskutierten kontrovers der 33. und 34. Juristentag, eine anschließende Reformkommission, das Schrifttum mit bis heute lesenswerten Überlegungen sowie eine Enquetekommission beim vorläufigen Reichswirtschaftsrat. In dem Reformentwurf von 1930 spielte die anerkannte negative Bewertung

kurzfristiger und die positive Beurteilung langfristiger Einflüsse in der Corporate Governance indes kaum noch eine Rolle, nachdem eine Fragebogenaktion des Reichsjustizministeriums mit Blick auf den Schutzbedarf für Dauerinteressen bei wichtigen Stellungnahmen auf keine oder gespaltene Resonanz gestoßen war.

In den aktienrechtlichen Reformüberlegungen unter dem NS-Regime lebte die Absicht, die langfristige Orientierung von AG und Aktionären zu stärken, im Zusammenhang mit dem Ziel wieder auf, das anonyme Verhältnis zwischen Aktionären und Gesellschaft samt spekulativem Handel, eigennütziger Ausübung von Rechten und internationalen Einflüssen zu beseitigen. Der Aktienausschuss der Akademie für deutsches Recht diskutierte hierzu Maßnahmen, insbesondere zeitabhängige Mehrstimmrechte, die ideologisch an sich unbelastete Überlegungen aus der Weimarer Zeit aufgriffen. Diese wollten die Generalversammlung zu einem kleinen Gremium sachverständiger Aktionäre umgestalten und deckten sich hiermit im Ergebnis mit späteren Forderungen des NS-nahen Schrifttums.

Letztlich setzte sich das Unterfangen aber nur mit Blick auf die (Wieder-)Erhöhung des Aktienmindestbetrags und des Mindestkapitals durch. Hingegen lehnte der Gesetzgeber des Aktiengesetzes von 1937 eine Unterscheidung nach dem Anlagehorizont dezidiert ab. Das entsprach dem Diskussionsstand nach einer Rede *Hjalmar Schachts*.

Der Fortgang der Weimarer Diskussion nach 1930 verdeutlicht brennglasartig die Gefahr einer ideologischen Aufladung und Indienstnahme von Bestrebungen zur Abwehr kurzfristigen Denkens. Im konkreten Fall ergaben sie sich daraus, dass ein stabiles, stärker personalisiertes Aktionariat leichter staatlich zu kontrollieren und zu beeinflussen ist.

#### *b) Bundesrepublik Deutschland im europäischen Kontext*

Die Debatte um kurzfristiges Denken in der Wirtschaft erhielt erstmals eine europäische Dimension, als der französische Wirtschaftswissenschaftler und Manager *Michel Albert* 1991 in „Capitalisme contre Capitalisme“ seine viel beachtete These vom zeitgenössischen Kapitalismus als eines bipolaren Systems veröffentlichte. Als Antagonisten stellte er den kurzfristigen, individualistischen, an der Finanzwirtschaft ausgerichteten „neo-amerikanischen“ dem langfristigen, konsensualen, industrieorientierten „rheinischen Kapitalismus“ gegenüber. *Alberts* Buch erklärt sich aus der zeitgenössischen französischen Politik und Sozialdemokratie. Seine Prognosen haben sich nicht bewahrheitet. In der akademischen Welt dominiert heute die verwandte These der *varieties of capitalism*. Dessen ungeachtet hat *Alberts* Werk die Wahrnehmung der Problematik kurzfristiger Orientierung im Kapitalgesellschaftsrecht in Kontinentaleuropa und die darum geführte Debatte nachhaltig beeinflusst.

Vor dem Hintergrund aufkommender feindlicher Übernahmen in Kontinentaleuropa und Bestrebungen zu einer hoch kontroversen EU-Übernahmerichtlinie entbrannte in Deutschland ab Ende der 1980er bis in die erste Hälfte der 1990er Jahre eine lebhafte rechtspolitische Diskussion über Übernahmen und Abwehrinstrumente. Meinungspole und Kurzfristigkeitskritik ähnelten frappierend der *US takeover controversy*. Rechtlich bedeutsam war die Debatte vor allem für die Beurteilung von Höchststimmrechten. Die Vorteile und Gefahren eines aktiven Übernahmemarktes mussten allerdings in Deutschland bis auf Weiteres eher hypothetisch erscheinen. Wohl auch deswegen setzte sich im kapitalmarkt- und übernahmerechtlichen Schrifttum einstweilen ein übernahmefreundlicher Grundtenor durch.

Eine solche Haltung prägte auch die bekundete Absicht des Gesetzgebers des WpÜG von 2002. Demgegenüber erschien und wirkte die deutsche Position auf Unionsebene eher gegenteilig. Die Geschichte der Übernahmerichtlinie von 2004 lässt sich dabei als „Capitalisme contre Capitalisme“ im Sinne *Michel Alberts* interpretieren, dergestalt, dass Regelungsinteressen des rheinischen Modells mit solchen des angloamerikanischen Kapitalismus kollidierten.

Mit dem KonTraG des Jahres 1998 stärkte der deutsche Gesetzgeber in dreifacher Weise den Einfluss des Kapitalmarktes auf Aktiengesellschaften (Abschaffung von Mehrstimmrechten, erleichterter Rückerwerb eigener Aktien, Förderung aktienbasierter Vergütung) und wandte sich dem Shareholder-Value-Konzept zu. Damit stärkte er in mehrfacher Hinsicht kontroverse mutmaßliche Treiber kurzfristigen Denkens.

Mitte der 2000er Jahre setzte die SPD auf Kapitalismuskritik und entwickelte die Heuschreckenmetapher, die sich international als Schlagwort für Kritik an kurzfristigen Finanzinvestoren etablierte. Außerdem nahmen hierzulande nach Auflösung der Deutschland AG Einflussmöglichkeiten aktivistischer Investoren angloamerikanischer Prägung zu. Das gab Anlass zu hinterfragen, wie ihr Engagement zu beurteilen und ob der Rechtsrahmen adäquat war. Vor diesem Hintergrund entwickelte und diskutierte man diverse Möglichkeiten, um zwischen „guten“ langfristigen und „schlechten“ kurzfristigen Aktionären zu unterscheiden oder die Kräfteverhältnisse zugunsten der Verwaltung zu verschieben. Die Überlegungen reichten von zeitabhängigen (Mehr-)Stimmrechten über das Depotstimmrecht, Abstimmungsmodalitäten und Präsenzprämien bis zu einer Virtualisierung der Hauptversammlung. Der Gesetzgeber wählte eine moderate zweigleisige Strategie, die eine Förderung privaten Beteiligungskapitals mit gewissen Erschwernissen für Aktivismus verband (insbesondere: höhere Beteiligungstransparenz, verschärftes Acting in Concert).

In neuerer Zeit erhält die Debatte um Finanzinvestoren einen anderen Akzent: Private-Equity-Fonds, die Aktiengesellschaften durch Delisting unter ihre Fittiche nehmen, gelten nun nicht selten als vielversprechend, um kurzfristiges Denken auf dem Kapitalmarkt zu überwinden. Im Übrigen herrscht kein besonderer Optimismus, im Vordergrund stehen aber die Chancen: Ziel ist – wie schon lange in Großbritannien – eine sorgsame Aktivierung erwünschten Engagements mit langfristigem Zeithorizont (Stewardship). Die Debatte ist damit zugleich zu einem Kernthema der Diskussion um kurzfristige Orientierung in der Weimarer Republik zurückgekehrt.

### 5. Gemeinsame Züge in den Rechtskreisen

Den Linien und Themen der *Short-termism*-Debatten in den USA und Großbritannien bzw. in Deutschland kann ein gewisser exemplarischer Charakter für die Auseinandersetzung mit kurzfristiger Orientierung im Kapitalgesellschaftsrecht im angloamerikanischen Raum sowie im kontinentalen Zentraleuropa (Schweiz, Österreich, Frankreich, Niederlande) beigemessen werden. So fand eine im Ausgangspunkt ähnliche Debatte um Überfremdung durch kurzfristiges ausländisches Kapital, wie sie die deutsche Rechtswissenschaft in der Weimarer Republik führte, in etwa parallel in der Schweiz statt. Dort kam als wichtige zusätzliche Ratio hinzu, dass international verflochtene Schweizer Unternehmen im Ersten und später erneut im Zweiten Weltkrieg zwischen die Fronten eines Wirtschaftskrieges der Konfliktparteien zu geraten drohten. Die diskutierten und

praktizierten Instrumente, insbesondere zeitabhängige Mehrstimmrechte waren dessen ungeachtet identisch.

Insgesamt lassen sich, trotz aller Unterschiede im Detail, gewisse gemeinsame Züge ausmachen, die Ursachen und Themen der Auseinandersetzung mit *Short-termism* im kontinentalen Zentraleuropa einerseits und England/USA andererseits prägten. Ein übergreifender Diskurs im Sinne einer globalen *Short-termism*-Debatte fehlte hingegen weitgehend, auch wenn man sowohl im angloamerikanischen Rechtskreis als auch in Kontinentaleuropa intensiv auf den jeweils anderen blickte.

#### IV. Moderne ökonomische *Short-termism*-Forschung

##### 1. *Short-termism*-Theorie

Die moderne ökonomische *Short-termism*-Theorie ist maßgeblich durch die US-*Short-termism*-Debatte der 1980er und 1990er Jahre sowie durch *Keynes* inspiriert worden. Sie beantwortet die Frage, wie und warum sich Unternehmensleitung, Aktionäre oder Investoren unter bestimmten Bedingungen systematisch kurzfristig verhalten können.

Um sich dem *Short-termism* als Gegenstand moderner wirtschaftswissenschaftlicher Forschung zu nähern, ist es hilfreich, an unterschiedliche Symptome zu denken, deren Ursachen nicht immer abschließend verstanden sind. Verschiedene Modelle und Studien betrachten jeweils einzelne Aspekte, woraus folgt, dass es nicht „das“ eine Modell zur Erklärung von *Short-termism* gibt. Das tut dem Erkenntniswert keinen Abbruch. Die Vielfalt der Modelle und damit verbundener Teststrategien mahnt aber zu Vorsicht bei rechtspolitischen Schlussfolgerungen. Denn das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht wird abstrakt-generell gesetzt und bedarf daher besonders robuster Gestaltung, um sich gegenüber dem Einfallsreichtum der Praxis sowie den wandelbaren Verhältnissen in Wirtschaft und Gesellschaft bewähren zu können.

Besonders einflussreiche Modelle lassen sich auf einen einheitlichen Grundmechanismus zurückführen, die sog. *information gap hypothesis*. Sie fußt im Kern auf vier Annahmen: Bewertungsproblematik, unvollständige Indizwirkung der kurzen Frist, Informationsasymmetrien und divergierende Zeithorizonte. Die Verhältnisse eines konkreten Marktes und Unternehmens bestimmen, inwieweit diese Annahmen in der Realität erfüllt sind. Die einzelnen Modelle lassen sich nach Märkten, Personen, modelltheoretischer Einordnung oder Ursachen systematisieren, wobei oft Überschneidungen auftreten.

##### a) Allokationsineffiziente Aktien- und Kapitalmärkte

Gemäß der Takeover-Threats-Hypothese signalisieren Manager angesichts einer drohenden Übernahme einen höheren Unternehmenswert, indem sie langfristige, schlecht kommunizierbare Ertragspotenziale kostspielig in die Gegenwart vorziehen (reale Bilanzpolitik). Im Signal-Jamming-Gleichgewicht tun sie selbiges, um nicht – zu Recht oder zu Unrecht (Gefangenendilemma) – abgewertet zu werden.

Beide Modelle sind mit Blick auf ihre Sensitivität für Annahmen, die (In-)Stabilität der Effekte sowie die Interpretation der Ursachen von *myopia* umstritten. Die Kritik greift im Ergebnis nicht durch, mahnt aber zur Vorsicht bei Schlüssen aus *Short-termism*-Modellen.

Der Costly-Trade-Theorie zufolge hindern hohe Kapitalkosten Arbitrageure, die mit Fremdkapital investieren, langfristige Fehlbewertungen vollständig zu beseitigen, wäh-

rend kurzfristige Fehlbewertungen leichter abgebaut werden. Diese Grenzen der Arbitrage ergeben sich im Kern daraus, dass die Anleger Befähigung und Strategie der Fondsmanager nicht kennen und sich daher bei der Mittelzuteilung an deren kurzfristigen Ergebnissen orientieren. In der Folge können Unternehmen von Aktivisten oder durch Übernahmen zu kurzfristigen Strategien gedrängt werden, weil die Umwandlung einer langfristigen Anlage in eine kurzfristige Anlage Arbitrage erleichtert und Fehlbewertungen verringert. Für den Aktivisten kann das profitabel sein, selbst wenn überlegene langfristige Projekte geopfert werden.

Nach der Breach-of-Trust-Hypothese ermöglichen es Kontrollwechsel, insbesondere durch feindliche Übernahmen, kurzfristig spezifische Investitionen von Stakeholdern auszubeuten. Dadurch geht wertvolles Reputationskapital verloren und wertsteigernde spezifische Investitionen werden für die Zukunft (langfristig) stark erschwert. Auch an dieser Vorstellung gibt es – letztlich nicht durchgreifende – Kritik. Als Gegenmittel kommen Abwehrinstrumente oder, soweit Manager betroffen sind, finanzielle Absicherungsklauseln in Betracht, die aber gewichtige Nebenwirkungen haben.

#### b) Ineffizienzen des Managerarbeitsmarktes

Gemäß der Career-Concerns-Hypothese bevorzugt ein Manager Investments mit schneller Rückzahlung gegenüber profitableren langfristigen Investitionen, um seinen Wert am Arbeitsmarkt zu steigern. Eine bindende Lohnuntergrenze verhindert, dass seine Vergütung genügend hinausgeschoben werden kann, um dies unattraktiv zu machen. Der Anreiz nimmt allerdings mit zunehmender Vertrags- und Tätigkeitsdauer ab, ebenso bei hoher Volatilität des Geschäfts. Zudem tritt er nicht auf, wenn die Aktionäre so gut über die Verhältnisse des Unternehmens informiert sind, dass sie nicht anhand kurzfristiger Ergebnisse auf die Fähigkeit des Managers schließen müssen.

Umgekehrt können Geschäftsleiter gegenüber nachgeordneten Managern oder Aufsichtsräte/Aktionäre gegenüber Vorständen suboptimal kurzfristige Investitionen bevorzugen, wenn die erwarteten Vorteile daraus, die Fähigkeit des Managers früher anhand von Ergebnissen einschätzen zu können, die erwarteten Nachteile der suboptimalen Investments – tatsächlich oder vermeintlich – überwiegen.

Allgemein wird ein risikoneutraler Manager ab einer gewissen Kündigungswahrscheinlichkeit bevorzugt in Projekte mit kurzfristigen Rückflüssen investieren statt in überlegene langfristige Vorhaben, wenn er bei Letzteren riskierte, den Lohn für seine Aussaat nicht mehr (hinreichend) einfahren zu können (*horizon problem*). Rechtstatistisch ist dies durch eine steigende Fluktuation der Geschäftsleiter großer börsennotierter Aktiengesellschaften seit den 1990er Jahren zunehmend bedeutsam.

Umgekehrt ist aber auch denkbar, dass ein Manager mit der Zeit durch spezifisches Humankapital immer wertvoller für das Unternehmen wird. Mit diesem Pfund kann er in Vertragsnachverhandlungen umso besser wuchern, je langfristiger er investiert hat. In diesem Szenario werden dann die Aktionäre auf eine kurzfristige Investitionspolitik drängen (Hold-up-Losses-Hypothese).

Soweit die vorgenannten Modelle zum Managerarbeitsmarkt allgemein für börsennotierte ebenso wie für geschlossene Gesellschaften greifen, erklären sie nicht vollständig, warum die *Short-termism*-Debatte in allererster Linie börsengehandelte Gesellschaften betrifft. Die an sich sinnvolle Empfehlung, auf langfristige Verträge zu setzen, kann

zudem mit dem rationalen Interesse der Anteilseigner kollidieren, schlechte Manager zeitnah zu erkennen und auszusortieren.

#### c) *Fluid capital*

Modelle zu Beteiligungsstrukturen und *Short-termism* weisen Überschneidungen mit den vorgenannten Modellgruppen auf. Daneben kann eine Beurteilung anhand kurzfristiger Gewinne auch für Finanziers in Betracht kommen, die frisches (Fremd-)Kapital für ein Investitionsprojekt bereitstellen.

Zudem können sich Finanziers unter bestimmten Annahmen zu einem Mischzins gehalten sehen, der mit der Projektlaufzeit zunimmt und so langfristige Investitionen unattraktiv(er) macht. Informationsasymmetrien werden dabei teils exogen angenommen, teils durch individuell rationales Verhalten im Modell (endogen) erklärt.

#### d) *Unzulänglichkeiten des Managements*

Fehlerhafte Managementtechniken können in unterschiedlicher Weise einen übermäßigen Druck zu schnellen Renditen erzeugen. Die in der Praxis verbreiteten hohen Diskontierungssätze, Mindestrenditen und Payback-Kriterien sind allerdings entgegen einer vor allem in den 1980er Jahren bis zur Jahrtausendwende verbreiteten Meinung wohl meist kein Ausdruck übermäßiger Kurzfristigkeit.

Dafür kann *Short-termism* entstehen, wenn die Unternehmenszentrale Ressourcen auf einzelne Sparten anhand (kurzfristiger) ROI-Kennzahlen verteilt. Dies stand in der US-Diskussion der 1980er Jahre im Vordergrund und sprach berechtigte Punkte an. Die dahinterstehenden Sachprobleme sind nach wie vor nicht abschließend gelöst.

Außerdem kann die Kultur der Gesellschaft und vor allem die Unternehmenskultur kurzfristig egoistisches Verhalten und damit *Short-termism* begünstigen. Während Ersteres nicht zu der zyklischen *Short-termism*-Debatte passt, ist Letzteres überzeugend. Die Forschung steht insoweit aber noch relativ am Anfang. Nach derzeitigem Stand lassen sich kaum mehr als allgemein plausible Schlüsse über einen Zusammenhang von Unternehmenskultur und *Short-termism* ziehen. Konkretere Aussagen sind kaum verallgemeinerungsfähig.

#### e) *Verhaltensökonomische Faktoren*

Schließlich können *verhaltensökonomische Effekte* auf unterschiedliche Weise *Short-termism* erzeugen: *Verlustaversion* oder *hyperbolisches Diskontieren* kann zu einer Geringschätzung langfristiger Vorteile verleiten. Untersucht ist vor allem Ersteres, wobei allerdings viele offene Fragen und Kritik verbleiben. *Überoptimismus* mancher Anleger kann sogar rationale Aktionäre veranlassen, kurzfristig-spekulative Kurskomponenten hochzutreiben, um profitabel zu verkaufen. Zudem dient Überoptimismus in verschiedener Hinsicht als Argument für, aber auch gegen Maßnahmen der *Short-termism*-Bekämpfung, etwa mit Blick auf Stewardship und die Abwehr von Übernahmen. Weiterhin kann die *Verfügbarkeitsheuristik* eine *Short-termism*-Illusion erzeugen, wenn entsprechende Befürchtungen mental besonders präsent sind. Ähnlich wie bei einer Fata Morgana kann eine solche Wahrnehmungstäuschung das reale Verhalten beeinflussen. Diese Hypothese lässt sich allerdings schwer und vor allem nicht isoliert nachprüfen.

### f) Wechselwirkungen

Zu alledem treten mögliche Interaktionseffekte und Feedback-Schleifen, bei denen verschiedene Erklärungsansätze in einem bestimmten institutionellen Kontext zusammenwirken. Dies ist bislang kaum erforscht und theoretisch wie empirisch schwer zu fassen.

Weiterhin ist zu beachten, dass viele Faktoren, die eine übermäßige kurzfristige Orientierung erzeugen können, oft auch mit positiven wirtschaftlichen Effekten verbunden sind. Man kann zwar auch dann zumindest in zwei Konstellationen unproblematisch von schädlicher kurzfristiger Orientierung sprechen. Die Beurteilung wird aber jedenfalls erheblich komplexer.

### g) Schlussfolgerungen

Das *Short-termism*-Theorie-Multiversum bietet viele Erklärungen, die weitgehend nebeneinander bestehen können, dergestalt, dass je nach Situation mal der einen und mal der anderen der höhere Erklärungsgehalt zukommt. Probleme bereiten neben der theoretischen Ausdifferenzierung und Streitigkeiten im Detail die oft diametralen normativen Implikationen sowie unerforschte Wechselwirkungen, insbesondere in organisationalen Kontexten.

Dessen ungeachtet ist die ökonomische *Short-termism*-Theorie in dreierlei Hinsicht wertvoll: Erstens sind ausgefeilte und robuste theoretische Erklärungsansätze essenziell, um Gegenmaßnahmen *de lege lata* und *de lege ferenda* hinsichtlich Effektivität, Kohärenz und Nebenwirkungen einschätzen und bewerten zu können. Zweitens bildet eine solide Theorie die unverzichtbare Basis für empirische Tests sowie dafür, die Validität empirischer oder anekdotischer Argumente zu beurteilen. Drittens ermöglicht es die ökonomische *Short-termism*-Theorie, anfällige und weniger anfällige Bereiche abzugrenzen. Dies betrifft vor allem die Gegensatzpaare für Unternehmensexterne sichtbarer und unsichtbarer Investitionen, reife und junge Unternehmen sowie große börsennotierte und geschlossene Gesellschaften, darunter insbesondere, wengleich mit gewissen Abstrichen, Familiengesellschaften. Die herkömmlich verbreitete Gegenüberstellung des anglo-amerikanischen und des kontinentaleuropäischen Rechtskreises verliert hingegen angesichts fortschreitender Hybridisierung und Segmentierung der Corporate-Governance-Praktiken zunehmend ihre Grundlage und wird auch durch die Ideengeschichte nur bedingt gestützt.

## 2. Empirische Evidenz

Die ökonomische *Short-termism*-Theorie zeigt Wirkungsketten auf, durch die suboptimal kurzfristiges Verhalten entstehen kann, sagt aber nicht unmittelbar etwas darüber aus, inwieweit das tatsächlich geschieht. Dies versucht die empirische Forschung zu *Short-termism* zu beantworten. Sie ist freilich nicht minder komplex als das *Short-termism*-Theorie-Multiversum und überdies in ständiger Wandlung begriffen, weil der Datenbestand kontinuierlich anwächst sowie durch Regulierung und Digitalisierung umfassender wird, weil die ökonometrische Methodik der Studien laufend verfeinert wird und weil neue rechtliche und wirtschaftliche Entwicklungen in unerschöpflicher Weise Anlässe zu immer weiteren Untersuchungen bieten. Bedenkt man zudem die kontroverse Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte, verwundert es nicht, dass die Befunde der empirischen Forschung uneinheitlich sind und dass sich praktisch jede befürwortende

oder ablehnende Einschätzung auf empirische Argumente beruft. Nicht immer geschieht das in überzeugender Weise, wozu die Unschärfen der *Short-termism*-Debatte ebenso beitragen wie eine mangelnde Beachtung der *Short-termism*-Theorie und der Schwierigkeiten empirischer Tests.

#### a) Schwierigkeiten der Messung von *Short-termism*

Etwaigen *Short-termism* verlässlich empirisch zu messen, ist ein diffiziles Unterfangen. Die Probleme beginnen schon damit, dass empirische Studien zentrale Variablen, welche die *Short-termism*-Theorie aufzeigt, oft nicht direkt beobachten, sondern als sog. latente Variablen nur mittels imperfekter Platzhalter (Proxys) messen können. Das betrifft vor allem Ausgaben eines Unternehmens, die kurzfristig Kosten und langfristig Nutzen einbringen, und daher dann, wenn sie für Externe schwer beobachtbar oder bewertbar sind, besonders anfällig für *Short-termism* sein sollten. Die empirische Forschung verwendet meist Ausgaben für Forschung & Entwicklung (F&E) aus der Unternehmensrechnung sowie in jüngerer Zeit Daten über Patente. Beides hat allerdings gewisse Nachteile. So sind viele F&E-Ausgaben nicht langfristig, F&E-Posten und Patente nicht in allen Branchen verbreitet und zudem Patentierungen auch von anderen Umständen und Motiven abhängig.

Hinzu kommen methodische Schwierigkeiten im Bereich der Ökonometrie. So wirken sich Grenzen bei der Möglichkeit, langfristige risikoadjustierte abnormale Renditen hinreichend genau zu schätzen, unmittelbar auf Untersuchungen über längere Perioden aus. Weiterhin ist es oft eine große Herausforderung, den ubiquitär anzutreffenden Wechselwirkungen zwischen verschiedenen Elementen der Corporate Governance so Rechnung zu tragen, dass ein Problem sog. Endogenität vermieden wird.

Außerdem birgt die interdisziplinäre Analyse komplexer Corporate-Governance-Zusammenhänge viele Fehlerquellen. Mangelndes Rechtsverständnis kann beispielsweise zu einer falschen Datenkodierung und Modellspezifikation führen. Evaluationsarbeiten legen nahe, dass dies überraschend oft der Fall ist, selbst bei Studien in sehr renommierten ökonomischen Zeitschriften. Wenn Untersuchungen breiter für Corporate-Governance-Merkmale kontrollieren wollen, nutzen sie hierzu oft Indizes, die ihrerseits heftiger juristischer Kritik ausgesetzt sind, etwa mit Blick auf die additive Erfassung von Gestaltungen zur Abwehr von Übernahmen.

Weiterhin bestehen bei der unvermeidlichen Aggregation der Daten und der Interpretation der Befunde Fallstricke und Irreführungsgefahren. Sie ergeben sich zunächst wiederum aus ökonometrischen Aspekten, etwa wenn die Ergebnisse davon abhängen, dass Länderdurchschnitte statt Firmendaten verwendet werden. Außerdem ist die Eignung bestimmter Kennzahlen umstritten. Dies betrifft insbesondere das Tobin's Q, dem man vorwirft, Unterinvestment zu übersehen. Bei Mittelwerten bzw. durchschnittlichen Effekten ist stets zu prüfen, ob sie wichtige Merkmale der Verteilung kaschieren, wie es Kritiker mit Blick auf Hedgefonds-Aktivismus beanstanden.

Schließlich sind abweichende Bewertungsraster in Ökonomie und Recht zu beachten. Sie betreffen zum einen den Umgang mit atypischen Fällen. Die Ökonometrie lässt sie typischerweise außen vor, während sie die juristische Debatte, die Rechtspolitik und die öffentliche Meinung häufig stark beeinflussen. Ähnliches gilt bei der Definition von „lang“ und „kurz“. Für viele ökonometrische Studien ist ein Horizont von drei Jahren

angesichts der Grenzen ökonometrischer Schätzungen schon sehr lang, während Juristen ebenso wie der Gesetzgeber in größeren Zeiträumen denken können.

#### b) Populäre allgemeine Evidenz

Die Debatte darüber, ob es überzeugende empirische Belege für *Short-termism* gibt, wird sowohl in wirtschaftswissenschaftlichen Fachartikeln als auch in einem breiteren Forum geführt. Vor allem im zweiten Bereich wird häufig auf allgemeine Entwicklungen verwiesen, die als populäre Evidenz für ein zunehmendes *Short-termism*-Problem dienen, namentlich sinkende durchschnittliche Haltedauern börsengehandelter Aktien, steigende Handelsvolumina am Aktienmarkt, der Hochfrequenzhandel und verbreitete Aktienrückkäufe. Diese Phänomene scheinen auf den ersten Blick einen Zusammenhang mit kurzfristiger Orientierung nahelegen. Bei genauerem Hinsehen sind sie aber schwierig zu interpretieren und als Prüfsteine für *Short-termism*-Wirkungsketten wenig geeignet.

#### c) Mikrostudien

Die große Mehrheit der empirischen Studien zu *Short-termism* geht dem möglichen Bestehen schädlicher kurzfristiger Orientierung in bestimmten typischen Konstellationen nach. Insofern lassen sich diese Arbeiten untechnisch als Mikrostudien bezeichnen. Sie verstehen sich zumeist als empirische Tests einzelner Modelle der *Short-termism*-Theorie oder sind zumindest von diesen inspiriert. Im Einzelnen haben sie eine Vielzahl teils ingenieuser Identifikationsstrategien für *Short-termism* entwickelt. Besonders bekannte und angesehene Arbeiten stammten aus dem angloamerikanischen Raum. Ihre Resultate können, müssen aber nicht auf die Verhältnisse kontinentaleuropäischer Corporate Governance übertragbar sein.

Umfragen bei Unternehmensmanagern gehören zu den besonders häufig zitierten mutmaßlichen Belegen für *Short-termism*. Sie liegen für verschiedene Rechtsordnungen und Zeiträume vor, erlauben also Vergleiche im Quer- und Längsschnitt. Überwiegend untermauern sie Bedenken gegen *Short-termism*, kämpfen aber mit geringen Rücklaufquoten und Zweifeln an der Glaubwürdigkeit der Antworten.

Verhaltensexperimente sind bisher relativ selten unternommen worden, zumal sie nur bedingt geeignet sind, komplexe, zeitlich länger gestreckte Vorgänge der Corporate Governance abzubilden und außerdem je nach Umsetzung ähnlich wie Umfragestudien unter mangelnder Repräsentativität und Verlässlichkeit leiden.

Die meisten Studien untersuchen, wie bestimmte, ankenmutmaßlich *Short-termism*-förderliche Umstände der Corporate Governance mit Ausgaben für Forschung & Entwicklung (F&E, engl. R&D) sowie anderen Ausgabenarten zusammenhängen, bei denen sich argumentieren lässt, dass die Kosten tendenziell kurzfristig anfallen, während der Nutzen tendenziell erst langfristig sichtbar wird. Dieses Forschungsfeld umfasst zahlreiche Untergruppen, die oft auf problematisches kurzfristiges Verhalten hinweisen. Allerdings entwickelt sich der Forschungsstand in einigen wichtigen Gebieten sehr dynamisch, wodurch immer wieder, in jüngerer Zeit etwa mit Blick auf Abwehrinstrumente gegen Übernahmen, Erkenntnisse ins Wanken geraten, die vielen schon als weitgehend gesichert galten. Auch deshalb sind bedeutsame Felder wie die Bewertung von Übernahmehindernissen anhaltend umstritten. Ebenso anhaltend kontrovers sind dies- wie

jenseits des Atlantiks die kurz- und längerfristigen Effekte von Aktionärsaktivismus. Andere Fragen sind noch nicht abschließend geklärt, insbesondere für Kontinentaleuropa. Dies betrifft etwa die Folgen einer höheren Aktienliquidität sowie Vergleiche des Investitionsverhaltens börsennotierter und geschlossener Gesellschaften. Bei Letzterem sprechen die vorliegenden Studien zwar stets dafür, dass nach dem Kapitalbedarf einer Industrie zu differenzieren ist, im Übrigen weichen zentrale Befunde für die USA und Europa aber voneinander ab, wobei der Stand der Corporate Governance sowie die Größe des heimischen Kapitalmarktes eine Rolle spielen könnten.

Weitere Arbeiten betrachten typische Konstellationen, in denen sich der Entscheidungshorizont der Geschäftsleitung verkürzt. Vor allem zur Managervergütung ist gut belegt, dass manche Gestaltungen kurzsichtiges Verhalten fördern. Demgegenüber sind andere Konstellationen wie eine nahende Pensionierung weniger klar, weil Korrekturmechanismen der Corporate Governance offenbar besser eingreifen. Mit Blick auf die Dauer der Amtszeit zeigen Studien zu den USA, wo sich Beststellungs- und Abberufungsregelungen von Kontinentaleuropa unterscheiden, einerseits eine *Short-termism*-Bedeutung kurzer Amtszeiten, andererseits aber auch, dass längere Amtszeiten interne Kontrollmechanismen der Corporate Governance schwächen.

Schließlich untersucht ein interessanter Forschungsstrang, wie sich ein eher kurz- bzw. langfristiges Aktionariat einer Gesellschaft auf Parameter auswirkt, die als anfällig für *Short-termism* gelten. Dazu werden Investoren typischerweise anhand von Quartalsdaten zur Fondsfamilie als langfristig-engagiert, passiv oder kurzfristig eingeordnet. Die Studienlage in den USA deutet hier überwiegend auf Vorteile langfristig engagierter institutioneller Aktionäre im Vergleich zu kurzfristigen und passiven institutionellen Anlegern, wobei allerdings einzelne prominent veröffentlichte Arbeiten zum gegenteiligen Befund gelangen. Zudem stehen die Ergebnisse unter dem Vorbehalt der erheblichen Grenzen einer exakten Investorenklassifikation. Noch weitgehend offen ist überdies, wie es sich in Kontinentaleuropa mit seiner abweichenden Aktionärsstruktur verhält.

#### d) Makrostudien

Eine relativ kleine Gruppe von Untersuchungen nimmt eine stärker übergreifende Perspektive ein. Diese Arbeiten, die sich untechnisch als Makrostudien bezeichnen lassen, versuchen, das Ausmaß von etwaigem *Short-termism* auf dem Aktienmarkt einer Volkswirtschaft gesamthaft zu quantifizieren und gegebenenfalls mit anderen Volkswirtschaften zu vergleichen. Zu diesem Zweck entwickeln die Studien Bewertungsmodelle, die den „wahren“ inneren Wert börsennotierter Gesellschaften im Lichte auch langfristiger Ertragspotenziale schätzen. Das Ergebnis vergleichen die Studien mit der tatsächlichen Bewertung am Markt. Auf diese Weise haben sie überwiegend Anzeichen für – teils äußerst starken – *Short-termism* ermittelt, erscheinen damit aber wenig verlässlich.

#### e) Diskussion der Befunde

Nimmt man die reichhaltige Studienlage in Kenntnis der methodischen Schwierigkeiten und der Probleme bei Tests auf *Short-termism* zusammenfassend in den Blick, zeigt sich ein buntes, nur teilweise ausgefülltes Mosaik, das ähnlich wie große Kathedralen vermutlich niemals vollständig fertig sein und stets irgendwo Reparaturbedarf aufweisen wird. Dabei sind keine allzu großen Hoffungen darauf angebracht, dass die empiri-

sche Forschung bald die Streitfragen entscheiden könnte, welche die Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte aufwirft. Zum einen ist die *Short-termism*-Theorie ebenso wie die Corporate Governance von Gesellschaften dermaßen vielfältig und komplex, dass eine systematische Überprüfung aller möglichen Wirkungsketten ein sehr ambitioniertes Unterfangen darstellt, zumal dies jeweils rechtsordnungsbezogen gesondert erfolgen muss und sich die Rahmenbedingungen in Recht und Gesellschaft ständig wandeln. Zum anderen sieht sich die Forschung erheblichen Schwierigkeiten gegenüber, etwaigen *Short-termism* verlässlich empirisch zu messen.

Mit diesen Vorbehalten liefert die empirische Forschung viele Befunde, die Modelle der *Short-termism*-Theorie untermauern, auch wenn genauere Aussagen zu Reichweite, Ausmaß und Folgen nur punktuell möglich sind. Dagegen gerichtete pauschale Einwände überzeugen nicht: Soweit sie auf hohe Bewertungen von Technologiefirmen und hohe Investitionen börsennotierter Internetunternehmen verweisen, geht es gerade um Gesellschaften, die sich unter Berufung auf *Short-termism* stark vom Einfluss des Kapitalmarktes abgeschottet haben. Zudem ist die Beobachtung auch unabhängig davon ohne Weiteres mit der *Short-termism*-Theorie vereinbar, weil diese kurzfristige Sparmaßnahmen nur dort vorhersagt, wo aktuelle Gewinne ein dominanter Bewertungsparameter sind. Der gelegentliche Verweis auf hohe Investitionen von Rohstoffgesellschaften verfängt ebenfalls nicht, weil solche Investitionen relativ gut extern beobachtbar und bewertbar und daher keine Kandidaten für kurzfristige Einsparungen sind. Bewertungsblasen wie die Dotcom-Blase sind schließlich, anders als gelegentlich behauptet, gerade kein Fall von *Long-termism*, sondern vielmehr ein Paradebeispiel kurzfristig orientierten Handelns, wie es *Keynes'* Metapher vom Aktienmarkt als Schönheitswettbewerb beschreibt.

Richtig ist allerdings, dass empirische Tests auf *Short-termism* für sich genommen oft nichts darüber aussagen, ob und wenn ja welche Gegenmaßnahmen rechtspolitisch angebracht sind. Erstens können sie etwaige Zielkonflikte oft nicht beleuchten, die tatsächlich in erheblichem Umfang bestehen. Hier ist eine sorgfältige Beachtung der theoretischen Grundlagen und der daraus abgeleiteten Schlussfolgerungen anzumahnen. Zweitens können sich Korrekturmechanismen bereits am Markt herausbilden. Empirische Studien zeigen dies etwa bei der Unternehmenskommunikation, mit der sich eher lang- oder kurzfristige Investoren anziehen lassen, sowie bei der Pensionierung des Geschäftsleiters, die bei einem gleitenden Übergang Anreize zu kurzfristigem Verhalten vermeiden kann. Nahe liegt auch ein Rückzug von der Börse, woran indes deutlich wird, dass privatautonome Reaktionen gegen *Short-termism* neue Nachteile aufwerfen können und deshalb rechtspolitischen Handlungsbedarf nicht notwendig entfallen lassen.

## V. Die Short-termism-Debatte nach der Finanzkrise

### 1. Trendsetter und allgemeine Beobachtungen

Nach der Finanzkrise agierten US-amerikanische Berufsvereinigungen, Denkfabriken und Beratungsgesellschaften als private Trendsetter und -verstärker einer zunehmend globalen *Short-termism*-Debatte. Dem sind bald Regierungen und internationale Organisationen gefolgt. Die OECD hat dabei eine Kehrtwende vollzogen. Nach anfänglicher Skepsis hat sie sich eingehend mit *Short-termism* auseinandergesetzt, insbesondere mit dem Ziel, langfristiges Investieren zu fördern. Dies ging in die Revision der OECD/G20 Principles of Corporate Governance ein.

Einflüsse der angloamerikanischen Debatte erfassen nun durch inter- und supranationale Multiplikatoren verstärkt das kontinentale Zentraleuropa. Im dortigen Mehrbereichensystem vermischen sie sich mit wieder auflebenden nationalen Debattensträngen. Die *Short-termism*-Diskussion hat so, getragen von der Bugwelle der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise, rechtspolitisches Momentum erstmals nahezu zeitgleich im angloamerikanischen und kontinentaleuropäischen Rechtskreis entwickelt. Dies bedeutet freilich nicht, dass alle unter dieser Flagge durchgesetzten Maßnahmen wirklich allein der *Short-termism*-Bekämpfung dienen. Vielmehr zeigen sich bereits aus der Geschichte bekannte Überlagerungen.

Die *Short-termism*-Debatte lebte nach der Finanzkrise zunächst vielerorts mit Blick auf die Finanzwirtschaft auf, um von dort rasch und oft recht pauschal auf die Realwirtschaft verallgemeinert zu werden. Dies gilt zuvörderst für Großbritannien und auf Unionebene, abgeschwächt auch für die USA und Frankreich.

## 2. USA

In den USA spielte *Short-termism* zunächst in Anhörungen vor Senat und Repräsentantenhaus im Vorfeld des Dodd-Frank Act eine herausgehobene Rolle. Dies geschah vor allem mit Blick auf kurzfristige Anreize aus leistungsabhängiger Vergütung sowie kurzfristige Aktieninvestoren. In den Anhörungen zum Dodd-Frank Act selbst tauchte der Aspekt hingegen eher selten auf. Dafür wurde ein gesondertes Hearing zu *Short-termism* auf dem Finanzmarkt abgehalten, in dem diametrale Ansichten zu den Ursachen zutage traten.

Wissenschaftlich hat sich *Short-termism* in den USA seit der Finanzkrise stärker als eigenständiges Hauptthema etabliert. Dabei wird *Short-termism* verschiedentlich breiter verstanden und erörtert, unter Einbeziehung von Umwelt- und Sozialbelangen sowie komplexer Fragen der Finanzmarktregulierung. Zentrale Debattenstränge führen aber im Kern den aus der *takeover controversy* altbekannten Streit um das richtige Maß von Einflussrechten der Aktionäre gegenüber dem Board fort. Dabei reichen die hoch umstrittenen Standpunkte von Ansichten, die eine rechtspolitische Relevanz von *Short-termism* vollständig verneinen, bis zu Stimmen, die eine Vielzahl teils tiefgreifender Reformvorschläge unterbreiten, deren Erfolgsaussichten aber meist gering erscheinen. Meinungsstarke Richter aus Delaware reihen sich in die zweite Gruppe ein, mehrere Professoren der Harvard Law School in die erste. Sie stehen in bemerkenswertem Kontrast zu ihren Kollegen an der Harvard Business School, die mit der Harvard Business Review, wenngleich weniger ausgeprägt als in den 1980er Jahren, ein zentrales Publikationsorgan für *Short-termism*-Sorgen und Reformvorschläge stellt.

Durchgesetzt hat sich in der Praxis nun nach einigen rechtlichen Volten, die ein Lehrstück über die konkurrierenden bundes- und einzelstaatlichen Kräfte in der US-amerikanischen Corporate Governance bieten, der zuvor nicht erfolgreiche Ansatz, Aktionären mit substanzieller mehrjähriger Beteiligung Zugang zu den Stimmrechtsunterlagen der Gesellschaft zu geben, um kostengünstig eigene Board-Kandidaten aufzustellen (*proxy access*). Andere Initiativen, etwa eine Verschärfung der Beteiligungstransparenz, waren nicht erfolgreich.

Die Dynamik zu Änderungen in der Praxis dauert in verschiedener Hinsicht noch an, wobei beide Meinungspole gewisse Teilerfolge verbuchen: die Gegner von *Short-termism*-Thesen eine weitgehende Zurückdrängung von *staggered boards* in großen Unternehmen, die Anhänger eine Verbreitung des Stewardship-Gedankens. Bei Mehrstimmrech-

ten, die sich unter jungen Technologieunternehmen großer Beliebtheit erfreuen, ist die Lage noch offen.

### 3. Großbritannien

Im Vereinigten Königreich wurde die *Short-termism*-Debatte seit dem *Myners Report* kontinuierlicher weitergeführt als in den USA und unmittelbar vor der Finanzkrise vor allem von Gewerkschaftsseite angetrieben. Nach der Finanzkrise ging sie mit dem *Walker Review* und dem radikal auftretenden *Kay Report* in zwei viel beachtete Untersuchungen ein. Beide widmeten sich insbesondere der Rolle institutioneller Investoren in der Corporate Governance und wollten diese zu mehr langfristigem Engagement bewegen. Mit dem Stewardship Code gelang es, diese Zielsetzung griffig und zeitgemäß in einer neuen Weise zu verkörpern. Weitergehende Vorschläge des *Kay Report* zur Umgestaltung von Treuepflichten (*fiduciary duty*) in der Investitionskette scheiterten insbesondere am entschiedenen Widerspruch der Law Commission. Viele andere, oft sehr zurückhaltende Maßnahmen wurden umgesetzt.

Bei näherem Hinsehen bleiben die bisherigen Maßnahmen gegen *Short-termism* nach der Finanzkrise der herkömmlichen britischen *Short-termism*-Diskussion verhaftet und weitgehend deren Instrumenten treu. Sie zielen im Kern auf eine bessere, dialogisch-beratende Kommunikation zwischen institutionellen Aktionären und Board. Dessen ungeachtet hat sich der Stewardship Code trotz harscher Kritik und einer als gering eingeschätzten Wirksamkeit im Mutterland rasch als Exportschlager erwiesen.

Die rechtspolitische Entwicklung ist in Großbritannien allerdings noch in vollem Gange. Nachdem das House of Commons, die Labour Party, der Chefvolkswirt der Bank of England sowie übergreifende Initiativen aus Wirtschaft und Wissenschaft mit eingehenden Vorarbeiten viele Anregungen geliefert haben, zeichnen sich gegenwärtig weitere Schritte zur Eindämmung kurzfristiger Orientierung ab. Insbesondere soll die Managervergütung stärker langfristig ausgerichtet werden und Stakeholder sollen mehr Gewicht in der Corporate Governance erhalten. Mit beidem würden in gewisser Weise Schritte nachgeholt, die sich in früheren Stadien der britischen *Short-termism*-Debatte nicht oder nur allzu kurz (OFR) durchsetzen konnten.

### 4. Frankreich

Die französische Auseinandersetzung mit *court-termisme* nahm ihren Ausgangspunkt in verschiedenen Bestrebungen zur Belebung des Wirtschaftswachstums. Die Diskussion befeuerte sodann neben Gewerkschaften auch und gerade die Wirtschaft, der es geschickt gelang, über Denkfabriken eigene rechtspolitische Wünsche einzuspeisen. Im französischen Wahlkampf um Präsidentschaft und Nationalversammlung um den Jahreswechsel 2011/2012, den die Parti socialiste gewann, erhielt die Debatte um *court-termisme* das entscheidende politische Momentum. Es entstand vor allem durch die Affäre um ein Stahlwerk in Florange, das bald nach der Übernahme durch ein indisches Stahlunternehmen geschlossen wurde. Dagegen liefen die Gewerkschaften Sturm. Politisch resultierte hieraus ein pejorativ Loi Florange genanntes Reformpaket mit Maßnahmen, die über verschiedene Berichte und Programmschriften im Zusammenspiel vor allem der Parti socialiste und der (Groß-)Industrie entwickelt worden waren. Es nahm unter der Flagge der Bekämpfung kurzfristiger Orientierung wichtige Änderungen im Gesellschafts-

und Übernahmerecht vor: Der Gesetzgeber wertete das zeitabhängige Doppelstimmrecht von einer Opt-in- zu einer Opt-out-Regel auf, senkte die Pflichtangebotschwelle, schuf ein Mindestannahmequorum für Übernahmeangebote, schaffte die Neutralitätspflicht der Geschäftsleitung ab, erleichterte Belegschaftsaktien und band den Betriebsrat stärker bei Übernahmeangeboten ein. In der Sache befriedigten vor allem die Änderungen im Übernahmerecht nach verbreiteter Wahrnehmung eher protektionistische Bestrebungen, wie sie historisch in Kurzfristigkeitsdiskussionen wiederholt begegnet sind. Dies hat im französischen Schrifttum viel Kritik erfahren. Die praktischen Auswirkungen sind aber offenbar geringer, als ein erster juristischer Blick nahelegen mag.

Die Umgestaltung des Treuedoppelstimmrechts zu einer Opt-out-Regelung hat in Frankreich viele Rechtsfragen und einige praktische Probleme aufgeworfen. Ihre Zielsetzung, ein langfristiges Aktionariat zu fördern, hat zwar verschiedentlich Beifall erhalten, die deutlich überwiegende Ansicht im französischen Schrifttum bewertet die Regelung rechtspolitisch aber negativ. Dessen ungeachtet hat die Maßnahme Nachahmer in den Niederlanden und in Italien gefunden und genießt viele Sympathien jenseits des Atlantiks.

### 5. Europäische Union

Die Europäische Kommission hat den *Short-termism*-Topos genutzt, um über ein schwer überschaubares Stakkato von Grünbüchern, Expertengruppen, Aktionsplänen, Mitteilungen und Richtlinien-Evaluationen ein breites Harmonisierungsprogramm in Gang zu setzen, das sich anschließend teilweise von seinem Ausgangszweck entfernte. *Short-termism* tritt dabei zugunsten der Aspekte langfristiger Finanzierung und Corporate Social Responsibility zurück. Dies betrifft insbesondere die Kapitalmarktunion und die CSR-Richtlinie, welche im deutschen Schrifttum einen Streit mit Blick auf ihre Implikationen für die Unternehmenszielbestimmung ausgelöst hat.

Dessen ungeachtet ist eine langfristige Ausrichtung zwecks Eindämmung von *Short-termism* zu einem auslegungsrelevanten Leitbild des europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts avanciert. Am deutlichsten präsent ist das Anliegen in drei Rechtsakten: erstens in der reformierten Transparenzrichtlinie bei der grundsätzlichen Abschaffung von legislativen Quartalsberichtspflichten, mit der Kommission und Richtlinie in das Lager jener gewechselt sind, die *Short-termism*-Kritik an Quartalsberichten teilen; zweitens in der ELTIF-Verordnung, die ein neues Vehikel für langfristige Anlagen bereitstellt; drittens in der reformierten Aktionärsrechterichtlinie bei der Vergütungspolitik und der geänderten Verhaltenserwartung an Aktionäre, wobei die Kommission im Entstehungsprozess von einem Shareholder- und das Parlament von einem Stakeholder-Ansatz ausging.

Auch auf Unionsebene ist die rechtspolitische Entwicklung noch im Gange. Bedingt durch den *purposeful opportunism* der Kommission ist ihr Regulierungsprogramm gegen kurzfristige Orientierung aber lückenhaft. Insbesondere spart es die Übernahmerrichtlinie aus, wohl mit Blick auf deren Entstehungsgeschichte, obgleich *Short-termism* in diesem Zusammenhang vielfach diskutiert worden ist.

### 6. Deutschland

In Deutschland befeuerten nach der Finanzkrise vor allem Entwicklungen auf Unionsebene die gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Auseinandersetzung mit kurzfristi-

ger Orientierung. Dies erklärt sich aus der relativ geringen wirtschaftlichen Betroffenheit. Die Bestrebungen auf Unionsebene trafen zunächst auf viel Widerspruch, das Ziel der *Short-termism*-Bekämpfung fand aber zunehmend Anerkennung. Zu erheblichen Änderungen kam es bei Quartalsberichterstattung und Managervergütung.

In Deutschland bestehen zwar seit den späten 1990er Jahren Quartalsberichtspflichten, allerdings haben sich Grundlage, Reichweite und Anforderungen mehrfach geändert. Dabei stand neben der Kostenbelastung vor allem für kleinere Unternehmen möglicher Druck zu kurzfristigem Wirtschaften im Vordergrund. Letzterer wurde noch zur Jahrtausendwende überwiegend verneint. Juristisch war der Aspekt ab 2003 im Streit um öffentlich-rechtlich eingekleidete Quartalsberichtspflichten im Prime Standard bedeutsam.

Nach der Reform der Transparenzrichtlinie mit ihrer Kehrtwende bei der Quartalsberichterstattung entschied die Frankfurter Börse, für viele überraschend, aber aus der jüngeren Geschichte nachvollziehbar, ihre Vorgaben zeitgleich mit dem deutschen Umsetzungsgesetz abzusenken. Erste Indizien sprechen dafür, dass die Liberalisierung tatsächlich hilft, bei kurzen Berichtsperioden Besonderheiten verschiedener Emittenten und Adressaten besser Rechnung zu tragen. Insgesamt veranschaulicht die wechselhafte Entwicklung aber die schwere Suche nach einer optimalen Regelung ebenso wie die schwankende Einstellung der herrschenden Ansicht zu Effizienzmarkthypothese, Kostenbedenken und Kurzfristigkeitskritik.

Im Bereich der Managervergütung wurden die Maßnahmen schrittweise entschieden: Während das VorstOG noch primär die Aktionärskontrolle stärken wollte und dabei die Bedeutung langfristiger Vergütungskomponenten zwar sichtbar, aber unverbindlich herausstrich, setzte das VorstAG auf eine verbindliche Vorgabe „nachhaltiger“ und somit grundsätzlich langfristig ausgerichteter Vergütungsstrukturen. In der Literatur warf das Nachhaltigkeitsgebot rasch eine Fülle von Unklarheiten und Streitfragen auf, welche schon das grundsätzliche Verständnis betrafen, sich in der Praxis aber nicht groß auswirkten. Nach hier vertretener Ansicht war § 87 I 2 AktG in der Fassung des VorstAG abweichend von der wohl überwiegenden Ansicht auch als Norm des Funktionsschutzes zu verstehen.

Eine konkurrierende Initiative der Regierungskoalition, *Say on Pay* als Mittel der Aktionärskontrolle zu schärfen, stellte man letztlich mit Blick auf die abschbare Änderung der Aktionärsrechterichtlinie zurück. Deren Umsetzung wird unter anderem hier Neuerungen bringen.

## 7. Globalisierungstendenzen

Die *Short-termism*-Debatte hat sich nach der Finanzkrise zunehmend von einer nationalen zu einer globalen Debatte gewandelt. International haben sich vor allem Stewardship-Kodizes als Standardausstattung vieler wichtiger oder ambitionierter Finanzplätze etabliert, wo sie als Mittel der *Short-termism*-Bekämpfung (mittel- und) langfristiges Engagement einfordern. Die Motive der Einführung und weitere wichtige Gestaltungsparameter variieren allerdings, insbesondere der Grad der Verbindlichkeit und die Verbindung mit Aspekten nachhaltigen Investierens (ESG). Zugleich zeigt sich, dass Stewardship als Geschäftsmodell auch für private Anbieter interessant ist, die eine Verbreitung als Multiplikatoren unterstützen. In Deutschland hat dies eine Kontroverse um die Investorenkommunikation des Aufsichtsrates befeuert.

## § 2 Lehren und Regulierungsstrategien zur *Short-termism*-Debatte

### I. Grundlage und Umgang mit der Debatte

Damit die Aktiengesellschaft ihre Funktion als Kapitalsammelstelle für langfristige Investitionen zum Wohle von Volkswirtschaft und Gesellschaft erfüllt, müssen sowohl die Geschäftsleitung als auch die Aktionäre ihre Investitions- und Planungshorizonte realisieren können. Da indes erstere idealerweise langfristig, letztere hingegen oft auf kurzfristige Flexibilität bedacht sind, sollen die Binnenorganisation der Aktiengesellschaft und die flexible Übertragbarkeit von Aktien beide entkoppeln. Dieser Mechanismus weist indes Sollbruchstellen auf, die sich insbesondere aus der laufenden Rechenschaft der Geschäftsleitung gegenüber Aktionären und Kapitalmarkt ergeben. Vor diesem Hintergrund müssen die interne und externe Governance der Aktiengesellschaft stets aufs Neue mit den sich wandelnden Verhältnissen in Wirtschaft und Recht abgestimmt werden. Dieses funktionenschützende Anliegen, der Widerstreit der hiervon betroffenen Interessen sowie damit verknüpfte Konflikte zwischen verschiedenen Anspruchsgruppen unter dem Einfluss von Entwicklungen in Wirtschaft, Geistesleben und Politik erklären *Short-termism* als eine der „great debates in company law“.

Ein tieferes Verständnis der genannten Einflüsse bildet den Schlüssel zu einem sachgerechten Umgang mit *Short-termism*, weil es wesentlich dazu beiträgt, das oft stark zeitgeistgebundene Meinungsspektrum adäquat einzuordnen, Versuche der Vereinnahmung zu erkennen sowie das ökonomische und rechtsvergleichende Erfahrungsmaterial gewinnbringend zu nutzen. Dies gilt insbesondere aus drei Gründen:

Erstens wird die Debatte um übermäßige kurzfristige Orientierung häufig stark krisengetrieben und damit stark zyklisch diskutiert. Das Aktienrecht wird dabei zu einer Projektionsfläche von Sorgen und Interessen, welche sich oft als disruptiv empfundenen Entwicklungen ergeben. Das kann zu vorschnellen Reaktionen und Verallgemeinerungen verführen und mahnt daher tendenziell zu Vorsicht gegenüber eilfertigen Regulierungsvorschlägen.

Zweitens prallen in *Short-termism*-Debatten mitunter in schroffer, gar polemischer Weise diametrale Standpunkte zu der Frage aufeinander, ob und inwiefern (mutmaßliche) kurzfristige Orientierung im Gesellschaftsrecht rechtspolitisch beachtlich ist. Hierin liegt meist keine geeignete Grundlage für dogmatische oder rechtspolitische Erwägungen. Vielmehr wirken besonders entschiedene Standpunkte in der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte später oft aus der Zeit gefallen. Zudem neigt der Vorwurf übermäßiger kurzfristiger Orientierung gelegentlich dazu, vereinnahmt oder als Zerrbild präsentiert zu werden, sowohl von seinen Vertretern als auch seinen Gegnern. In der Ideengeschichte der *Short-termism*-Debatte geschah dies durch protektionistische Anliegen, Interessengegensätze zentraler und dezentraler bzw. supranationaler und nationaler Regelgeber, Interessengegensätze zwischen Finanz- und Realwirtschaft, ökonomische Denkschulen (insbesondere von Gegnern), große Fondsgesellschaften und zudem durch die nationalsozialistische Ideologie. Auch dies mahnt zu Vorsicht gegenüber harscher Positionierung.

Drittens weisen *Short-termism*-Debatten nicht selten Bezüge zu grundlegenden sozioökonomischen und gesellschaftspolitischen Gestaltungszielen auf. So neigen vor allem

seit den 1970er Jahren Parteien links von der Mitte eher als konservative Kräfte zu *Short-termism*-Kritik. In neuerer Zeit wird *Short-termism*-Bekämpfung zunehmend mit ökologisch-sozialen Nachhaltigkeitszielen verbunden, die konzeptionell oft besser getrennt werden sollten. Tatsächlich ist kurzfristige Orientierung aber ebenso von Bankiers, Industrievertretern, bestimmten institutionellen Investoren und Managern wie von Gewerkschaftsführern und Politikern als Argument genutzt worden, etwa gegen anschwelende Übernahmeangebote oder gegen eine bestimmte Art von Aktionärs Einfluss. Insofern stehen nicht selten die Sozialpartner als natürliche Verteidiger des ökonomischen Status quo auf der gleichen Seite. Zudem zeigen sich in einzelnen Rechtsordnungen deutliche Pfadabhängigkeiten. Hier gilt es, die Anliegen und Interessen hinter den Forderungen freizulegen.

Demnach ist Umsicht angezeigt, *Short-termism* aber kein Scheinproblem. Ebenso wenig sind kühne Vorschläge stets zu verwerfen. Bei jeder der drei Herausforderungen schafft eine Untersuchung Abhilfe, die mit einem breiten interdisziplinären Ansatz Rechtsdogmatik, Rechts-, Wirtschafts- und Ideengeschichte sowie Rechtsvergleichung und Ökonomie fundiert verbindet. Die vorliegende Arbeit stellt sie der weiteren Forschung zur Verfügung. Ideengeschichte, Rechtsvergleichung und Rechtsökonomie halten auch zu *Short-termism* eine Vielzahl oftmals zeitloser Rechtsideen und Reformvorschläge bereit und erleichtern es, deren Vorzüge und Nachteile sowie überschießende Tendenzen zu erkennen und zu einem sachgerechten Umgang mit ihnen zu gelangen.

## II. Regulierungsstrategien und weiterer Forschungsbedarf im Spiegel von Rechtsvergleichung, Ideengeschichte und Ökonomie

### 1. Regelungsebenen und Rechtsmaterien

Die Regulierungsstrategien, die im Verlauf der Ideengeschichte eine Rolle gespielt haben und weiter spielen, sind zahlreich und vielgestaltig. Die vorliegende Untersuchung hat eine Reihe von ihnen in verschiedenen Rechtsordnungen auch im Wandel der Zeit beleuchtet. Im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht konzentrieren sie sich auf vier Regelungsebenen: die Ebene der Aktionäre, wobei zwischen Maßnahmen für alle Aktionäre und solchen speziell für institutionelle Aktionäre zu unterscheiden ist, die Ebene des Vorstands (geschäftsführender Direktoren), des Aufsichtsrates (nicht geschäftsführender Direktoren) und der Unternehmensberichterstattung.

Daneben werden Maßnahmen im Steuerrecht sowie speziell nach der Finanzkrise das Regulierungsrecht angesprochen, Letzteres mit Blick auf die Möglichkeiten von Versicherern, in illiquide oder schwankungsanfällige Vermögenswerte anzulegen. Im Längsschnitt der *Short-termism*-Debatten spielen beide Gebiete aber nur eine Nebenrolle.

Generell wird kurzfristige Orientierung/*Short-termism* stark mit ökonomischem Bezug diskutiert, der Schlüssel zum Verständnis der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Debatten liegt allerdings zumeist im zeitgeschichtlichen Kontext. Dessen ungeachtet leistet die Ökonomie neben der Rechtsvergleichung sowie einer dogmatischen und ideengeschichtlichen Analyse wichtige Unterstützung bei der Bewältigung der Problematik. Ob rechtliche Antworten angezeigt sind bzw. wie diese aussehen sollten, lässt sich dabei nicht eindeutig trennen, weil die Frage nach Handlungsbedarf im Lichte der Vor- und Nachteile etwaiger Gegenmaßnahmen beantwortet werden muss. Das in der Ideengeschichte gesammelte Erfahrungsmaterial und die Erkenntnisse der Ökonomie

geben Aufschluss darüber, welches diese Nachteile sind und wie gewichtig sie erscheinen.

Im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht betreffen die zentralen Stellschrauben gegen *Short-termism* dogmatisch vor allem das Übernahmerecht einschließlich der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz,<sup>1</sup> die Unternehmensberichterstattung,<sup>2</sup> die Verankerung der amtierenden Unternehmensleitung,<sup>3</sup> ihre Vergütung,<sup>4</sup> zeitabhängige Mehrstimmrechte<sup>5</sup> oder sonstige Vorrechte für langfristige Aktionäre, insbesondere bei der Nominierung von Kandidaten für den Verwaltungsrat,<sup>6</sup> umgekehrt eine mehr oder wenig strenge Inpflichtnahme bestimmter Aktionäre durch stärker langfristig ausgerichtete Treuepflichten für institutionelle Aktionäre<sup>7</sup> oder erweiterte Treuepflichten für aktivistische Investoren,<sup>8</sup> eine „Erziehung“ institutioneller Aktionäre zu langfristigem Engagement<sup>9</sup> sowie das Unternehmensleitbild.<sup>10</sup> Auf diesen Feldern bieten Rechtsvergleichung, Dogmatik, Ideengeschichte und Ökonomie die meisten Anregungen und das größte Erfahrungswissen.

## 2. Regulierungsstrategien

Die weitere Forschung kann auf den ideengeschichtlichen, rechtsvergleichenden und rechtsökonomischen Grundlegungen der vorliegenden Arbeit mit stärker anwendungsbezogenen Einzelbetrachtungen und weiterer Rechtsvergleichung aufbauen. Insbesondere wird weiter zu verfolgen und zu untersuchen sein, wie sich die zahlreichen Reformschritte gegen *Short-termism* seit der Finanzkrise in den kommenden Jahren bewähren, wobei verschiedene Ansatzpunkte weiter ausdifferenziert werden können. Auch der Verfasser möchte dem weiter nachgehen. Allerdings erscheint es eher unwahrscheinlich, dass einer der Ansatzpunkte das *silver bullet* liefern wird, welches zukünftige Diskussionen und Anpassungen mit Blick auf Sorgen um kurzfristige Orientierung entbehrlich

<sup>1</sup> So in mehreren Wellen der US-Diskussion, in Deutschland, auf Unionsebene bei der Übernahmerrichtlinie und neuerdings bei der Loi Florange in Frankreich.

<sup>2</sup> Jüngst mit der Reform der Transparenzrichtlinie auf Unionsebene und der nachfolgenden Änderungen in Deutschland.

<sup>3</sup> Insbesondere in den USA mit dem Institut der *poison pill* und *staggered boards*, zeitweise aber auch in Deutschland, etwa bei den Kontroversen um Mehrstimmrechte und Höchststimmrechte.

<sup>4</sup> So etwa in Deutschland, aber auch einer intensiven Diskussion in den USA.

<sup>5</sup> Praktiziert werden sie insbesondere in Frankreich sowie jüngst in den Niederlanden und Italien; vereinzelt finden sie sich als *time-phased voting* auch in den USA.

<sup>6</sup> Praktiziert insbesondere in den USA in Form des sog. *proxy access*.

<sup>7</sup> Hierfür etwa der britische Kay Report im Gegensatz zur Law Commission, ebenso viele Stimmen in den USA; in eine ähnliche Richtung gehen Bedenken, die vor allem in den 1980er und 1990er Jahren, aber auch wieder im Kay Report mit Blick auf die *prudent man rule/prudent investor rule* erhoben wurden.

<sup>8</sup> Sie werden insbesondere in den USA diskutiert, mitunter aber auch in Europa.

<sup>9</sup> Langjährige Bemühungen in Großbritannien, die im Stewardship Code kulminierten, der nun international viel Gefolgschaft gefunden hat, unter anderem in der Aktionärsrechterichtlinie. Im Einzelnen kommen dabei wieder verschiedene, mehr oder weniger strenge „Erziehungsmaßnahmen“ in Betracht, die mit einem völlig unverbindlichen Kodex (Beispiele: Singapur, Australien) und Leitlinien zur Erleichterung kooperativen Engagements beginnen (relevant etwa in der EU, Japan und Australien) sowie über Comply-or-Explain-Pflichten (Japan) über eine ergänzende behördliche Beurteilung (so mittlerweile Großbritannien) bis zu Veröffentlichungspflichten mit Blick auf Strategien und Stimmverhalten reichen (so die Aktionärsrechterichtlinie).

<sup>10</sup> Dies spielte etwa in den *Short-termism*-Debatten in den USA, Großbritannien und in Deutschland eine Rolle.

macht. Hierzu sind, wie die Ideengeschichte belegt, die wirtschaftlichen Verhältnisse zu unstet, zudem, wie die Ökonomie aufzeigt, die Einbruchstellen zu vielgestaltig, auf allen Ebenen – Verwaltung, Aktionäre und Investoren – vorhanden, verlässliche empirische Aussagen zu schwierig und überdies die einzelnen *Short-termism*-Treiber ebenso wie Gegenmaßnahmen zu sehr mit ambivalenten Wirkungen behaftet. Dementsprechend herrscht bisher in keiner der betrachteten Rechtsordnungen nachhaltige Zufriedenheit mit den ergriffenen Schritten:

a) *Aktionärsebene*

Auf der Ebene aller Aktionäre setzt das zum Standard erhobene französische Treuedoppelstimmrecht an, das allerdings viele Rechtsfragen in der Anwendung aufwirft und mit einer Haltefrist von zwei Jahren typischerweise auch Aktionärsgruppen zugutekommt, die verbreitet als kurzfristig eingeschätzt werden. Hinzu kommt, dass zeitabhängige Mehrstimmrechte auch gerade erst Unruhe in die Aktiengesellschaft hineintragen können, weil sich die Wirkung eines größeren Wechsels im Anteilseignerkreis potenziert. Die in den USA praktizierten Vorrechte für große langfristige Anleger bei der Direktorenbesetzung (*proxy access*) sind in ihren Effekten bislang noch nicht einschätzbar. Generell tragen feste Zeitspannen aber nicht der gebotenen unternehmensspezifischen Abgrenzung von kurzer und langer Frist Rechnung. Zudem sehen sich Privilegien für Aktionäre mit bestimmter Haltedauer dem Einwand ausgesetzt, dass die Vergangenheit nicht notwendig etwas über zukünftige Anreize zu kurzfristigem Verhalten aussagt. Überlegungen, Vorrechte an eine versprochene künftige Haltedauer zu knüpfen, sind in jüngerer Zeit prominent in Großbritannien angestellt worden, mit Wesen und Funktion einer Publikums-Aktiengesellschaft aber schwer zu vereinbaren. Leichter umsetzen lassen sich neue Rechtsformen, wie sie auf Unionsebene mit ELTIF für langfristige Anlagen und in den USA mit der *benefit corporation* für Unternehmen geschaffen worden sind. In der Praxis ist die wirtschaftliche Bedeutung von beidem aber relativ gering und daher allenfalls in Nischen in der Lage, *Short-termism*-Sorgen mit Blick auf den Aktienmarkt abzuwehren.

In Bezug auf institutionelle Anleger werden vor allem im angloamerikanischen Raum seit Längerem erweiterte Treuepflichten für institutionelle oder aktivistische Aktionäre diskutiert. Bislang hat man sich aber immer vor einer Realisierung gescheut, zuletzt im Zuge des *Kay Report*, sei es aufgrund der komplexen Rechtsmaterie, sei es weil effektive Rechtsregeln nicht leicht auszuformen sind. Die fortgesetzten britischen Versuche, institutionelle Investoren zu langfristiger Stewardship zu aktivieren, sind theoretisch mit Blick auf verschiedene *Short-termism*-Treiber vielversprechend<sup>11</sup> und erfreuen sich nun international vieler Nachahmer, haben *Short-termism*-Sorgen im Mutterland aber nicht beseitigen können. Zudem gerät der erwünschte dialogische und beratende Austausch leicht in Konflikt mit anderen Regelungszielen des Aktien- und Kapitalmarktrechts (Gleichbehandlung der Aktionäre, Insiderhandelsverbot, *Acting in Concert*), die man üblicherweise nur mit behördlichen Leitlinien behandelt<sup>12</sup> und deren Aushöhlung wie-

<sup>11</sup> Insbesondere könnten sie Informationsasymmetrien bzw. eine schematische Bewertung anhand kurzfristiger Ergebnisse verringern, die in vielen Modellen für *Short-termism* verantwortlich sind. Zudem könnten sie verhaltensökonomische Wahrnehmungsfehler reduzieren, durch die Manager die kurzfristige Orientierung von Investoren überschätzen (*availability error*).

<sup>12</sup> So etwa in der Europäischen Union, Japan und Australien.

derum das Anlegervertrauen beschädigen könnte. Sein Import in andere Rechtsordnungen birgt, wie die deutsche Diskussion belegt, überdies Spannungsfelder mit der Binnenorganisation im dualistischen System. Außerdem deutet die Tätigkeit privater Akteure in diesem Bereich darauf hin, dass Stewardship auch mit Geschäftsinteressen spezialisierter Berater und Investoren verbunden ist, die nicht notwendig mit den Belangen von Anlegern ohne privilegierten Zugang übereinstimmen müssen. Allgemeine empirische Studien zu den Auswirkungen langfristig-engagierter im Vergleich zu passiven und kurzfristigen Aktionären liegen vor allem für die USA vor, der Forschungsstand ist aber nicht abschließend gesichert.

### b) Vorstandsebene

Auf Vorstandsebene stoßen die deutschen Versuche, eine langfristig-nachhaltig ausgerichtete Managervergütung vorzuschreiben, schon angesichts der unternehmens- und branchenabhängig unterschiedlich ausgeprägten Zeithorizonte an enge Grenzen. Die langjährigen US-amerikanischen und britischen Debatten zeigen zudem anschaulich, dass die Ökonomie ebenfalls noch weit von einem Konsens entfernt ist, wie die Managervergütung mit Blick auf ihre zeitliche Ausrichtung optimal zu gestalten ist. Zudem bestehen hier wiederum Nebenwirkungen und Zielkonflikte: So hat man „goldene Fallschirme“ in den USA auch und gerade als Absicherung gegen einen kurzfristig-opportunistischen *breach of trust* gerechtfertigt, sie werden aber zu Recht mit Blick auf ihr Missbrauchspotenzial und Mitnahmeeffekte kritisiert. Langfristige Vergütungsprogramme stehen außerdem in latentem Konflikt mit der öffentlichen Akzeptanz der Managervergütung, weil sie die Auszahlungen an den Manager zumindest teilweise von der aktuellen Lage der Gesellschaft entkoppeln. Die ebenfalls mit Blick auf *Short-termism* diskutierten abweichenden Regelungen zur Amtszeit von Vorständen in verschiedenen Rechtsordnungen scheinen die real zu beobachtenden Amtszeiten nicht entscheidend zu prägen, könnten für den realen Kurzfristigkeitsdruck also eher nachrangig sein. Ohnehin gibt es eher Bewegung in die entgegengesetzte Richtung: Eine jährliche Rechenschaft ist jüngst mehrfach höher gewichtet worden als eine langfristige Perspektive.<sup>13</sup>

Deutlich mehr praktisches Potenzial zur *Short-termism*-Bekämpfung haben die seit Langem in vielen Rechtsordnungen diskutierten Maßnahmen zur Abschirmung gegen Übernahmen, bieten Übernahmen doch mehrere Einbruchstellen für kurzfristige Orientierung.<sup>14</sup> In der Sache wirken Abschottungsinstrumente aber ambivalent und können obendrein, wie Geschichte und Rechtsvergleichung lehren, tatsächlich eher anderen, etwa protektionistischen Zwecken dienen als der langfristigen Ausrichtung.

<sup>13</sup> So in den USA bei der mit Blick auf *Short-termism* sehr kontrovesen Zurückdrängung von *staggered boards* in großen börsennotierten Gesellschaften sowie in der Schweiz im Zuge der sog. Abzocker-Initiative. In Großbritannien empfiehlt der Vorschlag für den reformierten UK Corporate Governance Code nun generell eine jährliche Wiederwahl der Direktoren. Die in der vorherigen Fassung vorgesehene Beschränkung auf große Unternehmen (solche des FTSE 350) soll gestrichen werden.

Auch die reformierte Aktionärsrechterichtlinie setzt mit standardmäßig jährlichen Voten über den Vergütungsbericht auf ein Element laufender Kontrolle, wobei ein kurzfristiger Druck durch die Vorgabe eingefangen werden soll, dass die Vergütungspolitik langfristig auszurichten ist.

<sup>14</sup> Insbesondere über *takeover threats*, einen *breach of trust* oder ein *horizon problem* des Vorstands, der nicht mehr von langfristigen Projekten zu profitieren droht. Debatten um Übernahmen als Treiber kurzfristigen Denkens hat es etwa wiederholt in Deutschland, Großbritannien, den USA und Frankreich gegeben.

### c) Unternehmensberichterstattung

Auf der Ebene der Unternehmensberichterstattung scheint die Abschaffung der Quartalsberichterstattung in verschiedener Hinsicht hilfreich.<sup>15</sup> Die wechselvolle Geschichte verdeutlicht aber, dass auch hier ambivalente Wirkungen zu beachten sind. Insbesondere erhöhen sich Informationsasymmetrien für Investoren ohne privilegierten Zugang zum Management und spiegelbildlich die Risiken engagierter Aktionäre mit direktem Kontakt zur Geschäftsleitung, in Konflikt mit dem Insiderrecht zu geraten. Ökonomisch kann die Abschaffung der Quartalsberichterstattung zudem Career-Concerns-Effekte oder *signal jamming* nicht verhindern, solange freiwillige Mehrveröffentlichungen zulässig bleiben und der Markt aus ihrem Unterlassen negative Schlüsse zieht.

Weiterhin wird das Fair-Value-Prinzip vor allem in Europa<sup>16</sup> zwar vielfach mit Blick auf *Short-termism* diskutiert, weil es Volatilität in die Bilanz transformiert und damit einen langfristigen Horizont erschwert. Grundsätzliche Änderungen stehen insoweit aber nicht an. Anders liegt es mit Blick darauf, dass die Unternehmensberichterstattung zunehmend erweiterte Kennzahlen, immaterielle Faktoren und Nachhaltigkeitsaspekte einbezieht, wie es in der *Short-termism*-Debatte vielfach gefordert wird.<sup>17</sup> Eine solche Erweiterung ist prinzipiell geeignet, den Raum für *Short-termism* bei für Außenstehende „unsichtbaren“ Investitionen zu verkleinern. Sie belastet aber Ressourcen der Unternehmen, verteuert damit zugleich den Zugang zum öffentlichen Kapitalmarkt bzw. zu bestimmten Segmenten und kann mit Innovationsanreizen in Konflikt geraten, sofern eine Nachahmung durch Wettbewerber erleichtert wird. Ferner kann eine erweiterte Berichterstattung auch neuen Anlass zu Career-Concerns-Effekten oder *signal jamming* bieten.

All diese Einschränkungen und Ambivalenzen werden in der Debatte zuweilen unzureichend beachtet, insbesondere wenn die eigene Lage allzu schwarzmalersisch gezeichnet und Verhältnisse oder Reformen im Ausland oberflächlich positiver wahrgenommen werden als im sachnäheren Mutterland.<sup>18</sup> Eine wichtige, abschließend zu betonende Erkenntnis aus der Rezeptionsgeschichte von *Short-termism* als Argument im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht lautet demnach, dass es grundsätzlich ratsamer ist, das Regelungsumfeld der Aktiengesellschaft bei Bedarf behutsam nachzujustieren, um ihre Funktion als Kapitalsammelbecken für langfristige Investitionen zu unterstreichen, als in kurzfristigen Aktionismus zu verfallen, der, Ironie des Schicksals, im Verlauf der Debatten um *Short-termism* allzu oft begegnet, aber auch beruhigend oft über intensive Diskussionen bis zur Rechtsetzung abgeschliffen worden ist.

---

<sup>15</sup> So können Quartalsberichte über Feedback-Prozesse (*investigative herding*, Verfügbarkeitsheuristik) einen kurzfristigen Fokus begünstigen und Anlass zu *career concerns* geben oder auch von wesentlichen längerfristigen Entwicklungen ablenken. Weiterhin belasten sie gerade kleinere Unternehmen.

<sup>16</sup> Namentlich in Frankreich, zudem in Grünbüchern der Europäischen Kommission.

<sup>17</sup> Unter anderem in den USA und auf internationaler Ebene. Außerdem geht die EU jüngst mit Expertenreports und Legislativvorschlägen stark in diese Richtung.

<sup>18</sup> Die Arbeit weist dies namentlich mit Blick auf das deutsche System der Unternehmensfinanzierung durch Banken in den 1980er Jahren nach und für die Zeit nach der Finanzkrise beim französischen Treuedoppelstimmrecht sowie beim britischen Stewardship-Kodex.



## Literatur- und Materialienverzeichnis

Für deutschsprachige rechtswissenschaftliche Arbeiten fehlt eine allgemein anerkannte Klassifikation, um Quellen im Rahmen eines Verzeichnisses dem Bereich Literatur oder dem Bereich Materialien zuzuordnen. Oft spielen auch Kontext und Erkenntnisinteresse eine Rolle. Gerade bei einer Arbeit wie der vorliegenden, die interdisziplinär, rechtsvergleichend und ideengeschichtlich lange Zeithorizonte betrachtet, liegt die Einordnung nicht stets auf der Hand. Die nachstehende Auflistung gibt die hier zugrunde gelegten Zuordnungskriterien wieder. Sie soll das Auffinden insbesondere in Grenzfällen erleichtern.

*Als Literatur eingeordnet sind:*

- Projektberichte, Working Papers bzw. Forschungsberichte internationaler Organisationen (Bsp.: IMF Working Papers mit genannten Autoren),
- Online-Zeitungsartikel,
- Online-Blog-Artikel (Bsp.: Harvard Law School Forum on Corporate Governance),
- Stellungnahmen privater Organisationen bzw. Vereinigungen zu einem Gesetzentwurf, die in einer wissenschaftlichen Zeitschrift veröffentlicht sind,
- Artikel aus zeitschriftenförmigen Publikationen von Behörden, internationalen Organisationen oder Unternehmen, die Ansprüche an wissenschaftliche Veröffentlichungen erfüllen (Bsp.: BaFin-Journal, OECD Journal Financial Market Trends, Audit Committee Quarterly),
- Berichte des World Economic Forum mit Beratungsunternehmen.

*Als Materialien eingeordnet sind:*

- Dokumente aus Gesetzgebungsverfahren, einschließlich historischer Gesetzgebungsmaterialien, die später von Wissenschaftlern editiert und herausgegeben worden sind,
- Anhörungen vor dem US-Kongress, auch soweit Wissenschaftler in sich abgeschlossene Äußerungen eingereicht haben,
- Bundestagsdrucksachen,
- Grün- und Weißbücher der Europäischen Kommission,
- sonstige Druckschriften und Stellungnahmen öffentlicher Behörden,
- Berichte der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, unabhängig davon, ob sie von dem OECD Sekretariat ohne namentliche Nennung von Personen als Autoren stammen oder von Wissenschaftlern, die die OECD beauftragt hat,
- Berichte staatlich eingesetzter bzw. veranlasster Kommissionen mit wissenschaftlichem Anspruch (Bsp.: Wilson Review),

- Projektberichte staatlich eingesetzter Kommissionen zur Erarbeitung von soft law (Bsp.: Hampel Committee),
- Reden von Behördenvertretern, die nicht in einer wissenschaftlichen Zeitschrift oder Schriftenreihe veröffentlicht sind,
- Kodizes privater Institutionen (insb. in Bezug auf Stewardship, Corporate Governance, Vermögensverwaltung),
- private Eingaben zu einer offiziellen Konsultation, die ein Gesetzgebungsverfahren begleiten, ohne in einer Zeitschrift veröffentlicht worden zu sein,
- Projektberichte einer Nichtregierungsorganisation bzw. privaten Stelle, die sich für ein bestimmtes rechtspolitisches Anliegen einsetzen, unabhängig davon, ob sie in thematischem Zusammenhang mit zum Veröffentlichungszeitpunkt anstehenden oder betriebenen Regulierungsbestrebungen standen,
- Sammelwerke des World Economic Forum mit Autoren aus der Wissenschaft.

# I. Literaturverzeichnis

- 3sat.online*: „Kulturzeit“ am 10. November 2014 – Die Themen der Sendung im Überblick, <<https://www.etwasverpasst.de/kulturzeit/vom-10-11-2014-325916>> (geprüft am 27.03.2021).
- Abarbanell, Jeffery/Bernard, Victor*: Is the U. S. Stock Market Myopic?, *J. Acc. Res.* 38 (2000), S. 221–242.
- Abernethy, Margaret A./Bouwens, Jan/van Lent, Laurence*: The Role of Performance Measures in the Intertemporal Decisions of Business Unit Managers, *Contemporary Accounting Research* 30 (2013), S. 925–961.
- Aboody, David/Lev, Baruch*: Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains, *J. Fin.* 55 (2000), S. 2747–2766.
- Acharya, Viral/Xu, Zhaoxia*: Financial dependence and innovation – The case of public versus private firms, *J. Fin. Ec.* 124 (2017), S. 223–243.
- Achleitner, Ann-Christin/Herman, Kerry/Nathusius, Eva/Lerner, Josh*: European private equity cases: introduction, in: Gurung, Anuradha/Lerner, Josh (Hrsg.), *Globalization of Alternative Investments – Working Papers Volume 1, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008*, S. 87–89.
- Achleitner, Ann-Kristin/Betzer, André/Gider, Jasmin*: Do Corporate Governance Motives Drive Hedge Fund and Private Equity Fund Activities?, *Eur. Financial Management* 16 (2010), S. 805–828.
- Achleitner, Ann-Kristin/Rapp, Marc Steffen/Schaller, Phillip D./Wolff, Michael*: Ausgewählte Aspekte der Vorstandsvergütung in börsennotierten Unternehmen – Eine vergleichende Betrachtung von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen, *ZCG 2010*, S. 113–118.
- Adams, Michael*: Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, *AG 1990*, S. 63–78.
- : Was spricht gegen eine unbehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer?, *AG 1990*, S. 243–252.
- : Aktienoptionspläne und Vorstandsvergütungen, *ZIP 2002*, S. 1325–1344.
- Adams, Willi Paul/Berg, Manfred*: Die USA im 20. Jahrhundert, 3. Aufl., München 2012.
- Admati, Anat R.*: A Skeptical View of Financialized Corporate Governance, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), S. 131–150.
- Agarwal, Vikas/Jiang, Wei/Baozhong, Yang*: Uncovering Hedge Fund Skill from the Portfolio Holdings They Hide, *J. Fin.* 68 (2013), S. 739–783.
- Aghion, Philippe/Stein, Jeremy C.*: Growth versus Margins – Destabilizing Consequences of Giving the Stock Market What It Wants, *J. Fin.* 63 (2008), S. 1025–1058.
- Aghion, Philippe/van Reenen, John/Zingales, Luigi*: Innovation and Institutional Ownership, *Am. Ec. Rev.* 103 (2013), S. 277–304.
- Aguirre, Deanne/Karlsson, Per-Ola/Neilson, Gary L.*: From the Outside In – Faced with volatility, more companies are looking beyond their own ranks to find new leadership., *Reprint 16210, strategy+business* 83 (2016), S. 1–12.
- Ahmed, Anwer S./Duellman, Scott*: Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism, *J. Acc. Res.* 51 (2013), S. 1–30.
- Akerlof, George A.*: The Market for “Lemons” – Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 *QJE* 488–500 (1970).
- Al-Alami, Leen*: Business Roundtable v. SEC: Rising Judicial Mistrust and the Onset of a New Era in Judicial Review of Securities Regulation, 15 *U. Penn. J. Bus. L.* 541–564 (2013).
- Albert, Michel*: *Capitalisme contre capitalisme*, Paris 1991.
- : *Kapitalismus contra Kapitalismus*, aus dem Französischen von Hans Kray, Frankfurt am Main/New York 1992.
- : The Rhine model of capitalism: an investigation, *Eur. Bus. J.* 4 (1992), S. 8–22.

- : Capitalism against capitalism, Translated by Paul Haviland; Foreword by Lord Donoughue, London 1993.
- : Capitalism vs. capitalism – How America’s obsession with individual achievement and short-term profit has led it to the brink of collapse, foreword by Felix G. Rohatyn; translated by Paul Haviland, New York 1993.
- : The single currency vs. the Rhine model, *Transfer: European Review of Labour and Research* 2 (1996), S. 261–272.
- : Kapitalismus contra Kapitalismus, in: Messner, Dirk (Hrsg.), *Die Zukunft des Staates und der Politik – Möglichkeiten und Grenzen politischer Steuerung in der Weltgesellschaft*, Bonn 1998, S. 100–120.
- : Kapitalismus contra Kapitalismus – zehn Jahre danach, *Blätter für deutsche und internationale Politik* 46 (2001), S. 1451–1462.
- Albert, Michel/Gonenc, Rauf*: The Future of Rhenish Capitalism, *The Political Quarterly* 67 (1996), S. 184–193.
- Alcock, Alistair*: Corporate Governance – A Defence of the Status Quo, *Mod. L. Rev.* 58 (1995), S. 898–912.
- Alexander, David*: Financial reporting – The theoretical and regulatory framework, 2. Aufl., London/New York 1991.
- Alhoj, Erik*: New Stewardship Code for Danish institutional investors, 12.10.2016, <<https://engage-int.com/new-stewardship-code-for-danish-institutional-investors/>> (geprüft am 31.03.2021).
- Alisch, Katrin/Arentzen, Ute/Winter, Eggert* (Hrsg.): *Gabler Wirtschaftslexikon*, 16. Aufl., Wiesbaden 2005.
- Allaire, Yvan/Dauphin, François*: “Activist” hedge funds: creators of lasting wealth? What do the empirical studies really say?, July 2014, <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2460920>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Still unanswered questions (and new ones) to Bebchuk, Brav and Jiang, January 2015, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2552176](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2552176)> (geprüft am 11.06.2020).
- : The game of ‘activist’ hedge funds – Cui bono?, *Int. J. Discl. & Gov.* 13 (2016), S. 279–308.
- Allen, David Grayson*: *Relevance Lost: The Rise and Fall of Management Accounting*. By H. Thomas Johnson and Robert S. Kaplan, Boston: Harvard Business School Press, 1987, xv + 269 pp. Notes and index. \$24.95, Review, *Bus. Hist. Rev.* 62 (1988), S. 176–178.
- Allen, Franklin/Michaely, Roni*: Payout Policy, in: Constantinides, G.M./Harris, M./Stulz, R.M. (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance – Volume 1, Part A: Corporate Finance*, s.l. 2003, S. 337–429.
- Altman, Morris*: Prospect Theory and Behavioral Finance, in: Baker, H. Kent/Nofsinger, John R. (Hrsg.), *Behavioral finance – Investors, corporations, and markets*, Hoboken, N.J. 2010, S. 191–209.
- Amann, Klaus/Petzold, Jürgen*: *Management und Controlling*, Wiesbaden 2014.
- Ambachtsheer, Keith*: The Case for Long-Termism, *Rotman Int’l J. of Pension Manage.* 7 (2014), S. 6–15.
- Aminoff, G. C./Wahlbeck, Lars* (Hrsg.): *Vetenskap och företagsledning – studier i ekonomi och ledarskap tillägnade Lars Wahlbeck*, Helsingfor 1982.
- Ammédick, Oliver/Strieder, Thomas*: *Zwischenberichterstattung börsennotierter Gesellschaften – Bestimmungen des BörsG, DRS, IAS und US-GAAP sowie deutscher Börsensegmente*, München 2002.
- Ampenberger, Markus*: *Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen – Eine Analyse von Investitions-, Diversifikations- und Kapitalstrukturentscheidungen*, Wiesbaden 2010.
- Anabtawi, Iman/Stout, Lynn A.*: Fiduciary Duties for Activist Shareholders, *60 Stan. L. Rev.* 1255–1308 (2008).
- Anderson, Anne/Brockman, Paul*: An Examination of 13F Filings, *J. of Fin. Res.* early view (2018), S. 1–30.
- Anderson, Robert, IV*: The Long and Short of Corporate Governance, *23 Geo. Mason L. Rev.* 19–68 (2015).
- Anderson, Ronald C./Duru, Augustine/Reeb, David M.*: Investment policy in family controlled firms, *J. Banking & Fin.* 36 (2012), S. 1744–1758.
- Anderson, Ronald C./Reeb, David M.*: Founding-Family Ownership and Firm Performance – Evidence from the S&P 500, *J. Fin.* 58 (2003), S. 1301–1328.
- Andres, Christian*: Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership, *J. Corp. Fin.* 14 (2008), S. 431–445.

- Antia, Murad/Pantzalís, Christos/Park, Jung Chul*: CEO decision horizon and firm performance – An empirical investigation, *J. Corp. Fin.* 16 (2010), S. 288–301.
- Anweiler, Jochen*: Die Auslegungsmethoden des Gerichtshofs der Europäischen Gemeinschaften, Frankfurt am Main u. a. 1997.
- Anzinger, Heribert*: Kapitel 5 B. Inhalt der Bilanz, in: Merkt, Hanno/Probst, Arno/Fink, Christian (Hrsg.), Rechnungslegung nach HGB und IFRS – Themensystematischer Kommentar mit synoptischen Darstellungen, Stuttgart 2017.
- Aoyagi, Chie/Ganelli, Giovanni*: Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan, IMF Working Paper 14/140, August 2014, <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14140.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Arbeitskreis Bilanzrecht Hochschullehrer Rechtswissenschaft*: Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Stärkung der nichtfinanziellen Berichterstattung der Unternehmen in ihren Lage- und Konzernlageberichten (CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz), NZG 2016, S. 1337–1339.
- Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft*: Die Zukunft der Rechnungslegung aus Sicht von Wissenschaft und Praxis – Fachprogramm des Arbeitskreises Externe Unternehmensrechnung im Rahmen des 54. Deutschen Betriebswirtschafter-Tags, DB 2001, S. 160–161.
- : Zur Frage der Ausstrahlung branchenspezifischer Corporate Governance-Anforderungen auf das allgemeine Unternehmensrecht am Beispiel der Bankenregulierung, DB 2016, S. 1118–1125.
- Arlen, Jennifer H./Talley, Eric L.*: Introduction, in: dies. (Hrsg.), *Experimental law and economics*, Cheltenham 2008, S. xv–lxi.
- Arlettaz, Gérald/Arlettaz, Silvia*: La Première Guerre mondiale et l'émergence d'une politique migratoire interventionniste, in: Bairoch, Paul/Körner, Martin H. (Hrsg.), *La Suisse dans l'économie mondiale/Die Schweiz in der Weltwirtschaft*, Genève/Zürich 1990, S. 319–337.
- Arlettaz, Silvia/Arlettaz, Gérald*: Die schweizerische Ausländergesetzgebung und die politischen Parteien 1917–1931, in: Mattioli, Aram (Hrsg.), *Antisemitismus in der Schweiz 1848–1960*, Zürich 1998, S. 327–356.
- Armour, John/Deakin, Simon/Konzelmann, Suzanne J.*: Shareholder Primacy and the Trajectory of UK Corporate Governance, *Br. J. Ind. Relations* 41 (2003), S. 531–555.
- Armour, John/Enriques, Luca/Hansmann, Henry/Kraakman, Reinier*: The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class, in: Kraakman, Reinier H. (Hrsg.), *The anatomy of corporate law – A comparative and functional approach*, 3. Aufl., 2017, S. 49–77.
- Armour, John/Hansmann, Henry/Kraakman, Reinier/Pargendler, Mariana*: What is Corporate Law, in: Kraakman, Reinier H. (Hrsg.), *The anatomy of corporate law – A comparative and functional approach*, 3. Aufl., 2017, S. 1–28.
- Arnold, Christian/Schansker, Mareike*: Vergütungsgestaltung in Vorstandsverträgen – Rechtliche Anforderungen und praktische Umsetzung, *KSzW* 2012, S. 39–48.
- Arnold, Glen*: Handbook of corporate finance – A business companion to financial markets, decisions & techniques, 2. Aufl., Harlow 2010.
- Arnold, John/Moizer, Peter*: A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares, *Acc. & Bus. Res.* 14 (1984), S. 195–208.
- Aronson, Bruce E.*: Japanese Corporate Governance Reform: A Comparative Perspective, *11 Hastings Bus. L. J.* 85–118 (2015).
- Arsalidou, Demetra*: Shareholders and Corporate Scrutiny: The Role of the UK Stewardship Code, *ECFR* 9 (2012), S. 342–379.
- Artus, R. E.*: Tension to Continue, in: National Association of Pensions Funds (NAPF) (Hrsg.), *Creative tension? – A collection of essays on issues arising from the relationships between the management of public companies and institutional investors*, London 1990, S. 12–17.
- Ashdown, Paddy/Holme, Richard*: Investing in our future – Tackling short-termism in the British economy, Hebden Bridge 1986.
- Ashraf, Nava/Camerer, Colin F./Loewenstein, George*: Adam Smith, Behavioral Economist, *J. Econ. Persp.* 19 (2005), S. 131–145.
- Asker, John/Farre-Mensa, Joan/Ljungqvist, Alexander*: Corporate Investment and Stock Market Listing – A Puzzle?, *Rev. Financ. Stud.* 28 (2015), S. 342–390.

- Aspara, J./Pajunen, K./Tikkanen, H./Tainio, R.*: Explaining corporate short-termism – Self-reinforcing processes and biases among investors, the media and corporate managers, *Socio-Ec. Rev.* 12 (2014), S. 667–693.
- Assmann, Heinz-Dieter/Bozenhardt, Friedrich*: Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, in: Goerdeler, Reinhard/Lutter, Marcus u. a. (Hrsg.), *Übernahmeangebote*, Berlin 1990, S. 1–156.
- Atanassov, Julian*: Do Hostile Takeovers Stifle Innovation? – Evidence from Antitakeover Legislation and Corporate Patenting, *J. Fin.* 68 (2013), S. 1097–1131.
- Athanassiou, Phoebus* (Hrsg.): *Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments*, Cheltenham u. a. 2012.
- Auer, Benjamin R./Rottmann, Horst*: *Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler – Eine anwendungsorientierte Einführung*, 3. Aufl., Wiesbaden 2015.
- Awrey, Dan/Clarke, Blanaid/Griffith, Shaun J.*: Resolving the Crisis in U. S. Merger Regulation: A Transatlantic Alternative to the Perpetual Litigation Machine, *35 Yale J. Reg.* 1–65 (2018).
- Bach, Norbert/Brehm, Carsten/Buchholz, Wolfgang/Petry, Thorsten*: *Organisation – Gestaltung wertschöpfungsorientierter Architekturen, Prozesse und Strukturen*, 2. Aufl., Wiesbaden/s.l. 2017.
- Bachmann, Gregor*: *Regelwerk und Rechtsgeschäft – Zur einseitigen Änderung privater Börsenregeln*, *WM* 2001, S. 1793–1798.
- : *Corporate Governance nach der Finanzkrise*, *AG* 2011, S. 181–193.
  - : *Der „Europäische Corporate Governance-Rahmen“ – Zum Grünbuch 2011 der Europäischen Kommission*, *WM* 2011, S. 1301–1310.
  - : *Referat – Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor?*, in: *Ständige Deputation des Deutschen Juristentages* (Hrsg.), *Verhandlungen des achtundsechzigsten Deutschen Juristentages – Berlin 2010, II/1, München 2011, P13–P30* (zit. *Bachmann*, *Sitzungsberichte* 68. *DJT Bd. II/1, II/1*).
- Bachmann, Werner*: *Ein deutsches Gesellschaftsrecht*, *Die Deutsche Volkswirtschaft* 1933, S. 264–268.
- : *Aktienrechtsreform am Scheideweg*, *Die Deutsche Volkswirtschaft* 1934, S. 590–593.
  - : *Kritik am neuen Aktienrecht*, *Die Deutsche Volkswirtschaft* 1934, S. 1002–1003.
- Baetge, Jörg/Haenelt, Timo*: *Anforderungen des Kapitalmarkts an die IFRS-Zwischenberichterstattung und empirische Befunde zur derzeitigen Qualität publizierter IFRS-Zwischenberichte*, *DB* 2009, S. 2501–2506.
- Baetge, Jörg/Schewe, Gerhard/Schulz, Roland/Solmecke, Henrik*: *Unternehmenskultur und Unternehmenserfolg – Stand der empirischen Forschung und Konsequenzen für die Entwicklung eines Messkonzeptes*, *JfB* 57 (2007), S. 183–219.
- Bailey, Jonathan/Bérubé, Vincent/Godsall, Jonathan/Kehoe, Conor*: *Short-termism: Insights from business leaders – Findings from a global survey of business leaders commissioned by McKinsey & Company and CPP Investment Board*, January 2014.
- Bailey, Jonathan/Godsall, Jonathan*: *Short-termism: Insights from business leaders – Findings from a global survey of business leaders commissioned by McKinsey & Company and CPP Investment Board*, 26.12.2013.
- Bainbridge, Stephen M.*: *Corporation law and economics*, New York, N.Y. 2002.
- : *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, *Responses*, 119 *Harv. L. Rev.* 1735–1758 (2006).
  - : *The Shared Interests of Managers and Labor in Corporate Governance: A Comment on Strine*, 33 *J. Corp. L.* 21–29 (2007).
  - : *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 95 *Minnesota L. Rev.* 1779–1821 (2011).
  - : *Corporate governance after the financial crisis*, New York, NY 2012.
  - : *Mergers and acquisitions*, 3. Aufl., New York, NY 2012.
- Bair, Sheila C.*: *Short-termism and the risk of another financial crisis*, *Opinions*, *The Washington Post* 08.07.2011, <[https://www.washingtonpost.com/opinions/our-focus-on-the-short-term-is-holding-the-economy-back/2011/07/06/gIQAw3cI4H\\_story.html](https://www.washingtonpost.com/opinions/our-focus-on-the-short-term-is-holding-the-economy-back/2011/07/06/gIQAw3cI4H_story.html)> (geprüft am 11.06.2020).
- Baker, H. Kent/Nofsinger, John R.* (Hrsg.): *Behavioral finance – Investors, corporations, and markets*, Hoboken, N.J. 2010.
- Baker, M./Stein, J. C./Wurgler, J.*: *When Does the Market Matter? – Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms*, 118 *QJE* 969–1005 (2003).

- Baker, Malcolm/Wurgler, Jeffrey*: Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey, Chapter 5, in: Constantinides, George M./Harris, Milton/Stulz, René M. (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance*, Amsterdam/Boston 2013, S. 357–424.
- Baker, Stephen/Halper, Jason M./Holloman, Ellen/Stanisci, Jared/Tampi, Janaki/Han, Hyungjoo/Justis, Cheryl*: Revisions Proposed to the UK Corporate Governance Code: An Overview and Comparison with Aspects of US Corporate Governance, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 15.03.2018, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/03/15/overview-of-proposed-revisions-to-the-uk-corporate-governance-code/#more-105437>> (geprüft am 11.06.2020).
- Baldwin, Carliss Y./Clark, Kim B.*: Capital-Budgeting Systems and Capabilities Investments in U.S. Companies after the Second World War, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), S. 73–109.
- Ball, James Sir*: Financial Institutions and their role as shareholders, in: National Association of Pensions Funds (NAPF) (Hrsg.), *Creative tension? – A collection of essays on issues arising from the relationships between the management of public companies and institutional investors*, London 1990, S. 18–26.
- : Short-termism – Myth or Reality?, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), S. 20–30.
- Ball, R./Thomas, R. E./McGrath, J.*: Influence of R&D accounting conventions on internal decision-making of companies, *R & D Management* 21 (1991), S. 261–270.
- Ballester, Marta/Garcia-Ayuso, Manuel/Livnat, Joshua*: The economic value of the R&D intangible asset, *Eur. Acc. Rev.* 12 (2003), S. 605–633.
- Bannier, Christina E.*: *Vertragstheorie – Eine Einführung mit finanzökonomischen Beispielen und Anwendungen*, Heidelberg 2005.
- Barbalet, Jack*: Adam Smith: Theorie der ethischen Gefühle, in: Senge, Konstanze/Schützeichel, Rainer (Hrsg.), *Hauptwerke der Emotionssoziologie*, Wiesbaden 2013, S. 333–339.
- Barber, Brad/Lyon, John D.*: Detecting long-run abnormal stock returns – The empirical power and specification of test statistics, *J. Fin. Ec.* 43 (1997), S. 341–372.
- Barber, Brad M./Odean, Terrance*: Trading Is Hazardous to Your Wealth – The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, *J. Fin.* 55 (2000), S. 773–806.
- : The Behavior of Individual Investors, in: Constantinides, George M./Harris, Milton/Stulz, René M. (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance – 2B: Financial markets and asset pricing*, Bd. 2, Amsterdam/London 2013, S. 1533–1570.
- Barberis, Nicholas/Huang, Ming*: Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns, *J. Fin.* 56 (2001), S. 1247–1292.
- Barberis, Nicholas/Huang, Ming/Santos, Tano*: Prospect Theory and Asset Prices, 116 *QJE* 1–53 (2001).
- Barberis, Nicholas/Thaler, Richard H.*: A Survey of Behavioral Finance, Chapter 18, in: Constantinides, George M./Harris, Michael/Stulz, René M. (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance – Volume 1, Part B: Financial Markets and Asset Pricing*, 2003, S. 1053–1123.
- Barkai, Avraham*: *Das Wirtschaftssystem des Nationalsozialismus – Ideologie, Theorie, Politik 1933 – 1945*, Frankfurt am Main 1998.
- Barker, Roger*: Getting to grips with short-termism, *IoD Big Picture*, Summer 2012, <[www.iod.com/Influencing/~media/60DA7ED28B774BBFB56B8C2FB3EE69CF.ashx](http://www.iod.com/Influencing/~media/60DA7ED28B774BBFB56B8C2FB3EE69CF.ashx)> (geprüft am 11.06.2020).
- Barlow, Montague*: The new Companies Act, 1900, *Ec. J.* 11 (1901), S. 180–192.
- Barnett, Tim/Schubert, Elizabeth*: Perceptions of the Ethical Work Climate and Covenantal Relationships, *J. Bus. Ethics* 36 (2002), S. 279–290.
- Baron Piercy of Burford, William*: The MacMillan Gap and the Shortage of Risk Capital, *J.R. Statist. Soc. A* 118 (1955), S. 1–7.
- Barrett, Paul M.*: Delaware Moves Closer to Adopting Law to Deter Hostile Takeovers, *Wall Street Journal* Dec. 9, 1987.
- Barrière, François*: La compétence des organes sociaux des sociétés visées par une offre publique, *Bulletin Joly Bourse* 2014, S. 508–516.
- : Manipulation de cours et trading à haute fréquence, *Note, Bulletin Joly Bourse* 2016, S. 143–149.
- Barrière, François/de Reals, Charles*: La loi Florange: une loi anti-OPA?, *Revue des Sociétés* 2014, S. 279–290.
- Barroux, Yves*: New issues in corporate finance, *Euro. Econ. Rev.* 32 (1988), S. 1187–1189.
- Barton, Dominic*: Capitalism for the Long Term, *Harv. Bus. Rev.* 89 (2011), S. 85–91.

- : Refocusing capitalism on the long term – Ownership and trust across the investment value chain, *Oxf. Rev. Econ. Policy* 33 (2017), S. 188–200.
- Barton, Dominic/Wiseman, Mark*: Focusing Capital on The Long Term – Big investors have an obligation to end the plague of short-termism, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), S. 44–51.
- : Where Boards Fall Short, *Harv. Bus. Rev.* 93 (2015), S. 99–104.
- Barton, Henry/Brown, David/Cound, Joanna/Marsh, Paul/Willey, Keith*: Does top management add value to investment decisions?, *Long Range Planning* 25 (1992), S. 43–58.
- Bartov, Eli/Cohen, Daniel A.*: The “Numbers Game” in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Eras, *J. Acc., Auditing & Fin.* 24 (2009), S. 505–534.
- Barzuza, Michal/Talley, Eric L.*: Short-Termism and Long-Termism, 2016, <10.2139/ssrn.2731814> (geprüft am 11.06.2020).
- : Long-Term Bias, 2020 *Colum. Bus. L. Rev.* 104–191 (2020).
- Basdevant, François*: L’instauration d’un droit de vote double légal dans les sociétés cotées (Loi Florange), *RTDF* 2014, S. 154–157.
- Bassler, Moritz*: Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen – Inhalt und rechtliche Grenzen des institutionellen Anlegeraktivismus, Baden-Baden 2015.
- Batts, Ed*: The Commonsense Corporate Governance Principles: Who Was Missing from the Table?, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 04.08.2016, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/08/04/the-commonsense-corporate-governance-principles-who-was-missing-from-the-table/#more-73429>> (geprüft am 11.06.2020).
- Bauer, Harmut/Pleyer, Marcus/Hirche, Kirsten*: Die Befugnis der Deutsche Börse AG zur einseitigen Änderung des Regelwerks Neuer Markt – Zugleich ein Beitrag zur Penny-Stock-Kontroverse und zu Privaten Rechtsnormen, *BKR* 2002, S. 102–119.
- Baule, Rainer/Wilke, Hannes*: Vom Nutzen des Informationsvorsprungs, *Die Bank* 2016, S. 12–15.
- Baum, Harald*: Funktionale Elemente und Komplementaritäten des britischen Übernahmerechts, *RIW* 2003, S. 421–433.
- Bauman, Jeffrey D./Stevenson, Russell B.*: Corporations Law and Policy – Materials and Problems, 8. Aufl., St. Paul, Minn. 2013.
- Baumol, William J.*: The stock market and economic efficiency, 2. Aufl., New York 1969.
- Baums, Theodor*: Höchststimmrechte, *AG* 1990, S. 221–242.
- : Takeovers versus Institutions in Corporate Governance in Germany, in: Prentice, Daniel D. (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance – [the origins of this book lie in the Second Oxford Law Colloquium, held in St. John’s College, Oxford, on 10–11 September 1992]*, Oxford 1993, S. 151–183.
- : Zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen, *ZHR* 169 (2005) S. 299–309.
- : Zur Deregulierung des Depotstimmrechts, *ZHR* 171 (2007), S. 599–612.
- : Zur Regulierung des Depotstimmrechts, in: ders., *Corporate Governance und Anlegerschutz – Ausgewählte Beiträge*, hrsg. von Florstedt/Redenius-Hövermann/Segna u. a., Tübingen 2013, S. 514–527.
- Bauschke, Rafael*: Unternehmenskultur und Unternehmenserfolg, in: Homma, Norbert/Bauschke, Rafael/Hofmann, Laila Maija (Hrsg.), *Einführung Unternehmenskultur – Grundlagen Perspektiven Konsequenzen*, Wiesbaden 2014, S. 15–29.
- Bayaz, Danyal*: ‚Heuschrecken‘ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung – Die Bedeutung von Private Equity in Ökonomie und Öffentlichkeit, Wiesbaden 2014.
- Bayer, Walter*: Empfehlen sich besondere Regelungen für börsennotierte und für geschlossene Gesellschaften, in: *Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des Siebenundsechzigsten Deutschen Juristentages – Erfurt 2008, München 2008*, E1–E129 (zit. *Bayer*, Gutachten 67. DJT).
- Bayer, Walter/Engelke, Sylvia*: 15. Kapitel: Die Revision des Aktienrechts durch das Aktiengesetz von 1937, in: *Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel – Band I: Entwicklung des Aktienrechts*, Tübingen 2007, S. 619–669.
- Bayer, Walter/Meier-Wehrsdorfer, Annett*: Abfindungsleistungen an Manager – Rechtsstatsachen, Rechtsdogmatik und rechtspolitische Vorschläge für verbesserte Transparenz und angemessene Begrenzungen, *AG* 2013, S. 477–487.

- Bayer, Walter/Schmidt, Jessica*: BB-Gesetzgebungs- und Rechtsprechungsreport Europäisches Unternehmensrecht 2016/17, BB 2017, S. 2114–2125.
- Baysinger, B./Hoskisson, R.E.*: Diversification Strategy and R&D Intensity in multiproduct firms, *Academy of Management Journal* 32 (1989), S. 310–332.
- Beater, Axel*: Unlauterer Wettbewerb, Tübingen 2011.
- Beaudry, Paul/Portier, Franck*: An exploration into Pigou's theory of cycles, *J. Monetary Ec.* 51 (2004), S. 1183–1216.
- Bebchuk, Lucian A.*: The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension, 35 *Stan. L. Rev.* 23–50 (1982).
- : Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers, 98 *Harv. L. Rev.* 1693–1808 (1985).
- : The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, 69 *U. Chicago L. Rev.* 973–1035 (2002).
- : The Case for Shareholder Access to the Ballot, 59 *Bus. Law.* 43–66 (2003).
- : Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements, 152 *U. Penn. L. Rev.* 713 (2003).
- : The Case for Increasing Shareholder Power, 118 *Harv. L. Rev.* 833–917 (2005).
- : Letting Shareholders Set the Rules, 119 *Harv. L. Rev.* 1784–1813 (2006).
- : The Myth of the Shareholder Franchise, 93 *Va. L. Rev.* 675–732 (2007).
- : The Myth that insulating Boards serves Long-Term Value, 113 *Colum. L. Rev.* 1637–1694 (2013).
- Bebchuk, Lucian A./Brav, Alon/Jackson, Robert J./Jiang, Wei*: Pre-Disclosure Accumulations by Activist Investors: Evidence and Policy, 39 *J. Corp. L.* 1–34 (2013).
- Bebchuk, Lucian A./Brav, Alon/Jiang, Wei*: Still Running Away from the Evidence: A Reply to Wachtell Lipton's Review of Empirical Work, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 05.03.2014, <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2014/03/05/still-running-away-from-the-evidence-a-reply-to-wachtell-liptons-review-of-empirical-work/>> (geprüft am 21.06.2021).
- : The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, 115 *Colum. L. Rev.* 1085–1155 (2015).
- Bebchuk, Lucian A./Brav, Alon/Jiang, Wei/Keusch, Thomas*: The Long-term Effects of Hedge Fund Activism: A Reply to Cremers, Giambona, Sepe, and Wang, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, December 10, 2015, <<http://corpgov.law.harvard.edu/2015/12/10/the-long-term-effects-of-hedge-fund-activism-a-reply-to-cremers-giambona-sepe-and-wang/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Bebchuk, Lucian A./Cohen, Alma*: The costs of entrenched boards, *J. Fin. Ec.* 78 (2005), S. 409–433.
- Bebchuk, Lucian A./Cohen, Alma/Ferrell, Allen*: What Matters in Corporate Governance?, *Rev. Financ. Stud.* 22 (2009), S. 783–827.
- Bebchuk, Lucian A./Cohen, Alma/Hirst, Scott*: The Agency Problems of Institutional Investors, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), S. 89–112.
- Bebchuk, Lucian A./Cremers, Martijn/Peyer, Urs*: The CEO Pay Slice, *J. Fin. Ec.* 102 (2011), S. 199–221.
- Bebchuk, Lucian A./Ferrell, Allen*: A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, 87 *Va. L. Rev.* 111–164 (2001).
- Bebchuk, Lucian A./Fried, Jesse M.*: The case for facilitating competing tender offers, *Comment*, 95 *Harv. L. Rev.* 1028–1056 (1982).
- : Pay without performance – The unfulfilled promise of executive compensation, Cambridge, Mass. 2004.
- : Pay Without Performance – Overview of the Issues, *J. Appl. Corporate Finance* 17 (2005), S. 8–23.
- : Pay without Performance: Overview of the Issues, 30 *J. Corp. L.* 647–673 (2005).
- : Paying for Long-Term Performance, 158 *U. Penn. L. Rev.* 1915–1959 (2010).
- Bebchuk, Lucian A./Fried, Jesse M./Walker, David I.*: Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, 69 *U. Chicago L. Rev.* 751 (2002).
- Bebchuk, Lucian A./Hirst, Scott*: Private Ordering and the proxy access debate, 65 *Bus. Law.* 329–360 (2010).
- Bebchuk, Lucian A./Jackson, Robert J.*: The Law and Economics of Blockholder Disclosure, 2 *Harv. Bus. L. Rev.* 39–60 (2012).
- : Toward A Constitutional Review of the Poison Pill, 114 *Colum. L. Rev.* 1549–1593 (2014).
- Bebchuk, Lucian A./Roe, Mark J.*: A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, 52 *Stan. L. Rev.* 127–170 (1999).

- Bebchuk, Lucian A./Stole, Lars A.*: Do Short-Term Objectives Lead to Under-or Overinvestment in Long-Term Projects?, *J. Fin.* 48 (1993), S. 719–729.
- Bebchuk, Lucian A./Weisbach, Michael S.*: The State of Corporate Governance Research, *Rev. Financ. Stud.* 23 (2010), S. 939–961.
- Becht, Marco/Bolton, Patrick/Röell, Ailsa*: Chapter 12: Corporate Law and Governance, in: Polinsky, Mitchell A./Shavell, Steven (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics – Volume 2*, Bd. 2, 2007, S. 829–943.
- Becht, Marco/Bolton, Patrick/Röell, Ailsa A.*: Corporate Governance and Control, in: Constantinides, G. M./Harris, M./Stulz, R. M. (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance – Volume 1, Part A: Corporate Finance*, s.l. 2003, S. 1–109.
- Becht, Marco/Franks, Julian/Grant, Jeremy*: Hedge Fund Activism in Europe, Finance Working Paper N°. 283/2010, May 2010, <[http://ssrn.com/abstract\\_id=1616340](http://ssrn.com/abstract_id=1616340)> (geprüft am 11.06.2020).
- : Hedge fund activism in Europe: does privacy matter?, in: Hill, Jennifer Gae/Thomas, Randall S. (Hrsg.), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham, UK 2015, S. 116–127.
- Becht, Marco/Franks, Julian/Grant, Jeremy/Wagner, Hannes F.*: Returns to Hedge Fund Activism – An International Study, *Rev. Financ. Stud.* 30 (2017), S. 2933–2971.
- Becht, Marco/Franks, Julian/Mayer, Colin/Rossi, Stefano*: Returns to Shareholder Activism – Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund, *Rev. Financ. Stud.* 22 (2009), S. 3093–3129.
- Beck, Hanno*: Behavioral Economics – Eine Einführung, Wiesbaden 2014.
- Beck, Stefan/Scherrer, Christoph*: Varieties of Capitalism, in: Wullweber, Joscha/Graf, Antonia/Behrens, Maria (Hrsg.), *Theorien der Internationalen Politischen Ökonomie*, Wiesbaden 2014, S. 151–166.
- Becker, Bo/Bergstresser, Daniel/Subramanian, Guhan*: Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? – Evidence from the Business Roundtable’s Challenge, 56 *J. Law & Ec.* 127–160 (2013).
- Becker, Hans Paul*: Investition und Finanzierung – Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft, 6. Aufl., Wiesbaden 2013.
- Bednarz, Sebastian*: Die Regulierung von Hedge-Fonds – Eine rechtsvergleichende Untersuchung der Regulierungsdiskussion in Deutschland, den USA und Großbritannien, Hamburg 2009.
- Beesley, M. E./Evans, Tom*: Corporate social responsibility – A reassessment, London 1978.
- Behrens, Peter*: Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer Europäischen Regelung für Übernahmeangebote, *ZGR* 1975, S. 433–458.
- Behrmann, Maximilian/Sassen, Remmer*: Strukturen und Prozesse der Vergütungsberichterstattung und -überwachung, *ZCG* 2016, S. 202–211.
- Belinfanti, Tamara C.*: Shareholder Cultivation and the new Governance, 38 *Del. J. Corp. L.* 789–872 (2014).
- Belloc, Filippo*: Corporate Governance and Innovation – A Survey, *J. Ec. Surveys* 26 (2012), S. 835–864.
- : Law, finance and innovation – The dark side of shareholder protection, *Cambridge J. Ec.* 37 (2013), S. 863–888.
- Ben, Jann*: Robuste Regression, in: Wolf, Christof/Best, Henning (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, Wiesbaden 2010, S. 707–740.
- Bena, Jan/Ferreira, Miguel A./Matos, Pedro/Pires, Pedro*: Are foreign investors locusts? – The long-term effects of foreign institutional ownership, *J. Fin. Ec.* 126 (2017), S. 122–146.
- Bénabou, Roland/Pyciak, Marek*: Dynamic Inconsistency and Self-Control: A Planner-Doer Interpretation, *Economic Letters* 77 (2002), S. 419–424.
- Benartzi, S./Thaler, Richard H.*: Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, 110 *QJE* 73–92 (1995).
- Benartzi, Shlomo/Thaler, Richard H.*: Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement Investments, *Management Science* 45 (1999), S. 364–381.
- Ben-David, Itzhak/Graham, John R./Harvey, Campbell R.*: Managerial Miscalibration, 128 *QJE* 1547–1584 (2013).
- Beneish, Messod Daniel/Lee, Charles M. C./Nichols, D. Craig*: In short supply – Short-sellers and stock returns, *J. Accounting & Ec.* 60 (2015), S. 33–57.
- Benfield, Robert*: Curing American Managerial Myopia: Can the German System of Corporate Governance Help, 17 *Loy. L.A. Int’l & Comp. L. Rev.* 615–647 (1995).
- Benner, Mary J.*: Securities Analysts and Incumbent Response to Radical Technological Change – Evidence from Digital Photography and Internet Telephony, *Org. Science* 21 (2010), S. 42–62.

- Bennett, Benjamin/Bettis, J. Carr/Gopalan, Radhakrishnan/Milbourn, Todd: Compensation goals and firm performance, *J. Fin. Ec.* 124 (2017), S. 307–330.
- Benoit, Bertrand: German deputy still targets ‘locusts’, *Financial Times* 14.02.2007, <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/55437712-bc4e-11db-9cbc-0000779e2340.html>> (geprüft am 30.06.2015).
- Ben Zion, Uri/Rapoport, Amnon/Yagil, Joseph: Discount Rates Inferred from Decisions – An Experimental Study, *Management Science* 35 (1989), S. 270–284.
- Berg, Manfred: *Geschichte der USA*, München 2013.
- Berg, Norman: Strategic Planning in Conglomerate Companies, *Harv. Bus. Rev.* 43 (1965), S. 79–92.
- Berger, David J./Davidoff Solomon, Steven/Benjamin, Aaron Jedidiah: Tenure Voting and the U. S. Public Company, *72 Bus. Law.* 295–324 (2017).
- Berger, Jens/Lieck, Hans: Corporate Reporting mit iXBRL – Europäisches einheitliches elektronisches Berichtsformat ab 2020, *KoR* 2018, S. 109–118.
- Bergstresser, Daniel/Philippson, Thomas: CEO incentives and earnings management, *J. Fin. Ec.* 80 (2006), S. 511–529.
- Berle, Adolf A./Means, Gardiner C.: *The modern corporation and private property*, New York 1932 (zit. *Berle/Meanes*, *The modern corporation*).
- Berndt, Markus: *Global Differences in Corporate Governance Systems – Theory and Implications for Reforms*, Wiesbaden 2002.
- Bernhard, Richard H.: A review of “Relevance Lost, The Rise and Fall of Management Accounting” by H. Thomas Johnson and Robert S. Kaplan, *Harvard Business School Press*, Boston, MA, 1987, xiii + 269 pp., ISBN 0-87584-138-4, List \$24.95, *The Engineering Economist* 35 (1990), S. 247.
- Berninger, Marc/Schiereck, Dirk: Die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie und ihre Konsequenzen auf die quartalsweise Berichterstattung in Deutschland, *KoR* 16 (2016), S. 554–562.
- Bernstein, Peter L.: Are financial markets the problem or the solution? A reply to Michael Porter, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), S. 17–22.
- Berrar, Carsten: *Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich*, Baden-Baden 2001.
- Bessler, Wolfgang/Drobtetz, Wolfgang/Holler, Julian: The Returns to Hedge Fund Activism in Germany, *Eur. Financial Management* 21 (2015), S. 106–147.
- Best, Michael H./Humphries, Jane: The City and Industrial Decline, in: Elbaum, Bernard/Lazonick, William (Hrsg.), *The decline of the British economy*, Oxford 1986, S. 223–239.
- Bester, Helmut: *Theorie der Industrieökonomik*, 5. Aufl., Berlin/Heidelberg 2010 (zit. *Bester*, *Theorie der Industrieökonomik*).
- Beyer, Anne/Larcker, David F./Tayan, Brian: 2014 Study on How Investment Horizon and Expectations of Shareholder Base Impact Corporate Decision-Making, May 2014, <<https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-survey-2014-investment-horizon.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Bezenberger, Tilman: *Vorzugsaktien ohne Stimmrecht*, Köln 1991.
- Bhagat, Sanjai/Romano, Roberta: Empirical Studies of Corporate Law, Chapter 13, in: Polinsky, Mitchell A./Shavell, Steven (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics – Volume 2*, 2007, S. 945–1012.
- Bharath, Sreedhar/Dittmar, Amy/Sivadasan, Jagadeesh: Do Going-Private Transactions Affect Plant Efficiency and Investment?, *Rev. Financ. Stud.* 27 (2014), S. 1929–1976.
- Bhattacharya, Sudipto/Dasgupta, Amil/Guembel, Alexander/Prat, Andrea: Incentives in Funds Management: A Literature Overview, in: Thakor, Anjan V./Boot, Willem Alexander (Hrsg.), *Handbook of financial intermediation and banking*, Amsterdam/Boston 2008, S. 285–303.
- Bhattacharya, Sudipto/Pfleiderer, Paul: Delegated portfolio management, *J. Ec. Theory* 36 (1985), S. 1–25.
- Bhojraj, Sanjeev/Libby, Robert: Capital Market Pressure, Disclosure Frequency-Induced Earnings/Cash Flow Conflict, and Managerial Myopia, *Acc. Rev.* 80 (2005), S. 1–20.
- Biais, Bruno/Foucault, Thierry/Moinas, Sophie: Equilibrium fast trading, *J. Fin. Ec.* 116 (2015), S. 292–313.
- Binder, Andreas/Gutzwiller, Roman S.: *Soft Law für institutionelle Investoren – Vorstellung und Würdigung der „Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften“*, *GesKR* 2013, S. 84–94.
- Bine, Pascal/Crostwhaite, Alexander: Les mesures issues de la loi Florange visant à lutter contre les prises de contrôle rampantes, *Bulletin Joly Bourse* 2014, S. 497–502.

- Bircher, Paul*: Company Law Reform and the Board of Trade, 1929–1943, *Acc. & Bus. Res.* 18 (1988), S. 107–119.
- Birkmose, Hanne Søndergaard*: The Transformation of Passive Institutional Investors into Active Owners: ‘Mission Impossible’?, in: Birkmose, Hanne Søndergaard/Neville, Mette/Sørensen, Karsten Engsig (Hrsg.), *The European financial market in transition*, Alphen aan den Rijn u. a. 2012, S. 107–131.
- : European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward, *ECFR* 11 (2014), S. 214–257.
- : Shareholders’ Duties in European Company Law, Editorial, *ECL* 13 (2016), S. 5–6.
- Bizjak, John M./Brickley, James A./Coles, Jeffrey L.*: Stock-based incentive compensation and investment behavior, *J. Accounting & Ec.* 16 (1993), S. 349–372.
- Black, Angela/Fraser, Patricia*: Stock market short-termism – an international perspective, *Journal of Multinational Financial Management* 12 (2002), S. 135–158.
- Black, Bernard/de Carvalho, Antonio Gledson/Khanna, Vikramaditya/Kim, Woochan/Yurtoglu, Burcin*: Methods for multicountry studies of corporate governance – Evidence from the BRIKT countries, *J. Econometrics* 183 (2014), S. 230–240.
- : Corporate governance indices and construct validity, *Corporate Governance* 25 (2017), S. 397–410.
- Black, Bernard S.*: Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, *39 UCLA L. Rev.* 811–893 (1992).
- Black, Fischer*: Noise, *J. Fin.* 41 (1986), S. 528–543.
- Black, R. D. Collison*: William Stanley Jevons, in: Starbatty, Joachim (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens – Von Platon bis John Maynard Keynes*, Hamburg 2008, S. 76–96.
- Blair, Margaret M.*: Ownership and control – Rethinking corporate governance for the twenty-first century, Washington, DC 1995.
- : Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm, in: Blair, Margaret M./Roe, Mark J. (Hrsg.), *Employees and corporate governance*, Washington, DC 1999, S. 58–90.
- : Locking in Capital: What corporate law achieved for business organizers in the nineteenth century, *51 UCLA L. Rev.* 387–455 (2003).
- Blair, Margaret M./Stout, Lynn A.*: A Team Production Theory of Corporate Law, *85 Va. L. Rev.* 247–328 (1999).
- Blanchard, Olivier/Rhee, Changyong/Summers, Lawrence H.*: The Stock Market, Profit, and Investment, *108 QJE* 115–136 (1993).
- Blechner, Notker*: Lob und Häme für neues Börsensegment, 22.11.2016, <<https://web.archive.org/web/20161123140104/http://boerse.ard.de/aktien/lob-und-haeme-fuer-neues-boersensegment100.html>> (geprüft am 26.03.2021).
- Bleckmann, Albert*: Probleme der Auslegung von EWG-Richtlinien, *RIW* 1987, S. 929–935.
- Block, Jörn H.*: Long-term Orientation of Family Firms – An Investigation of RD Investments, Downsizing Practices, and Executive Pay., s. l. 2009.
- : R&D investments in family and founder firms – An agency perspective, *J. Bus. Venturing* 27 (2012), S. 248–265.
- Blöink, Thomas/Kumm, Nina*: Erleichterungen und neue Pflichten – ein Überblick über die Regelpublizität nach der neuen EU-Transparenzrichtlinie, *BB* 2013, S. 1963–1967.
- : Überblick über die Regelpublizität nach dem RegE eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie – Update zu *BB* 2013, 1963 ff., *BB* 2015, S. 1515–1519.
- Bloomenstiel, Abraham C.*: Proprietary Data Feed and Colocation-Enabled High Frequency Trading: Troubling Paradoxes and Difficult Truths, *ART* 4, *Securities Regulation L. J.* 45 (2017), 149 ff.
- Blum, Ulrich/Müller, Simone/Weiske, Andreas*: *Angewandte Industrieökonomik – Theorien – Modelle – Anwendungen*, Wiesbaden 2006.
- Böckem, Hanne/Rabenhorst, Dirk*: Änderungen bei der Quartalsberichterstattung in Deutschland, *IRZ* 2016, S. 89–94.
- : Praxis der Quartalsberichterstattung der DAX 30-Unternehmen nach neuem Recht, *BB* 2016, S. 1578–1582.
- Böcking, Hans-Joachim/Althoff, Carolin/Bundle, Laura/Schmid, Remo/Hönsch, Henning/Fischer, Nicole/Schütte, Axel/Kaspar, Martin/Reich, Johannes*: Entwicklung der Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung 2014/2015: Vergütungslandschaft im Dax und MDax, *Konzern* 2016, S. 549–558.

- Böcking, Hans-Joachim/Bach, Amadeus/Hanke, Anika*: Pensionszusagen auf Vorstandsebene – Entscheidungsrelevante Informationen und Corporate Governance Aspekte – Im Spannungsfeld einer internationalen und nationalen Regelungsvielfalt, Konzern 2017, S. 138–149.
- Böcking, Hans-Joachim/Kiehne, Nadja*: Zur Verantwortlichkeit des Aufsichtsrats im Rahmen der Zwischenberichterstattung, Konzern 2010, S. 296–308.
- Böckli, Peter/Davies, Paul L./Ferran, Eilis/Ferrarini, Guido/Garrido Garcia, José M./Hopt, Klaus J./Pietrancosta, Alain/Roth, Markus/Skog, Rolf/Soltysinski, Stanislaw/Winter, Jaap W./Wymeersch, Eddy*: Shareholder Engagement and Identification, February 2015, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2568741](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2568741)> (geprüft am 11.06.2020).
- Bode, Christoph*: Anlegerschutz und Neuer Markt – eine empirische Untersuchung des Publizitätsverhaltens ausgewählter Unternehmen des Neuen Marktes, Jena 2006 (zit. *Bode*, Anlegerschutz und Neuer Markt).
- Bodie, Zvi/Brière, Marie*: Financing Future Growth, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), S. 141–144.
- Bogle, John C.*: Reflections on “Toward Common Sense and Common Ground?”, 33 J. Corp. L. 31–39 (2007).
- : The Clash of Cultures, Portfolio Management 37 (2011), S. 14–29.
- : The clash of the cultures – Investment vs. speculation, Hoboken/N. J. 2012.
- Bohlin, Erik*: A Survey of Managerial Incentives and Investment Bias – Common Structure but Differing Assumptions, J. Bus. Fin. & Acc. 24 (1997), S. 197–248.
- Bolkestein, Frits*: Die Europäische Union und ihre Ambitionen – Plädoyer für ein mittelatlantisches Wirtschaftsmodell, NZZ 9.11.2002, S. 83.
- : The Capital Markets Directives, ECL 2 (2005), S. 4–8.
- Bolton, Patrick/Scheinkman, José/Xiong, Wei*: Pay for Short-Term Performance: Executive Compensation in Speculative Markets, 30 J. Corp. L. 721–747 (2005).
- : Executive Compensation and Short-Termist Behaviour in Speculative Markets, Rev. Ec. Stud. 73 (2006), S. 577–610.
- Bommer, Kay*: Quartalsberichte: Das Ende der Informationsflut, Kreditwesen 2016, S. 440–441.
- Bonbright, James C.*: Shareholders’ Defenses against Liability to Creditors on Watered Stock, 25 Colum. L. Rev. 408–433 (1925).
- Bonin, Gregor von*: Die Leitung der Aktiengesellschaft zwischen Shareholder Value und Stakeholder-Interessen, Baden-Baden 2004.
- Bönnner, Alexander/Afflisio, Pasquale*: Investmentidee Japan – durch neue Corporate Governance zurück in die Portfolios?, Kreditwesen 2017, S. 132–135.
- Book, Simon/Prange, Sven/Fehr, Mark/Hennersdorf, Angela/Kamp, Matthias/Schwerdtfeger, Heike*: Der Zauberer von Oz, WiWo 29.03.2018, S. 18–24.
- Borokhovich, Kenneth A./Brunarski, Kelly R./Parrino, Robert*: CEO Contracting and Antitakeover Amendments, J. Fin. 52 (1997), S. 1495–1517.
- Bortenlänger, Christine/Heldt, Cordula*: Der Aktionsplan Corporate Governance und andere „Feinheiten“ aus der EU, ZCG 2013, S. 15–17.
- Bösl, Konrad*: Das Börsenjahr 2016: Schwache Neuemissionen und ein neues SME-Handelssegment, CF 2017, S. 23–29.
- Bosse, Christian*: Referentenentwurf zur Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie: Änderungen bei periodischer Finanzberichterstattung und Beteiligungstransparenz, BB 2015, S. 746–750.
- Bosvieux, H.*: La nouvelle réglementation du droit de vote dans les sociétés par actions – Commentaire de la Loi du 13 Novembre 1933, Journal des Sociétés 1934, S. 1–75.
- Bouwman, Christa H. S.*: Managerial optimism and earnings smoothing, J. Banking & Fin. 41 (2014), S. 283–303.
- Bowden, Sue*: Corporate Governance in a Political Climate: The Impact of Public Policy Regimes on Corporate Governance in the United Kingdom, in: Parkinson, John E./Gamble, Andrew/Kelly, Gavin (Hrsg.), The political economy of the company, Oxford 2000, S. 175–194.
- Bowden, Sue/Maltby, Josephine*: Under-performance, short-termism and corporate governance – The City and the British Motor Corporation, 1952–67, Financ. Hist. Rev. 5 (1998), S. 179–201.
- Boyer, Robert*: What Is the Future for Codetermination and Corporate Governance in Germany?, in: Beckert, Jens/Ebbinghaus, Bernhard u. a. (Hrsg.), Transformationen des Kapitalismus – Festschrift

- für Wolfgang Streeck zum sechzigsten Geburtstag, Frankfurt am Main 2006, S. 135–157 (zit. *Boyer*, FS Streeck).
- Brächer, Michael*: Deutsche Börse und LSE: Mit Trick 17 zur Börsenfusion, Handelsblatt 03.03.2016, <<http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/deutsche-boerse-und-lse-mit-trick-17-zur-boersenfusion/13047646.html>> (geprüft am 11.06.2020).
- : „Bis sich das verbessert, bin ich Opa“ – Interview Stephan Schwambach, Handelsblatt 02.03.2017, S. 33.
- : Großes entsteht im Kleinen – Wachstumssegment Scale, Handelsblatt 02.03.2017, S. 27.
- Brächer, Michael/Köhler, Peter*: Neuer Markt und alte Sünden, Handelsblatt 22.11.2016, S. 5.
- : Kleine Firmen, große Hoffnung, Handelsblatt 02.03.2017, S. 32.
- Brächer, Michael/Leitel, Kerstin/Schäfer, Daniel*: Die geplatze Hochzeit, Handelsblatt 28.02.2017, S. 28–29.
- Bradley, Michael*: Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control, *J. of Bus.* 53 (1980), S. 345–376.
- Brahmana, Rayenda/Verawaty Siregar, Widyana/Hsb, Arnawan*: Too early to execute the strategic scenario planning – Hyperbolic discounting and psychological biases of Indonesian SMEs’ managers, *Business Strategy Series* 14 (2013), S. 50–59.
- Brainard, William C./Tobin, James*: Pitfalls in Financial Model Building, *Am. Ec. Rev.* 58 (1968), S. 99–122.
- Brandenburger, Adam/Polak, Ben*: When managers cover their posteriors: making the decisions the market wants to see, *RAND J.* 27 (1996), S. 523–541.
- Branscomb, Lewis M.*: Does America Need a Technology Policy?, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 24–31.
- Brass, Stefan*: Hedgefonds als aktive Investoren – Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge, Frankfurt am Main 2010.
- Bratton, William W.*: Enron and the Dark Side of Shareholder Value, 76 *Tul. L. Rev.* 1275–1361 (2002).
- : Hedge Funds and Governance Targets, 95 *Georgetown L.J.* 1375–1433 (2007).
- Bratton, William W./Wachter, Michael L.*: The Case Against Shareholder Empowerment, 158 *U. Penn. L. Rev.* 653–728 (2010).
- Brauer, Matthias F.*: The effects of short-term and long-term oriented managerial behavior on medium-term financial performance – Longitudinal evidence from Europe, *J. Bis. Ec. & Manage.* 14 (2013), S. 386–402.
- Braunberger, Gerald*: Der Macher, *FAZ* 24.02.2016, S. 20.
- Brav, Alon/Jiang, Wei/Kim, Hyunseob*: Hedge Fund Activism – A Review, *FNT in Finance* 4 (2009), S. 185–246.
- : The Real Effects of Hedge Fund Activism – Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes, *Rev. Financ. Stud.* 28 (2015), S. 2723–2769.
- Brav, Alon/Partnoy, Frank/Thomas, Randall S.*: Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, *J. Fin.* 63 (2008), S. 1729–1775.
- Brav, Omer*: Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm, *J. Fin.* 64 (2009), S. 263–308.
- Bray, Jeremy*: Discussion of Professor Moore’s Paper, *J.R. Statist. Soc. A* 144 (1980), S. 51.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin*: Principles of corporate finance, 12. Aufl., New York, NY 2017.
- Breiding, Wolf-Dieter*: Übernahmeangebote (Take-Over Bids) im amerikanischen Börsen- und Gesellschaftsrecht, *Jur. Diss., Universität Kiel* 13.02.1975 (zit. *Breiding*, Übernahmeangebote).
- Bremer, Jan*: Neuere Entwicklungen aus Brüssel, *NZG* 2013, S. 20–21.
- : Neuere Entwicklungen aus Brüssel, *NZG* 2013, S. 418–419.
- : Neuere Entwicklungen in Brüssel – Reform der Aktionärsrechte-Richtlinie ante portas, *NZG* 2014, S. 415–416.
- Brennan, M.J.*: Discussion, *J. Fin.* 56 (2001), S. 1292–1295.
- Breuer, Wolfgang/Kohn, Karsten/Mark, Klaus*: A note on corporate valuation using imprecise cost of capital, *ZBW* 87 (2017), S. 709–747.
- Brich, Stefanie* (Hrsg.): Gabler Wirtschaftslexikon, 18. Aufl., Wiesbaden 2014.
- Brinckmann, Hendrik*: Kapitalmarktrechtliche Finanzberichterstattung, Köln 2009.
- : Die geplante Reform der Transparenz-RL: Veränderungen bei der Regelpublizität und der Beteiligungstransparenz, *BB* 2012, S. 1370–1373.

- : § 18 Periodische Publizität, in: Veil, Rüdiger (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., Tübingen 2014, S. 339–375.
- Brochet, François/Serafeim, George/Loumioti, Maria*: Short-Termism: Don't Blame Investors, *Harv. Bus. Rev.* 90 (2012), S. 28.
- Brogaard, Jonathan/Hendershott, Terrence/Riordan, Ryan*: High-Frequency Trading and Price Discovery, *Rev. Financ. Stud.* 27 (2014), S. 2267–2306.
- Bronger, Björn*: Das neue europäische Prospektrecht – (Geplante) Änderungen und ihre Auswirkungen, *WM* 2017, S. 460–468.
- Brossard, O./Lavigne, S./Erdem Sakinc, M.*: Ownership structures and R&D in Europe – The good institutional investors, the bad and ugly impatient shareholders, *Industrial and Corporate Change* 22 (2013), S. 1031–1068.
- Brown, David/Grabow, Jeff/Holmes, Chris/Kelley, Jackie*: Looking behind the declining number of public companies – An analysis of trends in US capital markets, May 2017, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/18/looking-behind-the-declining-number-of-public-companies/#more-89003>> (geprüft am 11.06.2020).
- Brüderl, Josef*: Kausalanalyse mit Paneldaten, in: Wolf, Christof/Best, Henning (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, Wiesbaden 2010, S. 963–994.
- Brüggemeier, Franz-Josef*: *Geschichte Grossbritanniens im 20. Jahrhundert*, München 2010.
- Brühl, Volker*: Blockchain: Verpassen wir eine Disruption?, *Standpunkt*, FAZ 04.01.2017, S. 25.
- Brunnermeier, Markus Konrad*: *Asset pricing under asymmetric information – Bubbles, crashes, technical analysis, and herding*, Oxford/New York 2001.
- Brunzell, Tor/Liljebloom, Eva/Vaihekoski, Mika*: Short-Term Expectations on Listed Firms: The Effect Of Different Owner Types, *Journal of International Financial Management & Accounting* 26 (2015), S. 223–256.
- Buchheim, Regine/Hossfeld, Christopher/Schmidt, Martin*: Quartalsberichterstattung in Europa, *WPg* 2016, S. 1347–1353.
- Bueren, Eckart/Crowder, Jennifer*: § 19 Der weltweite Technologiekonzern – Die Satzung der Google Inc./Alphabet Inc., in: Fleischer, Holger/Mock, Sebastian (Hrsg.), *Große Gesellschaftsverträge aus Geschichte und Gegenwart*, Berlin/Boston 2021, S. 911–985.
- Bühler, Christoph B.*: Showdown in der Vergütungsfrage: Volksinitiative „gegen die Abzockerei“ oder indirekter Gegenentwurf des Parlaments, *GesKR Online Beitrag* 2012, S. 1–14.
- : Entwicklung der Corporate Governance nach der Umsetzung der Minder-Initiative – Corporate Social Responsibility, Geschlechterquote und weitere Neuerungen, *SJZ* 111 (2015), S. 349–359.
- : Ausserrechtliche Regulierungstendenzen in der Corporate Governance – Empfehlungen der Stimmrechtsberater, *Best Practice und Vorwirkung der Aktienrechtsrevision*, *Expert Focus* 2016, S. 12–19.
- Burg, Thorsten/Plietsch, Daniela/Pott, Christiane/Walter, Julia*: Die Vorstandsvergütung der Dax30-Unternehmen im Kontext von HGB, DCGK und IFRS, *KoR* 2016, S. 23–32.
- Burgelman, Robert A.*: A Process Model of Internal Corporate Venturing in the Diversified Major Firm, *Administrative Science Quarterly* 28 (1983), S. 223–244.
- Burkart, Mike/Gromb, Denis/Panunzi, Fausto*: Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm, *112 QJE* 693–728 (1997).
- Burke, Kerry L., II.*: Fear Based Motivation: Dodd-Frank's New Sentencing Guidelines for Insider Trading Lead to an Extension of Tippee Liability, *41 New Eng. J. on Crim. & Civ. Confinement* 395–420 (2015).
- Burns, Natasha/Kedia, Simi/Lipson, Marc*: Institutional ownership and monitoring – Evidence from financial misreporting, *J. Corp. Fin.* 16 (2010), S. 443–455.
- Busch, Andreas*: Großbritannien und Weltwirtschaft, in: Kastendiek, Hans/Sturm, Roland (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien – Geschichte, Politik, Wirtschaft, Gesellschaft*, 3. Aufl., Bonn 2006, S. 410–433.
- Büscher, Martin*: Gott und Markt – religionsgeschichtliche Wurzeln Adam Smiths und die „Invisible Hand“ in der säkularisierten Industriegesellschaft, in: Meyer-Faje, Arnold/Ulrich, Peter (Hrsg.), *Der andere Adam Smith – Beiträge zur Neubestimmung von Ökonomie als Politischer Ökonomie*, Bern/Stuttgart 1991, S. 123–144.
- Buschmann, Marco*: EU-Grünbuch zur Corporate Governance: Alter Wein in neuen Schläuchen, *NZG* 2011, S. 87–91.

- Bushee, Brian J.*: Identifying and Attracting the „Right“ Investors – Evidence on the Behavior of Institutional Investors, *J. Appl. Corporate Finance* 16 (2004), S. 28–35.
- Bushee, Brian J.*: The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, *Acc. Rev.* 73 (1998), S. 305–333.
- : Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?, *Contemporary Accounting Research* 18 (2001), S. 207–246.
- Bushee, Brian J./Noe, Christopher F.*: Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility, *J. Acc. Res.* 38, Supplement (2000), S. 171–202.
- Butler, Henry N./Ribstein, Larry E.*: The Sarbanes-Oxley debacle – What we’ve learned; how to fix It, Washington, DC 2006.
- Cable, John*: Capital Market Information and Industrial Performance – The Role of West German Banks, *Ec. J.* 95 (1985), S. 118–132.
- Cadbury, Adrian*: Owners and Investors, in: National Association of Pensions Funds (NAPF) (Hrsg.), *Creative tension? – A collection of essays on issues arising from the relationships between the management of public companies and institutional investors*, London 1990, S. 27–33.
- Cadman, Brian/Sunder, Jayanthi*: Investor Horizon and CEO Horizon Incentives, *Acc. Rev.* 89 (2014), S. 1299–1328.
- Cairncross, Frances*: How Europe’s Companies Reposition to Recycle, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 34–45.
- Callaghan, Helen/Höpner, Martin*: European Integration and the Clash of Capitalisms – Political Cleavages over Takeover Liberalization, *Comp. Eur. Polit.* 3 (2005), S. 307–332.
- Callen, Jeffrey L./Morel, Mindy*: The valuation relevance of R&D expenditures: Time series evidence, *IRFA* 14 (2005), S. 304–325.
- Camerer, Colin F.*: Behavioral economics: Reunifying psychology and economics, *Proc. Natl. Acad. Sci. USA* 96 (1999), S. 10575–10577.
- : Neuroeconomics: Using neuroscience to make economic predictions, paper prepared for the Hahn Lecture, Royal Economic Society, Nottingham UK, April 20, 2006, 2006, <[http://www.darkcoding.net/research/Camerer\\_051606.pdf](http://www.darkcoding.net/research/Camerer_051606.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Camerer, Colin F./Loewenstein, George*: Behavioral Economics: Past, Present, Future, in: Camerer, Colin F./Loewenstein, George/Rabin, Matthew (Hrsg.), *Advances in behavioral economics*, New York/Princeton, N.J. 2004, S. 3–51.
- Camerer, Colin F./Loewenstein, George/Prelec, Drazen*: Neuroeconomics: How Neuroscience Can Inform Economics, 43 *J. Econ. Lit.* 9–64 (2005).
- Camerer, Colin F./Loewenstein, George/Rabin, Matthew* (Hrsg.): *Advances in behavioral economics*, New York/Princeton, N.J. 2004.
- Camisões, Isabel/Guimarães, Maria Helena*: The Commission, the Single Market and the Crisis – The Limits of Purposeful Opportunism, *JCMS* 55 (2017), S. 223–239.
- Campbell, Roy Harold/Skinner, Andrew S.*: General Introduction, in: Smith, An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, Volume I, Repr. 1979 ed, hrsg. v. Campbell/Skinner, Indianapolis, Ind. 1981, S. 1–60.
- Campbell, Tim S./Marino, Anthony M.*: Myopic Investment Decisions and Competitive Labor Markets, *Int. Economic Rev.* 35 (1994), S. 855–875.
- Campello, Murillo/Graham, John R.*: Do stock prices influence corporate decisions? – Evidence from the technology bubble, *J. Fin. Ec.* 107 (2013), S. 89–110.
- Cansier, Dieter*: Arthur Cecil Pigou, in: Starbatty, Joachim (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens – Von Platon bis John Maynard Keynes*, Hamburg 2008, S. 231–250.
- Capie, Forrest/Collins, Michael*: Have the banks failed British industry? – An historical survey of bank/industry relations in Britain, 1870–1990, London 1992.
- Capstaff, John/Paudyal, Krishna/Rees, William*: The Accuracy and Rationality of Earnings Forecasts by UK Analysts, *J. Bus. Fin. & Acc.* 22 (1995), S. 67–85.
- Carhart, Mark M.*: On Persistence in Mutual Fund Performance, *J. Fin.* 52 (1997), S. 57–82.
- Carlin, Wendy/Mayer, Colin*: Finance, investment, and growth, *J. Fin. Ec.* 69 (2003), S. 191–226.
- Carmel, Jonathan*: But Is It Myopia? – Risk Aversion and the Efficiency of Stock-Based Managerial Incentives, *J. Economics & Management Strategy* 17 (2008), S. 541–579.

- Carr, C.*: Productivity and Skills in Vehicle Component Manufacturers in Britain, Germany, the USA and Japan, *National Institute Ec. Rev.* 139 (1992), S. 79–87.
- Carr, Chris*: Strategic Investment Decisions and Short-Termism – Germany Versus Britain, in: Papadakis, Vassilis/Barwise, Patrick (Hrsg.), *Strategic Decisions*, Boston, MA 1998, S. 107–125.
- Carr, Chris/Ng, Julia*: Total cost control: Nissan and its U. K. supplier partnerships, *Manage. Acc. Res.* 6 (1995), S. 347–365.
- Carr, Christopher*: Britain's competitiveness – The management of the vehicle component industry, London/New York 1990.
- Carr, Christopher/Tomkins, Cyril*: Strategic investment decisions: the importance of SCM – A comparative analysis of 51 case studies in U. K., U. S. and German companies, *Manage. Acc. Res.* 7 (1996), S. 199–217.
- Carr, Christopher/Tomkins, Cyril/Bayliss, Brian*: Strategic controllership – a case study approach, *Manage. Acc. Res.* 2 (1991), S. 89–107.
- : Financial or strategic controls?, *European Management Journal* 12 (1994), S. 102–113.
- Carroll, Archie B.*: A History of Corporate Social Responsibility – Concepts and Practices, in: Crane, Andrew (Hrsg.), *The Oxford handbook of corporate social responsibility*, Oxford 2008.
- Carty, James*: Accounting for Takeovers, in: Cosh, Andy/Hughes, Alan u. a. (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, London, S. 21–32.
- Cassell, Cory A./Huang, Shawn X./Sanchez, Juan Manuel*: Forecasting without Consequence? – Evidence on the Properties of Retiring CEOs' Forecasts of Future Earnings, *Acc. Rev.* 88 (2013), S. 1909–1937.
- Cassidy, John*: Time 100 Leaders, Andrew Haldane – The central banker not afraid to be blunt, *The 100 Most Influential People*, 23.04.2014, <<http://time.com/70833/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Castellucci, Lars*: Zur Zukunft des „Rheinischen Kapitalismus“, *APuZ* 2001, S. 20–26.
- Catan, Emiliano/Klausner, Michael*: Board Declassification and Firm Value – Have Shareholders and Boards Really Destroyed Billions in Value?, New York University School of Law, Law & Economics Research Paper Series No. 17-39, September 2017, <<https://ssrn.com/abstract=2994559>> (geprüft am 11.06.2020).
- Catan, Emiliano M.*: The Insignificance of Clear-Day Poison Pills, *48 J. Legal Stud.* 1–44 (2019).
- Catan, Emiliano M./Kahan, Marcel*: The Law and Finance of Antitakeover Statutes, *68 Stan. L. Rev.* 629–680 (2016).
- Cazier, Richard A.*: Measuring R&D curtailment among short-horizon CEOs, *J. Corp. Fin.* 17 (2011), S. 584–594.
- Cebon, Peter/Hermalin, Benjamin E.*: When Less Is More – The Benefits of Limits on Executive Pay, *Rev. Financ. Stud.* 28 (2015), S. 1667–1700.
- Cen, Ling/Dasgupta, Sudipto/Sen, Rik*: Discipline or Disruption? – Stakeholder Relationships and the Effect of Takeover Threat, *Management Science* 62 (2016), S. 2820–2841.
- Chakravarty, Anindita/Grewal, Rajdeep*: The Stock Market in the Driver's Seat! – Implications for R&D and Marketing, *Management Science* 57 (2011), S. 1594–1609.
- Chan, Su H./Kensinger, John W./Martin, John D.*: The market rewards promising R&D – and punishes the rest, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), S. 59–66.
- Chan, Su Han/Martin, John D./Kensinger, John W.*: Corporate research and development expenditures and share value, *J. Fin. Ec.* 26 (1990), S. 255–276.
- Chandler, Alfred D.*: The Competitive Performance of U. S. Industrial Enterprises since the Second World War, *Bus. Hist. Rev.* 68 (1994), S. 1–72.
- Chandler, Alfred D., Jr.*: *Strategy and Structure – Chapters in the History of the Industrial Enterprise*, Second Printing 1963, 1962.
- : *The visible hand – The managerial revolution in American business*, 15. Aufl., Cambridge, Mass./London 1977.
- Charkham, Jonathan P.*: *Corporate governance and the market for companies – Aspects of the shareholders' role*, London 1989.
- : Are shares just commodities?, in: National Association of Pensions Funds (NAPF) (Hrsg.), *Creative tension? – A collection of essays on issues arising from the relationships between the management of public companies and institutional investors*, London 1990, S. 34–42.

- : A Larger Role for Institutional Investors, in: Dimsdale, Nicholas H./Prevezer, Martha (Hrsg.), Capital markets and corporate governance – [the book stems from a conference organized by the National Economic Development Office in November 1991], Oxford 1994, S. 99–110.
- : Keeping good company – A study of corporate governance in five countries, Oxford 1994.
- : Keeping good company – A study of corporate governance in five countries, Oxford 1995 (zit. *Charkham*, Keeping good company).
- Charkham, Jonathan P./Ploix, Hélène*: Keeping better company – Corporate governance ten years on, 2. Aufl., Oxford 2005.
- Charkham, Jonathan P./Simpson, Anne*: Fair shares – The future of shareholder power and responsibility, Oxford 1999.
- Charness, Gary/Gneezy, Uri*: Portfolio Choice and Risk Attitudes: An Experiment, *Economic Inquiry* 48 (2010), S. 133–146.
- Cheffins, Brian R.*: The Metamorphosis of „Germany Inc.“: The Case of Executive Pay, 49 *Am. J. Comp. L.* 497–539 (2001).
- : The Stewardship Code’s Achilles’ Heel, *Mod. L. Rev.* 73 (2010), S. 985–1025.
- : Hedge Fund Activism Canadian Style, 47 *UBC Law Rev.* 1–58 (2014).
- : Delaware and the Transformation of Corporate Governance, 40 *Del. J. Corp. L.* 1–76 (2015).
- Chen, Xia/Cheng, Qiang/Lo, Alvis K./Wang, Xin*: CEO Contractual Protection and Managerial Short-Termism, *Acc. Rev.* 90 (2015), S. 1871–1906.
- Chen, Xia/Harford, Jarrad/Li, Kai*: Monitoring – Which institutions matter?, *J. Fin. Ec.* 86 (2007), S. 279–305.
- Chen, Yu-Fen/Lin, Fu-Lai/Yang, Sheng-Yung*: Does institutional short-termism matter with managerial myopia?, *J. Bus. Res.* 68 (2015), S. 845–850.
- Cheng, Qiang/Warfield, Terry/Ye, Minlei*: Equity Incentives and Earnings Management – Evidence from the Banking Industry, *J. Acc., Auditing & Fin.* 26 (2011), S. 317–349.
- Chirinko, Robert/van Ees, Hans/Garretsen, Harry/Sterken, Elmer*: Investor Protections and Concentrated Ownership – Assessing Corporate Control Mechanisms in the Netherlands, *German Ec. Rev.* 5 (2004), S. 119–138.
- Chiu, Iris H.-Y.*: Institutional Shareholders as Stewards: Toward a New Conception of Corporate Governance, 6 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.* 387–432 (2012).
- : Stewardship as a Force for Governance: Critically Assessing the Aspirations and Weaknesses of the UK Stewardship Code, *ECL* 9 (2012), S. 5–11.
- : Turning Institutional Investors into ‘Stewards’: Exploring the Meaning and Objectives of ‘Stewardship’, *Current Legal Problems* 66 (2013), S. 443–481.
- : Reviving Shareholder Stewardship: Critically Examining the Impact of Corporate Transparency Reforms in the UK, 38 *Del. J. Corp. L.* 983–1023 (2014).
- : Learning from the UK in the Proposed Shareholders’ Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective, *ZVerglRWiss* 2015, S. 121–156.
- Chowdhury, Jaideep/Fink, Jason*: How Does CEO Age Affect Firm Risk?, *Asia Pac. J. Fin. Stud.* 46 (2017), S. 381–412.
- Christensen, Jan S.*: Denmark – Corporate Governance in Denmark, in: Hopt, Klaus J./Fleckner, Andreas M. (Hrsg.), *Comparative corporate governance – A functional and international analysis*, Cambridge 2013, S. 364–392.
- Christodoulakis, George A.*: Conditions for rational investment short-termism, *Annals Fin.* 8 (2012), S. 15–29.
- Cioffi, John W.*: Restructuring „Germany Inc.“: The Politics of Company and Takeover Law Reform in Germany and the European Union, *Law & Policy* 24 (2002), S. 355–402.
- City Capital Markets Committee*: Evidence to the Wilson Committee on the supply of funds to industry and trade, London 1977.
- Clark, John Maurice*: Toward a Concept of Workable Competition, *Am. Ec. Rev.* 30 (1940), S. 241–256.
- Clarke, Blanaid*: The Takeover’s Directive – A Meaningful Contribution to Stakeholder Rights in Europe?, *Int. & Comp. Corp. L. J.* 10 (2013), S. 80–97.
- Claussen, Carsten P.*: Der Neue Zweite Markt – Über die Notwendigkeit und Gestaltungsmöglichkeiten eines neuen Wertpapiermarktes, *ZGR* 1984, S. 1–22.
- : Wie ändert das KonTraG das Aktiengesetz?, *DB* 1998, S. 277.
- Clerc, Christophe*: Réflexions sur la démocratie actionnariale, *RTDF* 2007, S. 88–94.

- Clerc, Christophe/Demarigny, Fabrice/Valiante, Diego/Aramendía, Mirzha de Manuel*: A legal and economic assessment of European Takeover Regulation, Paris 2012 (zit. *Clerc/Demarigny/Valiante u. a.*, EU Takeover Regulation).
- Clift, Ben*: The Second Time as Farce? – The EU Takeover Directive, the Clash of Capitalisms and the Hamstrung Harmonization of European (and French) Corporate Governance, *JCMS* 47 (2009), S. 55–79.
- Clift, Ben/Gamble, Andrew/Harris, Michael*: The Labour Party and the Company, in: Parkinson, John E./Gamble, Andrew/Kelly, Gavin (Hrsg.), *The political economy of the company*, Oxford 2000, S. 51–81.
- Coates, Jeff/Davis, Ted/Stacey, Ray*: Performance measurement systems, incentive reward schemes and short-termism in multinational companies – A note, *Manage. Acc. Res.* 6 (1995), S. 125–135.
- Coates, John C., IV*: Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence, 79 *Tex. L. Rev.* 271–382 (2000).
- : The Goals and Promise of the Sarbanes-Oxley Act, *J. Econ. Persp.* 21 (2007), S. 91–116.
- Coffee, John C.*: Liquidity versus Control – The Institutional Investor as Corporate Monitor, 91 *Colum. L. Rev.* 1277–1368 (1991).
- : What Caused Enron – A Capsule Social and Economic History of the 1990s, 89 *Cornell L. Rev.* 269–309 (2004).
- : The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated, 97 *Cornell L. Rev.* 1019–1082 (2012).
- Coffee, John C., Jr.*: Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance, 84 *Colum. L. Rev.* 1145–1296 (1984).
- : Shareholders versus Managers: The Strain in the Corporate Web, 85 *Mich. L. Rev.* 1–109 (1986).
- : The Bylaw Battlefield: Can Institutions Change the Outcome of Corporate Control Contests?, 51 *U. Miami L. Rev.* 605–621 (1997).
- : Systemic Risk after Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies beyond oversight, 111 *Colum. L. Rev.* 795–847 (2011).
- : Hedge Fund Activism: New Myths and Old Realities, *The CLS Blue Sky Blog – Columbia Law School’s Blog on Corporations and the Capital Markets*, May 19, 2014, <<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/05/19/hedge-fund-activism-new-myths-and-old-realities/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Coffee, John C., Jr./Palia, Darius*: The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications, *ECGI Working Paper N° 266/2014*, September 2014, <<http://ssrn.com/abstract=2496518>> (geprüft am 11.06.2020).
- : The Wolf at the Door – The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance, *ACG* 1 (2016), S. 1–94.
- Cohen, Alma/Wang, Charles C. Y.*: How do staggered boards affect shareholder value? – Evidence from a natural experiment, *J. Fin. Ec.* 110 (2013), S. 627–641.
- Cohen, Daniel A./Dey, Aiyasha/Lys, Thomas Z.*: Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods, *Acc. Rev.* 83 (2008), S. 757–787.
- Cohn, Jonathan B./Gillan, Stuart L./Hartzell, Jay C.*: On Enhancing Shareholder Control – A (Dodd-) Frank Assessment of Proxy Access, *J. Fin.* 71 (2016), S. 1623–1668.
- Cohn, Yafit*: SEC Allows Exclusion of Proxy Access Shareholder Proposal Due to Conflict with Management Proposal, Memorandum, 08.12.2014, <[http://www.stblaw.com/docs/default-source/memos/memo\\_12\\_08\\_14.pdf](http://www.stblaw.com/docs/default-source/memos/memo_12_08_14.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- : SEC Denial of No-Action Relief with Regard to 3/3 Proxy Access Proposal, 10.08.2016, <<https://corp.gov.law.harvard.edu/2016/08/10/sec-denial-of-no-action-relief-with-regard-to-33-proxy-access-proposal/>> (geprüft am 11.06.2020).
- : SEC Staff Confirms Its Approach to “Substantial Implementation” In the Context of Proxy Access, 13.10.2016, <<https://corp.gov.law.harvard.edu/2016/11/08/secs-substantial-implementation-approach-to-proxy-access/#more-74433>> (geprüft am 11.06.2020).
- : SEC Staff Permits Exclusion of Proxy Access “Revision” Proposal Due to “Substantial Implementation”, Memorandum, 15.11.2016, <[http://www.stblaw.com/docs/default-source/memos/firmmemo\\_11\\_15\\_16.pdf](http://www.stblaw.com/docs/default-source/memos/firmmemo_11_15_16.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Collins English Dictionary*: Short-termism definition and meaning, <<https://www.collinsdictionary.com/dictionary/english/short-termism>> (geprüft am 11.06.2020).

- Combs, Barbara/Slovic, Paul*: Newspaper Coverage of Causes of Death, *Journalism Quarterly* 56 (1979), S. 837–849.
- Conac, Pierre-Henri*: France – The permanent reform of corporate governance, in: Hopt, Klaus J./Fleckner, Andreas M. (Hrsg.), *Comparative corporate governance – A functional and international analysis*, Cambridge 2013, S. 444–503.
- : European Company Law from a French Perspective, *ZVerglRWiss* 2015, S. 215–240.
- Conley, John M./Williams, Cynthia A.*: Engage, Embed, and Embellish: Theory Versus Practice in the Corporate Social Responsibility Movement, 31 *J. Corp. L.* 1–38 (2005).
- Conway, Edmund*: 50 Schlüsselideen Wirtschaftswissenschaft, Heidelberg 2011.
- Cooke, C. A.*: Corporation, trust and company – An essay in legal history, Manchester 1950.
- Cools, Sofie*: The real difference in corporate law between the United States and continental Europe: Distribution of powers, 30 *Del. J. Corp. L.* 697–766 (2005).
- : Europe’s *Ius Commune* on Director Revocability, *ECFR* 8 (2011), S. 199–234.
- Cooper, Lee*: Empirical Studies and the Shareholder Activism Debate, *Colum. Bus. L. Rev. Online* (2014).
- Cooper, Lee D.*: Value-Add: An Empirical Study of Idiosyncratic Value in the 2013 Biotech IPO Market, 2014 *Colum. Bus. L. Rev.* 512–547 (2014).
- Cooter, Robert/Ulen, Thomas S.*: Law & economics, 6. Aufl., Boston, Mass. u. a. 2012.
- Copp, Stephen F.*: Corporate Social Responsibility and the Companies Act 2006, *Economic Affairs* 29 (2009), S. 16–21.
- Cordes, Albrecht/Jantz, Katharina*: 1. Kapitel: Aktiengesellschaften vor 1807?, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel – Band I: Entwicklung des Aktienrechts*, Tübingen 2007, S. 1–22.
- Core, John E./Hail, Luzi/Verdi, Rodrigo S.*: Mandatory Disclosure Quality, Inside Ownership, and Cost of Capital, *Eur. Acc. Rev.* 24 (2014), S. 1–29.
- Corley, T. A. B.*: Industrial Structure, Capital Markets and the Origins of British Economic Decline, *Ec. J.* 98 (1988), S. 555–556.
- Cosh, A. D./Hughes, Alan*: The anatomy of corporate control: directors, shareholders and executive remuneration in giant US and UK corporations, *Cambridge J. Ec.* 11 (1987), S. 285–313.
- Cosh, A. D./Hughes, Alan/Lee, K./Singh, Ajit*: Institutional investment, mergers and the market for corporate control, *Int. J. Ind. Org.* 7 (1989), S. 73–100.
- Cosh, Andrew/Hughes, Alan/Singh, Ajit*: The causes and effects of takeovers in the United Kingdom: an empirical investigation for the late 1960s at the microeconomic level, in: Mueller, Dennis C. (Hrsg.), *The determinants and effects of mergers – An international comparison*, Cambridge, Mass. 1980, S. 227–270.
- Cosh, Andy/Hughes, Alan*: International merger activity and the national regulation of mergers: A UK perspective – *Empirica*, *Empirica* 23 (1996), S. 279–302.
- : Executive remuneration, executive dismissal and institutional shareholdings, *Int. J. Ind. Org.* 15 (1997), S. 469–492.
- : The Changing Anatomy of Corporate Control and the Market for Executives in the United Kingdom, *J. L. & Soc.* 24 (1997), S. 104–123.
- Cosh, Andy/Hughes, Alan/Singh, Ajit*: Analytical and Policy Issues in the UK Economy, in: Cosh, Andy/Hughes, Alan u. a. (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, London, S. 8–20.
- Cosh, Andy/Hughes, Alan/Singh, Ajit/Carty, James/Plender, John*: *Takeovers and short-termism in the UK*, London 1990.
- Costanzo, Gian Luigi*: The Contribution of the Asset Management Industry to Long-term Growth, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2011 (2011), S. 87–96.
- Couret, Alain*: Le retour du débat sur le droit de vote double, 1518, *La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires* 2013, Heft 39, S. 19–23.
- : Le retour du débat sur le droit de vote double, *Droit des Sociétés* 2013, Novembre 2013, S. 13–17.
- : Le droit de vote double, *Bulletin Joly Bourse* 2014, S. 488–496.
- Cox, James D./Baucom, Benjamin J. C.*: The Emperor Has No Clothes: Confronting the D. C. Circuit’s Usurpation of SEC Rulemaking Authority, 90 *Tex. L. Rev.* 1811–1847 (2012).
- Cozian, Maurice/Viandier, Alain/Deboissy, Florence*: *Droit des sociétés*, 28. Aufl., Paris 2015.
- : *Droit des sociétés*, 29. Aufl., Paris 2016.
- Crafts, Nicholas*: Deindustrialisation and Economic Growth, *Ec. J.* 106 (1996), S. 172–183.

- Cragg, Wesley*: Business Ethics and Stakeholder Theory, *Business Ethics Quarterly* 12 (2002), S. 113–142.
- Craswell, Richard*: Passing on the Costs of Legal Rules: Efficiency and Distribution in Buyer-Seller Relationships, 43 *Stan. L. Rev.* 361 (1991).
- Cready, William M.*: The Separation Theorem, Investor “Myopia”, and Market Prices: A Discussion of “Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?”, *Contemporary Accounting Research* 18 (2001), S. 247–256.
- Cremers, Martijn/Giambona, Erasmo/Sepe, Simone M./Wang, Ye*: Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value, December 13, 2018, <<https://ssrn.com/abstract=2693231>> (geprüft am 11.06.2020).
- Cremers, Martijn/Litov, Lubomir P./Sepe, Simone M.*: Staggered Boards and Firm Value, Revisited, *J. Fin. Ec.* 126 (2017), S. 422–444.
- Cremers, Martijn/Pareek, Ankur*: Short-Term Trading and Stock Return Anomalies – Momentum, Reversal, and Share Issuance, *Rev. of Finance* 19 (2015), S. 1649–1701.
- Cremers, Martijn/Pareek, Ankur/Sautner, Zacharias*: Stock Duration and Misvaluation, September 2013.
- : Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value: Evidence from Russell 2000 Index Inclusions, *Management Science* 66 (2020), S. 4535–4551.
- : Short-Term Institutions, Analyst Recommendations, and Mispricing: The Role of Higher Order Beliefs, *J. Acc. Res.* 59 (2021), Advance Access.
- Cremers, Martijn/Petajisto, Antti*: How Active Is Your Fund Manager? – A New Measure That Predicts Performance, *Rev. Financ. Stud.* 22 (2009), S. 3329–3365.
- Cremers, Martijn/Sepe, Simone M.*: The Financial Value of Corporate Law – Evidence from (Re)Incorporations, November 2015, <<https://ssrn.com/abstract=2519238>> (geprüft am 11.06.2020).
- : The Shareholder Value of Empowered Boards, 68 *Stan. L. Rev.* 67–148 (2016).
- Cremers, Thiebold*: La blockchain et les titres financiers: retour vers le futur, *Bulletin Joly Bourse* 2016, S. 271–280.
- Cronqvist, Henrik/Fahlenbrach, Rüdiger*: CEO contract design – How do strong principals do it?, *J. Fin. Ec.* 108 (2013), S. 659–674.
- Cummins, J. David/Westerfield, Randolph*: Patterns of Concentration in Private Pension Plan Common Stock Portfolios since ERISA, *The Journal of Risk and Insurance* 48 (1981), S. 201–219.
- Cunningham, Lauren M./Johnson, Bret A./Johnson, E. Scott/Lisic, Ling Lei*: The Switch-Up: An Examination of Changes in Earnings Management after Receiving SEC Comment Letters, *Contemporary Accounting Research* 37 (2020), S. 917–944.
- Cuthbertson, Keith/Hayes, Simon/Nitzsche, Dirk*: The Behaviour of UK Stock Prices and Returns – Is the Market Efficient?, *Ec. J.* 107 (1997), S. 986–1008.
- Cutts, Robert L.*: Capitalism in Japan: Cartels and Keiretsu, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 48–55.
- Daghles, Murad*: Die Aktienrechtsnovelle 2016, *GWR* 2016, S. 45–47.
- Daily, Catherine M./Dalton, Dan R./Rajagopalan, Nandini*: Governance through Ownership – Centuries of Practice, Decades of Research, *Academy of Management Journal* 46 (2003), S. 151–158.
- Daines, Robert M./Gow, Ian/Larcker, David F.*: Rating the ratings: How good are commercial governance ratings?, *J. Fin. Ec.* 98 (2010), S. 439–461.
- Daines, Robert M./Klausner, Michael*: Do IPO Charters Maximise Firm Value? – Antitakeover Protection in IPOs, *J.L. Econ. & Org.* 17 (2001), S. 83–120.
- Dallas, Lynne L.*: The New Managerialism and Diversity on Corporate Boards of Directors, 76 *Tul. L. Rev.* (2002).
- : A Preliminary Inquiry Into the Responsibility of Corporations and their Officers and Directors for Corporate Climate: The Psychology of Enron’s Demise, 35 *Rutgers L.J.* 1–67 (2003).
- : The Multiple Roles of Corporate Boards of Directors, 40 *San Diego L. Rev.* 781–820 (2003).
- : Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance, 37 *J. Corp. L.* 265–364 (2012).
- Dallas, Lynne L./Barry, Jordan M.*: Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting, 40 *Del. J. Corp. L.* 541–646 (2016).
- Daly, A./Hitchens, D.M.W.N./Wagner, K.*: Productivity, Machinery and Skills in a Sample of British and German Manufacturing Plants – Results of a Pilot Inquiry, *National Institute Ec. Rev.* 111 (1985), S. 48–61.

- Damler, Daniel*: Konzern und Moderne – Die verbundene juristische Person in der visuellen Kultur 1880–1980, Frankfurt am Main 2016.
- Damrau, Jan*: Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht – Eine rechtsökonomische Analyse der Normsetzung der deutschen Börsen und ihrer Träger, Berlin 2003.
- Daniel, Kent/Hirshleifer, David/Subrahmanyam, Avaniidhar*: Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, *J. Fin.* 53 (1998), S. 1839–1885.
- Daniel, Kent D./Hirshleifer, David/Subrahmanyam, Avaniidhar*: Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing, *J. Fin.* 56 (2001), S. 921–965.
- Danielcik, H. P.*: Führergedanke und Aufsichtsratsfunktion im Aktienrecht, *Die Deutsche Volkswirtschaft* 1934, S. 657–660.
- Daniels, Joshua*: Firm Commitment: Why the Corporation is Failing Us and how to Restore It, by Colin Mayer, Book Note, *Osgoode Hall L. J.* 52 (2014), S. 347–349.
- d’Arcy, Anne/Meyer, Andreas*: Neue Anforderungen an die Zwischenberichterstattung durch die Transparenzrichtlinie, *Konzern* 2005, S. 151–158.
- Darrough, Masako N.*: Managerial Incentives for Short-Term Results – A Comment, *J. Fin.* 42 (1987), S. 1097–1102.
- Das, T. K.*: Strategic Planning and Individual Temporal Orientation, *Strat. Mgmt. J.* 8 (1987), S. 203–209.
- Dauner-Lieb, Barbara*: Aktuelle Vorschläge zur Präsenzsteigerung in der Hauptversammlung, *WM* 2007, S. 9–16.
- Dauner-Lieb, Barbara/Lamandini, Marco*: Der neue Kommissionsvorschlag einer EU-Übernehmerichtlinie – Stellungnahme der Gutachter des EU-Parlaments, *BB* 2003, S. 265–267.
- DAV Handelsrechtsausschuss*: Stellungnahme zum Grünbuch der EU-Kommission vom 5. 4. 2011: Europäischer Corporate Governance-Rahmen KOM (2011) 164/3, *NZG* 2011, S. 936–942.
- : Stellungnahme zu den Vorschlägen der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex zu Kodexanpassungen und Änderungen für 2017, *NZG* 2017, S. 57–60.
- Davidoff, Steven M.*: Takeover theory and the law and economics movement, in: Hill, Claire A./McDonnell, Brett H. (Hrsg.), *Research handbook on the economics of corporate law*, Cheltenham, U. K., Northampton, Mass. 2012, S. 216–231.
- Davidoff, Steven M./Hill, Claire A.*: Introduction, in: dies. (Hrsg.), *Law and economics of mergers and acquisitions – Volume I*, Cheltenham 2013, S. ix.
- (Hrsg.): *Law and economics of mergers and acquisitions – Volume I*, Cheltenham 2013.
- Davies, Gavyn*: Tony Blair puts meat on the stakeholder bones, *The Independent* 15.01.1996, <<http://www.independent.co.uk/news/business/tony-blair-puts-meat-on-the-stakeholder-bones-1324167.html>> (geprüft am 11.06.2020).
- Davies, Paul L.*: Employee Representation on Company Boards and Participation in Corporate Planning, *Mod. L. Rev.* 38 (1975), S. 254–273.
- : Institutional Investors: A UK View, *57 Brook. L. Rev.* 129–143 (1991).
- : Institutional Investors in the United Kingdom, in: Prentice, Daniel D. (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance – [the origins of this book lie in the Second Oxford Law Colloquium, held in St. John’s College, Oxford, on 10–11 September 1992]*, Oxford 1993, S. 69–96.
- : Struktur der Unternehmensführung in Großbritannien und Deutschland – Konvergenz oder fortbestehende Divergenz?, *ZGR* 2001, S. 268–293.
- : Enlightened Shareholder Value and the New Responsibilities of Directors – Lecture delivered at the University of Melbourne Law School (the inaugural WE Hearn Lecture), 4 October 2005 <[law.unimelb.edu.au/\\_data/assets/pdf\\_file/0014/1710014/94-Enlightened\\_Shareholder\\_Value\\_and\\_the\\_New\\_Responsibilities\\_of\\_Directors1.pdf](http://law.unimelb.edu.au/_data/assets/pdf_file/0014/1710014/94-Enlightened_Shareholder_Value_and_the_New_Responsibilities_of_Directors1.pdf)> (geprüft am 27.10.2020).
- : Shareholders in the United Kingdom, in: Hill, Jennifer Gae/Thomas, Randall S. (Hrsg.), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham, UK 2015, S. 355–382.
- Davies, Paul L./Hopt, Klaus J.*: Control Transactions, in: Kraakman, Reinier H. (Hrsg.), *The anatomy of corporate law – A comparative and functional approach*, 2. Aufl., Oxford/New York 2009, S. 225–274.
- Davies, Paul L./Hopt, Klaus J./Ferrarini, Guido/Pietrancosta, Alain/Skog, Rolf/Soltysinski, Stanislaw/Winter, Jaap W./Wymeersch, Eddy*: European Company Law Experts’ Response to the European Commission’s Green Paper „The EU Corporate Governance Framework“, 20.08.2011, <[10.2139/ssrn.1912548](http://ssrn.com/abstract=1912548)> (geprüft am 11.06.2020).

- Davies, Paul L./Prentice, Daniel D./Gower, Laurence C.B.:* Gower's principles of modern company law, 6. Aufl., London 1997.
- Davies, Paul L./Schuster, Edmund-Philipp/van de Walle de Ghelke, Emilie:* The Takeover Directive as a Protectionist Tool?, in: Bernitz, Ulf/Ringe, Wolf-Georg (Hrsg.), Company law and economic protectionism – New challenges to European integration, Oxford 2010, S. 105–160.
- Davies, Paul L./Worthington, Sarah:* Gower's principles of modern company law, 10. Aufl., London 2016.
- Davies, Richard/Haldane, Andrew G./Nielsen, Mette/Pezzini, Silvia:* Measuring the costs of short-termism, *J. Fin. Stability* 12 (2014), S. 16–25.
- Davis, Alicia J.:* The Institutional Appetite for Quack Corporate Governance, 1 *Colum. Bus. L. Rev.* 1–120 (2015).
- Davis, Evan/Kay, John A.:* Corporate governance, takeovers and the role of the non-executive director, *Business Strategy Review* 1 (1990), S. 17–35.
- Davis, Gerald F.:* The Twilight of the Berle and Means Corporation, 34 *Seattle U.L. Rev.* 1207–1224 (2011).
- Davis, Peter John/Garcés, Eliana:* Quantitative techniques for competition and antitrust analysis, Princeton, NJ 2010.
- Davis, Stephen/Lukomnik, Jon/Pitt-Watson, David:* What they do with your money – How the financial system fails us, and how to fix it, New Haven 2016.
- Davis, Stephen M./Lukomnik, Jon/Pitt-Watson, David:* The new capitalists – How citizen investors are reshaping the corporate agenda, Boston, Mass. 2006.
- Dawson, Nick:* Poisoned Chalice? An Analysis of Investor Voting on Golden Parachutes, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 6.4.2017, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/06/poisoned-chalice-an-analysis-of-investor-voting-on-golden-parachutes/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Day, Judith F.S.:* The Use of Annual Reports by UK Investment Analysis, *Acc. & Bus. Res.* 16 (1986), S. 295–307.
- de Bondt, Werner F.M./Thaler, Richard H.:* Do Security Analysts Overreact?, *AEA Papers and Proceedings* 80 (1990), S. 52–57.
- : Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective, Chapter 13, in: Jarrow, Robert A./Maksimovic, Vojislav/Ziemba, William T. (Hrsg.), *Finance – Handbooks in Operations Research and Management Science*, Bd. 9, Amsterdam 1995, S. 385–410.
- de Jong, Abe/DeJong, Douglas/Mertens, Gerard/Wasley, Charles:* The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence and implications from the Netherlands, in: Duffhues, P./Renneboog, Luc (Hrsg.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, 2006, S. 199–234.
- de Vendeuil, Sylvie/Rault-Dubois, Olivia:* Représentation des salariés au conseil d'administration ou de surveillance de grandes entreprises – L. n° 2013-504, 14 juin 2013, art. 9, 1379, *La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires* 2013, Heft 26, S. 21–27.
- de Vilморin, Olivier/Aubonnet, Florence/Berdou, Arnaud:* Le rôle du comité d'entreprise de la société-cible d'une offre publique, *Bulletin Joly Bourse* 2014, S. 503–507.
- de Vilморin, Olivier/Berdou, Arnaud:* Suppression du droit de vote double dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, *Droit des Sociétés* 2014, Juillet 2014, S. 34–35.
- Dealbook:* Germany's Blackstone Deal Swats Down 'Locust' Talk, 24.04.2006, <<http://dealbook.nytimes.com/2006/04/24/germanys-blackstone-deal-swats-down-locust-talk/>> (geprüft am 11.06.2020).
- DeAngelo, Harry/Rice, Edward M.:* Antitakeover charter amendments and stockholder wealth, *J. Fin. Ec.* 11 (1983), S. 329–359.
- Dearden, John:* Problem in Decentralized Profit Responsibility, *Harv. Bus. Rev.* 38 (1960), S. 79–86.
- : The case against ROI control, *Harv. Bus. Rev.* 47 (1969), S. 124–135.
- Dearlove, Catherine G./Werrett, Jacob A.:* Proxy Access by Private Ordering: A Review of the 2012 and 2013 Proxy Seasons, 69 *Bus. Law.* 155–182 (2013).
- Déau, Thierry:* How to Foster Investments in Long-Term Assets such as Infrastructure, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2011 (2011), S. 119–127.
- Dechow, Patricia M./Schrand, Catherine:* Earnings quality, Charlottesville, Va. 2004.
- Dechow, Patricia M./Sloan, Richard G.:* Executive incentives and the horizon problem, *J. Accounting & Ec.* 14 (1991), S. 51–89.

- deHaan, Ed/Larcker, David F./McClure, Charles*: Long-Term Economic Consequences of Hedge Fund Activist Interventions, ECGI Finance Working Paper N° 577/2018, October 2018, <10.2139/ssrn.3260095> (geprüft am 21.06.2021).
- Del Guercio, Diane*: The distorting effect of the prudent-man laws on institutional equity investments, *J. Fin. Ec.* 40 (1996), S. 31–62.
- DellaVigna, Stefano*: Psychology and Economics – Evidence from the Field, *47 J. Econ. Lit.* 315–372 (2009).
- Delvoie, Jeroen/Clottens, Carl*: Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares, *Law and Financial Markets Rev.* 9 (2015), S. 19–28.
- Demb, Ada/Richey, Brenda*: Defining responsible ownership – Cross-national perspectives, *European Management Journal* 12 (1994), S. 287–297.
- Deming, William Edwards*: Out of the crisis, Cambridge, Mass. 1982 (Nachdruck 2000).
- Demirag, Istemi S.*: An empirical study of research and development top managers' perceptions of short-term pressures from capital markets in the United Kingdom, *Eur. J. Fin.* 1 (1995), S. 180–202.
- : Assessing Short-term Perceptions of Group Finance Directors of UK Companies, *Brit. Acc. Rev.* 27 (1995), S. 247–281.
- : Short-term performance pressures – Is there a consensus view?, *Eur. J. Fin.* 1 (1995), S. 41–56.
- : The impact of managers' short-term perceptions on technology management and R&D in UK companies, *Technology Analysis and Strategic Management* 8 (1996), S. 21–32.
- : Boards of Directors' short-term perceptions and evidence of managerial short-termism in the UK, *Eur. J. Fin.* 4 (1998), S. 195–211.
- Demirag, Istemi S./Tylecote, Andrew*: The Effects of Organizational Culture, Structure and Market Expectations on Technological Innovation – A Hypothesis, *Br. J. Management* 3 (1992), S. 7–20.
- : Short-term Performance Pressures on British and Scandinavian Firms: Case Studies, *European Management Journal* 14 (1996), S. 201–206.
- Demirag, Istemi S./Tylecote, Andrew/Morris, Ben*: Accounting for Financial and Managerial Causes of Short-term Pressures in British Corporations, *J. Bus. Fin. & Acc.* 21 (1994), S. 1195–1213.
- Demsetz, Harold*: Toward a Theory of Property Rights, *AEA Papers and Proceedings* 57 (1967), S. 347–359.
- : The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *26 J. Law & Ec.* 375–390 (1983).
- Dent, George W., Jr.*: The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism, *35 Del. J. Corp. L.* 97–150 (2010).
- Derrien, François/Kecskés, Ambrus/Thesmar, David*: Investor Horizons and Corporate Policies, *J. Financ. Quant. Anal.* 48 (2013), S. 1755–1780.
- Deshmukh, Sanjay/Goel, Anand M./Howe, Keith M.*: CEO overconfidence and dividend policy, *J. Fin. Intermed.* 22 (2013), S. 440–463.
- DesJardine, Mark R.*: The Causes and Consequences of Corporate Short-termism, Thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree in Doctor of Philosophy, The University of Western Ontario June 2016 (zit. *DesJardine, Causes*).
- Deutsch, Andreas*: 3. Kapitel: Die Aktiengesellschaft im Code de Commerce von 1807 und ihre Vorbildfunktion für die Entwicklung in Deutschland, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel – Band I: Entwicklung des Aktienrechts*, Tübingen 2007, S. 46–97.
- di Norcia, Vincenti*: Review – The Next American Frontier by Robert B. Reich, *J. Bus. Ethics* 4 (1985), S. 115–116.
- Dichev, Ilia/Graham, John/Harvey, Campbell R./Rajgopal, Shiva*: The Misrepresentation of Earnings, *72 Financial Analysts J.* 22–35 (2016).
- Dichev, Ilia D./Graham, John R./Harvey, Campbell R./Rajgopal, Shiva*: Earnings quality – Evidence from the field, *J. Accounting & Ec.* 56 (2013), S. 1–33.
- Diebold Jr., William*: The Next American Frontier, *Foreign Affairs* 61 (1983), S. 1196–1197.
- Diekmann, Hans/Merkner, Andreas*: Erhöhte Transparenzanforderungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht – ein Überblick über den Regierungsentwurf zum Risikobegrenzungsgesetz, *NZG* 2007, S. 921–926.
- Dietrich, Hartmut*: Die Tender Offer im Bundesrecht der Vereinigten Staaten, Frankfurt am Main 1975.
- Dietrich, Hugo*: Zur Neugestaltung des Aktienrechts, *Deutsche Justiz* 97 (1935), S. 1268–1270.
- Dikolli, Shane S./Kulp, Susan L./Sedatole, Karen L.*: The Use of Contract Adjustments to Lengthen the CEO Horizon in the Presence of Internal and External Monitoring, *J. Manage. Acc. Res.* 25 (2013), S. 199–229.

- Dill, Verena/Jirjahn, Uwe/Smith, Steven C.*: Do Foreign Owners Favor Short-Term Profit? Evidence from Germany, IZA DP No. 8165, Bonn May 2014.
- Dillow, Chris*: Irrationally short-termist?, *Investors Chronicle* 16.05.2011, <<http://www.investorschronicle.co.uk/2011/09/08/comment/chris-dillow/>>.
- Dimsdale, Nicholas H.*: The Need to Restore Corporate Accountability: An Agenda for Reform, in: Dimsdale, Nicholas H./Prevezer, Martha (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance* – [the book stems from a conference organized by the National Economic Development Office in November 1991], Oxford 1994, S. 13–49.
- Dimsdale, Nicholas H./Prevezer, Martha* (Hrsg.): *Capital markets and corporate governance* – [the book stems from a conference organized by the National Economic Development Office in November 1991], Oxford 1994.
- Dix, Hellmuth*: Die Überwindung der Anonymität im Wirtschaftsrecht, *Der deutsche Volkswirt* 1933, S. 242–244.
- Djankov, Simeon/La Porta, Rafael/Lopez-de-Silanes, Florencio/Shleifer, Andrei*: The law and economics of self-dealing, *J. Fin. Ec.* 88 (2008), S. 430–465.
- Dobbs, Ian M.*: How bad can short termism be?—A study of the consequences of high hurdle discount rates and low payback thresholds, *Manage. Acc. Res.* 20 (2009), S. 117–128.
- Dobrzynski, Judith*: More than ever, it's management for the short-term, *Business Week* Nov. 24, 1986, S. 92–93.
- Dodd, David L.*: *Stock-Watering – The Judicial Valuation of property for stock-issue purposes*, New York 1930.
- Dodge, Roy*: *The concise guide to accounting standards*, 2. Aufl., London 1991.
- Dohmen, Thomas/Enke, Benjamin/Falk, Armin/Huffman, David/Sunde, Uwe*: *Patience and Comparative Development*, May 29, 2018, <<https://www.briq-institute.org/wc/files/people/armin-falk/working-papers/patience-and-comparative-development.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Doll, Sabine/Fischer, Frauke*: Rot-Grün gegen Immobilienspekulanten Bremen plant Heuschreckensteuer, *Weser-Kurier* 10.07.2015, <[http://www.weser-kurier.de/bremen/bremen-politik-wirtschaft\\_artikel,-Bremen-plant-Heuschreckensteuer-\\_arid,1164040.html](http://www.weser-kurier.de/bremen/bremen-politik-wirtschaft_artikel,-Bremen-plant-Heuschreckensteuer-_arid,1164040.html)> (geprüft am 11.06.2020).
- Donaldson, Thomas*: The Stakeholder Revolution and the Clarkson Principles, *Business Ethics Quarterly* 12 (2002), S. 107–111.
- Doralt, Peter*: Franz Klein: Zur Lebenskraft der Ideen eines schöpferischen Reformators, in: Doralt, Peter/Kalss, Susanne (Hrsg.), *Franz Klein – Vorreiter des modernen Aktien- und GmbH-Rechts*, Wien 2004, S. 5–11.
- Dornseifer, Frank*: Bedarf es eine Regulierung von Hedgefonds und Private Equity? – Eine Replik auf die Maßnahmen der Bundesregierung, in: Leible, Stefan/Lehmann, Matthias (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?*, Jena 2009, S. 77–86.
- Dow, James/Gorton, Gary*: Arbitrage Chains, *J. Fin.* 49 (1994), S. 819–849.
- Doyle, Peter*: Marketing and the British Chief Executive, *Journal of Marketing Management* 3 (1987), S. 121–132.
- dpa*: „Börsenunwort 2005“: Münteferings Schreckensbild gewählt, *Fokus* 24.01.2006, <[http://www.focus.de/finanzen/news/boersenunwort-2005\\_aid\\_104010.html](http://www.focus.de/finanzen/news/boersenunwort-2005_aid_104010.html)> (geprüft am 11.06.2020).
- Drew, Michael E.*: The Puzzle of Financial Reporting and Corporate Short-Termism – A Universal Ownership Perspective, *19 Australian Acc. Rev.* 295–302 (2009).
- Driver, Ciaran/Guedes, Maria João Coelho*: Research and development, cash flow, agency and governance – UK large companies, *Res. Pol.* 41 (2012), S. 1565–1577.
- Drucker, Peter F.*: *Corporate Takeovers – What Is To Be Done?*, *The Public Interest* 1986, S. 3–24.
- : A crisis of capitalism, *Wall Street Journal* 30.09.1986, S. 1.
- : The New Society of Organizations, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 95–105.
- : *Post-capitalist society*, Oxford 1993.
- Dupuy, Claude/Lavigne, Stéphanie/Nicet-Chenaf, Dalila*: Does Geography Still Matter? – Evidence on the Portfolio Turnover of Large Equity Investors and Varieties of Capitalism, *Economic Geography* 86 (2010), S. 75–98.
- Durand, Quentin*: Loi visant à reconquérir l'économie réelle: présentation des aspects relatifs aux offres publiques, *Bulletin Joly Bourse* 2014, S. 274–282.
- Duru, Augustine/Iyengar, Raghavan J./Thevaranjan, Alex*: The Shielding of CEO Compensation from the Effects of Strategic Expenditures, *Contemporary Accounting Research* 19 (2002), S. 175–193.

- Duru, Augustine/Wang, Dechun/Zhao, Yijiang*: Staggered boards, corporate opacity and firm value, *J. Banking & Fin.* 37 (2013), S. 341–360.
- Duruigbo, Emeka*: Stimulationg Long-Term Shareholding, 33 *Cardozo L. Rev.* 1733–1801 (2012).
- : Tackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia, *Kentucky L.J.* 100 (2012), S. 531–585.
- Düsterhoff, Henning/Wolffson, Jannik M.*: M&A-Welt der zwei Geschwindigkeiten – Jahresrückblick auf das deutsche M&A-Geschehen 2015, *M&A-Review* 27 (2016), S. 21–29.
- Dybvig, Philip H./Warachka, Mitch*: Tobin’s Q Does Not Measure Performance – Theory, Empirics, and Alternative Measures, March 2015, <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1562444>> (geprüft am 11.06.2020).
- Easterbrook, Frank H./Fischel, Daniel R.*: The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer, 94 *Harv. L. Rev.* 1161–1204 (1981).
- : Auctions and Sunk Costs in Tender Offers, 35 *Stan. L. Rev.* 1 (1982).
- : Corporate Control Transactions, 91 *Yale L.J.* 698–737 (1982).
- : The economic structure of corporate law, Cambridge, Mass. 1991/1998.
- Eatwell, John*: Whatever happened to Britain? – The economics of decline, London 1982.
- Ebenroth, Carsten Thomas/Daum, Thomas*: Die Kompetenzen des Vorstands einer Aktiengesellschaft bei der Durchführung und Abwehr unkoordinierter Übernahmen, *DB* 1991, S. 1105–1111.
- : Die Kompetenzen des Vorstands einer Aktiengesellschaft bei der Durchführung und Abwehr unkoordinierter Übernahmen (Teil II), *DB* 1991, S. 1157–1161.
- Ebenroth, Carsten Thomas/Eyles, Uwe*: Die Beschränkung von Hostile Takeovers in Delaware, *RIW* 1988, S. 413–427.
- Eberhart, Allan C./Maxwell, William F./Siddique, Akhtar R.*: An Examination of Long-Term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R&D Increases, *J. Fin.* 59 (2004), S. 623–650.
- Ebering, Alexander*: Behavioral economics – Konzepte und Anwendungen, Lohmar 2005.
- Ebke, Werner F.*: Börsennotierte Aktiengesellschaften und Corporate Governance zwischen Staat, Gesellschaftern, Stakeholdern und Markt, *ZVerglRWiss* 111 (2012), S. 1–20.
- Eckl, Elfriede/Kirch, Jochen/Piesbergen, Christoph/Pilhofer, Jochen*: IFRS 16 „Leases“: Bestandsaufnahme und erste kritische Würdigung der IFRS-Leasingreform (Teil 1) – Paradigmenwechsel in der internationalen Leasingbilanzierung – Fluch oder Segen?, *DB* 2016, S. 661–672.
- : IFRS 16 „Leases“: Bestandsaufnahme und erste kritische Würdigung der IFRS-Leasingreform (Teil 2) – Paradigmenwechsel in der internationalen Leasingbilanzierung – Fluch oder Segen?, *DB* 2016, S. 721–727.
- Edelmann, Hervé*: Ausschluss von Penny Stocks: Kann das „Regelwerk Neuer Markt“ einseitig abgeändert werden? – Zugleich eine Anmerkung zum Urteil des OLG Frankfurt a.M. vom 23.4.2002 – AZ.: 5 U 278/01, *BB* 2002, S. 1332–1335.
- Edelman, Paul H./Thomas, Randall S./Thompson, Robert B.*: Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism, 87 *Southern Cal. L. Rev.* 1359–1434 (2014).
- Eder, Lukas*: Stand der Corporate Governance in Österreich, *ZVerglRWiss* 113 (2014), S. 239–270.
- Edgerton, Jesse*: Agency Problems in Public Firms – Evidence from Corporate Jets in Leveraged Buyouts, *J. Fin.* 67 (2012), S. 2187–2213.
- Edmans, Alex*: Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia, *J. Fin.* 64 (2009), S. 2481–2513.
- Edmans, Alex/Fang, Vivian W./Huang, Allen*: The Long-Term Consequences of Short-Term Incentives, February 2018, <<https://ssrn.com/abstract=3037354>> (geprüft am 11.06.2020).
- Edmans, Alex/Fang, Vivian W./Lewellen, Katharina A.*: Equity Vesting and Investment, *Rev. Financ. Stud.* 30 (2017), S. 2229–2271.
- Edmans, Alex/Gabaix, Xavier*: Executive Compensation – A Modern Primer, 54 *J. Econ. Lit.* 1232–1287 (2016).
- Edmans, Alex/Goncalves-Pinto, Luis/Groen-Xu, Moqi/Wang, Yanbo*: Strategic News Releases in Equity Vesting Months, *Rev. Financ. Stud.* 31 (2018), S. 4099–4141.
- Edmans, Alex/Heinle, Mirko S./Huang, Chong*: The Real Costs of Financial Efficiency When Some Information Is Soft, *Rev. of Finance* 20 (2016), S. 2151–2182.

- Edmans, Alex/Holderness, Clifford G.*: Blockholders: A Survey of Theory and Evidence, Chapter 8, in: Hermalin, Benjamin/Weisbach, Michael (Hrsg.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance – Volume 1*, Bd. 1, 2017, S. 541–636.
- Edmonds, Tim/Hillyard, Mick/Twigger, Robert/Blair, Christopher/Seely, Antony*: Investment – Research Paper 95/113, 20.11.1995, <<https://researchbriefings.files.parliament.uk/documents/RP95-113/RP95-113.pdf>> (geprüft am 04.08.2021).
- Edwards, J.S.S./Fischer, K.*: An Overview of the German Financial System, in: Dimsdale, Nicholas H./Prevezer, Martha (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance – [the book stems from a conference organized by the National Economic Development Office in November 1991]*, Oxford 1994, S. 257–283.
- Eggers, Frank/de Raet, Tobias*: Das Recht börsennotierter Gesellschaften zur Identifikation ihrer Aktionäre gemäß der EU-Aktionärsrechterichtlinie – Neue Rechte für Gesellschaften, neue Pflichten für Kreditinstitute, AG 2017, S. 464–472.
- Eichengreen, Barry*: Explaining Britain's Economic Performance – A Critical Note, *Ec. J.* 106 (1996), S. 213–218.
- Eidenmüller, Horst*: Private Equity, Leverage und die Effizienz des Gläubigerschutzrechts, *ZHR* 171 (2007), S. 644–683.
- : Regulierung von Finanzinvestoren, *DStR* 2007, S. 2116–2121.
  - : Die Rechtfertigung von Widerrufsrechten, *AcP* 210 (2010), S. 67–104.
- Eisenschmidt, Karl*: Determinanten der Quartalsberichterstattung im Prime Standard – eine empirische Analyse, *IRZ* 2016, S. 469–473.
- : Quartalsberichterstattung im Spannungsverhältnis zwischen Pflicht und Kür: Eine empirische Analyse zur praktischen Umsetzung im Prime Standard nach Änderung der Börsenordnung, *IRZ* 2016, S. 419–425.
- Eisenschmidt, Karsten*: Say on Pay-Votum in Deutschland – Stand der empirischen Forschung und Analyse der Hauptversammlungssaison 2015, *DB* 2016, S. 2793–2798.
- Eisermann, Gottfried*: Vilfredo Pareto, in: Starbatty, Joachim (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens – Von Platon bis John Maynard Keynes*, Hamburg 2008, S. 158–174.
- Elbaum, Bernard/Lazonick, William*: The Decline of the British Economy – An Institutional Perspective, *J. Eco. History* 44 (1984), S. 567–583.
- : An Institutional Perspective on British Decline, in: dies. (Hrsg.), *The decline of the British economy*, Oxford 1986, S. 1–17.
  - : Preface, in: dies. (Hrsg.), *The decline of the British economy*, Oxford 1986, S. v–vii.
- Elger, Christian Erich/Schwarz, Friedhelm*: Neurofinance – Wie Vertrauen, Angst und Gier Entscheidungen treffen, Freiburg u. a. 2009.
- Elosge, Lukas*: Vorstandsvergütung und Internationalisierung von Unternehmen, Dissertation 2016 (zit. Elosge, Vorstandsvergütung).
- Elsner, Simon*: Kapitalmarktorientierte Bewertung von Wachstumsstrategien: Empirische Evidenz, *CF* 2014, S. 501–508.
- : Kapitalmarktorientierte Bewertung von Wachstumsstrategien: theoretischer Rahmen, *CF* 2014, S. 453–459.
- Eltis, Walter*: How Low Profitability and Weak Innovativeness Undermined UK Industrial Growth, *Ec. J.* 106 (1996), S. 184–195.
- Emmerich, Adam O./Mirvis, Theodore N./Robinson, Eric S./Savitt, William*: Fair Markets and Fair Disclosure: Some Thoughts on the Law and Economics of Blockholder Disclosure, and the Use and Abuse of Shareholder Power, 3 *Harv. Bus. L. Rev.* 135–156 (2013).
- Emmerich, Volker*: Unlauterer Wettbewerb – Ein Studienbuch, 10. Aufl., München 2016.
- Enders, Björn*: Hedge-Fonds im Steuerrecht der USA – Eine branchenspezifische Untersuchung vergleichend zum deutschen Recht, Hamburg 2010.
- Engel, Christoph*: Comment, in: Vartiainen, Hannu/Diamond, Peter A. (Hrsg.), *Behavioral economics and its applications*, Princeton, N.J 2007, S. 148–155.
- : The Behaviour of Corporate Actors – A Survey of the Empirical Literature, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, 2008/23, 2008, <<http://ssrn.com/abstract=1135184>> (geprüft am 11.06.2020).
- Engelen, Christian*: The effects of managerial discretion on moral hazard related behaviour – German evidence on agency costs, *J. Manag. Gov.* 19 (2015), S. 927–960.

- Engelke, Sylvia/Maltschew, Reni*: 14. Kapitel: Weltwirtschaftskrise, Aktienskandale und Reaktionen des Gesetzgebers durch die Notverordnungen im Jahre 1931, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel – Band I: Entwicklung des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 570–618.
- Engert, Andreas*: Hedgefonds als aktivistische Aktionäre, ZIP 2006, S. 2105–2113.
- Enriques, Luca/Gatti, Matteo*: Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry, JCLS 15 (2015), S. 55–101.
- Erhard, Werner/Jensen, Michael C.*: Putting Integrity Into Finance: A Purely Positive Approach, Capitalism & Society, 12 (2017), Heft 1, Beitrag 1, S. 1–91.
- Erickson, Gary/Jacobson, Robert*: Gaining Comparative Advantage Through Discretionary Expenditures – The Returns to R&D and Advertising, Management Science 38 (1992), S. 1264–1279.
- Erickson, Timothy/Whited, Toni M.*: Measurement Error and the Relationship between Investment and  $q$ , J. Pol. Econ. 108 (2000), S. 1027–1057.
- : On the Accuracy of Different Measures of  $q$ , Financial Management 35 (2006), S. 5–33.
- : Treating Measurement Error in Tobin's  $q$ , Rev. Financ. Stud. 25 (2012), S. 1286–1329.
- Ernst, Christoph/Seibert, Ulrich/Stuckert, Fritz*: Einführung, in: dies. (Hrsg.), KonTraG, KapAEG, StückAG, EuroEG – (Gesellschafts- und Bilanzrecht); Textausgabe mit Begründungen der Regierungsentwürfe, Stellungnahmen des Bundesrates mit Gegenäußerungen der Bundesregierung, Berichten des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages, Stichwortverzeichnis, Düsseldorf 1998, S. 1–11.
- Ernst, Edgar/Gassen, Joachim/Pellens, Bernhard*: Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre – Eine Befragung privater und institutioneller Anleger zu Informationsverhalten, Dividendenpräferenz und Wahrnehmung von Stimmrechten, Frankfurt am Main Januar 2005.
- : Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre – Eine Befragung von privaten u. institutionellen Anlegern zum Informationsverhalten, zur Dividendenpräferenz und zur Wahrnehmung von Stimmrechten, Frankfurt am Main Januar 2009.
- Ernstberger, Philip/Herz, Bernhard*: Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, in: Leible, Stefan/Lehmann, Matthias (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, Jena 2009, S. 33–46.
- Eulerich, Marc/Rapp, Steffen/Wolff, Michael*: Ausgewählte Aspekte der Vorstandsvergütung: „Say-on-Pay“-Abstimmungen während der Hauptversammlung – Zur Praxis des Abstimmungsverhaltens in der HV-Saison 2010, ZCG 2012, S. 69–72.
- Eulerich, Marc/Velte, Patrick*: Nachhaltigkeit und Transparenz der Vorstandsvergütung – Eine empirische Untersuchung im DAX30 unter besonderer Berücksichtigung der Bemessungsgrundlagen der variablen Vergütungsanteile, IRZ 2013, S. 73–79.
- European Holocaust Research Infrastructure (EHRI)*: Akademie für Deutsches Recht, März 2015, <[https://portal.ehri-project.eu/units/de-002429-r\\_61](https://portal.ehri-project.eu/units/de-002429-r_61)> (geprüft am 11.06.2020).
- Evensky, Jerry*: Adam Smith's Theory of Moral Sentiments: On Morals and Why They Matter to a Liberal Society of Free People and Free Markets, J. Econ. Persp. 19 (2005), S. 109–130.
- Evers, Heinz*: Vorstandspensionen im Wandel, Der Aufsichtsrat 2016, S. 5–7.
- Ewert, Ralf/Wagenhofer, Alfred*: Interne Unternehmensrechnung, 8. Aufl., Berlin/Heidelberg 2014.
- Ezzamel, Mahmoud/Hoskin, Keith/Macve, Richard*: Managing It All By numbers – A Review of Johnson & Kaplan's 'Relevance Lost', Acc. & Bus. Res. 20 (1990), S. 153–166.
- Faber, Joachim/Werder, Axel von*: Nicht-finanzielle Ziele als Element nachhaltiger Vorstandsvergütung, AG 2014, S. 608–620.
- Faccio, Mara/Lasfer, M. Ameziane*: Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes?, J. Corp. Fin. 6 (2000), S. 71–110.
- Fages, Bertrand/Poracchia, Didier*: Fiduciary duty of loyalty in French company law, RTDF 2014, S. 51–59.
- Fairburn, James A./Kay, John A.*: Introduction, in: Fairburn, James A./Kay, John A. (Hrsg.), Mergers and merger policy, Oxford 1989, S. 1–29.
- Fairburn, James A.*: The Evolution of Merger Policy in Britain, in: Fairburn, James A./Kay, John A. (Hrsg.), Mergers and merger policy, Oxford 1989, S. 193–230.
- Fairburn, James A./Kay, John A.* (Hrsg.): Mergers and merger policy, Oxford 1989.
- Fairfax, Lisa M.*: The Future of Shareholder Democracy, 84 Indiana L. J. 1259–1308 (2007).

- : Delaware's New Proxy Access: Much Ado About Nothing?, 11 *Tenn. J. Bus. L.* 87–109 (2009).
- Falk, Armin/Becker, Anke/Dohmen, Thomas/Enke, Benjamin/Huffman, David/Sunde, Uwe: Global Evidence on Economic Preferences, *QJE* 133 (2018), S. 1645–1692.
- Falkenhausen, Joachim Freiherr von: Der Aufsichtsrat der Aktiengesellschaft als Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan, *ZIP* 2015, S. 956–961.
- Fama, Eugene F.: Agency Problems and the Theory of the Firm, *J. Pol. Econ.* 88 (1980), S. 288–307.
- : Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance, *J. Fin. Ec.* 49 (1998), S. 283–306.
- Fama, Eugene F./French, Kenneth R.: The Equity Premium, *J. Fin.* 57 (2002), S. 637–659.
- Fama, Eugene F./Jensen, Michael C.: Separation of Ownership and Control, 26 *J. Law & Ec.* 301–325 (1983).
- Fang, Tony: A Critique of Hofstede's Fifth National Culture Dimension, *Int. J. Cross Cult. Manage.* 3 (2003), S. 347–368.
- Fang, Vivian W./Noe, Thomas H./Tice, Sheri: Stock market liquidity and firm value, *J. Fin. Ec.* 94 (2009), S. 150–169.
- Fang, Vivian W./Tian, Xuan/Tice, Sheri: Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation?, *J. Fin.* 69 (2014), S. 2085–2125.
- Farrar, John H./Hannigan, Brenda: Farrar's company law, 4. Aufl., London 1998.
- Farrell, Sean: Kay warns the short-termism City to expect radical reform, *The Independent* 19.11.2011, <<http://www.independent.co.uk/news/business/news/kay-warns-the-shorttermist-city-to-expect-radical-reforms-6264663.html?origin=internalSearch#>> (geprüft am 11.06.2020).
- Fassbach, Burkhardt: Activist Shareholder: Neue Figur auf dem D&O-Schachbrett, *Der Aufsichtsrat* 2014, S. 144–145.
- Favaro, Ken/Karlsson, Per-Ola/Neilson, Gary L.: The Lives and Times of the CEO – From 100 years back to a quarter century ahead, the evolution of the chief executive officer, Reprint No. 00254, *strategy+business* 75 (2014), S. 1–16.
- Fehr, Ernst/Rangel, Antonio: Neuroeconomic Foundations of Economic Choice – Recent Advances, *J. Econ. Persp.* 25 (2011), S. 3–30.
- Felden, Birgit/Hack, Andreas: Management von Familienunternehmen – Besonderheiten – Handlungsfelder – Instrumente, Wiesbaden 2014.
- Felser, Georg: Werbe- und Konsumentenpsychologie, 4. Aufl., Berlin 2015.
- Fenzl, Thomas: Die Massenpsychologie der Finanzmarktkrise – US-Immobilienblase, Subprime Desaster, Schulden-Bubble und ihre Auswirkungen, Wien 2009.
- Ferrarini, Guido/Miller, Geoffrey P.: A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe, 42 *Cornell Int'l. L. J.* 301–334 (2009).
- Ferreira, Daniel/Manso, Gustavo/Silva, André C.: Incentives to Innovate and the Decision to Go Public or Private, *Rev. Financ. Stud.* 27 (2013), S. 256–300.
- Ferreira, Miguel A./Matos, Pedro: The colors of investors' money – The role of institutional investors around the world, *J. Fin. Ec.* 88 (2008), S. 499–533.
- Ferrell, Allen: The Benefits and Costs of Indices in Empirical Corporate Governance Research, Chapter 9, in: Gordon, Jeffrey N./Ringe, Wolf-Georg (Hrsg.), *The Oxford handbook of corporate law and governance*, Oxford 2018, S. 214–227.
- Fick, Fritz: Kritische Bemerkungen zum Aktienrecht, *SJZ* 16 (1920), S. 329–336.
- Fiedler, Martin: Zur Rolle des Vertrauens in der „Deutschland AG“: Verflechtungen zwischen Finanz- und Nichtfinanzunternehmen im 20. Jahrhundert, *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* 46 (2005), S. 93–106.
- Fink, Larry/Ignatius, Adi: „I'm Not Talking About This to Win a Popularity Contest“, *Harv. Bus. Rev.* 93 (2015), S. 120–125.
- Fisch, Jill E.: Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy, 31 *J. Corp. L.* 637–674 (2006).
- : The Destructive Ambiguity of Proxy Access, 61 *Emory L. J.* 435–500 (2012).
- : The New Governance: 2015 Pomerantz Lecture, 23.12.2015, <[http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2617&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2617&context=faculty_scholarship)> (geprüft am 11.06.2020).
- Fischer, Curt Eduard: Führerprinzip und Verantwortlichkeit im neuen deutschen Aktienrecht, *Der praktische Betriebswirt* 1934, S. 29–31.
- : Resignation vor der Anonymität der A.-G., *Die Deutsche Volkswirtschaft* 1934, S. 1004–1007.
- : Die Banken und die Reform des Aktienrechts, *Der praktische Betriebswirt* 1935, S. 135–137.

- : Um die Neugestaltung des Aktienrechts, *Der praktische Betriebswirt* 1935, S. 1024–1033.
- : Wirtschaftsführertum oder Verwaltungsabsolutismus, *Der praktische Betriebswirt* 1935, S. 475–481.
- : Die Reform des deutschen Aktienrechts, *ZBW* 1936, S. 180–203.
- : Rechtsschein und Wirklichkeit im Aktienrecht: Rechtspolitische Betrachtungen zu einer Reform des Aktiengesetzes, *AcP* 154 (1955), S. 85–120.
- Fischer, Julian*: Insiderrecht und Kapitalmarktkommunikation – Unter besonderer Berücksichtigung des Rechtsrahmens für Finanzanalysten, Berlin 2006.
- Fischer, Malte*: Das Geheimnis des Reichtums, *Der Volkswirt*, WiWo 29.03.2018, S. 66–68.
- Fischer, Paul*: Die Aktiengesellschaft in der nationalsozialistischen Wirtschaft – Ein Beitrag zur Reform des Gesellschaftsrechts, München/Leipzig 1936.
- Fisher, Irving*: *The Theory of Interest – As Determined by Impatience To Spend Income and Opportunity To Invest It*, New York 1930.
- : *Mathematical investigations in the theory of value and price[s]* (1892) *Appreciation and interest* (1896), New York 1961.
- Flechtheim, Julius*: Empfehlen sich Änderungen der Gesetzgebung zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften? – Begründung der Leitsätze, in: *Schriftführer-Amt der ständigen Deputation* (Hrsg.), *Verhandlungen des Dreiunddreißigsten Deutschen Juristentags* (Heidelberg), Berlin/Leipzig 1925, S. 386–407 (zit. *Flechtheim*, *Verhandlungen* 33. DJT).
- Fleckner, Andreas M.*: *Antike Kapitalvereinigungen – Ein Beitrag zu den konzeptionellen und historischen Grundlagen der Aktiengesellschaft*, Köln 2010.
- Fleischer, Holger*: *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht – Eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Abhandlung zu Reichweite und Grenzen vertragsschlussbezogener Aufklärungspflichten*, München 2001.
- : § 1. Grundlagen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, in: *Fleischer, Holger/Kalss, Susanne* (Hrsg.), *Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Einführende Gesamtdarstellung und Materialien*, München 2002, S. 6–42.
- : Das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz, *DB* 2005, S. 1611–1617.
- : Das Aktiengesetz von 1965 und das neue Kapitalmarktrecht, *ZIP* 2006, S. 451–459.
- : Von „bubble laws“ und „quack regulation“ – Zur Kritik kriseninduzierter Reformgesetze im Aktien- und Kapitalmarktrecht, in: *Hommelhoff, Peter/Rawert, Peter/Schmidt, Karsten* (Hrsg.), *Festschrift für Hans-Joachim Priester – Zum 70. Geburtstag*, Berlin, Köln 2007, S. 75–93 (zit. *Fleischer, FS Priester*).
- : Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht, *ZGR* 2008, S. 185–224.
- : Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), *NZG* 2009, S. 801–806.
- : Shareholders vs. Stakeholders: Aktienrechtliche Fragen, in: *Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus J./Werder, Axel* von (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance – Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*, 2. Aufl., Stuttgart, Köln 2009, S. 185–218.
- : Europäische Methodenlehre – Stand und Perspektiven, *RabelsZ* 75 (2011), S. 700–729.
- : Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers, *ZGR* 2011, S. 155–181.
- : Gesellschaftsrechts-Geschichten – Annäherungen an die narrative Seite des Gesellschaftsrechts, *NZG* 2015, S. 769–778.
- : § 1. Entwicklungslinien des deutschen und europäischen Übernahmerechts, in: *Paschos, Nikolaos/Fleischer, Holger* (Hrsg.), *Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG*, München 2017.
- : Corporate Social Responsibility, *AG* 2017, S. 509–525.
- Fleischer, Holger/Bauer, Leopold/Wansleben, Till*: Investorenkontakte von Aufsichtsratsmitgliedern: Zulässigkeit und Grenzen, *DB* 2015, S. 360–368.
- Fleischer, Holger/Bueren, Eckart*: § 3 Wirtschaftliche und rechtsökonomische Grundlagen des Übernahmerechts, in: *Paschos, Nikolaos/Fleischer, Holger* (Hrsg.), *Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG*, München 2017, S. 58–95.
- Fleischer, Holger/Kalss, Susanne* (Hrsg.): *Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Einführende Gesamtdarstellung und Materialien*, München 2002.
- Fleischer, Holger/Strothotte, Christian*: Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa?, *AG* 2011, S. 221–233.

- Flotow, Paschen von/Kachel, Petra*: Nachhaltigkeit und Shareholder Value aus Sicht börsennotierter Unternehmen – Ergebnisse einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts e. V. und des Sustainable Business Institute (SBI) e. V., Frankfurt am Main 2011.
- fne*: Banken über Blockchain zerstritten – Geldhäuser verlassen Kooperationsgruppe, FAZ 23.11.2016, S. 23.
- former Reflection Group on the Future of EU Company*: Response to the European Commission's Action Plan on Company Law and Corporate Governance, ECFR 10 (2013), S. 304–327.
- Forstmoser, Peter*: «Say-on-Pay»: Die Volksinitiative «gegen die Abzockerei» und der Gegenvorschlag des Parlaments, SJZ 108 (2012), S. 337–350.
- : Die Schweiz auf dem Weg zum striktesten Aktienrecht der Welt?, BOARD 2013, S. 51–55.
- : Vorbild Schweiz? – Zur gesetzlichen Begrenzung der Managergehälter, myops 2013, S. 5–19.
- Fox, Justin/Lorsch, Jay W.*: What Good Are Shareholders?, Harv. Bus. Rev. 90 (2012), S. 48–57.
- Franke, Günter/Hax, Herbert*: Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 6. Aufl., Berlin/Heidelberg 2009.
- Franke, Udo*: Bedarf es einer Regulierung von Hedgefonds und Private Equity? Förderung von Wagniskapitalbeteiligungen und Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken, in: Leible, Stefan/Lehmann, Matthias (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, Jena 2009, S. 47–75.
- Frankel, Jeffrey A./Froot, Kenneth A.*: Chartists, Fundamentalists, and Trading in the Foreign Exchange Market, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), S. 181–185.
- Frank-Fahle, Günther*: Die Stimmrechtsaktie, Berlin 1923.
- Franks, Julian/Harris, Robert*: Shareholder Wealth Effects of UK Takeovers: Implications for Merger Policy, in: Fairburn, James A./Kay, John A. (Hrsg.), Mergers and merger policy, Oxford 1989, S. 148–174.
- Franks, Julian/Mayer, Colin*: Capital Markets and Corporate Control – A Study of France, Germany and the UK, Economic Policy 5 (1990), S. 189–231.
- Franks, Julian/Mayer, Colin/Miyajima, Hideaki*: The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century, Rev. Financ. Stud. 27 (2014), S. 2580–2625.
- Franks, Julian/Mayer, Colin/Renneboog, Luc*: Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?, J. Fin. Intermed. 10 (2001), S. 209–248.
- Frazer, Tim*: Monopoly, competition and the law – The regulation of business activity in Britain, Europe and America, Brighton, Suss. 1988.
- Frederick, Shane/Loewenstein, George/O'Donoghue, Ted*: Time Discounting and Time Preference – A Critical Review, 40 J. Econ. Lit. 351–401 (2002).
- Freitag, Robert*: Neue Publizitätspflichten für institutionelle Anleger? – Kritische Anmerkungen zum Vorschlag der Kommission für eine Neufassung der Aktionärsrechterichtlinie, AG 2014, S. 647–655.
- French, Derek/Mayson, Stephen W./Ryan, Christopher*: Mayson, French & Ryan on company law, 34. Aufl., Oxford 2017.
- Frentrop, Paul*: Short-termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem, Inaugural lecture – Given in abbreviated and modified form during the acceptance of the office of professor in Corporate Governance & Capital Markets at Nyenrode Business University on 25 June 2012, 2012, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)> (geprüft am 11.06.2020).
- Frese, Erich/Graumann, Matthias/Theuvsen, Ludwig*: Grundlagen der Organisation – Entscheidungsorientiertes Konzept der Organisationsgestaltung, 10. Aufl., Wiesbaden 2012.
- Frey, Bruno S./Benz, Matthias*: Die psychologischen Grundlagen des Marktmodells (homo oeconomicus), in: Birbaumer, Niels/Rosenstiel, Lutz von (Hrsg.), Marktpsychologie, Göttingen [u. a.] 2007, S. 1–26.
- Frey, D. N.*: The U. S. needs patient investors, Fortune 114 (1986), S. 125–126.
- Frick, Walter*: The Case for Activist Investors, Harv. Bus. Rev. 94 (2016), S. 108–109.
- Fried, Jesse M.*: The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders, 124 Yale L.J. 1554–1627 (2015).
- Fried, Jesse M./Wang, Charles C. Y.*: Are Buybacks really Shortchanging Investment?, Harv. Bus. Rev. 96 (2018), S. 88–95.
- : Short-Termism and Capital Flows, Rev. Corp. Fin. Stud. 8 (2019), S. 207–233.
- Friedl, Gunther/Walcher, Friedrich*: Entwicklung und Ausgestaltung der Pensionszusagen für DAX30-Vorstände, Der Aufsichtsrat 2014, S. 141–143.

- Friedman, Abe M.*: Investor Coalition Publishes U. S. Stewardship Code, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 09.02.2017, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/02/09/investor-coalition-publishes-u-s-stewardship-code/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Fröndhoff, Bernd/Hofer, Joachim/Schröder, Miriam*: Die Manie des Neuen, Handelsblatt 04.04.2013, S. 1.
- Froot, Kenneth A./Scharfstein, David S./Stein, Jeremy C.*: Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation, *J. Fin.* 47 (1992), S. 1461–1484.
- Frost, Raymond*: The Macmillan Gap 1931-53, *Oxford Economic Papers* 6 (1954), S. 181–201.
- Fuchs, Andreas*: Aktienoptionen für Führungskräfte und bedingte Kapitalerhöhung, *DB* 1997, S. 661–668.
- Fudenberg, Drew/Tirole, Jean*: A „Signal-Jamming“ Theory of Predation, *RAND J.* 17 (1986), S. 366–376.
- Fukuyama, Francis*: The End of History, The National Interest 1989, S. 3–18.
- : Das Ende der Geschichte – Wo stehen wir?, München 1992.
- : The end of history and the last man, New York u. a. 1992.
- Fuller, Joseph/Jensen, Michael C.*: Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game, *J. Appl. Corporate Finance* 14 (2002), S. 41–46.
- Fung, William/Hsieh, David A.*: Hedge Funds, Chapter 16, in: Constantinides, George M./Harris, Milton/Stulz, René M. (Hrsg.), *Handbook of the economics of finance – 2B: Financial markets and asset pricing*, Amsterdam, London 2013, S. 1063–1125.
- Furubotn, Eirik G./Pejovich, Svetozar*: Property Rights, Economic Decentralization, and the Evolution of the Yugoslav Firm, 1965–1972, *16 J. Law & Ec.* 275–302 (1973).
- Fusso, Nicholas*: A systems thinking review for solving short-termism, *Management Res. Rev.* 36 (2012), S. 805–822.
- Gajo, Marianne*: Deutsche Börse will neues Segment für KMU einführen, *AG* 2016, R371.
- : Finanzinstitute wollen Blockchain entwickeln, *AG* 2016, R243.
- Gal, David*: A psychological law of inertia and the illusion of loss aversion, *Judgment and Decision Making* 1 (2006), S. 23–32.
- Galasso, Alberto/Simcoe, Timothy S.*: CEO Overconfidence and Innovation, *Management Science* 57 (2011), S. 1469–1484.
- Gallagher, Daniel M./Grundfest, Joseph*: Did Harvard Violate Federal Securities Law? The Campaign Against Classified Boards of Directors, *Stanford* 10.12.2014, <10.2139/ssrn.2536586> (geprüft am 11.06.2020).
- Gallery, Gerry/Gallery, Natalie*: Short-Termism – Challenges and Resolutions, *19 Australian Acc. Rev.* 275–277 (2009).
- Gamble, Andrew/Kelly, Gavin*: The Politics of the Company, in: Parkinson, John E./Gamble, Andrew/Kelly, Gavin (Hrsg.), *The political economy of the company*, Oxford 2000, S. 21–49.
- Ganor, Mira*: Why Do Dual-Class Firms Have Staggered Boards?, *10 Ohio State Bus. L. J.* 147–191 (2016).
- Ganzer, Uwe F.H./Borsch, Uwe*: Quartalsberichte und die Zulassung zum „Prime-Standard“ des Amtlichen Markts, *BKR* 2003, 484–488.
- Gao, Huasheng*: Market Misvaluation, Managerial Horizon, and Acquisitions, *Financial Management* 39 (2010), S. 833–850.
- Gao, Huasheng/Hsu, Po-Hsuan/Li, Kai*: Innovation Strategy of Private Firms, *J. Financ. Quant. Anal.* 53 (2018), S. 1–32.
- Gao, Huasheng/Li, Kai*: A comparison of CEO pay–performance sensitivity in privately-held and public firms, *J. Corp. Fin.* 35 (2015), S. 370–388.
- Garel, Alexandre/Deniaud, Cyril/Vermeille, Sophie*: Réflexions sur le court-termisme de certains dirigeants et actionnaires de sociétés cotées. La généralisation des droits de vote double dans les sociétés cotées est-elle une réponse adaptée?, *RTDF* 2014, S. 81–92.
- Gaspar, José-Miguel/Massa, Massimo/Matos, Pedro*: Shareholder investment horizons and the market for corporate control, *J. Fin. Ec.* 76 (2005), S. 135–165.
- Gaspar, José-Miguel/Massa, Massimo/Matos, Pedro/Patgiri, Rajdeep/Rehman, Zahid*: Payout Policy Choices and Shareholder Investment Horizons, *Rev. of Finance* 17 (2013), S. 261–320.

- Gassert, Philipp*: Die USA im 20. und 21. Jahrhundert, in: Gassert, Philipp/Häberlein, Mark/Wala, Michael (Hrsg.), *Kleine Geschichte der USA*, Stuttgart 2007, S. 355–522.
- Gaul, Felix*: Das Vergütungs-votum der Hauptversammlung nach § 120 Abs. 4 AktG im Lichte der Reform der Aktionärsrechte-Richtlinie, AG 2017, S. 178–187.
- Geary, Donald D.*: The Danger of Hostile Takeovers, *The New York Times* Dec 7, 1985, S. 26.
- Gebauer, Stefan*: Regelwerk Neuer Markt als AGB, Einseitiges Änderungsrecht von AGB, Ausschluss von „Penny Stocks“/„Foris AG“, *EWiR* 2001, S. 865–866.
- Gebhardt, Cord*: Prime und General Standard: Die Neusegmentierung des Aktienmarkts an der Frankfurter Wertpapierbörse, Sonderbeilage Nr. 2 zu Heft 14/2003, *WM* 2003, S. 3–24.
- Geiler, Karl*: Wandlungen der Wirtschaft und die Reform des Aktienrechts, in: ders., *Beiträge zum modernen Recht – Aufsätze und Vorträge*, Mannheim u. a. 1933, S. 119–133.
- Genesove, D./Mayer, C.*: Loss Aversion and Seller Behavior – Evidence from the Housing Market, 116 *QJE* 1233–1260 (2001).
- George, Kenneth*: Do we Need a Merger Policy?, in: Fairburn, James A./Kay, John A. (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, Oxford 1989, S. 281–300.
- Gerakos, Joseph*: Discussion of Detecting Earnings Management – A New Approach, *J. Acc. Res.* 50 (2012), S. 335–347.
- George, Bill/Lorsch, Jay W.*: How to Outsmart Activist Investors, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), S. 88–95.
- Gerich, Joachim/Kepler, Johannes*: Thurstone- und Likertskalierung, in: Wolf, Christof/Best, Henning (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, Wiesbaden 2010, S. 259–281.
- Gericke, Dieter/Baum, Oliver*: Corporate Governance: Wer ist der Governor? – Stimmrechtsberatung als Folge und Katalysator eines Paradigmenwechsels, *SZW/RSDA* 2014, S. 345–361.
- Germain, Michel/Magnier, Véronique*: *Les sociétés commerciales*, 21. Aufl., Paris 2014.
- Gerner-Beuerle, Carsten/Schuster, Edmund-Philipp*: The Evolving Structure of Directors’ Duties in Europe, *EBOR* 15 (2014), S. 191–233.
- Gerwitz, Paul*: On „I Know It When I See It“, 105 *Yale L.J.* 1023–1047 (1996).
- Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR)*: Stellungnahme der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung – Wissenschaftliche Vereinigung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (VGR) e. V. („VGR“) – zu den Vorschlägen der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex zu Kodex-Anpassungen und -Änderungen für 2017 vom 12. Dezember 2016, AG 2017, S. 1–5.
- Geßler, Ernst*: Die geistigen Grundlagen eines Stimmrechts für den Vorstand einer Aktiengesellschaft und die praktische rechtliche Ausgestaltung, *Deutsche Justiz* 97 (1935), S. 1488–1494.
- Geßler, Miriam/Smeets, Eva-Christina*: Kapitalmarktunion – Aktionsplan der Kommission: Prioritäre Maßnahmen und Zeitplan bis 2019, *BaFin Journal* 2015, S. 31–36.
- Gevurtz, Franklin A.*: Earnings Management and the Business Judgment Rule: An Essay on Recent Corporate Scandals, 30 *William Mitchell L. Rev.* 1261–1277 (2004).
- Ghetti, Riccardo*: Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights, *ECFR* 11 (2015), S. 594–632.
- Gibbons, Robert/Murphy, Kevin J.*: Does Executive Compensation Affect Investment?, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), S. 99–109.
- Gibson, Dunn & Crutcher LLP*: Shareholder Proposal Developments During the 2015 Proxy Season, 15.07.2015, <<https://www.gibsondunn.com/shareholder-proposal-developments-during-the-2015-proxy-season/>> (geprüft am 02.08.2021).
- : SEC Staff Reverses Longstanding Precedent on Exclusion of Conflicting Shareholder Proposals Rule; Affirms Business as Usual on Ordinary Business Rule, 26.10.2015, <<https://www.gibsondunn.com/sec-staff-reverses-longstanding-precedent-on-exclusion-of-conflicting-shareholder-proposals-rule-affirms-business-as-usual-on-ordinary-business-rule/>> (geprüft am 02.08.2021).
- Giesecke, Marius*: Vorstandsvergütung in deutschen Großkonzernen – Eine empirische Analyse möglicher Determinanten der Entlohnung und Bemessungsgrundlagen kurzfristiger Vergütungsbestandteile, Gottfried Wilhelm Leibniz Universität 2014 (zit. *Giesecke*, *Vorstandsvergütung*).
- Gigerenzer, Gerd/Hertwig, Ralph/Hoffrage, Ulrich/Sedlmeier, Peter*: Cognitive Illusions Reconsidered, Chapter 109, in: Plott, Charles R./Smith, Vernon L. (Hrsg.), *Handbook of Experimental Economics Results*, Bd. 1, Amsterdam u. a. 2008, S. 1018–1034.
- Gigerenzer, Gerd/Todd, Peter M.*: Rationality the fast and frugal way: Introduction, Chapter 105, in: Plott, Charles R./Smith, Vernon L. (Hrsg.), *Handbook of Experimental Economics Results*, Amsterdam u. a. 2008, S. 976–986.

- Gigler, Frank/Kanodia, Chandra/Sapra, Haresh/Venugopalan, Raghu*: How Frequent Financial Reporting Can Cause Managerial Short-Termism – An Analysis of the Costs and Benefits of Increasing Reporting Frequency, *J. Acc. Res.* 52 (2014), S. 357–387.
- Gilje, Erik P./Taillard, Jerome P.*: Do Private Firms Invest Differently than Public Firms? – Taking Cues from the Natural Gas Industry, *J. Fin.* 71 (2016), S. 1733–1778.
- Gillan, Stuart L./Starks, Laura T.*: The Evolution of Shareholder Activism in the United States, *J. Appl. Corporate Finance* 19 (2007), S. 55–73.
- Gilovich, Thomas/Griffin, Dale/Kahneman, Daniel* (Hrsg.): Heuristics and biases – The psychology of intuitive judgment, 7. Aufl., Cambridge 2008.
- Gilson, Ronald J.*: Seeking Competitive Bids versus Pure Passivity in Tender Offer Defense, 35 *Stan. L. Rev.* 51–67 (1982).
- : Chapter 2: The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment, in: Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy (Hrsg.), *European takeovers – Law and practice*, London, Boston 1992, S. 49–75.
- : Unocal Fifteen Years Later (And What We Can Dp About It), 26 *Del. J. Corp. L.* 491–513 (2001).
- : Lipton and Rowe’s Apologia for Delaware: A Short Reply, 27 *Del. J. Corp. L.* 37–52 (2002).
- : Leo Strine’s Third Way: Responding to Agency Capitalism, 33 *J. Corp. L.* 47–55 (2007).
- : From Corporate Law to Corporate Governance, Chapter 1, in: Gordon, Jeffrey N./Ringe, Wolf-Georg (Hrsg.), *The Oxford handbook of corporate law and governance*, Oxford 2018, S. 3–27.
- Gilson, Ronald J./Gordon, Jeffrey N.*: The Agency Costs of Agency Capitalism: Acitivist Investors and the Revaluation of the Governance Rights, 113 *Colum. L. Rev.* 863–927 (2013).
- Gilson, Ronald J./Kraakman, Reinier*: Reinventing the Outside Director – An Agenda for Institutional Investors, 43 *Stan. L. Rev.* 863–906 (1991).
- Gilson, Ronald J./Kraakman, Reinier H.*: The Mechanisms of Market Efficiency, 70 *Va. L. Rev.* 549–644 (1984).
- Ginevri, Andrea Sacco*: The Rise of Long-Term Minority Shareholders’ Rights in Publicly Held Corporations and Its Effect on Corporate Governance, *ECFR* 12 (2011), S. 587–618.
- Glaser, Markus/Weber, Martin*: Overconfidence, Chapter 13, in: Baker, H. Kent/Nofsinger, John R. (Hrsg.), *Behavioral finance – Investors, corporations, and markets*, Hoboken, N.J. 2010, S. 241–258.
- Gneezy, Uri/Potters, Jan*: An Experiment on Risk Taking and Evaluation Periods, 112 *QJE* 631–645 (1997).
- Goddard, Robert*: UK: Government publishes corporate governance reform proposals, *Corporate Law and Governance Blog*, 29. August 2017, <<http://corporatelawandgovernance.blogspot.de/2017/08/uk-government-publishes-corporate.html>> (geprüft am 11.06.2020).
- Goerdeler, Reinhard/Lutter, Marcus/Wiedemann, Herbert/Hommelhoff, Peter/Odersky, Walter* (Hrsg.): *Übernahmeangebote*, Berlin 1990.
- Goerke, Björn*: Event-Studies, in: Albers, Sönke/Klapper, Daniel u. a. (Hrsg.), *Methodik der empirischen Forschung*, 3. Aufl., Wiesbaden, s.l. 2009, S. 467–484.
- Goldsmith, James*: Manager’s Journal: Hostile Takeovers Easier to Swallow Than Poison Pills, *Wall Street Journal* Feb 11, 1985.
- Gomez-Mejia, Luis R./Larrazza-Kintana, Martin/Makri, Marianna*: The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations, *Academy of Management Journal* 46 (2003), S. 226–237.
- Gompers, Paul/Ishii, Joy/Metrick, Andrew*: Corporate Governance and Equity Prices, 118 *QJE* 107–156 (2003).
- Goodacre, Alan/McGrath, Jim*: An Experimental Study of Analysts’ reactions to corporate R&D expenditure, *Brit. Acc. Rev.* 29 (1997), S. 155–179.
- Goode, Royston Miles*: *Pension law reform – The report of the Pension Law Review Committee*, London 1993.
- Goold, Michael/Campbell, Andrew*: Managing diversity – Strategy and control in diversified British companies, *Long Range Planning* 20 (1987), S. 42–52.
- Gopalan, Radhakrishnan/Milbourn, Todd/Song, Fenghua/Thakor, Anjan*: Duration of Executive Compensation, *J. Fin.* 69 (2014), S. 2777–2817.
- Gordon, Jeffrey N.*: „Just Say Never?“ Poison Pills, Deadhand Pills, And Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett, 19 *Cardozo L. Rev.* 511–552 (1997).

- : What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation – Some Initial Reflections, 69 U. Chicago L. Rev. 1233 (2002).
- Gordon, Scott*: Two Monetary Inquiries in Great Britain – The MacMillan Committee of 1931 and the Radcliffe Committee of 1959, *Journal of Money, Credit and Banking* 4 (1972), S. 957.
- Goshen, Zohar/Squire, Richard*: Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance, 117 Col. L. Rev. 767-829 (2017).
- Gossen, Hermann Heinrich*: Entwicklung der Gesetze des menschlichen Verkehrs und der daraus fließenden Regeln für menschliches Handeln, Faksimile Ausgabe 1987, Braunschweig 1854.
- Götz, Alexander/Stahl, Moritz*: Vorstandsvergütung im DAX und MDAX 2015, CF 2016, S. 265–271.
- : Vorstandsvergütung in DAX und MDAX 2016, CF 2017, S. 287–291.
- Götze, Cornelius*: Aktienrechtsnovelle – und ein (vorläufiges) Ende!, NZG 2016, S. 48–50.
- Goyer, Michel*: Contingent capital – Short-term investors and the evolution of corporate governance in France and Germany, Oxford 2011.
- Goyet, Charles/Rontchevsky, Nicolas/Storck, Michel*: L'impact de la loi Florange sur le droit des offres publiques d'acquisition et les sociétés cotées françaises, RTDCom. 2014, S. 363–376.
- Graf Lambsdorff, Otto*: Besonders ärgerlich, *Das Wertpapier* 1989, S. 656.
- Graham, Cosmo*: Regulating the Company, in: Hancher, Leigh/Moran, Michael (Hrsg.), *Capitalism, culture, and economic regulation*, Oxford 1989, S. 199–223.
- Graham, John R./Harvey, Campbell R./Puri, Manju*: Managerial Attitudes and Corporate Actions, *J. Fin. Ec.* 109 (1), S. 103–121.
- Graham, John R./Harvey, Campbell R./Rajgopal, Shiva*: The economic implications of corporate financial reporting, *J. Accounting & Ec.* 40 (2005), S. 3–73.
- : Value Destruction and Financial Reporting Decisions, 62 *Financial Analysts J.* 27–39 (2006).
- Graham, John R./Leary, Mark T./Roberts, Michael R.*: A century of capital structure – The leveraging of corporate America, *J. Fin. Ec.* 118 (2015), S. 658–683.
- Gramlich, Dieter*: Cashflow-Analysen börsennotierter Unternehmen, ZBB/JBB 2011, S. 94–106.
- Grant, Simon/King, Stephen/Polak, Ben*: Information Externalities, share-price based incentives and managerial behaviour, *J. Ec. Surveys* 10 (1996), S. 1–21.
- Graßl, Bernd/Nikoleyczik, Tobias*: Shareholder Activism und Investor Activism – Typische Handlungsweisen aktivistischer Aktionäre und Investoren, angemessene Vorbereitung und mögliche Reaktion der Zielgesellschaft, AG 2017, S. 49–60.
- Graves, Samuel B.*: Institutional Ownership and Corporate R&D in the Computer Industry, *Academy of Management Journal* 31 (1988), S. 417–428.
- Graves, Samuel B./Ringuest, Jeffrey L.*: Patient Decision Making – Exponential versus Hyperbolic Discounting, *Manage. Decis. Econ.* 33 (2012), S. 453–462.
- Green, J. Peter/Stark, Andrew W./Thomas, Hardy M.*: UK Evidence on the Market Valuation of Research and Development Expenditures, *J. Bus. Fin. & Acc.* 23 (1996), S. 191–216.
- Greenfield, Kent*: Corporate Ethics in a Develish System, 3 *J. Bus. & Tech. L.* 427–435 (2008).
- : The Puzzle of Short-Termism, 46 *Wake Forest L. Rev.* 627–640 (2011).
- Greffrath, Mathias*: Mariana Mazzucato: Macht es besser!, *Zeit Online* 09.10.2014, <<http://www.zeit.de/2014/40/mariana-mazzucato-staat-wirtschaft>> (geprüft am 11.06.2020).
- Gregory, Holly J./Kelsh, John P./Kim, Thomas J./Grapsas, Rebecca/Holland, Claire*: Proxy Access Momentum in 2016, *Sidley Corporate Governance Report*, 27.06.2016, <<http://www.sidley.com/~media/update-pdfs/2016/06/final-proxy-access-client-update-june-2016.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Greidinger, Marc*: The Exon-Florio Amendment: A Solution in Search of a Problem, 6 *Am. U. Int. L. Rev.* 111–177 (1991).
- Grillier, Frédéric/Segain, Hubert*: Défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40 – Panorama 2013, RTDF 2014, S. 128–129.
- Grinyer, John/Russell, Alex/Collison, David*: Evidence of Managerial Short-termism in the UK, *Br. J. Management* 9 (1998), S. 13–22.
- Groh, Manfred*: Shareholder Value und Aktienrecht, DB 2000, S. 2153–2158.
- Gröne*: Aktive Aktionäre, Euro am Sonntag 02.-08.08.2014, S. 5, <[http://www.wiso-net.de/document/EUSO\\_128478418](http://www.wiso-net.de/document/EUSO_128478418)> (geprüft am 11.06.2020).
- Groot, Tom L.C.M.*: Determinants of shareholders' short-term pressures – Empirical evidence from Dutch companies, *Eur. J. Fin.* 4 (1998), S. 212–232.

- Groß, Wolfgang*: Kapitalmarktrecht – Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung und zum Wertpapierprospektgesetz, 6. Aufl., München 2016.
- Groves, Peter J.*: Goode and Not So Good in Pension Law Reform: The Goode Report, 14 Business L. Rev. 287–289 (1993).
- Grubb, Michael D.*: Behavioral Consumers in Industrial Organization – An Overview, Rev. Ind. Organ. 47 (2015), S. 247–258.
- : Overconfident Consumers in the Marketplace, J. Econ. Persp. 29 (2015), S. 9–36.
- Grullon, Gustavo/Michenaud, Sébastien/Weston, James P.*: The Real Effects of Short-Selling Constraints, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), S. 1737–1767.
- Grundfest, Joseph*: The SEC’s Proposed Proxy Access Rules: Politics, Economics, and the Law, 65 Bus. Law. 361–394 (2010).
- Grundmann, Stefan*: Europäisches Gesellschaftsrecht – Eine systematische Darstellung unter Einbeziehung des Europäischen Kapitalmarktrechts, 2. Aufl., Heidelberg 2010.
- Grundmann, Stephan M.*: Die Auslegung des Gemeinschaftsrechts durch den Europäischen Gerichtshof – Zugleich eine rechtsvergleichende Studie zur Auslegung im Völkerrecht und im Gemeinschaftsrecht, Konstanz 1997.
- Grunewald, Barbara*: Was bringt der Vorschlag einer 13. EG-Richtlinie über Übernahmeangebote für das deutsche Recht?, WM 1989, S. 1233–1239.
- Gulinello, Christopher*: The Retail Investor Vote: Mobilizing Rationally Apathetic Shareholders to Preserve or Challenge the Boards Presumption of Authority, Utah L. Rev. 547–603 (2010).
- Gümbel, Alexander*: Herding in delegated portfolio management – When is comparative performance information desirable?, Euro. Econ. Rev. 49 (2005), S. 599–626.
- : Trading on Short-Term Information, JITE 161 (2005), S. 428–452.
- Gündel, Matthias/Gündel, Christina*: EITIF – Neue Rahmenbedingungen für europäische langfristige Investmentfonds, AG 2015, R156–R157.
- Gupta, Rajat*: Foreword, in: Managerial excellence – McKinsey award winners from the Harvard business review, 1980–1994, Boston, Mass. 1996, S. xiii–xv.
- Gurung, Anuradha/Lerner, Josh (Hrsg.)*: Globalization of Alternative Investments – Working Papers Volume 1, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, Januar 2008, <[http://www.gsif.com/pdf/WEF-Full\\_Report-Economic-impact-08.pdf](http://www.gsif.com/pdf/WEF-Full_Report-Economic-impact-08.pdf)> (geprüft am 02.08.2021).
- Haarmann, Wilhelm*: Vorschläge zur Änderung des DCGK, Der Aufsichtsrat 2017, S. 17.
- Habersack, Mathias*: Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung – Gutachten E, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages – München 2012, I, München 2012, E5–E106 (zit. *Habersack*, Gutachten 69 DJT, I).
- : Zielvorgaben – gesellschaftsrechtlich betrachtet, ZHR 180 (2016), S. 145–151.
- Hachenburg, Max*: Empfehlen sich Änderungen der Gesetzgebung zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften?, in: Schriftführer-Amt der ständigen Deputation (Hrsg.), Verhandlungen des Dreiunddreißigsten Deutschen Juristentags (Heidelberg), Berlin/Leipzig 1925, S. 407–424 (zit. *Hachenburg*, Verhandlungen 33. DJT).
- Hachenburg, Max/Heinitz/Durig/Flechtheim, Julius/Geiler, Karl/Giesele/Goldschmidt/Heymann, Ernst/Nußbaum, Arthur/Pinner, Albert/Rießler/Ring/Schmalenbach/Solmssen, Georg/Simon, Ernst von/Wolff, Ernst*: Bericht der durch den 34. Juristentag zur Prüfung einer Reform des Aktienrechts eingesetzten Kommission, in: Schubert, Werner (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), Frankfurt am Main/New York 1999, S. 161–206 (zit. *Hachenburg/Heinitz/Durig/Flechtheim/Geiler/Giesele/Goldschmidt/Heymann/Nußbaum/Pinner/Rießler/Ring/Schmalenbach/Solmssen/Simon/Wolff*, Quellen Weimar).
- Hacker, Philipp*: Verhaltensökonomik und Normativität – Die Grenzen des Informationsmodells im Privatrecht und seine Alternativen, Tübingen 2017.
- Haenelt, Timo*: Die Zwischenberichterstattung nach IFRS – Eine empirische Analyse der gesetzlichen Vorschriften und der Anforderungen des Kapitalmarkts, Lohmar 2009.
- Hagedoorn, John/Cloodt, Myriam*: Measuring innovative performance – Is there an advantage in using multiple indicators?, Res. Pol. 32 (2003), S. 1365–1379.
- Hagen, Jens/Reichel, Reiner*: Die Angst vor der Heuschreckensteuer, Handelsblatt 16.07.2015, <<http://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/immobilien-die-angst-vor-der-heuschreckensteuer/12064966.html>> (geprüft am 11.06.2020).

- Hager, Günter*: Rechtsmethoden in Europa, Tübingen 2009.
- Hahn, Dieter*: Die Regulierung von Übernahmen in der Europäischen Gemeinschaft, ZBB/JBB 1990, S. 10–21.
- : Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften – Eine juristisch-ökonomische Analyse, München 1992.
- Hall, Brian J./Weinstein, David E.*: The Myth of the Patient Japanese: Corporate Myopia and Financial Distress in Japan and the US, NBER Working Paper No. 5818, Cambridge, Mass. November 1996, <<http://www.nber.org/papers/w5818.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Hall, Bronwyn H.*: Corporate Restructuring and Investment Horizons in the United States, 1976–1987, Bus. Hist. Rev. 68 (1994), S. 110–143.
- Hall, Peter A.*: Stabilität und Wandel in den Spielarten des Kapitalismus, in: Beckert, Jens/Ebbinghaus, Bernhard u. a. (Hrsg.), Transformationen des Kapitalismus – Festschrift für Wolfgang Streeck zum sechzigsten Geburtstag, Frankfurt am Main 2006, S. 181–204 (zit. *Hall*, FS Streeck).
- Hall, Peter A./Soskice, David*: Varieties of Capitalism 2001.
- Hall, William K.*: Survival strategies in a hostile environment, Harv. Bus. Rev. 58 (1980), S. 75–85.
- Hamada, Koichi*: Comments ‘the effect of the stock market on investment: a comparative study’ by M. Mullins and S. B. Wadhvani, Euro. Econ. Rev. 33 (1989), S. 959–961.
- Hamermesh, Lawrence A.*: An Older, Balder Critique of „Toward Common Sense and Common Ground?“, 33 J. Corp. L. 57–61 (2007).
- Hamilton, Robert W./Macey, Jonathan R./Moll, Douglas K.*: Cases and Materials on Corporations – Including Partnerships and Limited Liability Companies, 11. Aufl., St. Paul, Minn. 2010.
- Hammen, Horst*: Zwischenberichtspflicht im Geregelten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse?, WM 2003, S. 997–1003.
- Hanau, Peter*: Unverhältnismäßige Entgelte, Editorial (Heft 10/2002), NJW 2002, S. III.
- : Der (sehr vorsichtige) Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, NJW 2009, S. 1652–1653.
- Hanft, Stephan/Kretschmer, Thomas*: Quartalspublizität am Neuen Markt, AG 2001, S. 84–87.
- Hannigan, Brenda M.*: Company law, 4. Aufl., Oxford 2016.
- Hansen, Gary S./Hill, Charles W.L.*: Are institutional investors myopic? – A time-series study of four technology-driven industries, Strat. Mgmt. J. 12 (1991), S. 1–16.
- Hansmann, Henry/Kraakman, Reinier*: The End of History for Corporate Law, 89 Georgetown L. J. 439 (2000).
- : Reflections on the End of History for Corporate Law, in: Rasheed, Abdul A./Yoshikawa, Toru (Hrsg.), The Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects, London 2012, S. 32–48.
- Harbarth, Stephan/von Plettenberg, Hanno Freiherr*: Aktienrechtsnovelle 2016: Punktuelle Fortentwicklung des Aktienrechts, AG 2016, S. 145–156.
- Harford, Jarrad/Kecskés, Ambrus/Mansi, Sattar*: Do long-term investors improve corporate decision making?, J. Corp. Fin. 50 (2018), S. 424–452.
- Harris, Milton/Holmstrom, Bengt*: A Theory of Wage Dynamics, Rev. Ec. Stud. 49 (1982), S. 315–333.
- Hartmann, Christian/Vordermayer, Thomas/Plöckinger, Othmar/Töppel, Roman* (Hrsg.): Hitler, Mein Kampf – Eine kritische Edition, Band I, München/Berlin 2016.
- (Hrsg.): Hitler, Mein Kampf – Eine kritische Edition, Band II, München/Berlin 2016.
- Hartung, Adam*: Buybacks – What Long-Term Investors Should Really Fear as Stocks Tumble Today, 2014, <<https://www.forbes.com/sites/adamhartung/2014/10/15/buybacks-what-long-term-investors-should-really-fear-as-stocks-tumble-today/?sh=7822b3724549>> (geprüft am 13.11.2020).
- Harvard Law School*: Statement of Thirty-Four Senior Corporate and Securities Law Professors Urging Commissioner Gallagher and Professor Grundfest to Withdraw Their Allegations against Harvard and the SRP, 15.01.2015, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/01/15/statement-of-thirty-four-senior-corporate-and-securities-law-professors-urging-commissioner-gallagher-and-professor-grundfest-to-withdraw-their-allegations-against-harvard-and-the-srp/#more-67784>> (geprüft am 11.06.2020).
- Hassel, Anke/Höpner, Martin*: Glanz und Elend des »deutschen Modells«: Wolfgang Streeck zum sechzigsten Geburtstag, in: Beckert, Jens/Ebbinghaus, Bernhard u. a. (Hrsg.), Transformationen des Kapitalismus – Festschrift für Wolfgang Streeck zum sechzigsten Geburtstag, Frankfurt am Main 2006, S. 13–33 (zit. *Hassel/Höpner*, FS Streeck).

- Hasselbach, Kai*: Taking Private – aktuelle Themen bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen, BB 2015, S. 1033–1039.
- Hauschka, Christoph E./Roth, Thomas*: Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht – Zugleich ein Beitrag zur internationalen Standortbestimmung des deutschen Aktienrechts, AG 1988, S. 181–196.
- Häusermann, Daniel M.*: Auf dem Weg zur Aktionärsbürokratie? – Eine kritische Analyse des indirekten Gegenvorschlags zur «Abzocker»-Initiative, Jusletter 19. März 2012, S. 1–15.
- : „Abzocker“-Initiative umsetzen – aber wie?, SJZ 109 (2013), S. 153–162.
- Hausmann, Fritz*: Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht, Mannheim u. a. 1928.
- : Gesellschaftsinteresse und Interessenpolitik in der Aktiengesellschaft, Bank-Archiv 30 (1930/31), S. 57.
- Hawranek, Dietmar*: „Eine wahnwitzige Idee“ – Porsche-Chef Wendelin Wiedeking über die Angst der Autobauer vor feindlichen Übernahmen und die Drohung der Börse, die Aktie des Konzerns aus dem M-Dax zu nehmen, Der Spiegel 02.06.2001, S. 110, <[https://www.wiso-net.de/document/SPIE\\_\\_00012001000230011000%7CTSPI\\_\\_00012001000230011000](https://www.wiso-net.de/document/SPIE__00012001000230011000%7CTSPI__00012001000230011000)> (geprüft am 11.06.2020).
- Hay, George*: Merger Policy in the US, in: Fairburn, James A./Kay, John A. (Hrsg.), Mergers and merger policy, Oxford 1989, S. 231–245.
- Hayes, Robert H.*: „I’m sorry I was right“, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), S. 142.
- Hayes, Robert H./Abernathy, William J.*: Managing Our Way to Economic Decline, Harv. Bus. Rev. 58 (1980), S. 67–77.
- : Managing our Way to Economic Decline, Harv. Bus. Rev. 85 (2007), S. 138–149.
- Hayes, Robert H./Garvin, David A.*: Managing as if tomorrow mattered, Harv. Bus. Rev. 60 (1982), S. 70–79.
- Hazen, Thomas Lee*: State Anti-Takeover Legislation: The Second and Third Generations, 23 Wake Forest L. Rev. 77–120 (1988).
- : Treatise on the law of securities regulation, 6. Aufl., St. Paul, MN 2009.
- He, Jie/Tian, Xuan*: The dark side of analyst coverage – The case of innovation, J. Fin. Ec. 109 (2013), S. 856–878.
- Healy, Paul M./Palepu, Krishna*: The Fall of Enron, J. Econ. Persp. 17 (2003), S. 3–26.
- Heaton, J. B.*: The „Long Term“ in Corporate Law, 72 Bus. Law. 353–366 (2017).
- Heideking, Jürgen/Mauch, Christof*: Geschichte der USA – Mit CD-ROM Quellen zur Geschichte der USA, hrsg. von Michael Wala, 5. Aufl., Tübingen 2007.
- Heider, Anne Katarina*: Unternehmenskultur und Innovationserfolg in Familienunternehmen, Wiesbaden 2017.
- Heilbrunn, Ludwig*: Zur Reform des Aktienrechts, Berlin 1930.
- Heine, Klaus*: Regulierungswettbewerb im Gesellschaftsrecht – Zur Funktionsfähigkeit eines Wettbewerbs der Rechtsordnungen im europäischen Gesellschaftsrecht, Berlin 2003.
- Heinemann, Hans-J.*: Keynes, John Maynard: The General Theory of Employment, Interest and Money, in: Arnold, Heinz Ludwig (Hrsg.), Kindlers Literatur-Lexikon (KLL) – Online-Datenbank, 3. Aufl., Stuttgart 2009.
- Heinz, Dominik*: Grundlagen und Methoden zur Erhebung einer Unternehmenskultur, München 2012.
- Heiser, Hans*: Ein lahmer Aktienrechtsentwurf, Der praktische Betriebswirt 1934, S. 499–506.
- Hellwig, Martin*: Gutachten E, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor? – Finanzkrise und Reformbedarf, München 2010 (zit. *Hellwig*, Gutachten 68. DJT).
- Helmis, Sven/Schiereck, Dirk/Paix, Axel*: Der Prädikatsmarkt: Ein bayerischer Börsenflop?, ZBB/JBB 2002, S. 161–174.
- Helms, Caitlyn/Fox, Mark/Kenagy, Robert*: Corporate Short-termism: Causes and Remedies, I.C.C.L.R. 23 (2012), S. 45–54.
- Hemeling, Peter*: Referat Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages – München 2012, München 2013, N 31 – N 50 (zit. *Hemeling*, Sitzungsberichte 69. DJT Bd. II/1).
- : Europäische Finanz- und Kapitalmarktregulierung auf dem Prüfstand, ZHR 181 (2017), S. 595–602.
- Hendershott, Robert J.*: Net value – Wealth creation (and destruction) during the internet boom, J. Corp. Fin. 10 (2004), S. 281–299.

- Henle, Walter*: Neue gesetzliche Grundlagen für das Shareholder-Value-Denken in Deutschland, in: Kübler, Friedrich/Scherer, Joachim/Treeck, Joachim (Hrsg.), *The International Lawyer – Freundesgabe für Wulf H. Döser*, Baden-Baden 1999, S. 161–169.
- Hennrichs, Joachim*: Grünbuch Europäischer Corporate Governance Rahmen – Plädoyer wider EU-Regulierung und für Privatautonomie, GmbHR 2011, R257–R258.
- Henzler, Herbert*: Managing the Merger: A Strategy for the New Germany, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 24–29.
- Henzler, Herbert A.*: The New Era of Eurocapitalism. (cover story), *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 57–68.
- Herbert, Ulrich*: *Geschichte Deutschlands im 20. Jahrhundert*, München 2014.
- Herkenroth, Klaus E.*: Konzernierungsprozesse im Schnittpunkt von Konzernrecht und Übernahmerecht – Rechtsvergleichende Untersuchungen der Allokationseffizienz unterschiedlicher Spielregeln von Unternehmensübernahmen, Berlin 1994.
- Hermalin, Benjamin/Weisbach, Michael*: Understanding Corporate Governance Through Learning Models of Managerial Competence, Dice Center WP 2014-04, Fisher College of Business WP 2014-03-04, March 2014, <<https://ssrn.com/abstract=2417278>> (geprüft am 11.06.2020).
- Hermalin, Benjamin E./Katz, Avery W./Craswell, Richard*: Chapter 1 Contract Law, in: Polinsky, Mitchell A./Shavell, Steven (Hrsg.), *Handbook of Law and Economics – Volume I*, Bd. 1, 2007, S. 3–138.
- Herman, Edward S.*: *Corporate control, corporate power*, Cambridge/New York 1981.
- Herrigel, Gary/Zeitlin, Jonathan*: Alternatives to Varieties of Capitalism, *Bus. Hist. Rev.* 84 (2010), S. 667–674.
- Herzel, Leo/Schmidt, John R./Davis, Scott J.*: Why Corporate Directors Have a Right to Resist Tender Offers, 3 *Corporation L. Rev.* 107–116 (1980).
- Hess, Rolf*: *Private Equity – Finanzierungsalternative für den Mittelstand*, Berlin 2007.
- Heuer, Dennis/Schütt, Jonas*: Auf dem Weg zu einer europäischen Kapitalmarktunion, BKR 2016, S. 45–50.
- Heuser, Moritz*: *Shareholder activism – Aktienrechtliche Schranken für Anteilseigneraktivismus*, Köln 2012.
- Hexel, Dietmar*: Bausteine für eine angemessene Vorstandsvergütung, *Der Aufsichtsrat* 2008, S. 128–129.
- Heyder, Stefan*: Die einseitige Abänderung des Regelwerks Neuer Markt Zugleich Besprechung des Urteils des OLG Frankfurt a. M., BKR 2002, 459, und der Entscheidung des Primary Markets Arbitration Panel, BKR 2002, 468, BKR 2002, S. 806–810.
- Heymann, Ernst*: Soll bei einer künftigen Reform des Aktienrechts eine Annäherung an das englisch-amerikanische Recht in grundlegenden Fragen stattfinden?, in: Schriftführer-Amt der ständigen Deputation (Hrsg.), *Verhandlungen des Vierunddreißigsten Deutschen Juristentags zu Köln – vom 12. bis 15. September 1926*, Berlin/Leipzig 1927, S. 742–755 (zit. *Heymann*, *Verhandlungen* 34. DJT – Stenographischer Bericht).
- Hicks, John*: *Value and capital – An inquiry into some fundamental principles of economic theory*, 2. Aufl., Oxford 1946.
- Higson, Chris*: Discussion of UK Evidence on the Market Valuation of Research and Development Expenditures, *J. Bus. Fin. & Acc.* 23 (1996), S. 217–220.
- Hill, C. W. L./Snell, S. A.*: Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity, *Academy of Management Journal* 32 (1989), S. 25–46.
- Hill, Charles W. L./Hoskisson, Robert E.*: Strategy and Structure in the Multiproduct Firm, *Acad. Manage. Rev.* 12 (1987), S. 331–341.
- Hill, Charles W. L./Snell, Scott A.*: External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research- Intensive Industries, *Strat. Mgmt. J.* 9 (1988), S. 577–590.
- Hill, Charles W. L./Hitt, Michael A./Hoskisson, Robert E.*: Declining U. S. Competitiveness – Reflections on a Crisis, *Academy of Management Executive* 2 (1988), S. 51–60.
- Hill, Claire A.*: An Identity Theory of the Short- and Long-Term Investor Debate, 41 *Seattle U. L. Rev.* 475–495 (2018).
- Hill, Jennifer G./Thomas, Randall S.*: Introduction, in: dies. (Hrsg.), *Research Handbook on Executive Pay*, Cheltenham 2012, S. 1–8.
- Hillis, W. Daniel/Burton, Daniel F./Costello, Robert B./White, Robert M./Weidenbaum, Murray/Georghiou, Luke/Colombo, Umberto/Schneider, Leslie/Lee, Thomas H./Gorte, Julie Fox/Langer, James S./Whitman,*

- Marina N./O'Neill, Catherine/Guile, Bruce R./Allen, Mark G./Heininger, S. Allen/Oakley, Brian/Roberts, D. H.:* Technology Policy: Is America on the Right Track?, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 140–157.
- Hillmer, Hans-Jürgen:* Digitalisierung, Vernetzung und disruptive Geschäftsmodelle – Bericht zum Deutschen Betriebswirtschaftler-Tag 2016 vom 28./29.09.2016 in Düsseldorf, *KoR* 2016, S. 585–590.
- Hilton, Andrew:* Mythology, Markets, and the Emerging Europe, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 50–54.
- Hinterhuber, Hans H./Popp, Wolfgang:* Are You a Strategist or Just a Manager?, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 105–113.
- Hirschey, Mark/Skiba, Hilla/Wintoki, M. Babajide:* The size, concentration and evolution of corporate R&D spending in U. S. firms from 1976 to 2010 – Evidence and implications, *J. Corp. Fin.* 18 (2012), S. 496–518.
- Hirshleifer, David:* Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions, *Financial Management* 22 (1993), S. 145–160.
- : Psychological Bias as a Driver of Financial Regulation, *Eur. Financial Management* 14 (2008), S. 856–874.
- Hirshleifer, David/Low, Angie/Teoh, Siew Hong:* Are Overconfident CEOs Better Innovators?, *J. Fin.* 67 (2012), S. 1457–1498.
- Hirshleifer, David/Teoh, Siew Hong:* Psychological Influences on Financial Regulation and Policy, Chapter 9, in: Baker, H. Kent/Nofsinger, John R. (Hrsg.), *Behavioral finance – Investors, corporations, and markets*, Hoboken, N. J. 2010, S. 151–167.
- Hirt, Hans-Christoph:* Conquering the world – The success of stewardship codes, *EOS Articles*, 03.03.2016, <<https://www.hermes-investment.com/nl/blog/eos/conquering-the-world-the-success-of-stewardship-codes/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Hirt, Hans-Christoph/Hopt, Klaus J./Mattheus, Daniela:* Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren, *AG* 2016, S. 725–739.
- Hitler, Adolf:* Mein Kampf, Zwei Bände in einem Band, Ungekürzte Ausgabe, 172. Aufl., München 1936.
- HM Treasury:* Budget 2000 – Prudent for a Purpose: Working for a Stronger and Fairer Britain, *HC* 346, London March 2000.
- Hoang, Cam C.:* SEC Denial of H&R Block's Request to Exclude Proxy Access Proposal, 23.08.2016, <<https://corp.gov.law.harvard.edu/2016/08/23/hr-block-no-action-letter/#more-73490>> (geprüft am 11.06.2020).
- Hoch, Mariel:* Proxy Advisory – eine Standortbestimmung, *SZW/RSDA* 2016, S. 487–494.
- Hocker, Ulrich:* Es käme auch niemand auf die Idee, bei Bundestagswahlen die Stimmen der Nichtwähler als Pro-Regierung-Stimmen zu werden, *Finanzplatz* 2006, Heft 5, S. 23.
- Hofer, Sibylle:* 11. Kapitel: Das Aktiengesetz von 1887 – ein Lehrstück für prinzipielle Schutzkonzeptionen, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel – Band I: Entwicklung des Aktienrechts*, Tübingen 2007, S. 388–414.
- Hoffmann-Becking, Michael:* Rechtliche Anmerkungen zur Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung, *ZHR* 169 (2005), S. 155–180.
- Hofmann, Laila Maija:* Unternehmenskultur und Personalentwicklung, in: Homma, Norbert/Bauschke, Rafael/Hofmann, Laila Maija (Hrsg.), *Einführung Unternehmenskultur – Grundlagen Perspektiven Konsequenzen*, Wiesbaden 2014, S. 111–129.
- Hofmeister, Herbert* (Hrsg.): *Forschungsband Franz Klein – (1854–1926); Leben und Wirken; Beitr. d. Symposiums Franz Klein zum 60. Todestag*, Wien 1988.
- Hofstede, Geert:* *Cultures and organizations – Software of the mind*, London u. a. 1991.
- : Dimensions Do Not Exist: A Reply to Brendan McSweeney, *Human Relations* 55 (2002), S. 1355–1361.
- : Business goals for a new world order – Beyond growth, greed and quarterly results, *Asia Pacific Bus. Rev.* 15 (2009), S. 481–488.
- Hofstede, Geert/Deusen, Cheryl A. Van/Mueller, Carolyn B./Charles, Thomas A./The Business Goals Network:* What Goals Do Business Leaders Pursue? A Study in Fifteen Countries, *J. Int. Bus. Stud.* 33 (2002), S. 785–803.
- Hofstede, Geert/Minkov, Michael:* Long- versus short-term orientation – New perspectives, *Asia Pacific Bus. Rev.* 16 (2010), S. 493–504.
- Hofstede, Geert H./Hofstede, Gert Jan/Minkov, Michael:* *Cultures and organizations – Software of the mind; intercultural cooperation and its importance for survival*, 3. Aufl., New York 2010.

- Hohaus, Benedikt/Weber, Christoph*: Die Angemessenheit der Vorstandsvergütung gem. § 87 AktG nach dem VorstAG, DB 2009, S. 1515–1520.
- Hohenstatt, Klaus-Stefan*: Neue Vorgaben zur Vorstandsvergütung im Deutschen Corporate Governance Kodex?, ZIP 2016, S. 2255–2258.
- Holden, Craig W./Lundstrum, Leonard L.*: Costly trade, managerial myopia, and long-term investment, J. Empirical Fin. 16 (2009), S. 126–135.
- Holden, Craig W./Subrahmanyam, Avaidhar*: Risk Aversion, Liquidity, and Endogenous Short Horizons, Rev. Financ. Stud. 9 (1996), S. 691–722.
- Holderness, Clifford G.*: Law and Ownership Reexamined, CFR 5 (2016), S. 41–83.
- : Problems Using Aggregate Data to Infer Individual Behavior – Evidence from Law, Finance, and Ownership Concentration, CFR 5 (2016), S. 1–40.
- : Culture and the ownership concentration of public corporations around the world, J. Corp. Fin. 44 (2017), S. 469–486.
- Holdsworth, William*: A History of English law – Volume VIII, 2. Aufl., London 1937/1966.
- Holland, John*: Self regulation and the financial aspects of corporate governance, J. Bus. L. 127–164 (1996).
- : Influence and Intervention by Financial Institutions in their Investee Companies, Corporate Governance 6 (1998), S. 249–264.
- Hollingsworth, Rogers J.*: The Dynamics of American Science: An Institutional and Organizational Perspective on Major Discoveries, in: Beckert, Jens/Ebbinghaus, Bernhard u. a. (Hrsg.), Transformationen des Kapitalismus – Festschrift für Wolfgang Streeck zum sechzigsten Geburtstag, Frankfurt am Main 2006, S. 361–380 (zit. *Hollingsworth*, FS Streeck).
- Holmström, Bengt*: Comment on Shleifer/Summers, Breach of Trust in Hostile Takeovers, in: Auerbach, Alan J. (Hrsg.), Corporate takeovers – Causes and consequences, Chicago 1988, S. 56–61.
- : Managerial Incentive Problems – A Dynamic Perspective, Rev. Ec. Stud. 66 (1999), S. 169–182.
- Holmström, Bengt/Ricart i Costa, Joan*: Managerial Incentives and Capital Management, 101 QJE 835–860 (1986).
- Holst, Gesa Sophie/März, Alexander/Mußhoff, Oliver*: Experimentelle Untersuchung der Optimalität von Investitionsentscheidungen, SZbF 68 (2016), S. 167–192.
- Holzappel, Martin/Schmundt, Wilhelm/Meyer, Matthias*: Wenn Hurdle Rates unbeabsichtigt zum echten Hindernis werden, M&A-Review 27 (2016), S. 2–8.
- Holzner, Florian*: Private Equity, der Einsatz von Fremdkapital und Gläubigerschutz – Eine Untersuchung zur Notwendigkeit und zu den Möglichkeiten einer gesellschaftsrechtlichen Regulierung fremdfinanzierter Unternehmenstransaktionen (Leveraged Buy Out/Leveraged Recapitalization), Baden-Baden 2009.
- Homma, Norbert*: Unternehmenskultur und Führungsverhalten im multikulturellen Kontext, in: Homma, Norbert/Bauschke, Rafael/Hofmann, Laila Maija (Hrsg.), Einführung Unternehmenskultur – Grundlagen Perspektiven Konsequenzen, Wiesbaden 2014, S. 185–201.
- Homma, Norbert/Bauschke, Rafael*: Unternehmenskultur – eine Einleitung, in: Homma, Norbert/Bauschke, Rafael/Hofmann, Laila Maija (Hrsg.), Einführung Unternehmenskultur – Grundlagen Perspektiven Konsequenzen, Wiesbaden 2014, S. 1–14.
- Homma, Norbert/Bauschke, Rafael/Hofmann, Laila Maija* (Hrsg.): Einführung Unternehmenskultur – Grundlagen Perspektiven Konsequenzen, Wiesbaden 2014.
- Hommelhoff, Peter*: Eigenkontrolle statt Staatskontrolle – rechtsdogmatischer Überblick zur Aktienrechtsreform 1884, in: Schubert, Werner/Hommelhoff, Peter (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht – Eine Sammlung von Texten und Quellen zur Aktienrechtsreform 1884 mit zwei Einführungen, Berlin, New York 1985, S. 53–105.
- : Aktionärs-Aktivismus im dualistischen System – ein Zuruf im EU Corporate Governance-Diskurs, in: Hoffmann-Becking, Michael/Hüffer, Uwe/Reichert, Jochen (Hrsg.), Liber amicorum für Martin Winter, Köln 2011, S. 255–260.
- : Aktuelle Impulse aus dem europäischen Unternehmensrecht: Eine Herausforderung für Deutschland, NZG 2015, S. 1329–1336.
- : CSR-Vorstands- und -Aufsichtsratspflichten, NZG 2017, S. 1361–1366.
- Hommelhoff, Peter/Kleindiek, Detlef*: Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht, AG 1990, S. 106–111.

- Hommelhoff, Peter/Suchan, Stefan*: Der britische Stewardship Code: eine Revolution im deutschen Aktienrecht?, *Audit Committee Quarterly* 2011, S. 4–7.
- Honoré, Florence/Munari, Federico/van Pottelsberghe de La Potterie, Bruno*: Corporate governance practices and companies' R&D intensity: Evidence from European countries, *Res. Pol.* 44 (2015), S. 533–543.
- Höpfner, Clemens/Rüthers, Bernd*: Grundlagen einer europäischen Methodenlehre, *AcP* 209 (2009), S. 1–36.
- Hopkinson, David*: Relations between the City and Industry in the 1990s, in: National Association of Pensions Funds (NAPF) (Hrsg.), *Creative tension? – A collection of essays on issues arising from the relationships between the management of public companies and institutional investors*, London 1990, S. 47–52.
- Hopper, Trevor/Armstrong, Peter*: Cost accounting, controlling labour and the rise of conglomerates, *Accounting, Organizations and Society* 16 (1991), S. 405–438.
- Hopt, Klaus J.*: Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, *ZGR* 1993, S. 534–566.
- : Europäisches und deutsches Übernahmerecht, *ZHR* 161 (1997), S. 368–420.
  - : Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, *ZHR* 166 (2002), S. 383–432.
  - : Feindliche Übernahmen, Protektionismus, One share one vote?, *EuZW* 2007, S. 257.
  - : Europäische Corporate Governance für Finanzinstitute?, *EuZW* 2010, S. 561.
  - : Ein drittes Grünbuch: Europäischer Corporate Governance-Rahmen?, *EuZW* 2011, S. 609–610.
  - : Vergleichende Corporate Governance – Forschung und internationale Regulierung, *ZHR* 175 (2011), S. 444–526.
  - : Europäisches Übernahmerecht – Eine rechtsvergleichende, rechtsdogmatische und rechtspolitische Untersuchung 2012.
  - : Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation, in: Hopt, Klaus J./Fleckner, Andreas M. (Hrsg.), *Comparative corporate governance – A functional and international analysis*, Cambridge 2013, S. 3–101.
  - : Corporate Governance of Banks and Other Financial Institutions After the Financial Crisis, *JCLS* 13 (2013), S. 219–253.
  - : Europäisches Gesellschaftsrecht im Lichte des Aktionsplans der Europäischen Kommission vom Dezember 2012, Hachenburg-Gedächtnisvorlesung am 26. 10. 2012 in Mannheim, *ZGR* 2013, S. 163–215.
  - : Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance, *12 New York U.J. of Law & Bus.* 139–213 (2015).
  - : Die Schaffung einer Kapitalmarktunion in Europa – langwierig aber notwendig, Editorial, *EuZW* 26 (2015), S. 291–292.
- Horrwitz, Hugo*: Schutz- und Vorratsaktien – Mit einem Anhang Der Beschluss der Zulassungsstellen vom 17. September 1925, Berlin 1926.
- Hoshi, Takeo/Kashyap, Anil/Scharfstein, David S.*: Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships, in: Hubbard, R. Glenn (Hrsg.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, Chicago 1990, S. 105–126.
- : The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan, *J. Fin. Ec.* 27 (1990), S. 67–88.
  - : Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups, *106 QJE* 33–60 (1991).
- Hoskisson, R. E./Hitt, M. A./Johnson, R. A./Grossman, W.*: Conflicting Voices – The Effect of Institutional Ownership Heterogeneity and Internal Governance on Corporate Innovation Strategies, *Academy of Management Journal* 45 (2002), S. 697–716.
- Hoskisson, Robert E./Hitt, Michael A.*: Strategic Control Systems and Relative R&D Investment in Large Multiproduct Firms, *Strat. Mgmt. J.* 9 (1988), S. 605–621.
- Hoskisson, Robert E./Hitt, Michael A./Hill, Charles W.L.*: Managerial Incentives and Investment in R&D in Large Multiproduct Firms, *Org. Science* 4 (1993), S. 325–341.
- Hotchkiss, Edith S./Strickland, Deon*: Does Shareholder Composition Matter? – Evidence from the Market Reaction to Corporate Earnings Announcements, *J. Fin.* 58 (2003), S. 1469–1498.
- Hsu, Grace C.-M./Koh, Ping-Sheng*: Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? – Evidence from Australia, *Corporate Governance* 13 (2005), S. 809–823.

- Hu, Henry T. C./Black, Bernard*: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership – Taxonomy, Implications, and Reforms, 61 *Bus. Law.* 1011–1070 (2006).
- Hubert, Patrick/Combet, Marie-Laure*: Exploitative Abuse: The end of the Paradox, *Concurrences* 2011, S. 44–51.
- Hueck, Alfred*: Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, Mannheim u. a. 1922.
- Hüffer, Uwe*: 7. Kapital: Der Vorstand als Leitungsorgan und die Mandats- sowie Haftungsbeziehungen seiner Mitglieder, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel – Band II: Grundsatzfragen des Aktienrechts*, Tübingen 2007, S. 334–388.
- Hughes, Alan*: The Impact of Merger: A Survey of Empirical Evidence for the UK, in: Fairburn, James A./Kay, John A. (Hrsg.), *Mergers and merger policy*, Oxford 1989, S. 30–98.
- : Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK, March 2014, <<https://www.cbr.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/wp457.pdf>> (geprüft am 03.08.2021).
- Hughes, Alan/Mueller, Dennis C./Singh, Ajit*: Competition Policy in the 1980s: The Implications of the International Merger Wave, in: Mueller, Dennis C. (Hrsg.), *The determinants and effects of mergers – An international comparison*, Cambridge, Mass. 1980, S. 315–335.
- Hughes, Alan/Singh, Ajit*: Takeovers and the Stock Market, *Contributions to Political Economy* 6 (1987), S. 73–85.
- Hülsbeck, Marcel/Lehmann, Erik E./Weiß, Dominik/Wirsching, Katharine*: Innovationsverhalten in Familienunternehmen, *ZBW* 82 (2012), S. 71–91.
- Humphery-Jenner, Mark*: Takeover Defenses as Drivers of Innovation and Value-Creation, *Strat. Mgmt. J.* 35 (2014), S. 668–690.
- Hund, Philipp/Hammer, Carmen*: Private Equity und Leveraged Management-Buy-Out, in: Klamar, Nils/Sommer, Ulrich/Weber, Ingo (Hrsg.), *Der effiziente M&A Prozess – Die Acquisition Value Chain*, München 2013, 127–155.
- Hupka, Jan*: Das Vergütungsvotum der Hauptversammlung – Eine rechtsökonomische und rechtsvergleichende Untersuchung zu § 120 Abs. 4 AktG, Köln 2012.
- Huppert, Walter*: Aktienrecht des Großaktionärs, *Der deutsche Volkswirt* 1936, S. 1156–1159.
- Huson, Mark R./Tian, Yao/Wiedman, Christine I./Wier, Heather A.*: Compensation Committees' Treatment of Earnings Components in CEOs' Terminal Years, *Acc. Rev.* 87 (2012), S. 231–259.
- Hüttenbrink, Alexander/Kaserer, Christoph/Rapp, Steffen*: Vorstandsvergütung und geschäftspolitische Risiken bei Banken, *ZBB/JBB* 2012, S. 1–11.
- Hüttenbrink, Alexander/Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael*: Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung in börsennotierten Unternehmen, *ZCG* 2011, S. 165–171.
- Hutter, Stephan/Kaulamo, Katja*: Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz: Änderungen der Regelpublizität und das neue Veröffentlichungsregime für Kapitalmarktinformationen, *NJW* 2007, S. 550–556.
- Hutton, Will*: *The State We're In*, London 1995.
- : *The State We're In*, London 1996.
- Ignatius, Adi*: Who need shareholders?, *Harv. Bus. Rev.* 90 (2012), S. 14.
- : Who can Really Take on Short-Termism, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), S. 14.
- : Economic Health and the 2016 Elections, *Harv. Bus. Rev.* 93 (2015), S. 14.
- Ignatius, Adi/Frazier, Kenneth*: Business Exists to Deliver Value to Society, *Harv. Bus. Rev.* 96 (2018), S. 82–87.
- Ihrig, Hans-Christoph/Schäfer, Carsten*: *Rechte und Pflichten des Vorstands*, Köln 2014.
- Iliev, Peter/Lowry, Michelle*: Are Mutual Funds Active Voters?, *Rev. Financ. Stud.* 28 (2015), S. 446–485.
- Ingersoll, Jonathan E./Ross, Stephen A.*: Waiting to Invest: Investment and Uncertainty, *J. of Bus.* 65 (1992), S. 1–29.
- Institut für Gesellschaftsrecht der Universität zu Köln*: Stellungnahme zum Grünbuch der EU-Kommission vom 5. 4. 2011: Europäischer Corporate Governance-Rahmen, *NZG* 2011, S. 975–981.
- Irving, Kym*: Overcoming Short-Termism: Mental Time Travel, Delayed Gratification and How Not to Discount the Future, 19 *Australian Acc. Rev.* 278–294 (2009).
- Jackson, Gregory/Petraki, Anastasia*: How does corporate governance lead to short-termism?, in: Vitols, Sigurd/Kluge, Norbert (Hrsg.), *The sustainable company – A new approach to corporate governance*, Brussels 2011, S. 199–225.

- : Understanding Short-termism: the Role of Corporate Governance, Report to the Glasshouse Forum 2011, 2011, <[http://www.sofi-goettingen.de/fileadmin/Textarchiv/WIP2/Praesentationen/jackson-petraki\\_short-termism.pdf](http://www.sofi-goettingen.de/fileadmin/Textarchiv/WIP2/Praesentationen/jackson-petraki_short-termism.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Jackson, P.D.*: Management of UK equity portfolios, Bank of England Quarterly Bulletin 27 (1987), S. 253–260.
- Jacobs, Jack B.*: „Patient Capital“: Can Delaware Corporate Law Help Revive It?, 68 Wash. & Lee L. Rev. 1645–1664 (2011).
- : Fifty Years of Corporate Law Evolution: A Delaware Judge’s Retrospective, 5 Harv. Bus. L. Rev. 141–172 (2015).
- Jacobs, Michael T.*: Short-term America – The causes and cures of our business myopia, Boston, Mass. 1991.
- Jacobson, Robert/Aaker, David*: Myopic management behavior with efficient, but imperfect, financial markets, J. Accounting & Ec. 16 (1993), S. 383–405.
- Jacomb, Martin*: Shareholders are the Owners, in: National Association of Pensions Funds (NAPF) (Hrsg.), Creative tension? – A collection of essays on issues arising from the relationships between the management of public companies and institutional investors, London 1990, S. 53–58.
- Jagannathan, Ravi/Matsa, David A./Meier, Iwan/Tarhan, Vefa*: Why do firms use high discount rates?, J. Fin. Ec. 120 (2016), S. 445–463.
- Jagannathan, Ravi/Meier, Iwan*: Do We Need CAPM for Capital Budgeting?, Financial Management 31 (2002), S. 55–77.
- Jahn, Joachim*: Brüssel knöpft sich die Corporate Governance vor, AG 2011, S. 454–459.
- Jansen, Jonas*: Die Finanzindustrie ist besessen von der Blockchain, FAZ 13.06.2016, S. 28.
- Jarrell, Gregg A./Poulsen, Annette B.*: Shark repellents and stock prices – The effects of antitakeover amendments since 1980, J. Fin. Ec. 19 (1987), S. 127–168.
- Jensen, Michael C.*: Takeovers: folklore and science, Harv. Bus. Rev. 62 (1984), S. 109–121.
- : Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, AEA Papers and Proceedings 76 (1986), S. 323–329.
- : The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, Midland Corp. Fin. J. 4 (1986).
- : Takeovers: Their causes and consequences, J. Econ. Persp. 2 (1988), S. 21–48.
- : The takeover controversy, in: Coffee, John C./Lowenstein, Louis/Rose-Ackerman, Susan (Hrsg.), Knights, Raiders, and Targets – The impact of the hostile takeover, New York 1988, S. 314–354.
- : Eclipse of the Public Corporation, Harv. Bus. Rev. 67 (1989), S. 61–74.
- : Value Maximization and the Corporate Objective Function, in: Beer, Michael/Nohria, Nitin (Hrsg.), Breaking the code of change, Boston, Mass. 2000, S. 37–57.
- : Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function, Business Ethics Quarterly 12 (2002), S. 235–256.
- : Agency Costs of Overvalued Equity, Financial Management 34 (2005), S. 5–19.
- Jensen, Michael C./Meckling, William C.*: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, J. Fin. Ec. 3 (1976), S. 305–360.
- : Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination, J. of Bus. 52 (1979), S. 469–506.
- Jenter, Dirk/Kanaan, Fadi*: CEO Turnover and Relative Performance Evaluation, J. Fin. 70 (2015), S. 2155–2184.
- Jeon, Seonghoon*: Reputational Concerns and Managerial Myopia or Hyperopia, in: ders., Three essays in the theory of the firm – reputation and incentive problems, 1991.
- : Reputational concerns and managerial myopia or hyperopia, Journal of economic theory and econometrics 2 (1996), S. 103–115.
- : Reputational concerns and managerial incentives in investment decisions, Euro. Econ. Rev. 42 (1998), S. 1203–1219.
- Jevons, William Stanley*: The Theory of Political Economy, 3. Aufl., London/New York 1888.
- Jödicke, Dirk/Jödicke, Ralf*: Finaler Standardentwurf der ESMA zum einheitlichen elektronischen Berichtsformat (ESEF), DB 2018, S. 713–720.
- John, Kose/Kalay, Avner*: Costly Contracting and Optimal Payout Constraints, J. Fin. 37 (1982), S. 457.
- Johnson, Courtney*: VII. SEC Rule 14a-8(i)(9) & The Whole Foods Proxy Saga, 34 Review of Banking & Financial Law 458–465 (2014–2015).

- Johnson, H. Thomas/Kaplan, Robert S.:* Relevance lost – The rise and fall of management accounting, Boston, Mass. 1987.
- Johnson, Mark S./Rao, Ramesh P.:* The Impact of Antitakeover Amendments on Corporate Financial Performance, *Fin. Rev.* 32 (1997), S. 659–689.
- Johnson, Orace:* A Consequential Approach to Accounting for R&D, *J. Acc. Res.* 5 (1967), S. 164–172.
- Johnson, William C./Karpoff, Jonathan M./Yi, Sangho:* The bonding hypothesis of takeover defenses: Evidence from IPO firms, *J. Fin. Ec.* 117 (2015), S. 307–332.
- Johnston, Andrew:* After the OFR: Can UK Shareholder Value Still Be Enlightened?, *EBOR* 7 (2006), S. 817–843.
- Jolls, Christine:* Behavioral Law and Economics, in: Vartiainen, Hannu/Diamond, Peter A. (Hrsg.), *Behavioral economics and its applications*, Princeton, N. J. 2007, S. 115–145.
- Jolls, Christine/Sunstein, Cass R.:* Debiasing through Law, 35 *J. Legal Stud.* 199–242 (2006).
- Jolls, Christine/Sunstein, Cass R./Thaler, Richard H.:* A Behavioral Approach to Law and Economics, 50 *Stan. L. Rev.* 1471 (1998).
- Jones, Edward/Danbolt, Jo:* R&D project announcements and the impact of ownership structure, *Applied Economics Letters* 10 (2003), S. 933–936.
- Judge, W. Q./Spitzfaden, M.:* The Management of Strategic Time Horizons within Biotechnology Firms – The Impact of Cognitive Complexity on Time Horizon Diversity, *Journal of Management Inquiry* 4 (1995), S. 179–196.
- Jung, Stefanie:* Das Grünbuch der Kommission zu einem europäischen Corporate Governance-Rahmen und die Weiterentwicklung des Europäischen Gesellschaftsrechts, *BB* 2011, S. 1987–1993.
- Jung, Walter:* Ideologische Voraussetzungen, Inhalte und Ziele außenpolitischer Programmatik und Propaganda in der deutschvölkischen Bewegung der Anfangsjahre der Weimarer Republik – Das Beispiel Deutschvölkischer Schutz- und Trutzbund, Dissertation, Georg-August-Universität Göttingen 2000 (zit. *Jung*, Deutschvölkischer Schutz- und Trutzbund).
- Jungermann, Helmut:* Das Aktienprämien-Rätsel, *WISU* 36 (2007), S. 915.
- Jurgens, Michele/Berthon, Pierre/Papania, Lisa/Shabbir, Haseeb Ahmed:* Stakeholder theory and practice in Europe and North America: The key to success lies in a marketing approach, *Industrial Marketing Management* 39 (2010), S. 769–775.
- Juschus, Alexander:* Der Stewardship Code aus Investorensicht: Fluch oder Segen?, *Audit Committee Quarterly* 2011, S. 15–16.
- Kachel, Petra:* DAI-Umfrage: Privatanleger in Deutschland auf dem Rückzug, *Finanzplatz* 2006, Heft 5, S. 30–31.
- Kaddouch, Renée:* Le Droit de Vote de l'Associé, Thèse pour le doctorat en droit, Université de Droit, d'Économie et des Sciences d'Aix Marseille 14 décembre 2001 (zit. *Kaddouch*, Droit).
- Kahan, Marcel/Rock, Edward B.:* Anti-Activist Poison Pills, *DRAFT* 3/2/2017, NYU Law and Economics Research Paper Series, No. 17-08, March 2017, <<https://ssrn.com/abstract=2928883>> (geprüft am 11.06.2020).
- Kahle, Kathleen M./Stulz, René M.:* Is the US Public Corporation in Trouble?, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), S. 67–88.
- Kahneman, Daniel:* Maps of Bounded Rationality – Psychology for Behavioral Economics, *Am. Ec. Rev.* 93 (2003), S. 1449–1475.
- Kahneman, Daniel/Slovic, Paul/Tversky, Amos* (Hrsg.): *Judgment under uncertainty – Heuristics and biases*, Cambridge 2001.
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos:* Prospect Theory – An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica* 47 (1979), S. 263–292.
- : Choices, values, and frames, *American Psychologist* 39 (1984), S. 341–350.
- : On the reality of cognitive illusions, *Psycholog. Rev.* 103 (1996), S. 582–591.
- Kahn-Freund, Otto:* Industrial Democracy, *Ind. Law J.* 6 (1977), S. 65–84.
- Kaiser, Arvid:* Mariana Mazzucato fordert mehr Staat für mehr Innovation, *manager magazin* 07.11.2014, <<http://www.manager-magazin.de/politik/weltwirtschaft/mariana-mazzucato-fordert-mehr-staat-fuer-mehr-innovation-a-1001542.html>> (geprüft am 11.06.2020).
- Kajüter, Peter/Reisloh, Christian:* Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung als Instrument der unterjährigen Finanzberichterstattung, *IRZ* 2008, 95–101.

- Kallfass, Herman H.*: The American Corporation and the Institutional Investor: Are There Lessons from Abroad? – The German Experience, 1988 *Colum. Bus. L. Rev.* 775–791 (1988).
- Kalss, Susanne*: Das Wechselspiel der österreichischen und deutschen Aktienrechtsentwicklung vom 19. um 20. Jahrhundert, in: Kalss, Susanne/Meissel, Franz-Stefan (Hrsg.), *Zur Geschichte des Gesellschaftsrechts in Europa*, Wien 2003, S. 79–101.
- : Corporate Governance in Austria under the influence of the European Union, *ZVerglRWiss* 114 (2015), S. 157–191.
- Kalss, Susanne/Eckert, Georg*: Franz Klein als Gesellschaftsrechtler, in: Doralt, Peter/Kalss, Susanne (Hrsg.), *Franz Klein – Vorreiter des modernen Aktien- und GmbH-Rechts*, Wien 2004, S. 13–41.
- Kalyta, Paul*: Accounting Discretion, Horizon Problem, and CEO Retirement Benefits, *Acc. Rev.* 84 (2009), S. 1553–1573.
- Kang, Sok-Hyon/Kumar, Praveen/Lee, Hyunkoo*: Agency and Corporate Investment: The Role of Executive Compensation and Corporate Governance, *J. of Bus.* 79 (2006), S. 1127–1147.
- Kantabutra, Sooksan*: Sustainable Leadership at Thai President Foods, *Int. J. Bus.* 19 (2014), S. 152–172.
- Kanter, Rosabeth Moss*: Ourselves versus Ourselves, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 8–10.
- Kapalschinski, Christoph/Fockenbrock, Dieter*: Abschied von der Quartalshetze, *Handelsblatt* 06.05.2016, S. 16.
- Kaplan, Robert S.*: The Evolution of Management Accounting, *Acc. Rev.* 59 (1984), S. 390.
- Kaplan, Steven N.*: Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States, *J. Pol. Econ.* 102 (1994), S. 510–546.
- : Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany, *J. L. Econ. & Org.* 10 (1994), S. 142–159.
- Kaplan, Steven N./Strömberg, Per*: Leveraged Buyouts and Private Equity, *J. Econ. Persp.* 23 (2009), S. 121–146.
- Karmel, Roberta S.*: Is it Time for a Federal Corporation Law?, 57 *Brook. L. Rev.* (1991).
- : Should a Duty to the Corporation Be Imposed on Institutional Shareholders?, 60 *Bus. Law.* 1–21 (2004).
- Karpoff, Jonathan M./Schonlau, Robert/Wehrly, Eric*: Do Takeover Defense Indices Measure Takeover Deterrence?, *Rev. Financ. Stud.* 30 (2017), S. 2359–2412.
- Karpoff, Jonathan M./Wittry, Michael D.*: Institutional and Legal Context in Natural Experiments – The Case of State Antitakeover Laws, *J. Fin.* 73 (2018), S. 657–714.
- Kasiske, Peter*: Marktmissbräuchliche Strategien im Hochfrequenzhandel, *WM* 2014, S. 1933–1940.
- Kastendiek, Hans/Stinshoff, Richard*: Kontinuität und Umbruch – Zur Entwicklung Großbritanniens seit 1945, in: Kastendiek, Hans/Sturm, Roland (Hrsg.), *Länderbericht Großbritannien – Geschichte, Politik, Wirtschaft, Gesellschaft*, 3. Aufl., Bonn 2006, S. 95–116.
- Kato, Kazuo/Li, Meng/Skinner, Douglas J.*: Is Japan Really a “Buy”? – The Corporate Governance, Cash Holdings and Economic Performance of Japanese Companies, *J. Bus. Fin. & Acc.* 2017 (Advance Access).
- Katz, David A./McIntosh, Laura*: Holding Activists and Proxy Advisory Firms Accountable?, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, May 31, 2016, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/05/31/holding-activists-and-proxy-advisory-firms-accountable/#more-73013>> (geprüft am 11.06.2020).
- Kaufman, Allen/Zacharias, Lawrence*: From Trust to Contract: The Legal Language of Managerial Ideology, 1920–1980, *Bus. Hist. Rev.* 66 (1992), S. 523–572.
- Kay, John A.*: Corporate Strategy and Corporate Accountability, in: Dimsdale, Nicholas H./Prevezer, Martha (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance – [the book stems from a conference organized by the National Economic Development Office in November 1991]*, Oxford 1994, S. 50–65.
- Ke, Bin/Petroni, Kathy*: How Informed Are Actively Trading Institutional Investors? – Evidence from Their Trading Behavior before a Break in a String of Consecutive Earnings Increases, *J. Acc. Res.* 42 (2004), S. 895–927.
- Keasey, Kevin/Thompson, Steve/Wright, Mike*: Introduction: The Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions, in: Keasey, Kevin (Hrsg.), *Corporate governance – Economic and financial issues*, Oxford 1997, S. 1–17.
- Keay, Andrew*: Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?, *ECFR* 7 (2010), S. 369–413.

- Keay, Andrew R.*: The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance, London 2013 (zit. *Keay*, ESV).
- Keller, Eva Henriette*: Die Entwicklung des britischen Bankensystems, Berlin 2010.
- Kelly, Gavin/Kelly, Dominic/Gamble, Andrew* (Hrsg.): Stakeholders capitalism, Basingstoke, Hampshire 1997.
- Kelly, Marjorie/White, Allen*: Corporate Design: The Missing Organizational and Public Policy Issue of Our Time, 42 New England L. Rev. 761–786 (2008).
- Keltsch, Torsten*: Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit – Entwicklung und Gegenwart sozial-ökologischer Aktionärsengagements in den USA und in Deutschland 2012 (zit. *Keltsch*, Aktionärsrechte).
- Kennedy, William P.*: Industrial structure, capital markets and the origins of British economic decline, Cambridge 1990.
- Kerber, Markus*: Die Übernahme von Gesellschaften mit beschränkter Haftung im Buy-Out-Verfahren – Überlegungen zum Spannungsverhältnis von Kapitalbindungsvorschriften und Buy-Out-Finanzierung – Teil 1, WM 1989, S. 473–480.
- : Die Übernahme von Gesellschaften mit beschränkter Haftung im Buy-Out-Verfahren – Überlegungen zum Spannungsverhältnis von Kapitalbindungsvorschriften und Buy-Out-Finanzierung – Teil 2, WM 1989, S. 513–517.
- Kerber, Markus C.*: Unternehmensübernahme im „buy-out“-Verfahren, WM 1987, S. 741–745.
- Kester, Carl W./Luehrman, Timothy A.*: The Myth of Japan’s Low-Cost Capital, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), S. 130–138.
- Keynes, John Maynard*: Das Ende des Laissez-Faire – Ideen zur Verbindung von Privat- und Gemeinwirtschaft, Berlin 1926.
- : Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, Übersetzung von Fritz Waeger, verbessert und um eine Erläuterung des Aufbaus ergänzt von Jürgen Kromphardt und Stephanie Schneider, 11. Aufl., Berlin 2009.
- Khashanah, Khalidoun/Florescu, Ionut/Yang, Steve*: High-Frequency-Trading: A White Paper – and an Innovative Solution to Address Key Issues, Practitioner’s Version, New York September 2014, <[http://irrcinstitute.org/pdf/HFT\\_Practioner-Summary.pdf](http://irrcinstitute.org/pdf/HFT_Practioner-Summary.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Kiethe, Friedemann*: Rechtsbeziehungen zwischen Marktbetreibern und Börsenbenutzern – Vertragsrecht oder öffentliches Recht?, Börsenorganisation in Kategorien des privaten Individualvertragsrechts, der Allgemeinen Geschäftsbedingungen, des Vereinsrechts oder des öffentlichen Satzungsrechts, Frankfurt am Main 2011.
- Kim, Brian*: Recent Developments – Sarbanes Oxley Act, 40 Harv. J. on Legis. 235–252 (2003).
- Kindermann, Jochen/Coridaß, Benedikt*: Der rechtliche Rahmen des algorithmischen Handels inklusive des Hochfrequenzhandels, ZBB/JBB 2014, S. 178–185.
- Kindleberger, Charles P.*: Rezension – Book Review: Kennedy, William P., Industrial Structure, Capital Markets and the Origins of British Economic Decline, Weltwirtschaftliches Archiv 124 (1988), S. 590–592.
- King, Mervyn A.*: Taxation and investment incentives in a vintage investment model, J. of Public Ec. 1 (1972), S. 121–147.
- : Take-over Activity in the United Kingdom, in: Fairburn, James A./Kay, John A. (Hrsg.), Mergers and merger policy, Oxford 1989, S. 99–115.
- Kirchhoff Consult*: Anzahl der Börsengänge in Deutschland von 1990 bis 2014, 2014, <<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/152876/umfrage/boersengaenge-in-deutschland-seit-2000>> (geprüft am 12.01.2015).
- Kirchner, Christian*: Managementpflichten bei „feindlichen“ Übernahmeangeboten, WM 2000, S. 1821–1830.
- Kirchner, Christian/Ehmke, David*: Die Managementvergütung und ihre Regulierung: EU, Deutschland, Schweiz, ZVerglRWiss 114 (2015), S. 269–287.
- Kirchner, Christian/Painter, Richard W.*: Takeover Defenses Under Delaware Law, the Proposed EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform, 50 Am. J. Comp. L. 451–476 (2002).
- Kirkpatrick, Kirk/Lehuedé, Héctor/Hoki, Kenji*: The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Paris 2011.
- Kischel, Uwe*: Rechtsvergleichung, München 2015.

- Kitson, Michael/Michie, Jonathan*: Britain's Industrial Performance since 1960 – Underinvestment and Relative Decline, *Ec. J.* 106 (1996), S. 196–212.
- Klauber, Theis*: General Case on Directors' Duties, in: Siems, Mathias M./Cabrelli, David A. (Hrsg.), *Comparative company law – A case-based approach*, Oxford 2013, S. 27–60.
- Klausing, Friedrich*: Reform des Aktienrechts – Unter besonderer Berücksichtigung der Teilreform des Jahres 1931, Berlin/Wien 1933.
- : Das kommende Aktienrecht, *DJZ* 40 (1935), Sp. 1135–1141.
- : Einleitung, in: ders. (Hrsg.), *Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien – nebst Einführungsgesetz und amtlicher Begründung*, Berlin 1937, S. 1.
- Klausner, Michael*: Fact and Fiction in Corporate Law and Governance, 65 *Stan. L. Rev.* 1325–1370 (2013).
- : Empirical Studies of Corporate Law and Governance: Some Steps Forward and Some Steps Not, Chapter 8, in: Gordon, Jeffrey N./Ringe, Wolf-Georg (Hrsg.), *The Oxford handbook of corporate law and governance*, Oxford 2018, S. 184–213.
- Klein, Benjamin/Crawford, Robert G./Alchian, Armen*: Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process, 21 *J. Law & Ec.* 297–326 (1978).
- Klein, Franz*: Die neueren Entwicklungen in Verfassung und Recht der Aktiengesellschaft, Wien 1904.
- Klöhn, Lars*: Brauchen wir eine globale Finanztransaktionssteuer?, *ZBB/JBB* 2011, S. 130–143.
- : Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance – Eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt, Berlin 2011.
- : Die Herabsetzung der Vorstandsvergütung gem. § 87 Abs. 2 AktG in der börsennotierten Aktiengesellschaft, *ZGR* 2012, S. 1–34.
- Klühs, Hannes*: Präsenzbonus für die Teilnahme an der Hauptversammlung – Ein Vorschlag zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz bei Aktiengesellschaften, *ZIP* 2006, S. 107–118.
- Knoeber, Charles R.*: Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile Tender Offers, *Am. Ec. Rev.* 76 (1986), S. 155–167.
- Knop, Carsten*: Nüchtern gegen die Wand gefahren, *FAZ* 28.02.2017, S. 20.
- Knudsen, Jette Steen*: Is the Single European Market an Illusion? – Obstacles to Reform of EU Takeover Regulation, *Eur. Law J.* 11 (2005), S. 507–524.
- Köbrich, Michael*: Die Erstellung und Veröffentlichung von Zwischenberichten nach bisheriger Regelung und nach neuem Recht, *DB* 1989, S. 1477–1482.
- Koch, Jens*: Die Herabsetzung der Vorstandsbezüge gemäß § 87 Abs. 2 AktG nach dem VorstAG, *WM* 2010, S. 49–58.
- : Der Vorstand im Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft, in: Fleischer, Holger/Koch, Jens u. a. (Hrsg.), *50 Jahre Aktiengesetz*, Berlin, Boston 2016, S. 65–102.
- : Die Überwachung des Aufsichtsrats durch den Vorstand, *ZHR* 180 (2016), S. 578–612.
- : Investorenkontakte des Aufsichtsrats: Rechtssicherheit durch den Deutschen Corporate Governance Kodex?, *BB* 2016, Heft 50, S. I.
- : Investorengespräche des Aufsichtsrats, *AG* 2017, S. 129–141.
- Kocher, Dirk*: Strategien im Umgang mit aktivistischen Aktionären und Investoren in Deutschland, *DB* 2016, S. 2887–2892.
- Kodama, Fumio*: Technology Fusion and The New R&D, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 70–78.
- Koehler, Robert*: Die Einbeziehung des gesamten Kapitals in die Hauptversammlungsabstimmung ist Chance für Aktionäre und Unternehmen zugleich, *Finanzplatz* 2006, Heft 5, S. 20.
- : Auch wer nicht kommt, stimmt ab – Die Ermittlung von Hauptversammlungspräsenzen ist reformbedürftig, *FAZ* 12.07.2006, S. 14.
- Koh, Ping-Sheng*: Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters, *J. Accounting & Public Policy* 26 (2007), S. 267–299.
- Köndgen, Johannes*: § 6 – Rechtsquellen des Europäischen Privatrechts, in: Riesenhuber, Karl (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre – Handbuch für Ausbildung und Praxis*, 3. Aufl., Berlin 2015, S. 95–124.
- Kondo, Jiro E./Papanikolaou, Dimitris*: Financial Relationships and the Limits to Arbitrage, *Rev. of Finance* 19 (2015), S. 2095–2138.

- Konečni, Vladimir J./Ebbesen, Ebbe B.*: Methodische Probleme in der Forschung über juristische Entscheidungsprozesse – unter besonderer Berücksichtigung experimenteller Simulationsstudien, Gruppendynamik 22 (1991), S. 175–188.
- König, Wolfgang*: Das Risikobegrenzungs-gesetz – offene und gelöste Fragen, BB 2008, S. 1910–1914.
- Koonce, Lisa/McAnally, Mary Lea/Mercer, Molly*: How Do Investors Judge the Risk of Financial Items?, Acc. Rev. 80 (2005), S. 221–241.
- Kormann, Hermit/von Schippe, Arist*: Börsennotierung des Familienunternehmens – Ein Ansatz zur Überbrückung von Paradoxien und seine Erfolgsaussichten, FUS 2017, S. 200–204.
- Körner, Marita*: Die Angemessenheit von Vorstandsbezügen in § 87 AktG – Eine unbeachtete Vorschrift?, NJW 2004.
- Korobkin, Russell B./Ulen, Thomas S.*: Law and Behavioral Science – Removing the Rationality Assumption from Law and Economics, 88 Cal. L. Rev. 1051 (2000).
- Kothari, S. P./Warner, Jerold B.*: Measuring long-horizon security price performance, J. Fin. Ec. 43 (1997), S. 301–339.
- : Econometrics of Event Studies, Chapter 1, in: Eckbo, Bjørn Espen (Hrsg.), Handbook of corporate finance – Empirical corporate finance, Amsterdam 2007, S. 3–36.
- Kotz, Hans-Helmut*: Neoliberales oder ordoliberales Modell – Die Arbeitsteilung zwischen Wirtschaft und Staat, Besprechung von Michel Albert: Capitalisme contre Capitalisme. Edition du Seuil, Paris 1991. 316 S., 120 Franc., FAZ 23.03.1992, S. 16.
- Kraft, Arthur G./Vashishtha, Rahul/Venkatachalam, Mohan*: Frequent Financial Reporting and Managerial Myopia, Acc. Rev. 93 (2018), S. 249–275.
- Kräkel, Matthias*: Organisation und Management, 6. Aufl., Tübingen 2015.
- Kramer, Thorsten*: Als die Börsen bebten: 25 Jahre „Schwarzer Montag“, Börsen-Zeitung 19.10.2012, S. 8.
- Krämer, Lutz*: Zur Änderungsbefugnis von Marktorganisationsregeln – Besprechung der Entscheidung des Primary Markets Arbitration Panel, BKR 2001, 153, BKR 2001, S. 131–135.
- : Investorendialog des Aufsichtsrats – Best Practice oder rechtlicher Graubereich?, Der Aufsichtsrat 2017, S. 18–20.
- Kreipl, Markus/Müller, Stefan*: Ausweitung der Pflichtpublizität um eine Nichtfinanzielle Erklärung – RegE zur Umsetzung der CSR-Richtlinie, DB 2016, S. 2425–2428.
- Kromphardt, Jürgen/Schneider, Stephanie*: Erläuterungen zum Aufbau dieses Buches, in: Keynes, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, Übersetzung von Fritz Waeger, verbessert und um eine Erläuterung des Aufbaus ergänzt von Jürgen Kromphardt und Stephanie Schneider, 11. Aufl., Berlin 2009, S. XV–XXIX.
- Krüger Andersen, Paul*: Corporate Governance in Denmark, Scandinavian Studies in Law 45 (2004), S. 11–28.
- Krüger Andersen, Paul/Sørensen, Evelyne J. B.*: The Principle of Shareholder Primacy in Company Law from a Nordic and European Regulatory Perspective, Chapter 10, in: Birkmose, Hanne Søndergaard/ Neville, Mette/Sørensen, Karsten Engsig (Hrsg.), The European financial market in transition, Alphen aan den Rijn u. a. 2012, S. 169–198.
- Kruse, Oliver*: Angemessene Bonuszahlungen – eine Frage der Akzeptanz?!, Kreditwesen 2014, S. 1085–1087.
- Kübler, Friedrich*: Unternehmensstruktur und Kapitalmarktfunktion – Überlegungen zur Krise der Aktiengesellschaft, AG 1981, S. 5–13.
- Kübler, Friedrich/Assmann, Heinz-Dieter*: Gesellschaftsrecht – Die privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regelungsprobleme von Verbänden und Unternehmen, 6. Aufl., Heidelberg 2006.
- Kühnemund, Burkhard*: Von der Tugend der Gerechtigkeit zur Gerechtigkeit des Marktes – Der Widerspruch von religiöser Hoffnung und politischer Analyse in Adam Smith Theorie des freien Marktes, tabularasa November 2011, <<http://publikationen.ub.uni-frankfurt.de/frontdoor/index/index/docId/23096>> (geprüft am 11.06.2020).
- Kuhner, Christoph*: Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften, ZGR 2004, S. 244–279.
- Kumar, Rajeev/Jacobs, Howard*: 2015 Georgeson Annual Corporate Governance Review – Annual Meetings, Shareholder Initiatives, Proxy Contests, 27.10.2015.
- Kumpfan, Christoph*: Private Equity und der Schutz deutscher Unternehmen, AG 2007, S. 461–472.

- : Die Europäische Kapitalmarktunion und ihr Fokus auf kleinere und mittlere Unternehmen, ZGR 2016, S. 2–35.
- Kunz, Peter V.*: § 14 Börsengesellschaftsrecht, in: Jung, Peter/Kunz, Peter V./Bärtschi, Harald (Hrsg.), Gesellschaftsrecht, 2016, S. 691–726.
- Kuran, Timur/Sunstein, Cass R.*: Availability Cascades and Risk Regulation, 51 Stan. L. Rev. 683 (1999).
- Kurzweil, Ray*: The singularity is near – When humans transcend biology, New York 2005.
- Kuttner, Robert*: The squandering of America – How the failure of our politics undermines our prosperity, New York, NY 2007.
- La Porta, Rafael/Lopez-de-Silanes, Florencio/Shleifer, Andrei*: The Economic Consequences of Legal Origins, 46 J. Econ. Lit. 285–332 (2008).
- : Law and Finance After a Decade of Research, in: Constantinides, George M./Harris, Milton/Stulz, René M. (Hrsg.), Handbook of the economics of finance, Amsterdam, Boston 2013, S. 425–491.
- La Porta, Rafael/Lopez-de-Silanes, Florencio/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W.*: Law and Finance, J. Pol. Econ. 106 (1998), S. 1113–1155.
- Labbé, Marcus/Thomaszik, Bernd/Hertle, Michael*: Der Weg zu einer angemessenen und nachhaltigen Vorstandsvergütung, ZCG 2012, S. 265–271.
- Ladika, Tomislav/Sautner, Zacharias*: Managerial Short-Termism and Investment: Evidence from Accelerated Option Vesting, Rev. of Finance 24 (2020), S. 305–344.
- Laibson, David*: Golden Eggs and Hyperbolic Discounting, 112 QJE 443–477 (1997).
- Laing, Hector*: The Balance of Responsibilities, in: National Association of Pensions Funds (NAPF) (Hrsg.), Creative tension? – A collection of essays on issues arising from the relationships between the management of public companies and institutional investors, London 1990, S. 59–69.
- Lambert, Richard*: Sir Ralph's lessons on short-termism, Financial Times 22.05.2011, <<http://www.ft.com/cms/s/0/2c7c117c-849a-11e0-afcb-00144feabdc0.html>> (geprüft am 11.06.2020).
- Landgraf, Robert*: Weckruf auf New York – Blackrock-Chef Larry Fink alarmiert die Chefs der 200 größten Konzerne Europas, Handelsblatt 04.02.2016, S. 28–29.
- Langfermann, Georg/Maul, Silja*: Maßnahmenpaket der Europäischen Kommission zum Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, BB 2014, S. 1283–1294.
- : Überarbeitete EU-Aktionärsrechterichtlinie – gesetzgeberischer Handlungsbedarf bei der Vorstandsvergütung, BB 2017, S. 1218–1225.
- Lange, Manfred*: Bei Managergehältern versagt die Aufsicht, FAZ 20.06.2016, S. 20.
- Langendoen, Marco*: Long-Term or Short-Term Shareholdership: Does it Really Count?, in: Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (Hrsg.), Corporate governance, value creation and growth – The bridge between finance and enterprise, Paris 2012, S. 63–68.
- Langenvoort, Donald*: Behavioral theories of judgement and decision making in legal scholarship: a literature review, 51 Vand. L. Rev. 1449–1540 (1998).
- Langenvoort, Donald C.*: Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation, 97 Northwestern U.L. Rev. 135–188 (2002).
- : The Organizational Psychology of Hyper-Competition: Corporate Irresponsibility and the Lessons of Enron, 70 Geo. Wash. L. Rev. 968–975 (2002).
- Langevoort, Donald C.*: Selling hope, selling risk – Corporations, Wall Street, and the dilemmas of investor protection, New York, NY, United States of America 2016.
- Larcker, David F./McCall, Allan L./Ormazabal, Gaizka*: Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms, 58 J. Law & Ec. 173–204 (2015).
- Larcker, David F./Ormazabal, Gaizka/Taylor, Daniel J.*: The market reaction to corporate governance regulation, J. Fin. Ec. 101 (2011), S. 431–448.
- Larcker, David F./Reiss, Peter C./Xiao, Youfei*: Corporate Governance Data and Measures Revisited, Stanford November 2015, <<https://ssrn.com/abstract=2694802>> (geprüft am 11.06.2020).
- Larwood, Laurie/Whittaker, William*: Managerial myopia – Self-serving biases in organizational planning, J. Appl. Psych. 62 (1977), S. 194–198.
- Laufs, Adolf*: Zum Verhältnis Recht und Geschichte, JZ 1966, S. 434–436.
- Laux, Helmut/Gillenkirch, Robert M./Schenk-Mathes, Heike Y.*: Entscheidungstheorie, 9. Aufl., Berlin/Heidelberg 2014.
- Laverty, Kevin J.*: Economic „Short-Termism“: The Debate, the Unresolved Issues, and the Implications for Management Practice and Research, Acad. Manage. Rev. 21 (1996), S. 825–860.

- : Managerial myopia or systemic short-termism? – The importance of managerial systems in valuing the long term, *Management Decision* 42 (2004), S. 949–962.
- Lazonick, William*: Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U. S. Corporation, *Bus. Hist. Rev.* 84 (2010), S. 675–702.
- : Profits without prosperity, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), S. 46–55.
- : The Functions of the Stock Market and the Fallacies of Shareholder Value, July 20, 2017, <<https://ssrn.com/abstract=2993978>> (geprüft am 11.06.2020).
- Lazonick, William/Kort, Katharina*: Die Gier ist das Problem, *Handelsblatt* 10./11./12.2017, S. 54–55.
- Le Cannu, Paul/Dondero, Bruno*: *Droit des sociétés*, 3. Aufl., Paris 2009.
- Le Nabasque, Hervé*: L’inversion du droit de vote double dans les sociétés cotées, *Revue de droit bancaire et financier* 2013, Novembre–Decembre 2013, Repère 6.
- Leblanc, Richard*: International Corporate Governance Network, in: Idowu, Samuel O./Capaldi, Nicholas u. a. (Hrsg.), *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility*, Berlin, Heidelberg 2013, S. 1494–1495.
- Ledoux, Patrick*: *Le droit de vote des actionnaires*, Paris 2002.
- Lee, Joseph*: The Current Barriers to Corporate Takeovers in Japan – Do the UK Takeover Code and the EU Takeover Directive Offer a Solution?, *EBOR* 18 (2017), S. 761–783.
- Lee, Peggy M.*: A comparison of ownership structures and innovations of US and Japanese firms, *Manage. Decis. Econ.* 26 (2005), S. 39–50.
- Lee, Peggy M./O’Neill, Hugh M.*: Ownership Structures and R&D Investments of U. S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives, *Academy of Management Journal* 46 (2003), S. 212–225.
- Lehmann, Julius*: Soll bei einer Reform des Aktienrechts eine Annäherung an das englisch-amerikanische Recht in grundlegenden Fragen stattfinden?, in: *Schriftführer-Amt der ständigen Deputation* (Hrsg.), *Verhandlungen des Vierunddreißigsten Deutschen Juristentags* (Köln), Berlin/Leipzig 1926, S. 258–331 (zit. *Lehmann*, *Verhandlungen* 34. DJT – Gutachten).
- Lehmann, Karl*: Die geschichtliche Entwicklung des Aktienrechts bis zum Code de Commerce, *Reprograph. Nachdr. d. Ausg. Berlin 1895*, Frankfurt am Main 1968 (zit. *Lehmann*, *Entwicklung des Aktienrechts*).
- Leible, Stefan/Lehmann, Matthias* (Hrsg.): *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?*, Jena 2009.
- Leigh-Pemberton, Robin*: The developing role and responsibilities of institutional investors, *Bank of England Quarterly Bulletin* 24 (1984), S. 200–206.
- Leisner, Walter Georg*: Die subjektiv-historische Auslegung des Gemeinschaftsrechts Der „Wille des Gesetzgebers“ in der Judikatur des EuGH, *EuR* 2007, S. 689–706.
- Lenz, Susanne*: Renaissance des Depotstimmrechts – Der Vorschlag des Deutschen Sparkassen- und Giroverbands, *AG* 2006, S. 572–577.
- : Steigerung der Hauptversammlungsteilnahme durch monetäre Anreize?, *NZG* 2006, S. 534–535.
- Leonhart, Rainer*: *Psychologische Methodenlehre – Statistik – Mit 40 Tabellen; mit 64 Übungsfragen*, München 2008.
- Lerner, Josh/Gurung, Anuradha*: Executive Summary, in: dies. (Hrsg.), *Globalization of Alternative Investments – Working Papers Volume 1, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008*, S. vii–xi.
- Letourneur, Patrick*: L’actionnariat salarié, un développement résistible, *article 4, Droit des Sociétés* 2016, Mars 2016, S. 35–37.
- Lev, Baruch*: How to Win Investors Over, *Harv. Bus. Rev.* 89 (2011), S. 52–62.
- Levy, Laurence/Kutner, Jeremy/Miller, Frank/Burrows, Simon/Strecker, Paul/Scargill, Michael*: UK Corporate Governance Reform – the Government’s Final Proposals, 01.09.2017, <<https://www.shearman.com/perspectives/2017/09/uk-corporate-governance-reform>> (geprüft am 15.03.2021).
- Li, Zhi/Wang, Lingling*: Executive Compensation Incentives Contingent on Long-Term Accounting Performance, *Rev. Financ. Stud.* 29 (2016), S. 1586–1633.
- Lieberman, Verda/Samuels, Steven M./Ross, Lee*: The Name of the Game: Predictive Power of Reputations Versus Situational Labels in Determining Prisoner’s Dilemma Game Moves, *Pers. Soc. Psychol. Bull.* 30 (2004), S. 1175–1185.
- Liljeblom, Eva/Vaihekoski, Mika*: Corporate ownership and managerial short-termism – Results from a Finnish study of management perceptions, *Int. J. Production Economics* 117 (2009), S. 427–438.

- : Who Creates Short-Term Pressure? An Analysis of Firms with Different Ownership Structures, *Finnish J. of Bus. Ec.* 59 (2010), S. 239–264.
- Levitt, Theodore*: Marketing success through differentiation—of anything, *Harv. Bus. Rev.* 58 (1980), S. 83–91.
- Lewis, Leo*: Companies fail to buy into Japan’s stewardship code, *Financial Times* 23.10.2016, <<https://www.ft.com/content/138e73b4-98d3-11e6-8f9b-70e3cabccfae>> (geprüft am 11.06.2020).
- Leyendecker-Langner, Benjamin*: Kapitalmarktkommunikation durch den Aufsichtsratsvorsitzenden, *NZG* 2015, S. 44–47.
- Leyens, Patrick*: Referat Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), *Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages – München 2012, II/1, München 2013, N 13 – N 29* (zit. *Leyens*, *Sitzungsberichte* 69. DJT Bd. II/1, II/1).
- Lieder, Jan*: 10. Kapitel: Die Aktienrechtsnovelle vom 11. Juni 1870, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel – Band I: Entwicklung des Aktienrechts*, Tübingen 2007, S. 318–387.
- Liekefett, Haakon Kai*: Die EU-Übernehmerichtlinie aus ökonomischer Perspektive – Analyse und Bewertung einschließlich eines Vergleichs mit dem Übernahmerecht in Großbritannien, der USA und Japans, *RIW* 2004, S. 824–836.
- Link, Albert N.*: The Changing Composition of R & D, *Manage. Decis. Econ.* 6 (1985), S. 125–128.
- Lipton, Martin*: Takeover Bids in the Target’s Boardroom, 35 *Bus. Law.* 101–134 (1979).
- : Takeover Bids in the Target’s Boardroom: A Response to professors Easterbrook and Fischel, 55 *N.Y.U. L. Rev.* 1231–1236 (1980).
- : Takeover Bids in the Target’s Boardroom; An Update After One Year, 36 *Bus. Law.* 1017–1028 (1981).
- : Comment on Mark Roe, Takeover Politics, in: Blair, Margaret M. (Hrsg.), *The Deal Decade – What Takeovers and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance*, Washington, D.C. 1993, S. 353–357.
- : Pills, Polls, and Professors Redux, 69 *U. Chicago L. Rev.* 1037–1065 (2002).
- : Twenty-Five Years After Takeover Bids in the Target’s Boardroom: Old Battles, New Attacks and the Continuing War, 60 *Bus. Law.* 1369–1382 (2005).
- : The Threat to the Economy and Society from Activism and Short-Termism Updated, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 27.01.2015, <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2015/01/27/the-threat-to-the-economy-and-society-from-activism-and-short-termism-updated/#more-68007>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Promoting Long-Term Value Creation – The Launch of the Investor Stewardship Group (ISG) and ISG’s Framework for U. S. Stewardship and Governance, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 01.02.2017, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/02/01/promoting-long-term-value-creation-the-launch-of-the-investor-stewardship-group-isg-and-isgs-framework-for-u-s-stewardship-and-governance/>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Corporate Governance – The New Paradigm, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 01.09.2017, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/09/01/corporate-governance-the-new-paradigm-2/#more-101200>> (geprüft am 11.06.2020).
- Lipton, Martin/Brownstein, Andrew R.*: Takeover Responses and Directors’ Responsibilities—An Update, 40 *Bus. Law.* 1403–1430 (1985).
- Lipton, Martin/Niles, Sebastian V.*: Corporate Governance—the New Paradigm, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 01.09.2017, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/09/01/corporate-governance-the-new-paradigm-2/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Lipton, Martin/Rosenblum, Steven*: A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors, 58 *U. Chicago L. Rev.* 187–253 (1991).
- Lipton, Martin/Rosenblum, Steven A.*: Election Contests In the Company’s Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come, 59 *Bus. Law.* 67–94 (2003).
- Lipton, Martin/Rowe, Paul K.*: Pills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gilson, 27 *Del. J. Corp. L.* 1–55 (2002).
- : The Inconvenient Truth About Corporate Governance: Some Thoughts On Vice-Chancellor Strine’s Essay, 33 *J. Corp. L.* 63–71 (2007).
- Lipton, Martin/Savitt, William*: The Many Myths of Lucian Bebchuk, 93 *Va. L. Rev.* 733–758 (2007).

- Lipton, Martin/Steinberger, Erica H.*: Takeovers and freezeouts, New York, N. Y. 1978–1979.
- Littlechild, Stephen*: Myths and Merger Policy, in: Fairburn, James A./Kay, John A. (Hrsg.), Mergers and merger policy, Oxford 1989, S. 301–321.
- Lleshaj, Denisa/Muschallik, Marco/Wu, Chenzi*: Aktuelle Kapitalmarktkommunikation und neue Anforderungen an das Zusammenspiel von Aufsichtsrat, Vorstand und Wirtschaftsprüfer – Bericht über die Schmalenbach-Tagung 2016 in Köln, KoR 2016, S. 366–377.
- Löbbe, Marc/Fischbach, Jonas*: Das Vergütungsvotum der Hauptversammlung nach § 120 Abs. 4 AktG n.F., WM 2013, S. 1625–1637.
- Lobo, Gerald J./Manchiraju, Hariom/Sridharan, Sri S.*: Accounting and economic consequences of CEO paycuts, J. Accounting & Public Policy 37 (2018), S. 1–20.
- Loesch, Achim von*: Die gemeinwirtschaftliche Unternehmung – Vom antikapitalistischen Ordnungsprinzip zum marktwirtschaftlichen Regulativ, Köln 1977.
- Loescher, Samuel M.*: Bureaucratic measurement, shuttling stock shares, and shortened time horizons: implications for economic growth, Q. Rev. Econ. Bus. 24 (1984), S. 8–23.
- Loewenstein, George*: Out of Control – Visceral Influences on Behavior, Org. Beh. & Human Dec. Proc. 65 (1996), S. 272–292.
- Loewenstein, George/O'Donoghue, Ted/Rabin, Matthew*: Projection Bias in Predicting Future Utility, 118 QJE 1209–1248 (2003).
- Logue, Dennis E.*: Counter Evidence on Managements' Investment Myopia, Cal. Management Rev. 28 (1985), S. 169–178.
- Lohalm, Uwe*: Völkischer Radikalismus – Die Geschichte des Deutschvölkischen Schutz- und Trutzbundes 1919–1923, Hamburg 1970.
- Lomax, David*: The Role of Banks, in: Dimsdale, Nicholas H./Prevezer, Martha (Hrsg.), Capital markets and corporate governance – [the book stems from a conference organized by the National Economic Development Office in November 1991], Oxford 1994, S. 161–178.
- Lonie, A. A./Sinclair, C. D./Power, D. M./Michaelson, R. M.*: External financial pressures on UK companies 1978–91: an examination of the impact of interest rates in two recessions, in: Ghosh, Dilip Kumar/Khaksari, Shahriar (Hrsg.), Managerial finance in the corporate economy, London, New York 1995, S. 343–370.
- Lord Nicholls of Birkenhead*: Trustees and Their broader Community: Where Duty, Morality and Ethics converge, 70 Australian L. J. 205–216 (1996).
- Lorsch, Jay W./MacIver, Elizabeth*: Pawns or Potentates – The Reality of America's Corporate Boards, Boston, Mass. 1989.
- Louven, Christoph/Ingwersen, Malte*: Wie nachhaltig muss die Vorstandsvergütung sein?, BB 2013, S. 1219–1222.
- Loewenstein, Louis*: Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation, 83 Colum. L. Rev. 249–334 (1983).
- : Management Buyouts, 85 Colum. L. Rev. 730–784 (1985).
- Lowry, John*: The Duty of Loyalty of Companies Directors – Bridging the Accountability Gap through Efficient Disclosure, C. L. J. 68 (2009), S. 607–622.
- Lucier, Chuck/Kocourek, Paul/Habbel, Rolf*: CEO Succession 2005 – The Crest of the Wave, reprint number 06210, strategy+business 43 (2006), S. 1–14.
- Ludlam, Steve*: New Labour, Arbeitsmarktpolitik und Arbeitsbeziehungen, in: Kastendiek, Hans/Sturm, Roland (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien – Geschichte, Politik, Wirtschaft, Gesellschaft, 3. Aufl., Bonn 2006, S. 456–477.
- Lundstrum, Leonard L.*: Corporate investment myopia: a horserace of the theories, J. Corp. Fin. 8 (2002), S. 353–371.
- Lüpold, Martin*: Wirtschaftskrieg, Aktienrecht und Corporate Governance: der Kampf der Schweizer Wirtschaft gegen die „wirtschaftliche Überfremdung“ im Ersten und Zweiten Weltkrieg, Schweizerische Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialgeschichte 23 (2008), S. 99–115.
- : Der Ausbau der „Festung Schweiz“: Aktienrecht und Corporate Governance in der Schweiz, 1881–1961, Dissertation, Universität Zürich Herbst 2008 (zit. Lüpold, Ausbau der Festung Schweiz).
- Lutter, Marcus*: Die Zukunft der Aktie – Vorbemerkungen zur Podiumsdiskussion –, AG 1981, S. 21–24.
- : Die Auslegung angeglichenen Rechts, JZ 1992, S. 593–607.
- : Aktienoptionen für Führungskräfte – de lege lata und de lege ferenda, ZIP 1997, S. 1–9.

- : Summa, ZGR 2008, S. 434–435.
- Lutter, Marcus/Schmidt, Jessica/Bayer, Walter*: Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht – Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien, 5. Aufl., Berlin 2012.
- Lutter, Marcus/Schneider, Uwe H.*: Die Beteiligung von Ausländern an inländischen Aktiengesellschaften – Möglichkeiten der Beschränkung nach geltendem Recht und Vorschläge de lege ferenda, ZGR 1975, S. 182–211.
- Lutter, Marcus/Wahlers, Henning W.*: Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts, AG 1989, S. 1–17.
- MacDonald, Laura D./Richardson, Alan J.*: Alternative Perspectives in the Development of American Management Accounting: Relevance Lost induces Renaissance, J. Acc. Lit. 21 (2002), S. 120.
- Macey, Jonathan R.*: Externalities, Firm-Specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes, 1989 Duke L. J. 173–201 (1989).
- : Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron, 89 Cornell L. Rev. 394–422 (2004).
- MacIntosh, Jeff*: Directors' duties in Canada: paintings in a stream?, in: Paolini, Adolfo (Hrsg.), Research handbook on directors' duties, Cheltenham 2013, S. 44–71.
- MacNeil, Iain*: Activism and collaboration among shareholders in UK listed companies, Capital Markets L. J. 5 (2010), S. 419–438.
- Mahn, Kurt*: Neue Vorschläge zur Aktienrechtsreform, Der deutsche Volkswirt 1934, S. 1687–1690.
- : Die Stellung des Kleinaktionärs, Der deutsche Volkswirt 1935, S. 1805–1807.
- Mahoney, James M./Sundaramurthy, Chamu/Mahoney, Joseph T.*: The effects of corporate antitakeover provisions on long-term investment – Empirical evidence, Manage. Decis. Econ. 18 (1997), S. 349–365.
- Makman, David*: The 2013 Symposium on Corporate Governance in Japan, 11 Hastings Bus. L. J. 57–65 (2015).
- Malinvaud, Edmond*: Discussion of Julian Franks and Colin Mayer, Capital Markets and Corporate Control, Economic Policy 5 (1990), S. 218–220.
- Mallin, Christine A.*: Corporate governance, 5. Aufl., New York/Oxford 2016.
- Malmendier, Ulrike/Shanthikumar, Devin*: Do Security Analysts Speak in Two Tongues?, Rev. Financ. Stud. 27 (2014), S. 1287–1322.
- Malmendier, Ulrike/Tate, Geoffrey*: CEO Overconfidence and Corporate Investment, J. Fin. 60 (2005), S. 2661–2700.
- : Who makes acquisitions? – CEO overconfidence and the market's reaction, J. Fin. Ec. 89 (2008), S. 20–43.
- : Behavioral CEOs – The Role of Managerial Overconfidence, J. Econ. Persp. 29 (2015), S. 37–60.
- Malmendier, Ulrike/Tate, Geoffrey/Yan, Jon*: Overconfidence and Early-Life Experiences – The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies, J. Fin. 66 (2011), S. 1687–1733.
- Malmendier, Ulrike/Taylor, Timothy*: On the Verges of Overconfidence, J. Econ. Persp. 29 (2015), S. 3–8.
- Maltby, Josephine*: UK joint stock companies legislation 1844–1900: accounting publicity and „mercantile caution“, Accounting History 3 (1998), S. 9–32.
- Mankiw, N. Gregory*: New issues in corporate finance, Euro. Econ. Rev. 32 (1988), S. 1183–1186.
- Mankiw, Nicholas Gregory*: Makroökonomik – Mit vielen Fallstudien, 6. Aufl., Stuttgart 2011.
- Manne, Henry G.*: The „Higher Criticism“ of the Modern Corporation, 62 Colum. L. Rev. 399–432 (1962).
- : Mergers and the Market for Corporate Control, J. Pol. Econ. 73 (1965), S. 110–120.
- : Shareholder Social Proposals Viewed by an Opponent, 24 Stan. L. Rev. 481–506 (1972).
- : A Free Market Model of a Large Corporation System, 52 Emory L. J. 1381–1400 (2003).
- Mareuse, Olivier*: Fostering Long-term Investment and Economic Growth, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), S. 83–86.
- Marginson, David/McAulay, Laurie*: Exploring the debate on short-termism – A theoretical and empirical analysis, Strat. Mgmt. J. 29 (2008), S. 273–292.
- Marginson, David/McAulay, Laurie/Roush, Melvin/van Zijl, Tony*: Performance Measures and Short-Termism – An Exploratory Study, Acc. & Bus. Res. 40 (2009), S. 353–370.
- Markham, Jerry W.*: High-Speed Trading on Stock and Commodity Markets – From Courier Pigeons to Computers, 52 San Diego L. Rev. 555–618 (2015).

- Marsch-Barner, Reinhard*: Zum Begriff der Nachhaltigkeit in § 87 Abs. 1 AktG, ZHR 175 (2011), S. 737–745.
- Marsh, Jonathan*: Loi Florange – Un regard outre-Atlantique et point de vue au sein d’une entreprise multinationale, Bulletin Joly Bourse 2014, S. 483–487.
- Marsh, Paul*: Short-termism on Trial, October 1990.
- : Short-termism, in: Newman, Peter K./Murray, Milgate/Eatwell, John (Hrsg.), The new Palgrave Dictionary of Money & Finance – N-Z, Bd. 3, London 1992, S. 446–453.
  - : Market Assessment of Company Performance, in: Dimsdale, Nicholas H./Prevezer, Martha (Hrsg.), Capital markets and corporate governance – [the book stems from a conference organized by the National Economic Development Office in November 1991], Oxford 1994, S. 66–98.
- Marshall, Alfred*: Principles of Economics – An introductory volume, 8. Aufl., London 1920.
- : Industry and Trade – A study of industrial technique and business organization; and of their influences on the conditions of various classes and nations, 3. Aufl., London 1932.
- Marston, C. L./Craven, B. M.*: A survey of corporate perceptions of short-termism among analysts and fund managers, Eur. J. Fin. 4 (1998), S. 233–256.
- Martens, Klaus-Peter*: Erwerb und Veräußerung eigener Aktien im Börsenhandel – Überlegungen de lege ferenda, AG 1996, S. 337–349.
- Martens, Sebastian A. E.*: Methodenlehre des Unionsrechts, Tübingen 2013.
- Martin, Didier/Angel, Karine*: L’instauration d’un droit de vote double automatique – Une ambition à la Phyrus?, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, Heft 5, S. 21–28.
- Martin, Roger L.*: The Public Corporation Is Finally in Eclipse, Harv. Bus. Rev. 92 (2014), S. 36.
- Martins, Nuno*: Can neuroscience inform economics? Rationality, emotions and preference formation, Cambridge J. Ec. 35 (2011), S. 251–267.
- Martynova, Marina/Renneboog, Luc*: The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the Fifth Takeover Wave, Eur. Financial Management 17 (2011), S. 208–259.
- Massa, Massimo/Zhang, Bohui/Zhang, Hong*: The Invisible Hand of Short Selling – Does Short Selling Discipline Earnings Management?, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), S. 1701–1736.
- Mathis, Klaus*: Effizienz statt Gerechtigkeit? – Auf der Suche nach den philosophischen Grundlagen der Ökonomischen Analyse des Rechts, 3. Aufl., Berlin 2009.
- : Effizienz statt Gerechtigkeit? – Auf der Suche nach den philosophischen Grundlagen der Ökonomischen Analyse des Rechts, 3. Aufl., Berlin 2009.
- Matsumoto, Dawn A.*: Management’s Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises, Acc. Rev. 77 (2002), S. 483–514.
- Mattig, Daniel*: Kurze Leitungswege für den Handel in Milli- und Mikrosekunden – Zu den latenzminimierenden Infrastrukturen an Börsen und multilateralen Handelssystemen, WM 2014, S. 1940–1946.
- Mauboussin, Michael/Callahan, Dan*: A Long Look at Short-Termism: Questioning the Premise, J. Appl. Corporate Finance 27 (2015), S. 70–82.
- Maurenbrecher, Patrick S.*: Sanierung mittelständischer Unternehmungen durch Private Equity-Gesellschaften – Fallstudienuntersuchungen, Modellentwicklung, Gestaltungsempfehlungen, Mering 2008.
- Maurer, Michael*: Geschichte Englands, 3. Aufl., Stuttgart 2014.
- Mayer, Colin*: The Assessment: Financial Systems and Corporate Investment, Oxf. Rev. Econ. Policy 3 (1987), S. i–xvi.
- : New issues in corporate finance, Euro. Econ. Rev. 32 (1988), S. 1167–1183.
  - : Stock-markets, Financial Institutions, and Corporate Performance, in: Dimsdale, Nicholas H./Prevezer, Martha (Hrsg.), Capital markets and corporate governance – [the book stems from a conference organized by the National Economic Development Office in November 1991], Oxford 1994, S. 179–194.
  - : Regulating for Value Creation: What is the Link between Market Confidence and Contractual Freedom?, in: Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (Hrsg.), Corporate governance, value creation and growth – The bridge between finance and enterprise, Paris 2012, S. 33–39.
  - : Firm Commitment – Why the corporation is failing us and how to restore trust in it, Oxford 2013.
  - : Who’s responsible for irresponsible business? – An assessment, Oxf. Rev. Econ. Policy 33 (2017), S. 157–175.
- Mayer, Colin/Alexander, Ian*: Banks and securities markets – Corporate financing in Germany and the United Kingdom, Journal of the Japanese and International Economies 4 (1990), S. 450–475.

- : *Stock Markets and Corporate Performance: A Comparison of Quoted and Unquoted Firms*, London August 1991, <[http://cepr.org/active/publications/discussion\\_papers/dp.php?dpno=571](http://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=571)> (geprüft am 11.06.2020).
- Mayer, D. G.*: Does Manufacturing Matter?, *National Institute Ec. Rev.* 122 (1987), S. 47–58.
- Mayshar, Joram*: Investors' time horizon and the inefficiency of the capital markets, 92 *QJE* 187–208 (1978).
- Mazzucato, Mariana*: Policy impact in Europe, <<https://marianamazzucato.com/policy/impact/>> (geprüft am 06.08.2021).
- : *Das Kapital des Staates – Eine andere Geschichte von Innovation und Wachstum*, Aus dem Englischen von Ursel Schäfer, München 2014.
- McCahery, Joseph A./Vermeulen, Erik P.M./Hisatake, Masato*: The Present and Future of Corporate Governance: Re-Examining the Role of the Board of Directors and Investor Relations in Listed Companies, *ECFR* 10 (2013), S. 117–163.
- McCloskey, Deirdre Nansen*: Comment on “Putting Integrity Into Finance: A Purely Positive Approach” (by Werner Erhard and Michael C. Jensen), *Capitalism & Society* 12 (2017), Heft 1, Beitrag 5, S. 1–12.
- McConnell, John J./Muscarella, Chris J.*: Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm, *J. Fin. Ec.* 14 (1985), S. 399–422.
- McCormack, Alfred*: *Review: Stock Watering: The Judicial Valuation of Property for Stock – Issue Purposes*. By David L. Dodd. New York, Columbia University Press, 1930. pp. vii, 333. \$4.75., 40 Yale L. J. 1344–1345 (1931).
- McDonald, Robert/Siegel, Daniel*: The Value of Waiting to Invest, 101 *QJE* 707–727 (1986).
- McDonald, Robert L.*: Real Options and Rules of Thumb in Capital Budgeting, in: Brennan, Michael J./Trigeorgis, Lenos (Hrsg.), *Project flexibility, agency, and competition – New developments in the theory and application of real options*, New York, NY 2000, S. 13–33.
- McDonnell, Brett H.*: Setting Optimal Rules for Shareholder Proxy Access, 43 *Ariz. St. L.J.* 67–123 (2011).
- McGregor, Jena*: Are Patents the Measure of Innovation?, May 4, 2007, <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2007-05-04/are-patents-the-measure-of-innovation-businessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>> (geprüft am 11.06.2020).
- McGregor, Lynn*: Corporate Governance in South Africa, in: Mallin, Chris A. (Hrsg.), *Handbook on international corporate governance – Country analyses*, 2. Aufl., Cheltenham, U. K. 2011, S. 390–413.
- McKersie, Michael*: The Stewardship Code and the pattern of engagement by institutional shareholders with listed companies, *Capital Markets L.J.* 5 (2010), S. 439–442.
- McNamara, Steven*: The Law and Ethics of High-Frequency Trading, *Minnesota Journal of Law, Science & Technology* 17 (2016), S. 71–152.
- McShane, Steven L./von Glinow, Mary Ann Young*: *Organizational behavior*, 8. Aufl., New York, NY 2018.
- McSweeney, Brendan*: Hofstede's Model of National Cultural Differences and their Consequences – A Triumph of Faith – a Failure of Analysis, *Human Relations* 55 (2002), S. 89–118.
- : The Essentials of Scholarship – A Reply to Geert Hofstede, *Human Relations* 55 (2002), S. 1363–1372.
- Medintz, Scott*: The 25 Most Influential Business Management Books: Out of the Crisis (1982), by W. Edwards Deming, 09.08.2011, <[http://content.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,2086680\\_2086683\\_2087681,00.html](http://content.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,2086680_2086683_2087681,00.html)> (geprüft am 11.06.2020).
- Mehra, Rajnish/Prescott, Edward C.*: The equity premium – A puzzle, *J. Monetary Ec.* 15 (1985), S. 145–161.
- : The Equity Premium in retrospect, Chapter 14, in: Constantinides, George M./Harris, Michael/Stulz, René M. (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance – Volume 1, Part B: Financial Markets and Asset Pricing*, 1B, 2003, S. 889–938.
- Meier-Schatz, Christian J.*: *Managermacht und Marktkontrolle – Bemerkungen zur amerikanischen Debatte um Übernahmeangebot und Markt für Unternehmenskontrolle*, *ZHR* 149 (1985), S. 76–108.
- Melis, Daniëlle Adriana Maria*: *The institutional investor stewardship myth – A theoretical, legal and empirical analysis of prescribed institutional investor stewardship in a Dutch context*, Thesis, Neyenrode Business Universiteit 2014 (zit. *Melis*, institutional).
- Menger, Carl*: *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre – Erster, Allgemeiner Theil*, Wien 1871 (zit. *Menger*, *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*).

- Menichetti, Marco*: Aktien-Optionsprogramme für das Top-Management – Mit kritischer Analyse aktueller Beispiele, DB 1996, S. 1688–1692.
- Mense, Christian/Klie, Marcus*: Geplante Kodex-Änderungen für 2017 – Investorengespräche des Aufsichtsratsvorsitzenden und Compliance im Fokus der Kodex-Kommission, GWR 2017, S. 1–5.
- Mergenthaler, Richard/Rajgopal, Shivaram/Srinivasan, Suraj*: CEO and CFO Career Penalties to Missing Quarterly Analysts Forecasts, August 2012, <<https://ssrn.com/abstract=1152421>> (geprüft am 11.06.2020).
- Merkle, Christoph/Weber, Martin*: True overconfidence – The inability of rational information processing to account for apparent overconfidence, *Org. Beh. & Human Dec. Proc.* 116 (2011), S. 262–271.
- Merkt, Hanno*: Zur Entwicklung des deutschen Börsenrechts von den Anfängen bis zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, in: Hopt, Klaus J. (Hrsg.), *Börsenreform – Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart 1997, S. 17–141.
- : Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? – Börsenrechtliches Teilgutachten, Gutachten G, in: Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), *Verhandlungen des Vierundsechzigsten Deutschen Juristentages – Berlin 2002, München 2002, G1-G144* (zit. *Merkt*, Gutachten 64. DJT).
- : *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*, 3. Aufl., Frankfurt am Main 2013.
- Merkt, Hanno/Binder, Jens-Hinrich*: Änderungen im Übernahmerecht nach Umsetzung der EG-Übernehmerichtlinie: Das deutsche Umsetzungsgesetz und verbleibende Problemfelder, BB 2006, S. 1285–1292.
- Merkt, Hanno/Göthel, Stephan R.*: Vorschriften und Ansätze der Quartalsberichterstattung: Vergleich USA – Deutschland, RIW 2003, S. 23–32.
- Merle, Philippe/Fauchon, Anne*: *Sociétés commerciales*, 19. Aufl., Paris 2015.
- : *Sociétés commerciales*, 20. Aufl., Paris 2016.
- Mertens, Bernd*: *Rechtsetzung im Nationalsozialismus*, Tübingen 2009.
- Mertens, Hans-Joachim*: Der Aktionär als Wahrer des Rechts?, AG 1990, S. 49–55.
- : Förderung von, Schutz vor, Zwang zu Übernahmeangeboten?, AG 1990, S. 252–259.
- Mestmäcker, Ernst-Joachim*: *Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre – Eine rechtsvergleichende Untersuchung nach deutschem Aktienrecht und dem Recht der Corporations in den Vereinigten Staaten*, Karlsruhe 1958.
- Mestre, Jacques* (Hrsg.): *Le Lamy sociétés commerciales*, 2016. Aufl., Paris 2016.
- Meulbroek, Lisa K./Mitchell, Mark L./Mulherin, J. Harold/Netter, Jeffrey M./Poulsen, Annette B.*: Shark Repellents and Managerial Myopia – An Empirical Test, *J. Pol. Econ.* 98 (1990), S. 1108–1117.
- Meurer, Franz/Ott, Jochen/Sprong, Peter*: *Rheinischer Kapitalismus – Eine Streitschrift für mehr Gerechtigkeit*, Köln 2014.
- Meyer, Elske*: *Vorstandsvergütung – Eine rechtsökonomische Analyse zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*, Baden-Baden 2013.
- Michaels, Ralf*: Comparative Law by Numbers? Legal Origins Thesis, Doing Business Reports, and the Silence of Traditional Comparative Law, 57 *Am. J. Comp. L.* 765–796 (2009).
- Michaely, Roni/Roberts, Michael R.*: Corporate Dividend Policies – Lessons from Private Firms, *Rev. Financ. Stud.* 25 (2012), S. 711–746.
- Michalka, Wolfgang*: Vernetzt auf unterschiedlichen Ebenen: Walther Rathenau als Krisenmanager und Visionär „kommender Dinge“, in: Hempel, Wolfgang/Brachmann, Botho (Hrsg.), *Die Kunst des Vernetzens – Festschrift für Wolfgang Hempel*, Berlin 2006, S. 235–249 (zit. *Michalka*, FS Hempel).
- Michalski, Lutz*: Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152–163.
- Micheler, Eva*: Facilitating Investor Engagement and Stewardship, EBOR 14 (2013), S. 29–56.
- : Building a Capital Markets Union – Improving the Market Infrastructure, EBOR 17 (2016), S. 481–495.
- Middleton, Miles/Cowling, Marc/Samuels, John/Sudgen, Roger*: Small Firms and Clearing Banks, in: Dimsdale, Nicholas H./Prevezer, Martha (Hrsg.), *Capital markets and corporate governance – [the book stems from a conference organized by the National Economic Development Office in November 1991]*, Oxford 1994, S. 141–160.

- Mieck, Ilja*: Wirtschaft und Gesellschaft Europas von 1650 bis 1850, in: ders. (Hrsg.), Europäische Wirtschafts- und Sozialgeschichte von der Mitte des 17. Jahrhunderts bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts, Stuttgart 1993, S. 1–234.
- Mietzner, Mark/Schweizer, Denis*: Private equity activism and the consequences for targets and rivals in Germany, Chapter 18, in: Cumming, Douglas (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Private Equity*, New York 2012, S. 495–520.
- Mietzner, Mark/Schweizer, Denis/Tyrell, Marcel*: Intra-Industry Effects of Shareholder Activism in Germany – Is there a Difference between Hedge Fund and Private Equity Investments?, *Schmalenbach Bus. Rev.* 63 (2011), S. 151–185.
- Milbradt, Konstantin/Oehmke, Martin*: Maturity rationing and collective short-termism, *J. Fin. Ec.* 118 (2015), S. 553–570.
- Mildner, Stormy-Annika*: Kapitel C: Wirtschaft und Finanzen, in: Lösche, Peter (Hrsg.), *Länderbericht USA – Geschichte, Politik, Wirtschaft, Gesellschaft, Kultur*, 5. Aufl., [Bonn] 2008, S. 471–578.
- Miles, David*: Testing for Short Termism in the UK Stock Market, *Ec. J.* 103 (1993), S. 1379–1396.
- : Testing for Short Termism in the UK Stock Market – A Reply, *Ec. J.* 105 (1995), S. 1224–1227.
- Mill, John Stuart*: *Principles of Political Economy – with some of their applications to social phylosophy*, edited with an introduction by Sir W. J. Ashley, London 1936/1909.
- Miller, Danny/Le Breton-Miller, Isabelle*: Challenge versus Advantage in Family Business, *Strategic Organization* 1 (2016), S. 127–134.
- Miller, Merton H./Rock, Kevin*: Dividend Policy under Asymmetric Information, *J. Fin.* 40 (1985), S. 1031–1051.
- Millon, David*: Why Is Corporate Management Obsessed with Quarterly Earnings and What Should Be Done About It?, *70 Geo. Wash. L. Rev.* 890–920 (2002).
- Minder, Thomas/Kuster, Claudio*: Das Schreckgespenst der jährlichen Verwaltungsratswahl, *NZZ* 24.01.2013, S. 15.
- Mirvis, Theodore N./Rowe, Paul K./Savitt, William*: Bebchuk’s “Case for Increasing Shareholder Power”: An Opposition, *120 Harv. L. Rev.* 43–54 (2007).
- Mises, Ludwig von*: Keynes, J. M.: Das Ende des Laissez-Faire, *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft* 82 (1927), S. 190–191.
- Mitchell, Lawrence E.*: A Critical Look at Corporate Governance, *45 Vand. L. Rev.* 1263–1318 (1992).
- (Hrsg.): *Progressive corporate law*, Boulder 1995.
- : *Corporate irresponsibility – America’s newest export*, New Haven 2001.
- : The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance, *48 Vill. L. Rev.* 1189–1215 (2003).
- : *The speculation economy – How finance triumphed over industry*, San Francisco, Calif. 2007.
- : *The Legitimate Rights of Public Shareholders*, *66 Wash. & Lee L. Rev.* 1635–1682 (2009).
- Mitchell, Mark L./Mulherin, Harold J.*: The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity, *J. Fin. Ec.* 41 (1996), S. 193–229.
- Mitchell, Scott/Bromiley, Philip/Souder, David*: A Comparison of Explanations for Firm Temporal Orientations, <[http://gfr-mo.dauphine.fr/fileadmin/mediatheque/masters/crepa/A\\_Comparison\\_of\\_Explanations\\_-\\_Org\\_Science\\_with\\_Cover.pdf](http://gfr-mo.dauphine.fr/fileadmin/mediatheque/masters/crepa/A_Comparison_of_Explanations_-_Org_Science_with_Cover.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Mizik, Natalie*: The Theory and Practice of Myopic Management, *J. Marketing Res.* 47 (2010), S. 594–611.
- Mizik, Natalie/Jacobson, Robert*: Myopic Marketing Management – Evidence of the Phenomenon and Its Long-Term Performance Consequences in the SEO Context, *Marketing Science* 26 (2007), S. 361–379.
- : The Cost of Myopic Management, *Harv. Bus. Rev.* 85 (2007), 22, 24.
- Moerland, Pieter W.*: Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems, *J. Ec. Beh. & Org.* 26 (1995), S. 17–34.
- Mohr, Daniel*: Norwegen ist größter Aktionär im deutschen Mittelstand, *FAZ* 27.01.2016, S. 25.
- : Deutsche Börse plant Großfusion, *FAZ* 24.02.2016, S. 15.
- : Nur 63 Prozent der Aktionäre sind für die Börsenfusion, *FAZ* 30.07.2016, S. 17.
- : Warnung der Aktionäre, Kommentar, *FAZ* 30.07.2016, S. 17.
- : Gabriel bekommt sein Börsensegment, *FAZ* 22.11.2016, S. 27.
- : Neuer Markt, *FAZ* 22.11.2016, S. 27.
- : Scale soll der bessere „Neue Markt“ werden, *FAZ* 02.03.2017, S. 27.

- Mohr, Daniel/Mussler, Werner*: Und wieder scheitert eine Börsenfusion, FAZ 28.02.2017, S. 15.
- Moizer, Peter/Arnold, John*: Share Appraisal by Investment Analysts – Portfolio vs. Non-Portfolio Managers, *Acc. & Bus. Res.* 14 (1984), S. 341–348.
- Möller, Andreas/Pöttsch, Thorsten*: Das neue Übernahmerecht – Der Regierungsentwurf vom 11. Juli 2001, ZIP 2001, S. 1256–1262.
- Moloney, Niamh*: Institutional Governance and Capital Markets Union: Incrementalism or a „Big Bang“?, ECFR 2016, S. 376–423.
- Monks, Robert A. G.*: Corporate ‚Catch-22‘, Wall Street Journal 05.01.1988.
- Moon, Jeremy*: United Kingdom – An Explicit Model of Business-Society Relations, in: Habisch, André/Wegner, Martina u. a. (Hrsg.), *Corporate Social Responsibility Across Europe*, s.l. 2005, S. 51–65.
- Moore, John*: British Privatization–Taking Capitalism to the People, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 115–124.
- Moore, Marc T.*: United Kingdom – The scope and dynamics of corporate governance regulation, in: Hopt, Klaus J./Fleckner, Andreas M. (Hrsg.), *Comparative corporate governance – A functional and international analysis*, Cambridge 2013, S. 913–955.
- Moore, Marc T./Walker-Arnott, Edward*: A Fresh Look at Stock Market Short-termism, *J.L. & Soc.* 41 (2014), S. 416–445.
- Moore, Peter G.*: The Wilson Committee Review of the Functioning of Financial Institutions – Some Statistical Aspects, *J.R. Statist. Soc. A* 144 (1981), S. 32–46.
- Moorhouse, H. F.*: No Mean City? The Financial Sector and the Decline of Manufacturing in Britain, *Work, Employment & Society* 3 (1989), S. 105–118.
- Morck, Randall/Wolfenzon, Daniel/Yeung, Bernard*: Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth, 43 *J. Econ. Lit.* 655–720 (2005).
- Morck, Randall K./Stangeland, David A./Yeung, Bernard*: Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease?, in: Morck, Randall K. (Hrsg.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago 2000, S. 319–369.
- Morita, Akio*: Partnering for Competitiveness: The Role of Japanese Business, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 76–83.
- Morley, John*: The Separation of Funds and Managers – A Theory of Investment Fund Structure and Regulation, 123 *Yale L.J.* 1228–1287 (2014).
- Mortal, Sandra/Reisel, Natalia*: Capital Allocation by Public and Private Firms, *J. Financ. Quant. Anal.* 48 (2013), S. 77–103.
- Mortier, Renaud*: « En marche » Renault...et au pas!, *Droit des Sociétés* 2016, Juin 2016, S. 6.
- Mosakowski, Elaine/Earley, P. Christopher*: A Selective Review of Time Assumptions in Strategy Research, *Acad. Manage. Rev.* 25 (2000), S. 796–812.
- Möslein, Florian*: Bedarf es einer Europäischen Rechtsform für soziales Unternehmertum? Die erste Seite (Heft 5/2015), EWS 2015, S. I.
- Moßdorf, Björn*: Spezielles Gesellschaftsrecht für börsennotierte Aktiengesellschaften in den EG-Mitgliedstaaten, Berlin 2010.
- Mouial-Bassilana, Eva/Parachkévoa, Irina*: Les apports de la loi Florange au droit des sociétés, *Bulletin Joly Sociétés* 2014, S. 314–319.
- Moxter, Adolf*: Die Zukunft der Rechnungslegung?, DB 2001, S. 605–607.
- Mueller, Dennis C.*: A Cross-National Comparison of the Results, in: ders. (Hrsg.), *The determinants and effects of mergers – An international comparison*, Cambridge, Mass. 1980, S. 299–314.
- Mueller, Dennis C./Reardon, Elizabeth A.*: Rates of return on corporate investment, *Southern Ec. J.* 60 (1993), S. 430.
- Mühle, Sabine*: Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – im Schnittfeld zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht unter besonderer Berücksichtigung des ökonomischen Rahmenbezugs, Baden-Baden 2002.
- Mukherjee, Sumitava/Sahay, Arvind/Pammi, V.S. Chandrasekhar/Srinivasan, Narayanan*: Is loss-aversion magnitude-dependent? Measuring prospective affective judgments regarding gains and losses, *Judgment and Decision Making* 12 (2017), S. 81–89.
- Mülbert, Peter O.*: § 63 BörsG FWB; Quartalsberichtspflicht; Ausfertigung; Veröffentlichung, WuB, I G 7 Börsen- und Kapitalmarktrecht 3.07.

- : Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt – Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht, 2. Aufl., München 1996.
- : Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, ZGR 1997, S. 129–172.
- : Marktwertmaximierung als Unternehmensziel der Aktiengesellschaft, in: Crezelius, Georg/Hirte, Heribert/Vieweg, Klaus (Hrsg.), Festschrift für Volker Röhrich zum 65. Geburtstag – Gesellschaftsrecht, Rechnungslegung, Sportrecht, Köln 2005, S. 421–441 (zit. *Mülbert*, FS Röhrich).
- : Corporate Governance of Banks, EBOR 10 (2009), S. 411–436.
- : Corporate Governance von Banken, Editorial, ZHR 173 (2009), S. 1–11.
- : Corporate Governance in der Krise, Editorial, ZHR 174 (2010), S. 375–384.
- : Regulierungstsunami im europäischen Kapitalmarktrecht, ZHR 176 (2012), S. 369–379.
- Mülbert, Peter O./Birke, Max*: Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot – Die angemessene Rolle der Verwaltung der Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahme, WM 2001, S. 705–718.
- Müller, Markus M.*: Staat und Wirtschaft, in: Kastendiek, Hans/Sturm, Roland (Hrsg.), Länderbericht Großbritannien – Geschichte, Politik, Wirtschaft, Gesellschaft, 3. Aufl., Bonn 2006, S. 434–455.
- Müller, Stefan/Stute, Andreas*: Verbesserungen der Unternehmensüberwachung durch unterjährige Berichterstattung, ZCG 2007, S. 35–42.
- Müller-Erbach, Rudolf*: Die Umgestaltung der Aktiengesellschaft zur Kerngesellschaft verantwortungsvoller Großaktionäre – Entwicklung des Aktienrechts aus dem mitgliedschaftlichen Interesse, Zur Reform der Aktiengesellschaft und der Gesellschaft m. b. H., Berlin 1929 (zit. *Müller-Erbach*, Umgestaltung der AG).
- Muller-Kahle, Maureen I.*: The impact of dominant ownership – The case of Anglo-American firms, J. Manag. Gov. 19 (2015), S. 71–89.
- Müller-Stewens, Günter*: M&A als Wellen-Phänomen: Analyse und Erklärungsansatz, in: Müller-Stewens, Günter/Kunisch, Sven/Binder, Andreas (Hrsg.), Mergers & Acquisitions – Handbuch für Strategen, Analysten, Berater und Juristen, 2. Aufl., Stuttgart 2016, S. 21–51.
- : Vodafone und Mannesmann: Der größte M&A-Deal aller Zeiten, in: Müller-Stewens, Günter/Kunisch, Sven/Binder, Andreas (Hrsg.), Mergers & Acquisitions – Handbuch für Strategen, Analysten, Berater und Juristen, 2. Aufl., Stuttgart 2016, S. 99–102.
- Mullins, David W., Jr.*: Foreword, in: Jacobs, Short-term America – The causes and cures of our business myopia, Boston, Mass. 1991, S. ix–xii.
- Mullins, Mark/Wadhvani, Sushil B.*: The Effect of the Stock Market on Investment – A Comparative Study, Euro. Econ. Rev. 33 (1989), S. 939–956.
- Munari, Federico/Oriani, Raffaele/Sobrero, Maurizio*: The effects of owner identity and external governance systems on R&D investments – A study of Western European firms, Res. Pol. 39 (2010), S. 1093–1104.
- Münnich, Sascha*: Von Heuschrecken und Bienen – Profit als Legitimationsproblem, in: Geis, Anna/Nullmeier, Frank/Daase, Christopher (Hrsg.), Der Aufstieg der Legitimitätspolitik – Rechtfertigung und Kritik politisch-ökonomischer Ordnungen, Baden-Baden 2012, S. 283–301.
- Murphy, Kevin J./Zimmerman, Jerold L.*: Financial performance surrounding CEO turnover, J. Accounting & Ec. 16 (1993), S. 273–315.
- Murphy, Kevin R./Jako, Robert A./Anhalt, Rebecca L.*: Nature and consequences of halo error – A critical analysis, J. Appl. Psych. 78 (1993), S. 218–225.
- Murphy, R. Taggart*: Cost of Capital: The Japanese Way, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), S. 136.
- Murswieck, Axel*: Kapital D I.: Gesellschaft, in: Lösche, Peter (Hrsg.), Länderbericht USA – Geschichte, Politik, Wirtschaft, Gesellschaft, Kultur, 5. Aufl., [Bonn] 2008, S. 580–711.
- Mussweiler, Thomas/Strack, Fritz/Pfeiffer, Tim*: Overcoming the Inevitable Anchoring Effect – Considering the Opposite Compensates for Selective Accessibility, Pers. Soc. Psychol. Bull. 26 (2016), S. 1142–1150.
- Myers, Stewart C./Majluf, Nicholas S.*: Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, J. Fin. Ec. 13 (1984), S. 187–221.
- Myners, Paul*: Institutional Investment in the United Kingdom: A Review, 06.03.2001 <webarchive.nationalarchives.gov.uk/20130129110402/http://www.hm-treasury.gov.uk/media/2F9/02/31.pdf> (geprüft am 22.02.2022).
- : The Myners Review and Subsequent Issues, British Actuarial Journal 8 (2002), S. 75–90.

- Nakamura, Nobuo*: Japan – Listed companies' corporate governance, in: Hopt, Klaus J./Fleckner, Andreas M. (Hrsg.), *Comparative corporate governance – A functional and international analysis*, Cambridge 2013, S. 233–272.
- Narayanan, M. P.*: Managerial Incentives for Short-term Results, *J. Fin.* 40 (1985), S. 1469–1484.  
–: Managerial Incentives for Short-Term Results – A Reply, *J. Fin.* 42 (1987), S. 1103–1104.
- Narver, John C./Slater, Stanley F.*: The effect of a market orientation on business profitability, *J. Marketing* 54 (1990), S. 20–35.
- Nathan, Charles*: Observations on Short-Termism and Long-Termism, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, October 12, 2015, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/10/12/observations-on-short-termism-and-long-termism/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Nathanson, Stephen*: Editor's introduction, in: Mill, *Principles of political economy with some of their applications to social philosophy*, edited and abridged by Stephen Nathanson, hrsg. von Nathanson, Indianapolis 2004, S. ix–xxxv.
- Nathmann, Jessica/Lachmann, Maik/Sommer, Friedrich/Schedlinsky, Ivo*: Determinanten der fixen Komponenten der Vorstandsvergütung, *ZCG* 2014, S. 255–261.
- National Academy of Engineering Committee on Time Horizons and Technology*: *Time Horizons and Technology Investments*, Washington 1992.
- National Association of Pensions Funds (NAPF)* (Hrsg.): *Creative tension? – A collection of essays on issues arising from the relationships between the management of public companies and institutional investors*, London 1990.
- nck/dapd/afp*: Arbeiter besetzen Stahlwerk – Protest in Frankreich, Spiegel Online 20.02.2012, <<http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/protest-in-frankreich-arbeiter-besetzen-stahlwerk-a-816455.html>> (geprüft am 11.06.2020).
- Nell, Tobias/Schmidt, Marco*: Return on Investment als Maßgröße des effizienten Kapitaleinsatzes – Weiterentwicklung gängiger Ansätze zur Analyse von IFRS-Konzernabschlüssen, *KoR* 2016, S. 179–187.
- Nesbitt, John*: The Role of Short-Termism in Financial Market Crises, 19 *Australian Acc. Rev.* 314–318 (2009).
- Neville, Mette*: Shareholder Activism: The Suspicious Shareholder, Chapter 12, in: Birkmose, Hanne Søndergaard/Neville, Mette/Sørensen, Karsten Engsig (Hrsg.), *The European financial market in transition*, Alphen aan den Rijn u. a. 2012, S. 217–252.
- Newman, Perry S., Jr.*: Review – *The Next American Frontier* by Robert B. Reich; *Industrial Renaissance: Producing a Competitive Future for America* by William J. Abernathy; Kim B. Clark; Alan M. Kantrow; *The Deindustrialization of America: Plant Closings, Community Abandonment, and the Dismantling of Basic Industry* by Barry Bluestone; Bennett Harrison, *Acad. Manage. Rev.* 10 (1985), S. 147–151.
- Neye, Hans-Werner*: Der neue Vorschlag der Kommission für eine dreizehnte Richtlinie über Übernahmeangebote, *DB* 1996, S. 1121–1125.
- Nicholson, Gavin/Cook, Zoie*: The Paradox of Transparency, Short-Termism and the Institutionalisation of Australian Capital Markets, 19 *Australian Acc. Rev.* 303–313 (2009).
- Nickell, Stephen/van Reenen, John*: The United Kingdom, in: Steil, Benn/Victor, David G./Nelson, Richard R. (Hrsg.), *Technological innovation and economic performance*, Princeton 2002, S. 178–199.
- Nickell, Stephen/Wadhvani, Sushil B.*: Myopia, the 'Dividend Puzzle', and Share Prices, February 1987.
- Nickell, Stephen J.*: *The performance of companies – The relationship between the external environment, management strategies and corporate performance*, Oxford 1995.
- Nießén, Tobias*: Die Harmonisierung der kapitalmarktrechtlichen Transparenzregeln durch das TUG, *NZG* 2007, S. 41–46.
- Nietsch, Michael*: Nachhaltigkeitsberichterstattung im Unternehmensbereich ante portas – der Regierungsentwurf des CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetzes, *NZG* 2016, S. 1330–1335.
- Nikoleyczik, Tobias/Graßl, Bernd*: Überarbeitung des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) – Die Änderungsvorschläge der Regierungskommission aus der Plenarsitzung vom 13.10.2006, *NZG* 2016, S. 161–169.
- nk*: Die Namen der „Heuschrecken“, *Stern* 28.04.2005, <<http://www.stern.de/politik/deutschland/kapitalismusedebatte-die-namen-der-heuschrecken--5351566.html>> (geprüft am 11.06.2020).
- Noack, Ulrich*: Handgeld für die Teilnahme an der Hauptversammlung, *BB* 17.10.2005, I (Heft 42).

- : Wie geht es eigentlich der Aktionärsrechterichtlinie?, Handelsblatt Rechtsboard, 13.05.2016, <<http://blog.handelsblatt.com/rechtsboard/2016/05/13/wie-geht-es-eigentlich-der-aktionaersrechterichtlinie/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Nobles, Richard*: Occupational Pensions, Ind. Law J. 23 (1994), S. 69–72.
- Noe, Thomas H./Rebello, Michael J.*: Renegotiation, Investment Horizons, and Managerial Discretion, J. of Bus. 70 (1997), S. 385–407.
- Noreen, Eric*: Eric Noreen on H. Thomas Johnson and Robert S. Kaplan's Relevance Lost: The Rise and Fall of Management Accounting, Accounting Horizons 1 (1987), S. 110–116.
- Norli, Øyvind/Ostergaard, Charlotte/Schindele, Ibolya*: Liquidity and Shareholder Activism, Rev. Financ. Stud. 28 (2015), S. 486–520.
- Nörr, Knut Wolfgang*: Zur Entwicklung des Aktien- und Konzernrechts während der Weimarer Republik, ZHR 150 (1986), S. 155–181.
- Noury, Marie-Aude*: La loi « Florange » et l'abandon du principe de neutralité des dirigeants en période d'offre publique, 1271, La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires 2014, Heft 20, S. 36–40.
- Novemsky, Nathan/Kahneman, Daniel*: The Boundaries of Loss Aversion, J. Marketing Res. 42 (2005), S. 119–128.
- Nußbaum, Arthur*: Aktionär und Verwaltung, Berlin 1928.
- o. A.*: Die Lage, Die Deutsche Volkswirtschaft 3 (1934), S. 769–770.
- : Zur Aktienrechtsreform – Praktische Folgerungen aus der Rede Dr. Schachts, Der deutsche Volkswirt 1935, S. 467–469.
- : Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) vom 30. Januar 1937 mit Amtlicher Begründung und Einführungsgesetz, in: Klausning, Friedrich (Hrsg.), Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien – nebst Einführungsgesetz und amtlicher Begründung, Berlin 1937, S. 1–249.
- : The Conflict between Managers and Shareholders in Diversifying Acquisitions: A Portfolio Theory Approach, Note, 88 Yale L.J. 1238–1253 (1979).
- : The effects of exchange control abolition on capital flows, Bank of England Quarterly Bulletin 21 (1981), S. 369–373.
- : Company profitability and finance, Bank of England Quarterly Bulletin 30 (1990), S. 352–361.
- : How Capabilities Differ from Core Competencies: The Case of Honda, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), S. 66.
- : The report of the Twentieth Century Fund Task Force on Market Speculation and Corporate Governance, New York 1992.
- : Managerial excellence – McKinsey award winners from the Harvard business review, 1980–1994, Boston, Mass. 1996.
- : External reporting and management decisions, CMA Magazine 71 (1997), S. 37.
- : Bidding for the future, The Economist 10.02.2000, <<http://www.economist.com/node/281682>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Locust, pocust, German capitalism, The Economist 05.05.2005, <<http://www.economist.com/node/3935994>> (geprüft am 22.02.2022).
- : Dial L for locust, The Economist 14.06.2007, <<http://www.economist.com/node/9340027>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Rise of the machines – Algorithmic trading causes concern among investors and regulators, High-frequency trading, The Economist 30.07.2009, <<https://www.economist.com/node/14133802>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Administrative Law – Corporate Governance Regulation – D. C. Circuit Finds SEC Proxy Access Rule Arbitrary And Capricious For Inadequate Economic Analysis. – Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d 144 (D.C. Cir. 2011), 125 Harv. L. Rev. 1088–1095 (2012).
- : Banken und Aufsicht für Regulierung des Hochfrequenzhandels – Finanzausschuss/Öffentliche Anhörung, aus: Heute im Bundestag vom 16.1.2013, NZG 2013, Heft 7, S. VIII.
- : Companies' moral compasses – Some ideas for restoring faith in firms, Schumpeter, The Economist 02.03.2013, <<http://www.economist.com/news/business/21572748-some-ideas-restoring-faith-firms-companies-moral-compasses>> (geprüft am 11.06.2020).

- : The entrepreneurial state, Schumpeter, *The Economist* 31.08.2013, <<http://www.economist.com/news/business/21584307-new-book-points-out-big-role-governments-play-creating-innovative-businesses>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Trouble at the lab – Scientists like to think of science as selfcorrecting. To an alarming degree, it is not, *The Economist* 18.10.2013, <<https://www.economist.com/news/briefing/21588057-scientists-think-science-self-correcting-alarming-degree-it-not-trouble>> (geprüft am 11.06.2020).
- : The repurchase revolution, *The Economist* 13.09.2014, <<http://www.economist.com/news/business/21616968-companies-have-been-gobbling-up-their-own-shares-exceptional-rate-there-are-good-reasons>> (geprüft am 11.06.2020).
- : The tyranny of the long term, Schumpeter, *The Economist* 22.11.2014, <<https://www.economist.com/business/2014/11/20/the-tyranny-of-the-long-term>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Time and the company: The creed for speed – Is the pace of business really getting quicker? Briefing, *The Economist* 05.–11.12.2015, S. 22–24.
- : Wem der Dax gehört, *Handelsblatt* 05.–07.07.2015, S. 40–41.
- : Blockchain-Prototyp von Deutscher Bundesbank und Deutscher Börse, WPg 2016, S. 1354.
- : Der Kampf um die besten Plätze in der Blockchain, *FAZ* 01.06.2016, S. 25.
- : Unternehmenskultur: US-Konzernchefs gegen kurzfristiges Profitdenken, *Zeit Online* 21.07.2016, <<http://www.zeit.de/wirtschaft/unternehmen/2016-07/unternehmenskultur-usa-konzerne-richtlinien-profit-kritik>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Corporate short-termism is a frustratingly slippery idea, Schumpeter, *The Economist* 16.02.2017, <<http://www.economist.com/news/business/21717069-firms-are-increasingly-accused-failing-look-ahead-misdiagnosis-corporate>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Michael Jacobs Faculty UNC Kenan-Flagler Business School, <<http://web.archive.org/web/20150906122635/http://www.kenan-flagler.unc.edu/faculty/directory/finance/michael-jacobs>> (geprüft am 10.08.2021).
- Oechelhäuser, Wilhelm*: Die Wirthschaftliche Krisis, Berlin, Heidelberg 1876.
- : Die Nachtheile des Aktienwesens und die Reform der Aktiengesetzgebung, Berlin, Heidelberg 1878.
- Oechsler, Jürgen*: 4. Kapitel: Der kapitalmarkt- und börsenrechtliche Regelungsrahmen, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel – Band II: Grundsatzfragen des Aktienrechts*, Tübingen 2007, S. 150–216.
- Ohlendorf, Edmund*: Das Stimmrecht der Aktiengesellschaft nach lebendem Recht und der Schutz des Unternehmens, Bad Salzdetfurth 1931.
- Ohly, Ansgar*: Geistiges Eigentum und Wettbewerbsrecht – Konflikt oder Symbiose?, in: Oberender, Peter (Hrsg.), *Wettbewerb und geistiges Eigentum*, Berlin 2010, S. 47–67.
- Ohr, Dieter*: Lineare Regression: Modellannahmen und Regressionsdiagnostik, in: Wolf, Christof/Best, Henning (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, Wiesbaden 2010, S. 639–675.
- Oliver, Joseph R.*: Accounting and Tax Treatment of R&D: An Update, *CPA Journal* 73 (2003), 46 ff.
- Olsen, Robert A.*: Investment Risk – The Experts’ Perspective, 53 *Financial Analysts J.* 62–66 (1997).
- Olson, John F.*: Professor Bebchuk’s Brave New World: A Reply to „The Myth of the Shareholder Franchise“, 93 *Va. L. Rev.* 773–787 (2007).
- : Reflections on a Visit to Leo Strine’s Peaceable Kingdom, 33 *J. Corp. L.* 73–83 (2007).
- O’Mahony, M.*: Productivity Levels in British and German Manufacturing Industry, *National Institute Ec. Rev.* 139 (1992), S. 46–63.
- Oncken, August*: Das Adam-Smith-Problem, *Zeitschrift für Socialwissenschaft* 1 (1898), S. 25.
- Orsagh, Matthew*: Quantitative Analysis Takes on Short-termism – and Offers Some Solutions, <<http://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2011/06/23/quantitative-analysis-takes-on-short-termism-%E2%80%94-and-offers-some-solutions/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Otto, Hans-Joachim*: „Eigenkapitalraub“ und „nicht erwünschtes Verhalten“: Private Equity zwischen betriebswirtschaftlicher Logik und der Idee vom Unternehmen an sich, *AG* 2013, S. 357–374.
- Otto, Hans-Jochen*: Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, *DB Beilage Nr. 12/88, DB Beilage* 1988, S. 1–12.
- : Fremdfinanzierte Übernahmen – Gesellschafts- und steuerrechtliche Kriterien des Leveraged Buy-Out, *DB* 1989, S. 1389–1396.
- Outin-Adam, Anne/Bienvenu, Sandra*: «une action = une voix»: Faut-il imposer une égalité entre participation au capital et détention du pouvoir? – Présentation du rapport Norguet adopté le 24 mai 2007 par la CCIP, *La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires* 2007, Heft 39, S. 3–4.

- Overhoff, Jürgen*: Adam Smiths Menschenbild und Wirtschaftstheorie. Ist das Adam-Smith-Problem wirklich gelöst?, *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* 46 (2005), S. 181–191.
- Pacces, Alessio M.*: Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Shareholder Activism in Corporate Governance, Preliminary Version, 04.11.2015, <[http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/law-economics-studies/20151105\\_pacces\\_shl\\_activism.pdf](http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/law-economics-studies/20151105_pacces_shl_activism.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- : Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Funds Activism in Corporate Governance, *Erasmus L. Rev.* 2016, S. 199–216.
- Pacher, Sebastian/Gunnesch, Markus/Bresges, Clara/von Preen, Alexander*: Relative Kennzahlen im Rahmen der Vorstandsvergütung: Viel diskutiert, selten implementiert, *DB* 2017, S. 2754–2760.
- Pacl, Harald/Peske, Thorsten/Bek, Susanne*: Praktische Eignung des Realloptionsansatzes zur Bewertung von Forschungs- und Entwicklungsprojekten – Eine Fallstudie aus der Pharma- und Biotechnologie-Industrie, *CF* 2016, S. 425–435.
- Padevit, Clifford*: BlackRock-Chef Fink geißelt die CEO, *Finanz und Wirtschaft* 03.02.2016, <<http://www.fuw.ch/article/blackrock-chef-fink-geisselt-die-ceo/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Pahlow, Louis*: 12. Kapitel: Das Aktienrecht im Handelsgesetzbuch von 1897, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel – Band I: Entwicklung des Aktienrechts*, Tübingen 2007, S. 415–439.
- Palley, Thomas I.*: Managerial turnover and the theory of short-termism, *J. Ec. Beh. & Org.* 32 (1997), S. 547–557.
- Palmer, Francis Beaufort*: *Companies Act, 1900 – With explanatory notes and appendix containing prescribed and other forms together with addenda to „company precedents“*, 2. Aufl., London 1901.
- : *Companies Act, 1907, and Limited Partnerships Act, 1907 – with explanatory notes, rules and forms*, 2. Aufl., London 1908.
- Palmer, Francis Beaufort/Morse, Geoffrey* (Hrsg.), *Palmer’s company law – Volume 1*, 25. Aufl., London/Edinburgh Release 145, January 2015.
- Pan, Yihui/Wang, Tracy Yue/Weisbach, Michael S.*: CEO Investment Cycles, *Rev. Financ. Stud.* 29 (2016), S. 2955–2999.
- Pareto, Vilfredo*: *Manuel d’Économie Politicque*, Traduit sur l’Édition italienne par Alired Bonnet (revue par l’auteur), Paris 1909.
- Pargendler, Mariana/Hansmann, Henry*: A new view of shareholder voting in the nineteenth century – Evidence from Brazil, England and France, *Business History* 55 (2013), S. 585–600.
- Parker, Stephanie Lyn*: The Folly of Rule 14a-11: Business Roundtable v. SEC and the Commission’s next Step, 61 *Am. U. L. Rev.* 715–728 (2012).
- Parkinson, John Edward*: *Corporate power and responsibility – Issues in the theory of company law*, Oxford 1993 (Nachdruck 1994).
- Parmentier, Miriam*: Die Revision der EU-Transparenzrichtlinie für börsennotierte Unternehmen, *AG* 2014, S. 15–25.
- : Die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts 2014-15, *EuZW* 2016, S. 45–51.
- : Capital Markets Union – One Year On From the Action Plan, *ECFR* 14 (2017), S. 242–251.
- : Die Halbzeitbilanz des Aktionsplans der Europäischen Kommission für eine Kapitalmarktunion, *Konzern* 2017, S. 321–326.
- Partnoy, Frank*: US hedge fund activism, in: Hill, Jennifer Gae/Thomas, Randall S. (Hrsg.), *Research handbook on shareholder power*, Cheltenham, UK 2015, S. 99–115.
- Pasquale, Frank*: Law’s Acceleration of Finance: Redefining the Problem of High-Frequency-Trading, 36 *Cardozo L. Rev.* 2085–2127 (2015).
- Patel, Pari/Pavitt, Keith*: The Elements of British Technological Competitiveness, *National Institute Ec. Rev.* 122 (1987), S. 72–83.
- Pätzen, Martin*: Zur Diskussion des Adam-Smith-Problems – ein Überblick, in: Meyer-Faje, Arnold/Ulrich, Peter (Hrsg.), *Der andere Adam Smith – Beiträge zur Neubestimmung von Ökonomie als Politischer Ökonomie*, Bern, Stuttgart 1991, S. 21–54.
- Paul, Alan*: Corporate Governance in the Context of Takeovers of UK Public Companies, in: Prentice, Daniel D. (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance – [the origins of this book lie in the Second Oxford Law Colloquium, held in St. John’s College, Oxford, on 10 – 11 September 1992]*, Oxford 1993, S. 135–149.

- Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP*: SEC Chair White Directs Staff to Review Position on Excluding Conflicting Proxy Proposals under Rule 14a-8, Client Memorandum, 20.01.2015, <<http://www.paulweiss.com/media/2769894/20jan15alert.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Pavitt, Keith/Patel, Pari*: The International Distribution and Determinants of Technological Activities, *Oxf. Rev. Econ. Policy* 4 (1988), S. 35–55.
- Pearson, Andrall E.*: Corporate Redemption and the Seven Deadly Sins. (cover story), *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 65–75.
- Pejovich, Svetozar*: The Firm, Monetary Policy and Property Rights in a planned economy, *Economic Inquiry* 7 (1969), S. 193–200.
- Pellens, Bernhard/Knappstein, Janina/Muschallik, Marco/Schmidt, André*: Quartalsfinanzbericht oder Quartalsmitteilung? – Empirische Analyse der quartalsweisen Berichterstattungspraxis der DAX30- und MDAX-Unternehmen, DB 2017, S. 1–7.
- Peltzer, Martin*: Takeovers in den Vereinigten Staaten – Können ihre Spielregeln übertragen werden?, in: *Wirtschaft und Wissenschaft im Wandel – Festschr. für Dr. Carl Zimmerer zum 60. Geburtstag*; gewidmet von seinen Freunden, Frankfurt am Main 1986, S. 271–286 (zit. *Peltzer*, FS Zimmerer).
- : Von Räubern, weißen Rittern und Jungfrauen – die Taktiken des amerikanischen takeovers, *Kreditwesen* 1986, S. 291–298.
- : Rechtliche Problematik der Finanzierung des Unternehmenskaufs beim MBO, DB 1987, S. 973–978.
- : Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland? – Möglichkeiten und Hindernisse, ZIP 1989, S. 69–79.
- : Steuer- und Rechtsfragen bei der Mitarbeiterbeteiligung und der Einräumung von Aktienoptionen (Stock Options), AG 1996, S. 307–315.
- : Das Grünbuch der EU-Kommission vom 05.04.2011 und die Deutsche Corporate Governance, NZG 2011, S. 961–968.
- Pelzer, Sascha/Hass, Sebastian*: Unternehmensbewertung auf Basis von Realoptionen, CF 2014, S. 438–447.
- Péres, Arnaud*: Défenses anti-OPA et nouveau principe de non-neutralité de la cible: État des lieux après la loi Florange, RTDF 2014, S. 139–142.
- Perritt, Johannes*: Präsenzboni bei den Hauptversammlungen – In Spanien erfolgreich – ein Modell für Deutschland?, *Finanzplatz* 2006, Heft 5, S. 18–19.
- Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas W.*: *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 17. Aufl., München 2017.
- Persons, Warren M.*: Review – Pigou, *Industrial Fluctuations*, 42 QJE 669–677 (1928).
- Petajisto, Antti*: Active Share and Mutual Fund Performance, 69 *Financial Analysts J.* 73–93 (2013).
- Peters, Ryan H./Taylor, Lucian A.*: Intangible capital and the investment-q relation, *J. Fin. Ec.* 123 (2017), S. 251–272.
- Petring, Alexander*: Großbritannien, in: *Merkel, Wolfgang/Egle, Christoph u. a. (Hrsg.), Die Reformfähigkeit der Sozialdemokratie: Herausforderungen und Bilanz der Regierungspolitik in Westeuropa*, 2007, S. 119–153.
- Phelps, Edmund S.*: Short-termism Is Undermining America, *New Perspectives Quarterly* 27 (2010), S. 17–19.
- Phillips, Kevin P.*: U. S. Industrial Policy: Inevitable and Ineffective, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 104–112.
- Phillips, Richard M.*: Congress Responds to Hostile Tender Offers, *The Business Lawyer Update* 6 (1985), S. 1–3.
- Pickartz, Elke*: Wie drängeln an der Kasse – Hochfrequenzhandel: Die alternative US-Börse IEX bremst superschnelle Spekulanten aus, die normale Anleger abzocken. Jetzt kommt die Idee nach Europa, *WiWo* 18./28.04.2017, S. 73–74.
- Picot, Arnold/Dietl, Helmut/Franck, Egon/Fiedler, Marina/Royer, Susanne*: *Organisation – Theorie und Praxis aus ökonomischer Sicht*, 7. Aufl., s. l. 2015.
- Pietrancosta, Alain*: The latest reform of French takeover law: the „Florange act“ of March 29, 2014, RTDF 2014, S. 42–51.
- Pigou, Arthur*: *Industrial Fluctuations*, 2. Aufl., Basingstoke 1999.
- Pigou, Arthur Cecile*: *The Economics of Welfare*, 4. Aufl., London 1932.
- : Mr. J. M. Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money, *Economica* 3 (1936), S. 115–132.

- Pike, Richard/Meerjanssen, Johannes/Chadwick, Leslie*: The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the UK and Germany, *Acc. & Bus. Res.* 23 (1993), S. 489–499.
- Pinches, George N.*: Myopia, Capital Budgeting and Decision Making, *Financial Management* 11 (1982), S. 6–19.
- Pindyck, Robert S./Rubinfeld, Daniel L.*: Mikroökonomie, 8. Aufl., Hallbergmoos 2016.
- Pinner, Albert*: Vom Berufe unserer Zeit zur Reform des Aktienrechts, *ZHB* 1 (1926), S. 3–7.
- : Soll bei einer künftigen Reform des Aktienrechts eine Annäherung an das englisch-amerikanische Recht in grundlegenden Fragen stattfinden?, in: *Schriftführer-Amt der ständigen Deputation* (Hrsg.), *Verhandlungen des Vierunddreißigsten Deutschen Juristentags zu Köln – vom 12. bis 15. September 1926*, Berlin/Leipzig 1927, S. 615–678 (zit. *Pinner*, *Verhandlungen* 34. DJT – Stenographischer Bericht).
- Pinto, Arthur R./Gevurtz, Franklin A.*: United States: Corporate Governance for publicly traded corporations, in: *Hopt, Klaus J./Fleckner, Andreas M.* (Hrsg.), *Comparative corporate governance – A functional and international analysis*, Cambridge 2013, S. 1042–1092.
- Pistor, Katharina*: Corporate Governance durch Mitbestimmung und Arbeitsmärkte, in: *Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus J./Werder, Axel von* (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance – Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*, 2. Aufl., Stuttgart, Köln 2009, S. 231–254.
- Pitt, Harvey L.*: A Reply to Professors Macey and Grundfest, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 27.12.2014, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2014/12/27/a-reply-to-professors-macey-and-grundfest/#more-67451>> (geprüft am 11.06.2020).
- Plagemann, Nikolaus/Rahlmeyer, Niklas*: Vier Corporate Governance Trends für 2015, *NZG* 2015, S. 895–899.
- Planitz, Hans*: Die Stimmrechtsaktie – Ein Beitrag zur Reform des Aktienrechts, Leipzig 1922.
- Plastow, David*: Corporate Strategy & the Institutional Shareholder, in: *National Association of Pensions Funds (NAPF)* (Hrsg.), *Creative tension? – A collection of essays on issues arising from the relationships between the management of public companies and institutional investors*, London 1990, S. 70–78.
- Plender, John*: Some Policy Options, in: *Cosh, Andy/Hughes, Alan u. a.* (Hrsg.), *Takeovers and short-termism in the UK*, London, S. 33–43.
- : *A stake in the future – The stakeholding solution*, London 1997.
- Plöckinger, Othmar*: *Geschichte eines Buches: Adolf Hitlers „Mein Kampf“ – 1922 – 1945*, 2. Aufl., München 2011.
- Poelzig, Doerte*: Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, *NZG* 2016, S. 528–538.
- Polk, Christopher/Sapienza, Paola*: The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory, *Rev. Financ. Stud.* 22 (2009), S. 187–217.
- Pollard, Sidney*: *Britain’s prime and Britain’s decline – The British economy 1870–1914*, London 1989.
- Porter, Michael E.*: *The competitive advantage of nations*, Reprinted 1996, Houndmills 1990.
- : *The Competitive Advantage of Nations* (cover story), *Harv. Bus. Rev.* 68 (1990), S. 73–93.
- : *What Is National Competitiveness?*, *Harv. Bus. Rev.* 68 (1990), S. 84–85.
- : *Capital choices – Changing the way America invests in industry*, a research report presented to the Council on Competitiveness and co-sponsored by the Harvard Business School, Washington DC 1992.
- : *Capital choices: Changing the way America invests in industry*, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), S. 4–16.
- : *Capital Disadvantage: America’s Failing Capital Investment System*, mit zwei Fallstudien von Rebecca Wayland, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 65–82.
- Porter, Michael E./Ketels, Christian H. M.*: *UK Competitiveness: Moving to the Next Stage*, May 2003, <<http://www.hbs.edu/faculty/Pages/download.aspx?name=file14771.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Posener, Alan*: „Googles Algorithmus ist aus Steuergeldern finanziert“, *Die Welt* 15.11.2014, <<http://www.welt.de/wirtschaft/article134350578/Googles-Algorithmus-ist-aus-Steuergeldern-finanziert.html>> (geprüft am 11.06.2020).
- Potacs, Michael*: *Auslegung im öffentlichen Recht – Eine vergleichende Untersuchung der Auslegungspraxis des Europäischen Gerichtshofs und der österreichischen Gerichtshöfe des öffentlichen Rechts*, Baden-Baden 1994.

- : Effet utile als Auslegungsgrundsatz, EuR 2009, S. 465–487.
- Poterba, James M./Summers, Lawrence H.*: A CEO Survey of U.S. Companies' Time Horizons and Hurdle Rates, *Sloan Manage. Rev.* 37 (1995), S. 43–53.
- Pott, Christiane/Tebben, Tobias/Watrin, Christoph*: The effect of outside directors' and auditors' incentives on managers' ability to manage cash bonuses, *J. Manag. Gov.* 18 (2014), S. 505–540.
- Poulat, Mariève*: A quoi servent les commissions de l'Assemblée nationale?, *Libération* 22.06.2012, <[http://www.liberation.fr/france/2012/06/22/a-quoi-servent-les-commissions-de-l-assemblee-nationale\\_827779](http://www.liberation.fr/france/2012/06/22/a-quoi-servent-les-commissions-de-l-assemblee-nationale_827779)> (geprüft am 11.06.2020).
- Pound, John*: Beyond Takeovers: Politics Comes to Corporate Control, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 83–93.
- Pozen, Robert C.*: Curbing Short-Termism in Corporate America: Focus on Executive Compensation, *The Initiative on 21st Century Capitalism*, Number 15, May 2014, <[http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2014/05/06-pozen/brookings\\_shorttermismfinal\\_may2014.pdf](http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2014/05/06-pozen/brookings_shorttermismfinal_may2014.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- : How to Curb Short-Termism in Corporate America, *Business Economics* 50 (2015), S. 20–24.
- Prabhakar, Rajiv*: Whatever Happened to Stakeholding?, *Public Administration* 82 (2004), S. 567–584.
- Preece, Rhodri/Spinner, Susan*: MIFID II – neue Ära im Investment-Research, *Kreditwesen* 2018, S. 86–88.
- Prentice, Daniel D.* (Hrsg.): Contemporary issues in corporate governance – [the origins of this book lie in the Second Oxford Law Colloquium, held in St. John's College, Oxford, on 10 – 11 September 1992], Oxford 1993.
- : Some Aspects of the Corporate Governance Debate, in: ders. (Hrsg.), Contemporary issues in corporate governance – [the origins of this book lie in the Second Oxford Law Colloquium, held in St. John's College, Oxford, on 10–11 September 1992], Oxford 1993, S. 25–42.
- Preuss, Lutz*: A reluctant stakeholder? On the perception of corporate social responsibility among European trade unions, *Business Ethics: A European Review* 17 (2008), S. 149–160.
- Pribram, Karl*: A history of economic reasoning, Baltimore 1983.
- Primary Markets Arbitration Panel*: Befugnis der Deutschen Börse AG zur einseitigen Änderung des Regelwerks Neuer Markt, *BKR* 2001, S. 153–161.
- Probst, Gilbert/Raisch, Sebastian*: Organizational Crisis – The Logic of Failure, *The Academy of Management Executive* (1993–2005) 19 (2005), S. 90–105.
- Proppe, Dennis*: Endogenität und Instrumentschätzer, in: Albers, Sönke/Klapper, Daniel u. a. (Hrsg.), *Methodik der empirischen Forschung*, 3. Aufl., Wiesbaden, s.l. 2009, S. 253–266.
- Prowse, Michael*: Is America in Decline?, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 34–45.
- Prowse, Stephen D.*: Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan, *J. Fin. Ec.* 27 (1990), S. 43–66.
- : The Structure of Corporate Ownership in Japan, *J. Fin.* 47 (1992), S. 1121–1140.
- Pugh, William N./Page, Daniel E./Jehara, John S., JR.*: Antitakeover Charter Amendments: Effects on Corporate Decisions, *J. Fin. Serv. Res.* 15 (1992), S. 57–67.
- Pullmann, Ernst*: Die Mehrstimmvorzugsaktie, Giessen 1933.
- Quassowski, Leo*: Die aktienrechtliche Anonymität und die Bestrebungen zu ihrer Bekämpfung, *ZAKDR* 2 (1935), S. 726–730.
- ra*: Porsche gegen den Rest der Welt? – Diskussion um Sinn und Unsinn von Quartalsberichten, *NZZ* 14.06.2001, S. 33.
- Rabenhorst, Dirk/Wiechens, Gero*: Praxis der Halbjahresfinanzberichterstattung der DAX 30-Unternehmen, *DB* 2009, S. 521–526.
- Rabin, Matthew*: Psychology and Economics, 36 *J. Econ. Lit.* 11–46 (1998).
- Rachlinski, Jeffrey J.*: The 'New' Law and Psychology – A Reply to Critics, Skeptics, and Cautious Supporters, 85 *Cornell L. Rev.* 739–766 (2000).
- Radwan, Arkadiusz*: Reforming Corporate Governance for Turbulent Times, *ECL* 9 (2012), S. 260–262.
- Raiser, Thomas/Veil, Rüdiger*: Recht der Kapitalgesellschaften – Ein Handbuch für Praxis und Wissenschaft; Aktiengesellschaft, Kommanditgesellschaft auf Aktien, Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Übernahmerecht, Umwandlungsrecht, Konzernrecht, Internationales Gesellschaftsrecht, Europäisches Gesellschaftsrecht, 6. Aufl., München 2015.

- Rajan, Raghuram/Zingales, Luigi*: The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, *J. Fin. Ec.* 69 (2003), S. 5–50.
- Rajan, Raghuram G./Zingales, Luigi*: Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis, *J. Appl. Corporate Finance* 11 (1998), S. 40–48.
- Raphael, David Daiches/MacFie, A. L.*: Introduction, in: Smith, *The Theory of Moral Sentiments*, hrsg. von Raphael/MacFie, Oxford 1976, S. 1–52.
- Rapp, Marc Steffen/Schaller, Phillip D./Wolff, Michael*: Aktienbasierte Langfristanreize im Rahmen der Vorstandsvergütung, *DBW* 71 (2011), S. 311–330.
- Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael*: Determinanten der Vorstandsvergütung, *ZBW* 80 (2010), S. 1075–1112.
- Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael/Schaller, Phillip D.*: Fördern aktienkursbasierte Vergütungsinstrumente die langfristig orientierte Unternehmensstrategie? Lehren aus der Kreditkrise, *ZBW* 82 (2012), S. 1057–1087.
- Rapp, Steffen/Wolff, Michael*: Bewertung aktueller Entwicklungen bei der Vorstandsvergütung, *Der Aufsichtsrat* 2014, S. 157–159.
- Rappaport, Alfred*: Executive incentives vs. corporate growth, *Harv. Bus. Rev.* 56 (1978), S. 81–88.
- : CFOs and Strategists: Forging a Common Framework, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 84–91.
- : The Economics of Short-Term Performance Obsession, *61 Financial Analysts J.* 65–79 (2005).
- : Saving capitalism from short-termism – How to build long-term value and take back our financial future, New York 2011.
- Rathenau, Walther*: Vom Aktienwesen – Eine geschäftliche Betrachtung, Berlin 1917.
- : Von kommenden Dingen, 44. Aufl., Berlin 1918.
- : Die neue Wirtschaft, 50. Aufl., Berlin 1921.
- Rau, Raghavendra*: Market Inefficiency, in: Baker, H. Kent/Nofsinger, John R. (Hrsg.), *Behavioral Finance – Investors, corporations, and markets*, Hoboken, N.J. 2010, S. 333–349.
- Ravenscraft, D./Scherer, Frederic M.*: The lag structure of returns to research and development, *Applied Economics* 14 (1982), S. 603–620.
- Read, Daniel*: Is Time-Discounting Hyperbolic or Subadditive?, *J. Risk & Uncertainty* 23 (2001), S. 5–32.
- Recktenwald, Horst Claus*: Adam Smith, in: Starbatty, Joachim (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens – Von Platon bis John Maynard Keynes*, Hamburg 2008, S. 134–155.
- Reece, James S./Cool, William R.*: Measuring investment center performance, *Harv. Bus. Rev.* 56 (1978), 28–30, 34, 36, 40, 42, 46, 174, 176.
- Reich, Robert B.*: *The next American frontier*, New York, N.Y. 1983.
- Reich, Robert R.*: *The Next American Frontier*, *The Atlantic Monthly* 251 (1983), S. 43–58.
- Reichling, Peter/Beinert, Claudia/Henne, Antje*: *Praxishandbuch Finanzierung*, Wiesbaden 2005.
- Reimann, Annina*: Hochfrequenzhandel – Blitztrader zocken mit dem Geld normaler Sparer, *WiWo online* 02.06.2014.
- Reimann, Martin/Weber, Bernd* (Hrsg.): *Neuroökonomie – Grundlagen – Methoden – Anwendungen*, Wiesbaden 2011.
- Renz, Hartmut T./Leibold, Michael*: Die neuen strafrechtlichen Sanktionsregelungen im Kapitalmarktrecht, *CCZ* 2016, S. 157–172.
- Rettinger, David A./Hastie, Reid*: Content Effects on Decision Making, *Org. Beh. & Human Dec. Proc.* 85 (2001), S. 336–359.
- Reupke, Hans*: *Der Nationalsozialismus und die Wirtschaft*, Berlin 1931.
- Reuter, Dieter*: Welche Maßnahmen empfehlen sich, insbesondere im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, um die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen langfristig zu verbessern? – Gutachten B für den 55. Deutschen Juristentag, München 1984 (zit. *Reuter*, Gutachten 55. DJT).
- : Möglichkeiten und Grenzen gesellschaftsrechtlicher und kapitalmarktrechtlicher Maßnahmen mit dem Ziel einer verbesserten Eigenkapitalversorgung der deutschen Wirtschaft, in: Lutter, Marcus/Mertens, Hans-Joachim/Ulmer, Peter (Hrsg.), *Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag am 29. November 1985*, Berlin 1985, S. 645–671 (zit. *Reuter*, FS Stimpel).
- Reviglio, Edoardo/Bassanini, Franco*: Financial Stability, Fiscal Consolidation and Long-Term Investment after the Crisis, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2011 (2011), S. 31–75.
- Reygrobelle, Arnaud*: Proportionnalité entre capital et contrôle: faut-il interdire toute dérogation au principe «une action= une voix»? *RTDF* 2007, S. 101–106.
- Ribstein, Larry E.*: Bubble Laws, *40 Houston L. Rev.* 77–97 (2003).

- Ricardo, David*: The Principles of Political Economy and Taxation, 3. Aufl., London 1821.
- No. 1, Gatcomb Park, Minchin-Hampton, 31st October 1814, in: Sinclair, The Correspondence of the Right Honourable Sir John Sinclair, Bart. – with Reminiscences of the most Distinguished Characters Who have appeared in Great Britain, and in Foreign Countries, During the last Fifty Years, illustrated by Facsimiles of Two Hundred Autographs, In Two Volumes, Vol. I., London 1831, S. 371.
- Richter, Bodo*: Die Verbreitung der Namensaktie in Deutschland, Die Deutsche Volkswirtschaft 1934, S. 629–630.
- Richter, Phillipp Clemens/Kinne, Kevin*: Wie transparent sind Vergütungsberichte?, WPg 2017, S. 1484–1491.
- Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik Grundtvig*: Neue Institutionenökonomik – Eine Einführung und kritische Würdigung, 4. Aufl., Tübingen 2010.
- Rickens, Christian/Sommer, Ulf*: Gewinnwarnung – Wie kurzfristiges Profitdenken die Marktwirtschaft und die Zukunft der Unternehmen bedroht – Die Sucht nach Gewinn – Gier frisst Zukunft, Handelsblatt 10./11./12.11.2017, S. 48–53.
- Rickford, Jonathan*: The Emerging European Takeover Law from a British Perspective, EBLR 15 (2004), S. 1379–1421.
- Riechers, Arndt*: Das „Unternehmen an sich“ – Die Entwicklung eines Begriffes in der Aktienrechtsdiskussion des 20. Jahrhunderts, Tübingen 1996.
- Riesenhuber, Karl*: § 10 – Die Auslegung, in: ders. (Hrsg.), Europäische Methodenlehre – Handbuch für Ausbildung und Praxis, 3. Aufl., Berlin 2015, S. 199–224.
- Rieter, Heinz*: Alfred Marshall, in: Starbatty, Joachim (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens – Von Platon bis John Maynard Keynes, Hamburg 2008, S. 135–157.
- Ringe, Wolf-Georg*: Hedge Funds and Risk Decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union, 36 Seattle U. L. Rev. 1027–1115 (2013).
- Changing Law and Ownership Patterns in Germany – Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG, 63 Am. J. Comp. L. 493–538 (2015).
- Shareholder Activism – A Renaissance, Chapter 15, in: Gordon, Jeffrey N./Ringe, Wolf-Georg (Hrsg.), The Oxford handbook of corporate law and governance, Oxford 2018, S. 387–424.
- Ringleb, Henrik-Michael/Kremer, Thomas/Lutter, Marcus/Werder, Axel von* (Hrsg.): Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex – Kodex-Kommentar, München 2003 (zit. Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder/Bearbeiter).
- Roach, Lee*: The UK Stewardship Code, JCLS 11 (2011), S. 463–493.
- Robbins, Stephen P./Judge, Timothy A.*: Organizational behavior, 17. Aufl., Boston 2017.
- Roberts, Michael R./Whited, Toni M.*: Endogeneity in Empirical Corporate Finance, in: Constantinides, George M./Harris, Milton/Stulz, René M. (Hrsg.), Handbook of the economics of finance, Amsterdam, Boston 2013, S. 493–572.
- Rock, Edward B.*: The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism, 79 Georgetown L.J. 445–506 (1991).
- Rodriguez, Usha*: Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership, 95 Minnesota L. Rev. 1822–1866 (2011).
- Roe, Mark J.*: Political and legal restraints on ownership and control of public companies, J. Fin. Ec. 27 (1990), S. 7–41.
- Takeover Politics, in: Blair, Margaret M. (Hrsg.), The Deal Decade – What Takeovers and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance, Washington, D. C. 1993, S. 321–353.
- The Corporate Shareholder’s Vote and Its Political Economy, In Delaware and in Washington, 2 Harv. Bus. L. Rev. 1–38 (2012).
- Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom, 68 Bus. Law. 977–1006 (2013).
- Roesener, Astrid*: Das Warten auf Aktion: Der Aktionsplan zum Europäischen Gesellschaftsrecht und die Societas Privata Europaea, NZG 2013, S. 241–280.
- Rogerson, Pippa*: Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Company Law. By J. E. Parkinson [Oxford: Clarendon Press. 1993. xxviii, 434, (Bibliography) 24 and (Index) 6 pp. Hardback. £50.00 net. ISBN 1–19–825288–9.], C.L.J. 53 (1994), S. 601–602.
- Rohde, Lars*: Lessons from the Last Financial Crisis and the Future Role of Institutional Investors, OECD Journal: Financial Market Trends 2011 (2011), S. 77–82.

- Rojahn, Joachim*: Wertpapierliquidität und Kontrolle durch institutionelle Anleger, in: Kaluza, Bernd/Braun, Klaus Dieter u. a. (Hrsg.), Betriebswirtschaftliche Fragen zu Steuern, Finanzierung, Banken und Management, Wiesbaden 2017, S. 349–362.
- Roll, Richard*: The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *J. of Bus.* 59 (1986), S. 197–216.
- Romano, Roberta*: The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion, 57 *U. Cincinnati L. Rev.* 457–505 (1988).
- : A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation, 9 *Yale J. Reg.* 119–180 (1992).
- : Chapter 1: A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation, in: Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy (Hrsg.), *European takeovers – Law and practice*, London, Boston 1992, S. 3–48.
- : The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, 114 *Yale L.J.* 1521–1611 (2005).
- Romano, Roberta/Bhagat, Sanjai/Bolton, Brian*: The Promise and Peril of Corporate Governance Indices, 108 *Colum. L. Rev.* 1803–1882 (2008).
- Rörmann, Volker/Schröder, Henning*: Der Ausschluss so genannter „Penny Stocks“ vom Neuen Markt – Zugleich Besprechung des Urteils des LG Frankfurt a. M., *BKR* 2001, 109, *BKR* 2001, S. 83–87.
- Ronge, Bastian*: Das Adam-Smith-Projekt – Zur Genealogie der liberalen Gouvernementalität, Wiesbaden 2015.
- Roos, Michael*: Der neue Vorschlag für eine EG-Übernahmerrichtlinie, *WM* 1996, S. 2177–2188.
- Röper, Burkhardt/Berndt, Lothar/Schmid, Jürgen/Wassenberg, Gerd*: Theorie und Praxis der gemeinwirtschaftlichen Konzeption – Eine Analyse am Beispiel gemeinwirtschaftlicher Unternehmen, Göttingen 1976.
- Rose, Paul/Sharfman, Bernard S.*: Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance, 2014 *Brigham Young U. L. Rev.* 1015–1052 (2015).
- Roßkopf, Gabriele*: Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien, 1999.
- Roth, Barbara/Blessing, Denise*: Die neuen Vorgaben nach MiFID II – Teil 3 – Die Zulässigkeit und Offenlegung von Zuwendungen, *CCZ* 2017, S. 163–171.
- Roth, Günter H.*: Die (Ohn-)Macht der Hauptversammlung, *ZIP* 2003, S. 369–378.
- Roth, Markus*: Private Altersvorsorge – Betriebsrentenrecht und individuelle Vorsorge: eine rechtsvergleichende Gesamtschau, Tübingen, Germany 2009.
- Rothfuss, Christian*: Die Zwischenberichterstattung börsennotierter deutscher Unternehmen – Eine theoretische und empirische Untersuchung nach nationalen und internationalen Vorschriften, Dissertation, Bayerische Julius-Maximilians-Universität Würzburg 2005 (zit. *Rothfuss*, Zwischenberichterstattung).
- Rothweiler, Estelle/Greyer, Stefan*: 2. Kapitel: Von der Compagnie de commerce zur société anonyme: Die Geschichte der Aktiengesellschaft in Frankreich bis zum Code de commerce, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel – Band I: Entwicklung des Aktienrechts*, Tübingen 2007, S. 23–45.
- Röttgen, Norbert/Kluge, Hans-Georg*: Nachhaltigkeit bei Vorstandsvergütungen, *NJW* 2013, S. 900–905.
- Rowbottom, N./Schroeder, M.A.S.*: The rise and fall of the UK operating and financial review, *Acc. Auditing Accountability J.* 27 (2014), S. 655–685.
- Rubinstein, Ariel*: “Economics and psychology”? The case of hyperbolic discounting, *Int. Economic Rev.* 44 (2003), S. 1207–1216.
- Rubner, Daniel/Fischer, Jan-Benedikt*: Erneut: Professionalisierung des Aufsichtsrats, *NZG* 2015, S. 782–791.
- Rudolph, Bernd*: Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, Tübingen 2006.
- Rudolph, Bernd/Schäfer, Klaus*: Derivative Finanzmarktinstrumente – Eine anwendungsbezogene Einführung in Märkte, Strategien und Bewertung, 2. Aufl., Berlin 2010.
- Ruffner, Markus*: Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft – Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Zürich 2000.
- Rulf, Philipp*: Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG – Auslegung und Abgrenzung der Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG und des § 30 WpÜG, 2010.
- Rumelt, Richard P.*: Diversification Strategy and Profitability, *Strat. Mgmt. J.* 3 (1982), S. 359–369.
- Rüthers, Bernd*: Spiegelbild einer Verschwörung? Zwei Abschiedsbriefe zum 20. Juli 1944, *JZ* 2005, S. 689–698.

- Rutke, Wolfgang: Haftungsrechtliche Gesichtspunkte beim Buy-Out einer GmbH, WM 1989, S. 805–807.
- Rutterford, Janette: Valuing equities in the UK and the US: fashions and trends, in: Poitras, Geoffrey (Hrsg.), Handbook of research on stock market globalization, Cheltenham 2012, S. 116–136.
- Ryder, Stephanie: How to prevent future flash crashes and restore the ordinary investors' confidence in the financial market: the implementation of circuit breakers and speed limits to help enforce the market access rule, 12 J. of Telecomm. & High Tech L. 265–291 (2014).
- Rzepka, Maximilian/Hille, Christoph/Schieszl, Sven: Die Bewertung von Start-up-Unternehmen – Aktuelle Entwicklungen, Bewertungstrends und angewendete Bewertungsmethoden, CF 2016, S. 311–320.
- S. K.: Are results in top journals to be trusted? – Fudging hell, The Economist 21.01.2016, <<https://www.economist.com/blogs/freeexchange/2016/01/fudging-hell>> (geprüft am 11.06.2020).
- Sackmann, Sonja: Unternehmenskultur: Erkennen – Entwickeln – Verändern – Erfolgreich durch kulturbewusstes Management, 2. Aufl., Wiesbaden 2017.
- Sahlman, William A./Stevenson, Howard H.: Capital Market Myopia, J. Bus. Venturing 1 (1985), S. 7–30.
- Salim, Mohammad Rizal: Corporate governance in Malaysia: the macro and micro issues, in: Mallin, Chris A. (Hrsg.), Handbook on international corporate governance – Country analyses, 2. Aufl., Cheltenham, U. K. 2011, S. 269–294.
- Samuelson, Judith/Preisser, Claire: HBR List 17: A Critical Mass for the Long Term, Harv. Bus. Rev. 84 (2006), S. 62–64.
- Sappington, David E. M.: Incentives in Principal-Agent Relationships, J. Econ. Persp. 5 (1991), S. 45–66.
- Sapra, Haresh/Subramanian, Ajay/Subramanian, Krishnamurthy V.: Corporate Governance and Innovation – Theory and Evidence, J. Financ. Quant. Anal. 49 (2014), S. 957–1003.
- Satchell, S. E./Damant, D. C.: Testing for Short Termism in the UK Stock Market – A Comment, Ec. J. 105 (1995), S. 1218–1223.
- Sauermann, Martin: Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften durch Finanzinvestoren – Theorie, Empirie und Fallstudien, Lohmar 2010.
- Saunders, Anthony/Steffen, Sascha: The Costs of Being Private – Evidence from the Loan Market, Rev. Financ. Stud. 24 (2011), S. 4091–4122.
- Schacht, Hjalmar: Die deutsche Aktienrechtsreform, ZAkDR 3 (1936), S. 35–39.
- Schäfer, Carsten: Die Binnenhaftung von Vorstand und Aufsichtsrat nach der Renovierung durch das UMAG, ZIP 2005, S. 1253–1259.
- Schäfer, Daniel: Die Wahrheit über die Heuschrecken – Wie Finanzinvestoren die Deutschland AG umbauen, Frankfurt am Main 2006.
- : Aus der Traum, Handelsblatt 28.02.2017, S. 27.
- Schäfer, Hans-Bernd/Ott, Claus: Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 5. Aufl., Berlin, Heidelberg 2012.
- Schäfer, Michael: Der Tag, an dem die Kurse abstürzten, NZZ 19.10.2012, S. 31.
- Schalast, Christoph: Das Risikobegrenzungsgesetz – Konsequenzen für die Kreditvergabe und für Kredittransaktionen, BB 2008, S. 2190–2195.
- Schanz, Kay-Michael: Börseneinführung – Recht und Praxis des Börsengangs, 4. Aufl., München 2012.
- Scharfstein, David S./Stein, Jeremy C.: Herd Behavior and Investment, Am. Ec. Rev. 80 (1990), S. 465–479.
- Scharpf, Thomas/Bandur, Benjamin: Frankfurter Wertpapierbörse ersetzt Entry Standard durch neues Mittelstandssegment, AG 2017, R55–R56.
- Schein, Edgar H.: Organizational culture and leadership, 4. Aufl., San Francisco CA 2010.
- Scherer, Frederic M.: Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments, J. Econ. Persp. 2 (1988), S. 69–82.
- Scherf, Harald: John Maynard Keynes, in: Starbatty, Joachim (Hrsg.), Klassiker des ökonomischen Denkens – Von Platon bis John Maynard Keynes, Hamburg 2008, S. 273–291.
- Schieszl, Maximilian: Neue Erfahrungen mit Unternehmenskäufen und Unternehmensübernahmen in den USA, RIW 1988, S. 522–526.
- Schlienkamp, Christoph: Empfehlungen des DRiK zu Quartalsmitteilungen (nicht nur) für Small Caps – Neue Vorgaben, neue Chancen, AG 2016, R137–R139.

- Schlitt, Michael*: Die neuen Marktsegmente der Frankfurter Wertpapierbörse – Struktur, Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten, AG 2003, S. 57–69.
- Schlosser, Hans-Jürgen*: Die Zukunft der Arbeit, in: May, Hermann (Hrsg.), Handbuch zur ökonomischen Bildung, 9. Aufl., München [u. a.] 2008, S. 133–148.
- Schmalenbach, Eugen*: Finanzierungen, 4. Aufl., Leipzig 1928.
- : Finanzierungen – Erster Teil: Beteiligungs-Finanzierungen, mit vorangesetztem einleitenden Teil, 5. Aufl., Leipzig 1932 (zit. *Schmalenbach*, Finanzierungen, 1. Teil).
- : Die Aktiengesellschaft, 7. Aufl., Wiesbaden 1950.
- Schmalenbach, Eugen/Bauer, Richard*: Die Beteiligungsfinanzierung, 9. Aufl., Wiesbaden 1949 (Nachdruck 1966).
- Schmid, Thomas/Achleitner, Ann-Kristin/Ampenberger, Markus/Kaserer, Christoph*: Family firms and R&D behavior – New evidence from a large-scale survey, Res. Pol. 43 (2014), S. 233–244.
- Schmidt, Dominique*: L'État actionnaire et stratégie, Éditorial, Recueil Dalloz 2015, n° 42 Éditorial.
- Schmidt, Ingo*: Wettbewerbspolitik und Kartellrecht – Eine interdisziplinäre Einführung; mit 12 Tabellen, 8. Aufl., Stuttgart 2005.
- Schmidt, Karsten*: Die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen als rechtspolitisches Problem, JZ 1984, S. 771–786.
- : Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., Köln/München [u. a.] 2002.
- Schmidt, Reinhard H./Schwalbach, Joachim*: Zur Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland, in: Schwalbach, Joachim/Fandel, Günter (Hrsg.), Der ehrbare Kaufmann – Modernes Leitbild für Unternehmer?, Wiesbaden 2007, S. 111–122.
- Schmidt, Reinhard H./Spindler, Gerald*: Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive – Eine Betrachtung der Risiken, der Notwendigkeiten und Möglichkeiten einer Regulierung von private equity und aktivistischen Hedgefonds aus ökonomischer und gesellschafts-, kapitalmarkt- und arbeitsrechtlicher Sicht, Baden-Baden 2008.
- Schmies, Christian*: Die Regulierung von Hedgefonds, Baden-Baden 2010.
- Schmitt, Laurence*: ArcelorMittal: le document qui prouve la compétitivité de Florange, Le Républicain Lorraine 13.12.2012, <<http://www.republicain-lorrain.fr/moselle/2012/12/13/le-document-qui-prouve-la-competitivite-de-florange>> (geprüft am 04.08.2021).
- Schmittmann, Jens M.*: Teil 26.2 Bewertung und Bilanzierung von Domains, EL 43 Juli 2016, in: Holz-nagel, Bernd/Altenhain, Karsten u. a. (Hrsg.), Handbuch Multimedia-Recht – Rechtsfragen des elektronischen Geschäftsverkehrs, 2017. Aufl., München 2014.
- Schmolke, Klaus Ulrich*: Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, ZGR 2007, S. 701–744.
- : Grenzen der Selbstbindung im Privatrecht – Rechtspaternalismus und Verhaltensökonomik im Familien-, Gesellschafts- und Verbraucherrecht, Tübingen 2014.
- : Das Verbot der Marktmanipulation nach dem neuen Marktmissbrauchsregime – Ziele, Kennzeichen und Problemlagen der Neuregelung in Art. 12 f., 15 MAR, AG 2016, S. 434–445.
- Schnaas, Dieter*: Der Staat ist der bessere Unternehmer, WiWo 22.06.2014, <<http://www.wiwo.de/politik/konjunktur/tauchsieder-der-staat-ist-der-bessere-unternehmer/10077880-all.html>> (geprüft am 11.06.2020).
- Schnee, Philipp*: Ökonomie – Mutig, innovativ, tollkühn – Mariana Mazzucato: „Das Kapital des Staates“, 2014, <[http://www.deutschlandradiokultur.de/oekonomie-mutig-innovativ-tollkuehn.950.de.html?dram:article\\_id=294843](http://www.deutschlandradiokultur.de/oekonomie-mutig-innovativ-tollkuehn.950.de.html?dram:article_id=294843)> (geprüft am 11.06.2020).
- Schneider, Christoph/Spalt, Oliver*: Conglomerate Investment, Skewness, and the CEO Long-Shot Bias, J. Fin. 71 (2016), S. 635–672.
- Schneider, M. R./Paunescu, M.*: Changing varieties of capitalism and revealed comparative advantages from 1990 to 2005: a test of the Hall and Soskice claims, Socio-Ec. Rev. 10 (2012), S. 731–753.
- Schneider, Uwe H.*: Gesetzliches Verbot von Stimmrechtsbeschränkungen bei der Aktiengesellschaft, AG 1990, S. 56–63.
- : Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern, ZIP 1996, S. 1769–1776.
- : Alternative Geldgeber oder Eigenkapitalräuber? – Die sieben Halbwahrheiten über die „neuen Investoren“, AG 2006, S. 577–580.
- : Missbräuchliches Verhalten durch Private Equity, NZG 2007, S. 888–893.
- Schneider, Uwe H./Anzinger, Heribert*: Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung – „A quiet guru's enormous clout“, NZG 2007, S. 88–96.

- Schneider, Uwe H./Burgard, Ulrich*: Maßnahmen zur Verbesserung der Präsenz auf der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft – Überlegungen auf dem Weg in den Pensionskassenkorporatismus, in: Beisse, Heinrich/Lutter, Marcus/Närger, Heribald (Hrsg.), Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993, Berlin 1993, S. 783–803 (zit. *Schneider/Burgard*, FS Beusch).
- Schneider-Lenné, Ellen R.*: The Role of the German Capital Markets and the Universal Banks, Supervisory Boards, and Interlocking Directorships, in: Dimsdale, Nicholas H./Prevezer, Martha (Hrsg.), Capital markets and corporate governance – [the book stems from a conference organized by the National Economic Development Office in November 1991], Oxford 1994, S. 284–305.
- Schnitzer, Monika*: „Breach of Trust“ in Takeovers and the Optimal Corporate Charter, *J. Ind. Ec.* 43 (1995), S. 229–259.
- : Short-Termism and the Market for Corporate Control, in: Picot, Arnold/Schlicht, Ekkehart (Hrsg.), Firms, Markets, and Contracts – Contributions to the Neoinstitutional Economics, Heidelberg 1996, S. 36–58.
- Schockenhoff, Martin*: Vorstände im Visier aktivistischer Aktionäre, *ZIP* 2017, S. 1785–1793.
- Scholten, Marc/Read, Daniel*: Discounting by Intervals – A Generalized Model of Intertemporal Choice, *Management Science* 52 (2006), S. 1424–1436.
- Scholz, Philipp*: Ad-hoc-Publizität im Freiverkehr, *NZG* 2016, S. 1286–1291.
- Schön, Wolfgang*: Der Zweck der Aktiengesellschaft – geprägt durch europäisches Gesellschaftsrecht? Editorial, *ZHR* 180 (2016), S. 279–288.
- Schrand, Catherine M./Zechman, Sarah L. C.*: Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting, *J. Accounting & Ec.* 53 (2012), S. 311–329.
- Schreyögg, Georg/Geiger, Daniel*: Organisation – Grundlagen moderner Organisationsgestaltung. Mit Fallstudien, 6. Aufl., Wiesbaden 2016.
- Schriftführer-Amt der ständigen Deputation* (Hrsg.): Verhandlungen des Dreiunddreißigsten Deutschen Juristentags (Heidelberg), Berlin/Leipzig 1925.
- (Hrsg.): Verhandlungen des Vierunddreißigsten Deutschen Juristentags zu Köln – vom 12. bis 15. September 1926, Zweiter Band (Stenographischer Bericht), Berlin/Leipzig 1927.
- Schröder, Arndt*: Prinzipien der Paneldatenanalyse, in: Albers, Sönke/Klapper, Daniel u. a. (Hrsg.), Methodik der empirischen Forschung, 3. Aufl., Wiesbaden, s.l. 2009, S. 315–330.
- Schubart-Fikentscher, Gertrud*: Heymann, Ernst, in: Historische Kommission bei der Bayerischen Akademie der Wissenschaften (Hrsg.), Neue deutsche Biographie, Berlin 1972, S. 88–89.
- Schubert, Leif/Schuhmann, Alexander*: Die Kategorie des semiprofessionellen Anlegers nach dem Kapitalanlagegesetzbuch, *BKR* 2015, S. 45–52.
- Schubert, Werner*: Die Entstehung des Aktiengesetzes von 1884, in: Schubert, Werner/Hommelhoff, Peter (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht – Eine Sammlung von Texten und Quellen zur Aktienrechtsreform 1884 mit zwei Einführungen, Berlin, New York 1985, S. 1–50.
- : Die Entwürfe der Weimarer Republik zur Reform des Aktienrechts – unter besonderer Berücksichtigung der Organisation der Aktiengesellschaft, der Pflichtenrevision und des Auskunftsrechts des Aktionärs, *SZG* 103 (1986), S. 140–198.
- : Einleitung zu Band I, in: ders. (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, Berlin 1986, S. XX–LXV.
- : Vorbemerkungen zur Gesamtedition, in: ders. (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, Berlin 1986, S. VIII–IX.
- : Einleitung, in: ders. (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), Frankfurt am Main/New York 1999, S. 13–31 (zit. *Schubert*, Quellen Weimar).
- (Hrsg.): Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), Frankfurt am Main/New York 1999.
- Schülke, Thilo*: Kapitel 6 D. I. Bewertungsmaßstäbe, § 255 HGB, in: Merkt, Hanno/Probst, Arno/Fink, Christian (Hrsg.), Rechnungslegung nach HGB und IFRS – Themensystematischer Kommentar mit synoptischen Darstellungen, Stuttgart 2017.
- Schultze, Charles L.*: Industrial Policy: A Dissent, *2 Brookings Rev.* 3–12 (1983).
- Schulz-Mehrin, Otto*: Die Umstellung auf Gold in der Selbstkosten- und Preisberechnung und in der Bilanzierung – Goldrechnung und Goldbilanz, Berlin, Heidelberg 1924.
- Schwartz, Andrew A.*: Corporate Legacy, *5 Harv. Bus. L. Rev.* 237–280 (2015).
- Schwarz, Christian/Michel, Jörg*: Aktienoptionspläne: Reformvorhaben in Deutschland – Erfahrungsvorprung in Frankreich, *BB* 1998, S. 489–494.

- Schweizer, Mark Daniel*: Kognitive Täuschungen vor Gericht – Eine empirische Studie, Dissertation, Universität Zürich 29. Juni 2005 (zit. *Schweizer*, Kognitive).
- Schwerdtfeger, Heike*: Vom Aussterben bedroht – Analysten, *WiWo* 29.09.2017, S. 76–79.
- Schwert, William G.*: Anomalies and Market Efficiency, in: Constantinides, George M./Harris, Michael/Stulz, René M. (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance – Volume 1, Part B: Financial Markets and Asset Pricing*, 2003, S. 939–974.
- Sciubba, Emanuela*: Relative performance and herding in financial markets, Chapter 11, in: Knight, John/Satchell, Stephen (Hrsg.), *Performance Measurement in Finance*, s.l. 2002, S. 285–328.
- Scopino, Gregory*: The (Questionable) Legality of High-Speed ‚Pinging‘ and ‚Front Running‘ in the Futures Markets, 47 *Connecticut L. Rev.* 607–697 (2015).
- Segelod, Esbjörn*: A comparison of managers ‚perceptions of short-termism in Sweden and the U.S., *Int. J. Production Economics* 63 (2000), S. 243–254.
- Segovia, Juan J.*: Relevance Lost: The Rise and Fall of Management, *Contemporary Accounting Research* 6 (1990), S. 955–961.
- Seibert, Ulrich*: Aktienrechtsreform in Permanenz?, *AG* 2002, S. 417–420.
- : Die Stimmrechtsausübung in deutschen Aktiengesellschaften – ein Bericht an den Deutschen Bundestag, *AG* 2004, S. 529–533.
- : Gute Aktionäre – schlechte Aktionäre – „Aktive Finanzinvestoren“ und Stimmrecht, in: Aderhold, Lutz/Grunewald, Barbara u. a. (Hrsg.), *Festschrift für Harm Peter Westermann – Zum 70. Geburtstag*, Berlin, Köln 2008, S. 1505–1517 (zit. *Seibert*, FS Westermann).
- : Das VorstAG – Regelungen zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung und zum Aufsichtsrat, *WM* 2009, S. 1489–1493.
- : Finanzmarktkrise, Corporate Governance, Aufsichtsrat, *DB* 2009, S. 1167–1171.
- : Die Koalitionsgruppe „Managervergütungen“: Rechtspolitische Überlegungen zur Beschränkung der Vorstandsvergütung (Ende 2007 bis März 2009), in: Kindler, Peter/Koch, Jens u. a. (Hrsg.), *Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag*, München 2010, S. 955–972 (zit. *Seibert*, FS Hüffer).
- : Das Gesetzgebungsverfahren und die politischen Verhandlungen zum Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) vom Kabinettsbeschluss bis zu seinem Inkrafttreten (März bis August 2009), in: Habersack, Mathias/Hommelhoff, Peter (Hrsg.), *Festschrift für Wulf Goette zum 65. Geburtstag*, München 2011, S. 487–497 (zit. *Seibert*, FS Goette).
- : Grünbuch der EU-Kommission: „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“, *Audit Committee Quarterly* 2011, S. 14–15.
- Seibt, Christoph H.*: Verbandssouveränität und Abspaltungsverbot im Aktien- und Kapitalmarktrecht, *ZGR* 2010.
- : Richtlinienvorschlag zur Weiterentwicklung des europäischen Corporate Governance-Rahmens, *DB* 2014, S. 1910–1919.
- : CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz: Berichterstattung über nichtfinanzielle Aspekte der Geschäftstätigkeit, *DB* 2016, S. 2707–2716.
- Seibt, Christoph H./Wollenschläger, Bernward*: Europäisierung des Transparenzregimes: Der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Revision der Transparenzrichtlinie, *AG* 2012, S. 305–315.
- : Revision des Europäischen Transparenzregimes: Regelungsinhalte der TRL 2013 und Umsetzungsbedarf, *ZIP* 2014, S. 545–554.
- Seifert, Werner G./Voth, Hans-Joachim*: Invasion der Heuschrecken – Intrigen, Machtkämpfe, Marktmanipulationen; wie Hedge-Fonds die Deutschland-AG attackieren, Berlin 2007.
- Seiffert, Julius*: 4. Teil, Börsen und andere Handelssysteme, in: Wittig, Arne/Kümpel, Siegfried (Hrsg.), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 4. Aufl., Köln, Saarbrücken 2011, S. 299–422.
- Seki, Takaya/Clarke, Thomas*: The Evolution of Corporate Governance in Japan: The Continuing Relevance of Berle and Means, 37 *Seattle U. L. Rev.* 717–747 (2014).
- Senge, Peter M.*: The Puzzles and Paradoxes of How Living Companies Create Wealth: Why Single-Valued Objective Functions Are Not Quite Enough, in: Beer, Michael/Nohria, Nitin (Hrsg.), *Breaking the code of change*, Boston, Mass. 2000, S. 59–81.
- Serfling, Matthew A.*: CEO age and the riskiness of corporate policies, *J. Corp. Fin.* 25 (2014), S. 251–273.
- Sergakis, Konstantinos*: The UK Stewardship Code: Bridging the Gap Between Companies and Institutional Investors, 47 *RJTUM* 109–154 (2013).

- Serpoul, Frédéric*: Beyond Legal Origins: Shareholder Protection and Stock Market Development in France (1852–2007) – Working Paper presented at the European Historical Economics Society Conference, London School of Economics and Political Science (September, 6th–7th, 2013), December, 15, 2009; revised June, 15, 2013, June 15, 2013, <<http://www.ehes.org/serpoul.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).
- Sethe, Rolf*: Ein Indianer kennt keinen Schmerz: Reaktionen der Schweiz auf Finanzmarktkrise und Steuerstreit, ZBB/JBB 2011, S. 106–129.
- Severin, Jörg*: Mehr „Rheinischer Kapitalismus“ für Europas Wirtschaft, 2014, <[http://www.koeln.de/koeln/mehr-rheinischer-kapitalismus-fuer-europas-wirtschaft\\_834320.html](http://www.koeln.de/koeln/mehr-rheinischer-kapitalismus-fuer-europas-wirtschaft_834320.html)> (geprüft am 05.08.2021).
- Sharfman, Bernard S.*: Why Proxy Access is Harmful to Corporate Governance, 37 J. Corp. L. 387–413 (2011).
- : Activist Hedge Funds in a World of Board Independence: Creators or Destroyers of Long-Term Value, 2015 Colum. Bus. L. Rev. 813–860 (2015).
- Sharp, Margaret/Walker, William*: Thatcherism and Technical Advance: Reform without Progress? – Part II: The Thatcher Legacy, Political Quarterly 62 (1991), S. 318–337.
- Shaw, John C.*: The Cadbury Code, Two Years Later, in: Hopt, Klaus J. (Hrsg.), Comparative corporate governance – Essays and materials, Berlin 1997, S. 21–45.
- Sheehan, Kym*: Say on pay and the outrage constraint, in: Thomas, Randall S./Hill, Jennifer G. (Hrsg.), Research Handbook on Executive Pay, Cheltenham 2012, S. 255–283.
- Sheen, Albert*: Do Public and Private Firms Behave Differently? An Examination of Investment in the Chemical Industry, J. Financ. Quant. Anal. 55 (2020), S. 2530–2554.
- Shefrin, Hersh M./Thaler, Richard H.*: An Economic Theory of Self-Control, J. Pol. Econ. 89 (1981), S. 392–406.
- Sheikh, Saleem*: A guide to the Companies Act 2006, Abingdon, Oxon, New York, NY 2008.
- Shelley, Marjorie K.*: Gain/Loss Asymmetry in Risky Intertemporal Choice, Org. Beh. & Human Dec. Proc. 59 (1994), S. 124–159.
- Shen, Carl Hsin-han/Zhang, Hao*: CEO risk incentives and firm performance following R&D increases, J. Banking & Fin. 37 (2013), S. 1176–1194.
- Shiller, Robert J.*: Market Volatility and Investor Behavior, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), S. 58–62.
- : From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, J. Econ. Persp. 17 (2003), S. 83–104.
- Shilon, Nitzan*: Putting Directors' Money Where Their Mouths are: A New Approach to Improving Corporate Takeover Dynamics, Colum. Bus. L. Rev. 511–598 (2017).
- Shleifer, Andrei/Summers, Lawrence H.*: Breach of Trust in Hostile Takeovers, in: Auerbach, Alan J. (Hrsg.), Corporate takeovers – Causes and consequences, Chicago 1988, S. 33–56.
- Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W.*: Value Maximization and the Acquisition Process, J. Econ. Persp. 2 (1988), S. 7–20.
- : Management entrenchment, J. Fin. Ec. 25 (1989), S. 123–139.
- : Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms, AEA Papers and Proceedings 80 (1990), S. 148–153.
- : Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications, Strat. Mgmt. J. 12 (1991), S. 51–59.
- : The Limits of Arbitrage, J. Fin. 52 (1997), S. 35–55.
- : Stock market driven acquisitions, J. Fin. Ec. 70 (2003), S. 295–311.
- Shon, John/Yan, Meng*: R&D Cuts and Subsequent Reversals – Meeting or Beating Quarterly Analyst Forecasts, Eur. Acc. Rev. 24 (2014), S. 147–166.
- Short, Helen/Keasey, Kevin*: Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom, in: Keasey, Kevin (Hrsg.), Corporate governance – Economic and financial issues, Oxford 1997, S. 18–53.
- Shrimmsley, Robert*: Blair's vision prompts Tory glee, The Financial Times 09.01.1996.
- Siebel, Ulf R./Gebauer, Stefan*: Prognosen im Aktien- und Kapitalmarktrecht – Lagebericht, Zwischenbericht, Verschmelzungsbericht, Prospekt usw., Teil II, WM 2001, S. 173–193.
- Siebert, Wolfgang*: Besprechung von Hohlfeld, Hans Herbert, Gedanken zur Neugestaltung des deutschen Unternehmensrechts, 1935, sowie Schlegelberger, Franz, Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts, 1935, Weltwirtschaftliches Archiv 43 (1936), S. 144–147.

- Siegele, Ludwig*: France à la Bundesrepublik – Die Regierung in Paris kopiert das deutsche Modell, Die Zeit 29.11.1991, <<http://www.zeit.de/1991/49/france-a-la-bundesrepublik/komplettansicht>> (geprüft am 05.08.2021).
- Siems, Mathias M.*: Die Konvergenz der Rechtssysteme im Recht der Aktionäre – Ein Beitrag zur vergleichenden Corporate Governance in Zeiten der Globalisierung, Tübingen 2005.
- Silverentand, L.J.*: Types of Securities and the Statutory Framework Applicable to Securities, Chapter 2, in: Nieuwenhuijzen, M. C. A. (Hrsg.), Financial Law in the Netherlands, 2010, S. 19–45.
- Simon, Nikolaus*: Vorwort, in: Schmidt/Spindler, Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive – Eine Betrachtung der Risiken, der Notwendigkeiten und Möglichkeiten einer Regulierung von private equity und aktivistischen Hedgefonds aus ökonomischer und gesellschafts-, kapitalmarkt- und arbeitsrechtlicher Sicht, Baden-Baden 2008, S. 5–7.
- Simon, Stefan/Dobel, Angela*: Das Risikobegrenzungs-gesetz – neue Unterrichtungspflichten bei Unternehmensübernahmen, BB 2008, S. 1955–1959.
- Simons, Stefan*: Frankreichs Regierung droht mit Verstaatlichung – Mittal-Stahlwerk in Florange, Spiegel Online 27.12.2012, <<http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/mittal-steel-florange-hollande-droht-mit-zeitweiliger-verstaatlichung-a-869602.html>> (geprüft am 05.08.2021).
- Simpson, Anne*: One of founding fathers of corporate governance – FT.com, Financial Times 02.06.2006, S. 22, <<https://www-1pquest-1com-1bl36xefg6631.han.sub.uni-goettingen.de/newspapers/one-founding-fathers-corporate-governance/docview/249930443/se-2?accountid=11144>> (geprüft am 06.08.2021).
- Simpson Thacher & Bartlett LLP*: Proxy Access Proposals, Memo Series, The 2015 Proxy Season, 30.07.2015, <[http://www.stblaw.com/docs/default-source/memos/firmmemo\\_07\\_30\\_15\\_proxy-access-proposals.pdf](http://www.stblaw.com/docs/default-source/memos/firmmemo_07_30_15_proxy-access-proposals.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Singh, Ajit*: Take-overs; their relevance to the stock market and the theory of the firm, Cambridge Eng. 1971.
- : Take-overs, Economic Natural Selection, and the Theory of The Firm – Evidence from the Postwar United Kingdom Experience, Ec. J. 85 (1975), S. 497–515.
  - : UK industry and the world economy: a case of de-industrialisation?, Cambridge J. Ec. 1 (1977), S. 113–136.
  - : Third World competition and de-industrialisation in advanced countries, Cambridge J. Ec. 13 (1989), S. 103–120.
- Sirmon, David G./Hitt, Michael A.*: Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms, Ent. Theory & Pract. 27 (2003), S. 339–358.
- Sjåffjell, Beate*: The Core of Corporate Governance: Implications of the Takeover Directive for Corporate Governance in Europe, EBLR 22 (2011), S. 641–708.
- Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP/Activist Insight*: Activist Investing in Europe – A Special Report, October 2014, <[https://www.skadden.com/newsletters/Activist\\_Investing\\_in\\_Europe\\_October\\_2014\\_Skadden\\_Special\\_Report.pdf](https://www.skadden.com/newsletters/Activist_Investing_in_Europe_October_2014_Skadden_Special_Report.pdf)> (geprüft am 05.08.2021).
- Slater, Malcolm S.*: Short-Termism At Its Worst: How Short-Termism Invites Corruption... and What to Do About It, 11.04.2013, <<http://ssrn.com/abstract=2247545>> (geprüft am 05.08.2021).
- Slovic, Paul/Fischhoff, Baruch/Lichtenstein, Sarah*: Facts and Fears – Understanding Perceived Risk, in: Schwing, Richard C./Albers, Walter A. (Hrsg.), Societal Risk Assessment: How Safe is Safe Enough?, Boston, MA 1980, S. 181–216.
- : Why Study Risk Perception?, Risk Analysis 2 (1982), S. 83–93.
- Smale, John G.*: What about shareowner's responsibility, Wall Street Journal 16.10.1987, S. 1.
- Smith, Adam*: The Theory of Moral Sentiments, in: ders., The Theory of Moral Sentiments, hrsg. von Raphael/MacFie, Oxford 1976, S. 1–342.
- : An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, in: ders., An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, Volume I, Repr. 1979 ed, hrsg. von Campbell/Skinner, Indianapolis, Ind. 1981, S. 1–543.
  - : An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, in: ders., An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations, Volume 2, Repr. 1976 ed., hrsg. von Campbell/Skinner, Oxford 2004, S. 545–947.
- Smith, Gary*: Tobin's q, in: Durlauf, Steven N./Blume, Lawrence E. (Hrsg.), The New Palgrave: Dictionary of Economics – Volume 1 – 8, London, s.l. 2008, S. 316–320.

- Smith, Gordon D./Wright, Matthew/Hintze, Marcus Kai*: Private Ordering with Shareholder Bylaws, 80 *Fordham L. Rev.* 125–188 (2011).
- So, Eric S.*: A new approach to predicting analyst forecast errors: Do investors overweight analyst forecasts?, *J. Fin. Ec.* 108 (2013), S. 615–640.
- Söhner, Matthias*: Gläubigerschutz und Anlegerschutz vor Private-Equity- und Hedgefonds, Berlin/Humboldt 2012.
- Söllner, Fritz*: Die Geschichte des ökonomischen Denkens, 3. Aufl., Berlin [u. a.] 2012.
- Solmssen, Georg*: Soll bei einer künftigen Reform des Aktienrechts eine Annäherung an das englisch-amerikanische Recht in grundlegenden Fragen stattfinden?, in: Schriftführer-Amt der ständigen Deputation (Hrsg.), Verhandlungen des Vierunddreißigsten Deutschen Juristentags zu Köln – vom 12. bis 15. September 1926, Berlin/Leipzig 1927, S. 678–742 (zit. *Solmssen*, Verhandlungen 34. DJT – Stenographischer Bericht).
- : Probleme des Aktienrechts – unter besonderer Berücksichtigung ihrer Entwicklung in den Vereinigten Staaten von Amerika, 2. Aufl., Berlin/Leipzig 1928.
- Solomons, David*: Divisional performance – Measurement and control, Irwin/Irwin-Dorsey 1965.
- Sommer, Ulf*: German Angst, Handelsblatt 26.–28.09.2014, S. 60–65.
- Sorkin, Andrew Ross*: An Unusual Boardroom Battle, in *Academia*, New York Times 06.01.2015, S. B1, <[http://dealbook.nytimes.com/2015/01/05/an-unusual-boardroom-battle-in-academia/?\\_r=0](http://dealbook.nytimes.com/2015/01/05/an-unusual-boardroom-battle-in-academia/?_r=0)> (geprüft am 05.08.2021).
- Soskice, David*: Stakeholding Yes; the German Model No, in: Kelly, Gavin/Kelly, Dominic/Gamble, Andrew (Hrsg.), Stakeholders capitalism, Basingstoke, Hampshire 1997, S. 219–225.
- Souder, David/Bromiley, Philip*: Explaining temporal orientation: Evidence from the durability of firms' capital investments, *Strat. Mgmt. J.* 33 (2012), S. 550–569.
- Souder, David/Shaver, J. Myles*: Constraints and incentives for making long horizon corporate investments, *Strat. Mgmt. J.* 31 (2010), S. 1316–1336.
- Spamann, Holger*: The „Antidirector Rights Index“ Revisited, *Rev. Financ. Stud.* 23 (2010), S. 467–486.
- : Empirical Comparative Law, *Annu. Rev. Law. Soc. Sci.* 11 (2015), S. 131–153.
- Spießhofer, Birgit*: Die neue europäische Richtlinie über die Offenlegung nichtfinanzieller Informationen – Paradigmenwechsel oder Papiertiger?, *NZG* 2014, S. 1281–1286.
- Spindler, Gerald*: Prime Standard und General Standard – Die Börse als Ersatzgesetzgeber für Quartalsberichte?, *WM* 2003, S. 2073–2085.
- : Stimmrecht und Teilnahme an der Hauptversammlung – Entwicklungen und Perspektiven in der EU und in Deutschland, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005 – Jahrestagung der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung (VGR), Köln 2006, S. 31–64.
- : 13. Kapitel: Kriegsfolgen, Konzernbildung und Machtfrage als zentrale Aspekte der aktienrechtlichen Diskussion in der Weimarer Republik, in: Bayer, Walter/Habersack, Mathias (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel – Band I: Entwicklung des Aktienrechts, Tübingen 2007, S. 440–569.
- : Acting in Concert – Begrenzung von Risiken durch Finanzinvestoren – Der Regierungsentwurf eines Risikobegrenzungsgesetzes, *WM* 2007, S. 2357–2364.
- Spindler, Gerald/Bednarz, Sebastian*: Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht – Teil I: Die Rechtslage, *WM* 2006, S. 553–600.
- Sprague, Robert*: Beyond Shareholder Value: Normative Standards for Sustainable Corporate Governance, 1 *Wm. & Mary Bus. L. Rev.* 47–82 (2010).
- Spremann, Klaus*: Finance, 4. Aufl., München 2010.
- Sraer, David/Thesmar, David*: Performance and Behavior of Family Firms – Evidence from the French Stock Market, *J. Europ. Econ. Ass.* 5 (2007), S. 709–751.
- Stadler, Maximilian*: Shareholder-Aktivismus durch Hedge Fonds – Empirische Untersuchung für Deutschland, Dissertation, Technische Universität Berlin (TU Berlin) 2010 (zit. *Stadler*, Shareholder).
- Stalk, George/Evans, Philip/Shulman, Lawrence E.*: Competing on Capabilities: The New Rules of Corporate Strategy, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 57–69.
- Stamp, J. C.*: Review: Industrial Fluctuations. By A. C. Pigou, *Ec. J.* 37 (1927), S. 418–424.
- : The Report of the Macmillan Committee, *Ec. J.* 41 (1931), S. 424–435.
- Ständige Deputation des Deutschen Juristentages* (Hrsg.): Verhandlungen des 69. Deutschen Juristentages – München 2012, Band II/1 Referate und Beschlüsse, München 2013.

- Stanton, Keith/Arden, Mary*: Lady Justice, Obituary: John Parkinson – Academic and reformer of English company law, *The Guardian* 09.04.2004, <<http://www.theguardian.com/news/2004/apr/09/guardianobituaries>> (geprüft am 05.08.2021).
- Stapledon, Geof P.*: The AWA Case: Non-Executive Directors, Auditors, and Corporate Governance Issues in Court, in: Prentice, Daniel D. (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance – [the origins of this book lie in the Second Oxford Law Colloquium, held in St. John’s College, Oxford, on 10 – 11 September 1992]*, Oxford 1993, S. 187–219.
- : Institutional shareholders and corporate governance, Oxford 1996 (zit. *Stapledon*, *Institutional Shareholder and Corporate Governance*).
  - : Institutional Investors: What are their Responsibilities as Shareholders?, in: Parkinson, John E./Gamble, Andrew/Kelly, Gavin (Hrsg.), *The political economy of the company*, Oxford 2000, S. 195–231.
- Stars, Hauke*: Wir haben dazugelernt, *Handelsblatt* 22.11.2016, S. 4–5.
- Steedman, H./Wagner, K.*: A Second Look At Productivity, Machinery and Skills in Britain and Germany, *National Institute Ec. Rev.* 122 (1987), S. 84–108.
- : Productivity, Machinery and Skills – Clothing Manufacture in Britain and Germany, *National Institute Ec. Rev.* 128 (1989), S. 40–57.
- Stein, Jeremy C.*: Takeover Threats and Managerial Myopia, *J. Pol. Econ.* 96 (1988), S. 61–80.
- : Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, 104 *QJE* 655–669 (1989).
  - : Agency, Information and Corporate Investment, in: Constantinides, G. M./Harris, M./Stulz, R. M. (Hrsg.), *Handbook of the Economics of Finance – Volume 1, Part A: Corporate Finance*, s. I. 2003, S. 112–165.
- Stein, Jeremy C./Froot, Kenneth A./Perold, Andre F.*: Shareholder Trading Practices and Corporate Investment Horizons, *J. Appl. Corporate Finance* 5 (1992), S. 42–58.
- Stein, Petra*: Regression mit unbekanntenen Subpopulationen, in: Wolf, Christof/Best, Henning (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, Wiesbaden 2010, S. 805–825.
- Steinbrink, William H.*: Management’s Response to the Takeover Attempt, 28 *Case Western Reserve L. Rev.* 882–909 (1978).
- Stenzel, Roman*: *Rechtliche und empirische Aspekte der Vorstandsvergütung*, Jena 2012.
- Stewart, Thomas A.*: Are You Wealthy, or Are You Rich?, *Harv. Bus. Rev.* 84 (2006), S. 14.
- Stibbard, P. J.*: Discussion of Professor Moore’s Paper, *J. R. Statist. Soc. A* 144 (1980), S. 53–54.
- Stoffel, Walter A./Perriard, Julie*: Stimmrechtsverhalten von institutionellen Anlegern, insbesondere Pensionskassen, *SZW/RSDA* 2016, S. 464–476.
- Stoll, Julia*: Zum Vorschlag der EG-Kommission für die 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, *BB* 1989, S. 1489–1491.
- Stoll, Jutta*: Rechtliche Aspekte von „feindlichen“ Übernahmen von Aktiengesellschaften, *BB* 1989, S. 301–305.
- Stone, Nan*: Preface, in: *Managerial excellence – McKinsey award winners from the Harvard business review, 1980–1994*, Boston, Mass. 1996, S. xvii–xviii.
- Stonich, Paul J.*: Using Rewards in Implementing Strategy, *Strat. Mgmt. J.* 2 (1981), S. 345–352.
- Storck, Michel/de Ravel d’Esclapon, Thibault*: Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français?, *Bulletin Joly Sociétés* 2009, S. 90–96.
- Storck, Michel/Schneider, Uwe H.*: Doppeltes Stimmrecht für langfristig investierte Aktionäre im französischen Recht, *AG* 2008, S. 700–706.
- Story, Jonathan/Walter, Ingo*: *Political economy of financial integration in Europe – The battle of the system*, Manchester 1997.
- Stotz, Rüdiger*: § 22 – Die Rechtsprechung des EuGH, in: Riesenhuber, Karl (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre – Handbuch für Ausbildung und Praxis*, 3. Aufl., Berlin 2015, S. 491–518.
- Stout, Lynn A.*: Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation, 81 *Va. L. Rev.* 611–712 (1995).
- : Takeovers in the Ivory Tower: How Academics Are Learning Martin Lipton May Be Right, 60 *Bus. Law.* 1435–1454 (2005).
  - : The Mythical Benefits of Shareholder Control, 93 *Va. L. Rev.* 789–809 (2007).
  - : *The Shareholder Value Myth – How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, San Francisco 2012.

- Strand, Therese*: Short-termism in the European Union, 22 Colum. J. Eur. L. 15–60 (2015).
- Straska, Miroslava/Waller, H. Gregory*: Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth – A Survey of the Literature, J. Financ. Quant. Anal. 49 (2014), S. 933–956.
- Strenger, Christian*: Ein Stewardship Code für Deutschland?, Audit Committee Quarterly 2011, S. 12–14.
- Strine, Leo E., Jr.*: Derivative Impact? Some Early Reflections on the Corporation Law Implications of the Enron Debacle, 57 Bus. Law. 1371–1402 (2002).
- : Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk’s Solution for Improving Corporate America, 119 Harv. L. Rev. 1759–1783 (2006).
  - : Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance, 33 J. Corp. L. 1–20 (2007).
  - : One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?, 66 Bus. Law. 1–26 (2010).
  - : Can we do better by ordinary investors? A pragmatic reaction to the dueling ideological mythologists of corporate law, 114 Colum. L. Rev. 449–502 (2014).
  - : Making it Easier for Directors to Do the Right Thing, 4 Harv. Bus. L. Rev. 235–253 (2014).
  - : Securing Our Nation’s Economic Future: A Sensible, Nonpartisan Agenda To Increase Long-Term Investment And Job Creation In The United States – Keynote Address, First Annual American College of Governance Counsel Dinner, Gibson, Dunn & Crutcher 200 Park Avenue New York, NY, 30.10.2015, <<http://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2015/11/Securing-Our-Nation-Intermediate-Final.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : The Soviet Constitution Problem in Comparative Corporate Law: Testing the Proposition that European Corporate Law is more stockholder focused than U. S. Corporate Law, 89 Southern Cal. L. Rev. 1239–1308 (2016).
- Strömberg, Peer*: The new demography of private equity, in: Gurung, Anuradha/Lerner, Josh (Hrsg.), Globalization of Alternative Investments – Working Papers Volume 1, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, S. 3–26.
- Stulz, René M.*: Does the cost of capital differ across countries? – An agency perspective, Eur. Financial Management 2 (1996), S. 11–22.
- Stürwald, Florian*: Pflicht zur Quartalsberichterstattung im amtlichen und geregelten Markt durch die „Hintertür“?, BKR 2002, S. 1021–1023.
- Subrahmanyam, Avaniidhar*: Behavioural Finance – A Review and Synthesis, Eur. Financial Management 14 (2007), 12–29.
- Subramanian, Guhan*: Corporate Governance 2.0, Harv. Bus. Rev. 93 (2015), S. 96–105.
- Sudarsanam, P.S.*: Creating value from mergers and acquisitions – The challenges, 2. Aufl., Harlow, England 2010.
- Sudarsanam, Sudi/Broadhurst, Tim*: Corporate governance convergence in Germany through shareholder activism: Impact of the Deutsche Boerse bid for London Stock Exchange, J. Manag. Gov. 16 (2012), S. 235–268.
- Suk-ye, Jung*: Korean Stewardship Code: Financial Services Commission Concentrating on Stewardship Code, 14.02.2017, <<http://www.businesskorea.co.kr/english/news/money/17284-korean-stewardship-code-financial-services-commission-concentrating-stewardship>> (geprüft am 11.06.2020).
- Summers, Lawrence H./Summers, Victoria P.*: When financial markets work too well – A cautious case for a securities transactions tax, J. Fin. Services Res. 3 (1989), S. 261–286.
- Sünner, Eckart*: Take-overs, made in USA, AG 1987, S. 276–284.
- Sunstein, Cass*: Precautions against What? The Availability Heuristic and Cross-Cultural Risk Perceptions, 57 Alabama L. Rev. 75–101 (2005).
- Sykes, Allen*: Comments on Draft Report to Adrian Cadbury, CAD-02141, 14 July 1992, <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-02141.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-02141.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- : Proposals for a Reformed System of Corporate Governance to Achieve Internationally Competitive Long-Term Performance, in: Dimsdale, Nicholas H./Prevezer, Martha (Hrsg.), Capital markets and corporate governance – [the book stems from a conference organized by the National Economic Development Office in November 1991], Oxford 1994, S. 111–127.
- Szesny, André-M.*: Das Sanktionsregime im neuen Marktmissbrauchsrecht, DB 2016, S. 1420–1425.

- Talbot, Lorraine*: Why Shareholders Shouldn't Vote – A Marxist-progressive Critique of Shareholder Empowerment, *Mod. L. Rev.* 76 (2013), S. 791–816.
- : Great debates in company law, London 2014.
- Tang, Alex P./Xu, Li*: Institutional Ownership and Internal Control Material Weakness, *Quarterly Journal of Finance and Accounting* 49 (2010), S. 93–117.
- Taylor, Peter Neil*: Enlightened Shareholder Value and the Companies Act 2006, Thesis submitted for the degree of PhD, Birkbeck University May 2010 (zit. *Taylor*, *ESV and the Companies Act 2006*).
- Tebben, Tobias*: Vergütungsanreize und opportunistische Bilanzpolitik – Eine empirische Analyse der Rolle von Aufsichtsrat und Abschlussprüfer, Wiesbaden 2011.
- Tehrani, Hassan/Waegel, James F.*: Market reaction to short-term executive compensation plan adoption, *J. Accounting & Ec.* 7 (1985), S. 131–144.
- Teichmann, Christoph*: EU-Aktionsplan zum Gesellschaftsrecht: Transparenz, Aktionäre und Konzernrecht, *BB* 2013, Heft 3, S. I.
- Teiglack, Lars*: „Heuschrecken und Häuslebauer“ – Neuerungen bei Immobilienfinanzierung durch das Risikobegrenzungsgesetz –, *Bucerius Law Journal* 2008, S. 143–148.
- Temple, Paul/Urga, Giovanni*: The Competitiveness of UK Manufacturing: Evidence from Imports, *Oxford Economic Papers* 49 (1997), S. 207–227.
- Terberger, Eva/Wettberg, Stefanie*: Der Aktienrückkauf und die Bankenkrise von 1931, März 2005, <[www.uni-heidelberg.de/md/awi/forschung/dp418.pdf](http://www.uni-heidelberg.de/md/awi/forschung/dp418.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Tesche, Thomas/Küting, Peter*: Zur Abkehr vom all-or-nothing hin zum right-of-use approach, *DStR* 2016, S. 620–628.
- Teubner, Gunther*: „Corporate responsibility“ als Problem der Unternehmensverfassung, *ZGR* 1983, S. 34–56.
- Tézenas du Montcel, Antoine/Benoit, Martin*: Application de la loi Florange – Étude des AG 2015, 1488, *La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires* 2015, Heft 42, S. 18–21.
- Thadden, Ernst-Ludwig von*: Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring, *Rev. Ec. Stud.* 62 (1995), S. 557–575.
- Thakor, A. V./Whited, T. M.*: Shareholder-Manager Disagreement and Corporate Investment, *Rev. of Finance* 15 (2011), S. 277–300.
- Thakor, Anjan V.*: Investment „Myopia“ and the Internal Organization of Capital Allocation Decisions, *J.L. Econ. & Org.* 6 (1990), S. 129–154.
- Thakor, Richard T.*: A Theory of Efficient Short-Termism, August 2016, <<https://ssrn.com/abstract=2821162>> (geprüft am 11.06.2020).
- Thaler, Richard H.*: Behavioral Economics – Past, Present, and Future, *Am. Ec. Rev.* 106 (2016), S. 1577–1600.
- Thaler, Richard H./Tversky, Amos/Kahneman, Daniel/Schwartz, Alan*: The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking – An Experimental Test, 112 *QJE* 647–661 (1997).
- The Editors*: “Varieties of Capitalism” Roundtable, *Bus. Hist. Rev.* 84 (2010), S. 637.
- The Herald*: Tony Blair outlines to a Singapore business forum his vision of a revitalised British economy A stake in the future, 9 January 1996, <[http://www.heraldsotland.com/news/12054287.Tony\\_Blair\\_outlines\\_to\\_a\\_Singapore\\_business\\_forum\\_his\\_vision\\_of\\_a\\_revitalised\\_British\\_economy\\_A\\_stake\\_in\\_the\\_future/](http://www.heraldsotland.com/news/12054287.Tony_Blair_outlines_to_a_Singapore_business_forum_his_vision_of_a_revitalised_British_economy_A_stake_in_the_future/)> (geprüft am 05.08.2021).
- Thiessen, Jan*: Wirtschaftsrecht und Wirtschaftsrechtler im Schatten der NS-Vergangenheit, in: Görtemaker, Manfred/Safferling, Christoph Johannes Maria (Hrsg.), *Die Rosenberg – Das Bundesministerium der Justiz und die NS-Vergangenheit – eine Bestandsaufnahme*, S. 204–295.
- Thomaschewski, Dieter/Glaum, Martin/Weber, Silke*: Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen – Kosten Nutzen Folgen für US-Börsennotierungen, Frankfurt am Main 2006.
- Thommen, Jean-Paul/Achleitner, Ann-Kristin/Gilbert, Dirk Ulrich/Hachmeister, Dirk/Kaiser, Gernot*: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre – Umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht, Hauptband, 8. Aufl., Wiesbaden 2017.
- Thomsen, Steen*: Should Private Equity Be Regulated?, *EBOR* 10 (2009), S. 97–114.
- Thurow, Lester C.*: Let's Put Capitalists Back into Capitalism, *Sloan Manage. Rev.* 30 (1988), S. 67–71.
- Thüsing, Gregor*: Auf der Suche nach dem iustum pretium der Vorstandstätigkeit – Überlegungen zur Angemessenheit im Sinne des 87 Abs. 1 Satz 1 AktG, *ZGR* 2003, S. 457–507.
- : Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, *AG* 2009, S. 517–529.

- Thüsing, Gregor/Forst, Gerrit*: Nachhaltigkeit als Zielvorgabe für die Vorstandsvergütung, GWR 2010, S. 515–518.
- Timmann, Jan/Birkholz, Matthias*: Der Regierungsentwurf für ein Risikobegrenzungsgesetz, BB 2007, S. 2749–2753.
- Tong, Jamie/Zhang, Feida*: Does the Capital Market Punish Managerial Myopia? – Evidence from Myopic R&D Cuts, FIRN Research Paper, FIRN Research Paper, 17.03.2021, <<https://ssrn.com/abstract=2395774>> (geprüft am 05.08.2021).
- Tsui, Anne S./Nifadkar, Sunshil S./Ou, Yi Amy*: Cross-National, Cross-Cultural Organizational Behavior Research – Advances, Gaps, and Recommendations, J. Management 33 (2007), S. 426–478.
- Tüngler, Marc/Fockenbrock, Dieter*: Anleger im Blindflug, Handelsblatt 6.5.2016, S. 17.
- Tuschke, Anja/Luber, Marius*: Corporate Governance in Germany: Converging Towards Shareholder Value-Oriented or Not So Much?, in: Rasheed, Abdul A./Yoshikawa, Toru (Hrsg.), The Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects, London 2012, S. 75–92.
- Tversky, A./Kahneman, D.*: Loss Aversion in Riskless Choice – A Reference-Dependent Model, 106 QJE 1039–1061 (1991).
- Tversky, Amos/Kahneman, Daniel*: Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, Science 185 (1974), S. 1124–1131.
- : Rational Choice and the Framing of Decisions, J. of Bus. 59 (1986), 251–278.
- : Advances in prospect theory – Cumulative representation of uncertainty, J. Risk & Uncertainty 5 (1992), S. 297–323.
- Timm, Wolfram*: Corporate Governance Kodex und Finanzkrise, ZIP 2010, S. 2125–2133.
- Tirole, Jean*: The theory of corporate finance, Princeton, NJ 2006.
- Titman, Sheridan*: Sense & Nonsense in Corporate Finance by Louis Lowenstein, J. Fin. 48 (1993), S. 415–419.
- Tobin, James*: A General Equilibrium Approach To Monetary Theory, Journal of Money, Credit and Banking 1 (1969), S. 15.
- Tombs, Francis*: The Inter-relationship between Institutional Investors, the Company in which they Invest, and Company Management, in: National Association of Pensions Funds (NAPF) (Hrsg.), Creative tension? – A collection of essays on issues arising from the relationships between the management of public companies and institutional investors, London 1990, S. 79–84.
- Tomlinson, Jim*: Inventing ‚Decline‘ – The Falling behind of the British Economy in the Postwar Years, Ec. Hist. Rev. 49 (1996), S. 731–757.
- Tonello, Matteo*: Revisiting stock market short-termism, New York, N.Y. 2006.
- Tor, Avishalom*: The Methodology of the Behavioral Analysis of Law, Haifa L. Rev. 4 (2008), S. 237–327.
- Torck, Stéphane*: L’attribution automatique du droit de vote double, Droit des Sociétés 2014, Juillet 2014, S. 18–21.
- Traulsen, Christopher J.*: We Will Miss Portfolio Turnover Rates – The new KIID document does not require fund groups to report PTR and we believe that is a step backwards in transparency, Morningstar Fund Research & Insights, 5 September, 2011, <<http://www.morningstar.co.uk/uk/news/68634/we-will-miss-portfolio-turnover-rates.aspx>> (geprüft am 11.06.2020).
- Tricker, Bob*: The Role of the Institutional Investor in Corporate Governance, Corporate Governance 6 (1998), S. 213–216.
- Tricker, Robert I.*: Corporate governance – Principles, policies and practices, 3. Aufl., Oxford 2015.
- Tritch, Teresa*: America’s Underappreciated Entrepreneur: The Federal Government, The New York Times 24.03.2014, S. A18, <<http://web.archive.org/web/20200513010720/http://marianamazzucato.com/wp-content/uploads/2014/03/2014-03-24-NYT-Teresa-Tritch-A4.pdf>> (geprüft am 09.08.2021).
- Turvey, Ralph*: Book review: Keynes’s ‚General Theory‘. By A. C. PIGOU. Macmillan & Co. 1950. Viii + 69 pp. 6s., Economica 18 (1951), S. 309.
- Tylecote, Andrew*: German Ascent and British Decline, 1870–1980: The Role of Upper-Class Structure and Values, in: Friedman, Edward (Hrsg.), Ascent and decline in the world-system, Beverly Hills 1982, S. 41–67.
- : Time Horizons of Management Decisions – Causes and Effects, J. Ec. Studies 14 (1987), S. 51–64.

- Uepping, Florian*: Vorstandsvergütung in Deutschland – Eine empirische Untersuchung von Ausgestaltung und Determinanten unter Berücksichtigung ökonomischer, machtpolitischer und sozialpsychologischer Einflüsse, Hamburg 2015.
- Ulmer, Peter*: Aktienrecht im Wandel – Entwicklungslinien und Diskussionsschwerpunkte, AcP 202 (2002), S. 143–178.
- Vagts, Detlev*: Comparative Company Law – The new wave, in: Schweizer, Rainer J. (Hrsg.), Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Zürich 2002, S. 595–605 (zit. *Vagts*, FS Druey).
- van Bekkum, Jan/Hijink, Steven/Schouten, Michael C./Winter, Jaap W.*: Netherlands – Corporate Governance in the Netherlands, in: Hopt, Klaus J./Fleckner, Andreas M. (Hrsg.), Comparative corporate governance – A functional and international analysis, Cambridge 2013, S. 648–701.
- van der Elst, Christoph*: Are Shareholder Rights Appealing to Foreign Shareholders?, in: Grundmann, Stefan/Haar, Birgitte u. a. (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010 – Unternehmen, Markt und Verantwortung, Berlin 2010, S. 629–644 (zit. *van der Elst*, FS Hopt).
- van der Elst, Christoph/Vermeulen, Erik P. M.*: Corporate Governance 2.0: Assessing the Corporate Governance Green Paper of the European Commission, ECL 8 (2011), S. 165–174.
- : Europe’s Corporate Governance Green Paper: Rethinking Shareholder Engagement, Chapter 11, in: Birkmose, Hanne Søndergaard/Neville, Mette/Sørensen, Karsten Engsig (Hrsg.), The European financial market in transition, Alphen aan den Rijn u. a. 2012, S. 199–215.
- van Houtte, Jan A.*: Die Niederlande 1650–1850, in: Mieck, Ilja (Hrsg.), Europäische Wirtschafts- und Sozialgeschichte von der Mitte des 17. Jahrhunderts bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts, Stuttgart 1993, S. 311–363.
- van Suntum, Ulrich*: Die unsichtbare Hand – Ökonomisches Denken gestern und heute, 5. Aufl., Berlin 2013.
- Vannoote, Christophe*: Que peuvent faire les sociétés cotées après l’instauration d’un droit de vote double l’égal? n° 25, BRDA 2014, S. 18–20.
- Varian, Hal R.*: Grundzüge der Mikroökonomik, 9. Aufl., Berlin 2016.
- Vartiainen, Hannu/Diamond, Peter A.* (Hrsg.): Behavioral economics and its applications, Princeton, N.J. 2007.
- Vayanos, Dimitri/Wang, Jiang*: Market Liquidity – Theory and Empirical Evidence, Chapter 19, in: Constantinides, George M./Harris, Milton/Stulz, René M. (Hrsg.), Handbook of the economics of finance – 2B: Financial markets and asset pricing, Amsterdam, London 2013, S. 1289–1361.
- Veasey, Norman E.*: The Stockholder Franchise is not a Myth: A Response to Professor Bebchuk, 93 Va. L. Rev. 811–825 (2007).
- Veil, Rüdiger*: Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung der Transparenzregime, WM 2012, S. 53–61.
- : The Reform of the Transparency Regime in European Capital Markets Laws, ECFR 10 (2013), S. 18–44.
- : § 5 Rechtsquellen und Auslegung, in: ders. (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., Tübingen 2014, S. 59–81.
- : Europäische Kapitalmarktunion – Verordnungsgesetzgebung, Instrumente der europäischen Marktaufsicht und die Idee eines „Single Rulebook“, ZGR 2014, S. 544–607.
- Velte, Patrick*: Anreizkompatible Aufsichtsratsvergütung als Instrument der Corporate Governance – Theoretische und anwendungsbezogene Fragen bei börsennotierten Aktiengesellschaften (Teil B), ZCG 2016, S. 115–120.
- : „Nachhaltige“ Vorstandsvergütung bei börsennotierten Aktiengesellschaften, NZG 2016, S. 294–299.
- : Say on Pay-Regulierung nach der Neufassung der Richtlinien 2007/36/EU und 2013/34/EU, NZG 2017, S. 368–371.
- Venturuzzo, Marco*: The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat, ZVerglRWiss 114 (2015), S. 192–214.
- Verse, Dirk A.*: Die Entwicklung des europäischen Gesellschaftsrechts im Jahr 2012, EuZW 2013, S. 336–343.
- : Regulierung der Vorstandsvergütung – mehr Macht für die Aktionäre? – Überlegungen zur geplanten Reform des say on pay, NZG 2013, S. 921–930.

- : 50 Jahre Aktiengesetz – Das deutsche Aktienrecht unter europäischem Einfluss, in: Fleischer, Holger/Koch, Jens u. a. (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, Berlin, Boston 2016, S. 303–324.
- Vesper-Gräske, Marvin*: „Say On Pay“ In Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence, German L. J. 14 (2013), S. 749–795.
- Vetter, Eberhard*: Handgeld für in der Hauptversammlung präsenzte Aktionäre?, AG 2006, S. 32–35.
- : Der Aufsichtsrat – Spagat zwischen gesetzlichen Vorgaben und wachsenden Herausforderungen, in: Fleischer, Holger/Koch, Jens u. a. (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, Berlin, Boston 2016, S. 103–153.
- : Shareholders Communication – Wer spricht mit den institutionellen Investoren?, AG 2016, S. 873–877.
- Viandier, Alain*: OPA, OPE et autres offres publiques, 5. Aufl., Levallois 2014.
- Viermetz, Kurt*: Börsenkonsolidierung – eine Riesenchance für Europa, Finanzplatz 2006, Heft 5, S. 4–9.
- Vogenauer, Stefan*: Die Auslegung von Gesetzen in England und auf dem Kontinent – Eine vergleichende Untersuchung der Rechtsprechung und ihrer historischen Grundlagen, Band 1, Tübingen 2001 (zit. *Vogenauer*, Auslegung von Gesetzen, Bd. 1).
- Vogt, Hans-Ueli/Schiwow, Emanuel/Wiedmer, Karin*: Die Aktienrechtsrevision unter Corporate-Governance-Aspekten – Bestandesaufnahme, einige Auslegungsversuche und ein paar wichtige Anliegen vor der Erstberatung im Nationalrat, AJP/PJA 2009, S. 1359–1388.
- von Böhm-Bawerk, Eugen von*: Kapital und Kapitalzins – Erste Abteilung: Geschichte und Kritik der Kapitalzins-Theorien, 4. Aufl., Jena 1921 (zit. *von Böhm-Bawerk*, Kapital und Kapitalzins (I)).
- : Kapital und Kapitalzins – Zweite Abteilung: Positive Theorie des Kapitals, 4. Aufl., Jena 1921 (zit. *von Böhm-Bawerk*, Kapital und Kapitalzins (II-1)).
- : Kapital und Kapitalzins – Zweite Abteilung: Positive Theorie des Kapitals, Exkurse, 4. Aufl., Jena 1921 (zit. *von Böhm-Bawerk*, Kapital und Kapitalzins (II-2)).
- von der Crone, Hans Caspar/Daeniker, Daniel*: Aktienrecht und Finanzmarktregulierung – wohin geht die Reise?, SJZ 112 (2016), S. 457–463.
- von der Crone, Hans Caspar/Steininger, Thomas*: Corporate Governance – Zusammenspiel der Gesellschaftsorgane – Aktionärsrechte und Stimmrechtsvertretung, Der Schweizer Treuhänder 2010, S. 86–90.
- von Falkenhausen, Bernhard Freiherr*: Gedenkrede 20. Juli 2000, <[https://stiftung-adam-von-trott.de/fileadmin/media/pdf/Gedenkfeier/2000\\_gedenkrede.pdf](https://stiftung-adam-von-trott.de/fileadmin/media/pdf/Gedenkfeier/2000_gedenkrede.pdf)> (geprüft am 21.11.2020).
- : Das „Takeover-Game“ – Unternehmenskäufe in den USA, in: Lutter, Marcus/Oppenhoff, Walter u. a. (Hrsg.), Festschrift für Ernst C. Stiefel zum 80. Geburtstag, München 1987, S. 163–195 (zit. *von Falkenhausen*, FS Stiefel).
- von Falkenhausen, G. Freiherr*: Gedanken zur Aktienrechtsreform, Bank-Archiv 33 (1933), S. 107–115.
- von Hein, Jan*: Vom Vorstandsvorsitzenden zum CEO?, ZHR 166 (2002), S. 464–502.
- : Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, Tübingen 2008.
- von Heyl zu Herrnsheim, Cornelius Wilhelm Bruno Freiherr*: Umbau der Aktiengesellschaft im Zuge einer Unternehmensreform, Der deutsche Volkswirt 1934, S. 943–945.
- von Rosen, Rüdiger*: Hauptversammlungspräsenz 2006, Finanzplatz 2006, Heft 5, Editorial.
- von Weizsäcker, Carl Christian*: Der Markt für unternehmensgebundene Ressourcen, in: Forschungsinstitut für Wirtschaftsverfassung und Wettbewerb e. V. (FIW) (Hrsg.), Strukturwandel und Wirtschaftsordnung, Köln u. a. 1987, S. 31–42.
- von Werder, Andreas/Braun, Heiner/Fromholzer, Ferdinand*: Der Unternehmenskauf börsennotierter Unternehmen und seine Besonderheiten (Public Deal), in: Eilers, Stephan/Koffka, Nils Matthias/Mackensen, Marcus (Hrsg.), Private Equity – Unternehmenskauf, Finanzierung, Restrukturierung, Exitstrategien, 2. Aufl., München 2012, S. 131–220 (zit. *von Werder/Braun/Fromholzer*, Private Equity).
- Vuillermet, Gerard*: Droit des sociétés commerciales – Nouvelle législation, 3. Aufl., Paris 1969.
- Wachter, Michael L.*: Takeover Defense When Financial Markets Are (Only) Relatively Efficient, 151 U. Penn. L. Rev. 787–824 (2003).
- Wagenhofer, Alfred/Ewert, Ralf*: Externe Unternehmensrechnung, 3. Aufl., Berlin 2015.
- Wagner, Jens*: Nachhaltige Unternehmensentwicklung als Ziel der Vorstandsvergütung, AG 2010, S. 774–779.
- Wagner, Jens/Wittgens, Jonas*: Corporate Governance als dauernde Reformanstrengung: Der Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, BB 2009, S. 906–911.

- Wahal, Sunil/McConnell, John J.*: Do institutional investors exacerbate managerial myopia?, *J. Corp. Fin.* 6 (2000), S. 307–329.
- Walker, D.A.*: Capital Markets and Industry, *Bank of England Quarterly Bulletin* 25 (1985), S. 570–575.
- : Some perspectives on pension fund managers, *Bank of England Quarterly Bulletin* 27 (1987), S. 247–251.
- Walker, David I.*: The Challenge of Improving the Long-Term Focus of Executive Pay, *52 B.C.L. Rev.* 435–472 (2010).
- Walther, Axel/Schirmer, Felix/Morner, Michèle*: Hoher Anspruch, harte Wirklichkeit: „Say-on-Pay“ und die Wirkung der Schweizer „Abzocker-Initiative“, *Der Aufsichtsrat* 2014, S. 122–124.
- Wambach, Achim*: Payback criterion, hurdle rates and the gain of waiting, *IRFA* 9 (2000), S. 247–258.
- Warden, John L.*: The Boardroom as a War Room: The Real World Applications of the Duty of Care and the Duty of Loyalty, *40 Bus. Law.* 1431–1436 (1985).
- Warusawitharana, Missaka/Whited, Toni M.*: Equity Market Misvaluation, Financing, and Investment, *Rev. Financ. Stud.* 84 (2015), 603–654.
- Waschkeit, Indre*: Marktmanipulation am Kapitalmarkt – Ein Beitrag zur Neuregelung des Verbots der Marktmanipulation unter Berücksichtigung amerikanischer Erfahrungen und europäischer Vorgaben, *Baden-Baden* 2007.
- Waters, Gregg*: Glass Lewis Thoughts on the “Commonsense Principles of Corporate Governance”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 30.08.2016, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/08/30/glass-lewis-thoughts-on-the-commonsense-principles-of-corporate-governance/#more-73598>> (geprüft am 11.06.2020).
- Watter, Rolf*: Minder-Medizin mit mindermem Nutzen und riskanten Nebenwirkungen – Enger Spielraum für die Entschädigungspolitik der Firmen macht die Schweiz zur geschützten Werkstatt, *NZZ* 08.06.2009, S. 13.
- : Neuerungen im Bereich des Verwaltungsrates – Elgentore im Bereich der Corporate Governance, in: ders. (Hrsg.), *Die „grosse“ Schweizer Aktienrechtsrevision – Eine Standortbestimmung per Ende 2010*, Zürich 2010, S. 285–296.
- Wayland, Rebecca*: The Case of Cummins Engine – Increasing Private Ownership in a Publicly Traded Company, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 74–75.
- : The Case of Thermo Electron Corporation, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992), S. 78.
- Webber, Alan M.*: Japanese-Style Entrepreneurship: An Interview with SOFTBANK’S CEO, Masayoshi Son, *Harv. Bus. Rev.* 70 (1992).
- Weber, Ingo*: Wertorientierte Unternehmensführung und Working-Capital-Management, in: Klamar, Nils/Sommer, Ulrich/Weber, Ingo (Hrsg.), *Der effiziente M&A Prozess – Die Acquisition Value Chain*, München 2013, 227–259.
- Weber, Martin*: Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahr 2003, *NJW* 2004, S. 28–38.
- Weber-Rey, Daniela*: Corporate Governance in Europa: die Initiativen der EU-Kommission – Referate im Rahmen der Vortragsreihe „Rechtsfragen der Europäischen Integration“, Bonn, den 21. November 2011, Nr. 193, Bonn 2012 (zit. *Weber-Rey*, *Corporate Governance in Europa*).
- Weber-Rey, Daniela/Reps, Markus*: Ankerbeteiligungen: Chancen für die Corporate Governance, Rechtsrahmen und Investorenvereinbarungen, *ZGR* 2013, S. 597–646.
- Weedon, Lord Alexander of*: Investor Relations – Does the British System Work?, in: *National Association of Pensions Funds (NAPF) (Hrsg.), Creative tension? – A collection of essays on issues arising from the relationships between the management of public companies and institutional investors*, London 1990, S. 1–11.
- : Corporate Governance – the Role of the Banks, in: Prentice, Daniel D. (Hrsg.), *Contemporary issues in corporate governance – [the origins of this book lie in the Second Oxford Law Colloquium, held in St. John’s College, Oxford, on 10 – 11 September 1992]*, Oxford 1993, S. 97–105.
- Wegmarshaus, Gert-Rüdiger*: Smith, Adam: The Theory of Moral Sentiments, in: Arnold, Heinz Ludwig (Hrsg.), *Kindlers Literatur-Lexikon (KLL) – Online-Datenbank*, 3. Aufl., Stuttgart 2009.
- Wehinger, Gert*: Fostering Long-term Investment and Economic Growth Summary of a High-Level OECD Financial Roundtable, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2011 (2011), S. 9–29.
- Wehler, Hans-Ulrich*: *Deutsche Gesellschaftsgeschichte*, München 1995.
- Weins, Cornelia*: Uni- und bivariate deskriptive Statistik, in: Wolf, Christof/Best, Henning (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, Wiesbaden 2010, S. 65–89.

- Weisbach, Michael S.*: Optimal Executive Compensation versus Managerial Power: A Review of Lucian Bebchuk and Jesse Fried's „Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation“, 45 J. Econ. Lit. 419–428 (2007).
- Welp, Cornelius*: Die Unbelehrbaren, WiWo 17.2.2017, S. 20–26.
- Wen, Tian*: You can't sell your firm and own it too: Disallowing dual-class stock companies from listing on the securities exchanges, 162 U. Penn. L. Rev. 1495-1516 (2014).
- Weninger, Thomas G.*: Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts – Shareholder Activism und aktienrechtliche Corporate Governance, Baden-Baden 2009.
- Werner, Winfried*: Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht – Vortrag gehalten vor der Juristischen Gesellschaft zu Berlin am 26. April 1989, Berlin 1989.
- Westerhoff, Horst-Dieter*: Globalisierung und Bilanzrecht: Einige ordnungspolitische Bemerkungen, Diskussionsbeiträge aus dem Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Universität -Gesamthochschule – Essen, No. 118, Essen 2002, <<http://hdl.handle.net/10419/40944>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Westerhoff*, Globalisierung und Bilanzrecht).
- Wettich, Carsten*: Vorstandsvergütung: Bonus-Malus-System mit Rückforderungsmöglichkeit (claw back) und Reichweite des Zuständigkeitsvorbehalts zugunsten des Aufsichtsratsplenums, AG 2013, S. 374–383.
- : Aktuelle Entwicklungen und Trends in der Hauptversammlungssaison 2016 und Ausblick auf 2017, AG 2017, S. 60–69.
- Wever, Kirsten S./Allen, Christopher S.*: Is Germany a Model for Managers?, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), S. 36–43.
- Wheelwright, Steven C./Clark, Kim B.*: Creating Project Plans to Focus Product Development, Harv. Bus. Rev. 70 (1992), S. 70–82.
- White, Mary Jo*: Statement from Chair White Directing Staff to Review Commission Rule for Excluding Conflicting Proxy Proposals, 16.01.2015, <<http://www.sec.gov/news/statement/statement-on-conflicting-proxy-proposals.html>> (geprüft am 11.06.2020).
- Whoriskey, Neil*: Golden Leashes, Honest Brokers, Risk Tolerances and Market Imperfections: Incentive Schemes for Nominees of Activist Investors, in: Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP (Hrsg.), Mergers and Acquisitions and Corporate Governance Report, S. 10–14.
- Wiebe, Frank*: Startschuss für eine umstrittene Idee – US-Behörde genehmigt den Start der alternativen Aktienbörse IEX, Handelsblatt 21.06.2016, S. 36.
- : Jamie Dimons schwammige Vorschläge, Handelsblatt 22./23./24.07.2016, S. 31.
- : Worte statt Tagen, Aktienrückkäufe, Handelsblatt 08.08.2016, S. 35.
- Wiedenbeck, Michael/Züll, Cornelia*: Clusteranalyse, in: Wolf, Christof/Best, Henning (Hrsg.), Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse, Wiesbaden 2010, S. 525–552.
- Wiese, Götz Tobias/Demisch, Dominik*: Unternehmensführung bei feindlichen Übernahmeangeboten – Eine Kritik des geplanten Übernahmerechts aus ökonomischer Sicht, DB 2001, S. 849–852.
- Wiesner, Peter M.*: Die neue Übernahmerrichtlinie und ihre Folgen, ZIP 2004, S. 343–350.
- Wiethölter, Rudolf*: Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, Karlsruhe 1961.
- Wikipedia* (Hrsg.): Robert Reich – Wikipedia, the free encyclopedia, 17.08.2015, <<https://en.wikipedia.org/w/index.php?oldid=676339886>> (geprüft am 11.06.2020).
- (Hrsg.): Darmstädter und Nationalbank, 08.11.2015, <<https://de.wikipedia.org/w/index.php?oldid=147232676>> (geprüft am 11.06.2020).
- (Hrsg.): Jakob Goldschmidt, 10.11.2015, <<https://de.wikipedia.org/w/index.php?oldid=144828806>> (geprüft am 11.06.2020).
- Wikipedia, Die freie Enzyklopädie* (Hrsg.): Heuschreckendebatte, 25.01.2020, <<https://de.wikipedia.org/w/index.php?title=Heuschreckendebatte&oldid=196178655>> (geprüft am 13.11.2020).
- Wilcox, John C.*: The Investor Stewardship Group: An Inflection Point in U. S. Corporate Governance?, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 30.03.2017, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/30/the-investor-stewardship-group-an-inflection-point-in-u-s-corporate-governance/>> (geprüft am 05.08.2021).
- Wilkins, Mira/Thelen, Kathleen/Whitley, Richard/Miller, Rory M./Martin, Cathie Jo/Berghahn, V. R./Iversen, Martin Jes/Herrigel, Gary/Zeitlin, Jonathan*: “Varieties of Capitalism” Roundtable, Bus. Hist. Rev. 84 (2010), S. 637–674.

- Williams, Cynthia A./Conley, John M.*: An Emerging Third Way – The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct, 38 *Cornell Int'l. L. J.* 493–551 (2005).
- : Triumph or Tragedy? The Curious Path of Corporate Disclosure Reform in the U.K., 31 *Wm. & Mary Env'tl. L. & Pol'y Rev.* 317–361 (2007).
- Williams, Peter*: Time and the City: Short Termism in the UK, Myth or Reality?, *National Westminster Bank Quarterly Review* 8 (1991), S. 31–38.
- Williams, Richard*: Enlightened Shareholder Value in UK Company Law, 35 *UNSW L. J.* 360–377 (2012).
- Williamson, Dermot*: Forward from a Critique of Hofstede's Model of National Culture, *Human Relations* 55 (2002), S. 1373–1395.
- Williamson, Janet*: A Trade Union Congress Perspective on the Company Law Review and Corporate Governance Reform since 1997, *Br. J. Ind. Relations* 41 (2003), S. 511–530.
- Williamson, Janet/Driver, Ciaran/Kenway, Peter* (Hrsg.): *Beyond Shareholder Value – The reasons and choices for corporate governance reform*, London July 2014.
- : Introduction, in: dies. (Hrsg.), *Beyond Shareholder Value – The reasons and choices for corporate governance reform*, London July 2014, S. 6–15.
- Williamson, Oliver E.*: *Corporate control and business behavior – An inquiry into the effects of organization form on enterprise behavior*, Englewood Cliffs, NJ 1970.
- : *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications – A study in the economics of internal organization*, New York, NY 1975.
- : Comment on Shleifer/Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in: Auerbach, Alan J. (Hrsg.), *Corporate takeovers – Causes and consequences*, Chicago 1988, S. 61–67.
- Williamson, Philip*: *National crisis and national government – British politics, the economy and Empire, 1926–1932*, Cambridge 2003.
- Wilson, Harold*: Discussion of Professor Moore's Paper, *J. R. Statist. Soc. A* 144 (1981), S. 48–50.
- Windbichler, Christine*: *Gesellschaftsrecht – Ein Studienbuch*, 24. Aufl., München 2017.
- Windolf, Paul*: Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, in: Allmendinger, Jutta (Hrsg.), *Organisationssoziologie*, Wiesbaden 2002, S. 414–442.
- Winker, Peter*: *Empirische Wirtschaftsforschung und Ökonometrie*, 4. Aufl., Berlin 2017.
- Winkler, Sylko*: *Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA*, Jena 2008.
- Winnefeld, Robert*: *Bilanz-Handbuch – Handels- und Steuerbilanz, rechtsformspezifisches Bilanzrecht, bilanzielle Sonderfragen, Sonderbilanzen, IAS/IFRS-Rechnungslegung*, 5. Aufl., München 2015.
- Winston, Andrew*: Resilience in a Hotter World, *Harv. Bus. Rev.* 92 (2014), S. 56–64.
- Wittig, Arne*: Reform der Corporate Governance von Finanzinstituten als Reaktion auf die Finanzmarktkrise, *WM* 2010, S. 2337–2343.
- Woeckener, Bernd*: *Strategischer Wettbewerb – Eine Einführung in die Industrieökonomik*, 3. Aufl., Berlin/Heidelberg 2014.
- Wöhe, Günter/Döring, Ulrich/Brösel, Gerrit*: *Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, 26. Aufl., München 2016.
- Wolf, Alexander*: Der Mythos „Neutralitätspflicht“ nach dem Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz, *ZIP* 2008, S. 300–304.
- Wolf, Manfred*: Der Ausschluss vom Neuen Markt und die Aufnahme von Ausschlussgründen in das Regelwerk Neuer Markt, *WM* 2001, S. 1785–1792.
- Wolf, Martin*: A much-maligned engine of innovation – FT.com – The Entrepreneurial State: Debunking Public vs Private Sector Myths, by Mariana Mazzucato, Anthem Press, RRP£14.99, RRP\$18.95, Financial Times 04.08.2013, <<http://www.ft.com/intl/cms/s/2/32ba9b92-efd4-11e2-a237-00144feabdc0.html#axzz3NEsn2nox>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Opportunist shareholders must embrace commitment – Nothing in economics is more important than how companies should be managed, Financial Times 26.08.2014, <<http://www.ft.com/cms/s/0/6aa87b9a-2d05-11e4-911b-00144feabdc0.html>> (geprüft am 11.06.2020).
- Wolff, Hans-Georg/Bacher, Johann*: Hauptkomponentenanalyse und explorative Faktorenanalyse, in: Wolf, Christof/Best, Henning (Hrsg.), *Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse*, Wiesbaden 2010, S. 333–365.
- Wollmert, Peter/Oser, Peter/Orth, Christian*: Reformüberlegungen zum Corporate Governance Framework in Europa, *DB* 2011, S. 1432–1440.

- Wong, Simon C. Y.: Rethinking “One Share, One Vote”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 19.04.2013, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2013/04/19/rethinking-one-share-one-vote/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Woolley, Paul: Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy, in: Turner, Adair (Hrsg.), *The future of finance – The LSE report*, London 2010, S. 121–144.
- Woolridge, J. Randall: Competitive Decline and Corporate Restructuring – Is a Myopic Stock Market to Blame?, *J. Appl. Corporate Finance* 1 (1988), S. 26–36.
- Woolridge, J. Randall/Snow, Charles C.: Stock market reaction to strategic investment decisions, *Strat. Mgmt. J.* 11 (1990), S. 353–363.
- Worstell, Tim: The Intellectual Hole At The Heart Of Mariana Mazzucato’s „Entrepreneurial State“, *Forbes* 15.12.2013, <<http://www.forbes.com/sites/timworstell/2013/12/15/the-intellectual-hole-at-the-heart-of-mariana-mazzucatos-entrepreneurial-state/#d6ee6336f0b7>> (geprüft am 05.08.2021).
- Würdinger, Hans: Bemerkungen zur Aktienrechtsreform, *DJZ* 41 (1936), Sp. 223–228.
- Wurm, Franz F.: *Wirtschaft und Gesellschaft in Deutschland 1848–1948*, Opladen 1969 (zit. *Wurm, Wirtschaft & Gesellschaft in Deutschland*).
- Wymeersch, Eddy: Shareholder(s) matter(s), in: Grundmann, Stefan/Haar, Birgitte u. a. (Hrsg.), *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010 – Unternehmen, Markt und Verantwortung*, Berlin 2010, S. 1565–1592 (zit. *Wymeersch, FS Hopt*).
- Yadav, Yesha: How Algorithmic Trading Undermines Efficiency in Capital Markets, *68 Vand. L. Rev.* 1607–1671 (2015).
- : Insider Trading and Market Structure, *63 UCLA L. Rev.* 968–1033 (2016).
- Yermo, Juan/Della Croce, Raffaele/Stewart, Fiona: Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2011 (2011), S. 145–164.
- Zaba, Derek O./Atmeh, Sharo M.: SEC, Proxy Access, and Shareholder Engagement, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 19.02.2016, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/02/19/sec-proxy-access-and-shareholder-engagement/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Zang, Amy Y.: Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management, *Acc. Rev.* 87 (2012), S. 675–703.
- Zätzsch, Roger: Stimmrechtsbeschränkungen – ausgerechnet bei der Dresdener, *Das Wertpapier* 1989, S. 656–657.
- Zauberman, Gal/Lynch, John G.: Resource slack and propensity to discount delayed investments of time versus money, *J. Exp. Psychol. Gen.* 134 (2005), S. 23–37.
- Zeißig, Martina: Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht in der Aktiengesellschaft – eine Untersuchung zu Höchststimmrechten und Mehrstimmrechten, o. O. 1996.
- Zeleny, Milan: W. Edward Deming, in: Witzel, Morgen/Warner, Malcolm (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Management Theorists*, 2013, S. 196–218.
- Zellweger, Thomas: Time Horizon, Costs of Equity Capital, and Generic Investment Strategies of Firms, *Family Business Review* 20 (2016), S. 1–15.
- Zentralbibliothek *Wirtschaftswissenschaften*: Albert, Michel, Biografisch/historische Angaben, 2015, <<https://lhzbw.gbv.de/DB=1/SET=2/TTL=1/SHW?FRST=1>> (geprüft am 11.06.2020).
- Zetzsche, Dirk: 6. Europäische Corporate Governance Konferenz – das „Risikobegrenzungsgesetz“ im Kreuzfeuer, *Unternehmensrechtliche Notizen*, 19.10.2007, <<http://web.archive.org/web/20160625080912/http://notizen.duslaw.de/6-europaische-corporate-governance-konferenz-%e2%80%93-das-%e2%80%9c-erisikobegrenzungsgesetz-%e2%80%9c-im-kreuzfeuer/>> (geprüft am 09.08.2021).
- : Institutionelle Anleger im Unternehmensrecht, *Konzern* 2011, S. 381–391.
- : Langfristigkeit im Aktienrecht? – Der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Reform der Aktionärsrechterichtlinie, *NZG* 2014, S. 1121–1131.
- : Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, *Tübingen* 2015.
- : Verordnung über europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF-VO) – Langfristigkeit im Sinne der Kleinanleger?, *ZBB/JBB* 2015, S. 362–376.
- Zhao, Jingchen: Promoting more socially responsible corporations through a corporat law regulatory framework, *Legal Stud.* 37 (2017), S. 103–136.
- Zickert, Pierre: *Regulierung des Hochfrequenzhandels in US- und EU-Aktienmärkten*, Frankfurt am Main 2016.

- Ziegler, Moritz*: Colin Mayer: Firm Commitment. Oxford 2013: Oxford University Press. ISBN: 0199669937, Book Review, *Rationality, Markets and Morals* 5 (2014), S. 133–138.
- Zietsch, Udo A./Holzborn, Timo*: Zulassungsfolgeflichten börsennotierter Unternehmen – Eine Übersicht der Pflichten von Unternehmen nach deren Zulassung an einer deutschen Börse („Zulassungsfolgeflichten“), Teil I, *WM* 2002, S. 2356–2367.
- : Zulassungsfolgeflichten börsennotierter Unternehmen – Eine Übersicht der Pflichten von Unternehmen nach deren Zulassung an einer deutschen Börse „Zulassungsfolgeflichten“, Teil II, *WM* 2002, S. 2393–2401.
- Zimmer, Daniel*: Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich Ein „Omnibus-Gesetz“ bringt die Aktienrechtsnovelle 1998 und weitere wichtige Neuerungen für das Handels- und Wirtschaftsrecht, *NJW* 1998, S. 3521–3534.
- Zingales, Luigi*: Towards a Political Theory of the Firm, *J. Econ. Persp.* 31 (2017), S. 113–130.
- Zinser, Alexander*: Der geänderte Vorschlag einer Takeover-Richtlinie vom 10.11.1997, *EWS* 1999, S. 133–136.
- Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich*: One share – one vote? – Stimmrecht und Kapitalbeteiligung bei der Aktiengesellschaft, *AG* 1991, S. 117–131.
- Zuckerman, Mortimer B.*: No myopia for the masses!, *U. S. News & World Report* 113 (20.07.1992), S. 68.
- Zugehör, Rainer*: Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus – Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung, Wiesbaden, s.l. 2003.
- Zukin, Rose A.*: We Talk, You Listen: Should Shareholders’ Voices Be Heard or Stifled When Nominating Directors?, How the Proposed Shareholder Director Nomination Rule Will Contribute to Restoring Proper Corporate Governance, 33 *Pepperdine L. Rev.* 937–997 (2006).
- Zypries, Brigitte/Haerder, Max/Schmitz, Gregor Peter*: Unsere Elite hat das Maß verloren, *WiWo* 17.2.2017, S. 28–30.

## II. Materialienverzeichnis

- Actionaid*: Actionaid's response to the Company Law Review White Paper, June 10, 2005, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>> (geprüft am 11.06.2020).
- Actionaria/Havas Worldwide Paris*: Livre Blanc pour la promotion de l'actionariat individuel et salarié – 5 propositions en faveur de l'actionariat individuel et salarié, acteur du financement et de la croissance des entreprises, 9 Novembre 2012, <<http://web.archive.org/web/20170311005046/http://weeko.fr/wp-content/uploads/2012/11/Communiqu%C3%A9-de-presse-Actionaria-Hav...ionariat-individuel-et-salari%C3%A9.pdf>> (geprüft am 15.03.2021).
- Allgemeiner Deutscher Gewerkschaftsbund/Allgemeiner Freier Angestelltenbund*: Gemeinsame Stellungnahme des Allgemeinen Deutschen Gewerkschaftsbundes und des Allgemeinen Freien Angestelltenbundes (AfA) auf die Fragebögen, in: Schubert, Werner (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), Frankfurt am Main/New York 1999, S. 693–701 (zit. *Allgemeiner Deutscher Gewerkschaftsbund/Allgemeiner Freier Angestelltenbund*, Quellen Weimar).
- Armour, Tim/Barra, Mary/Buffett, Warren/Dimon, Jamie/Erdoes, Mary/Fink, Larry/Immelt, Jeff/Machin, Mark/McAdam, Lowell/McNabb, Bill/O'Hanley, Ronald/Rogers, Brian/Ubben, Jeff*: Commonsense Corporate Governance Principles, <<http://www.governanceprinciples.org/>> (geprüft am 21.06.2021).
- : Commonsense Principles of Corporate Governance, <[http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/GovernancePrinciples\\_Principles.pdf](http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/GovernancePrinciples_Principles.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Open Letter: Commonsense Corporate Governance Principles, <[http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/Governance\\_Principles\\_Open\\_Letter.pdf](http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/Governance_Principles_Open_Letter.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- ASIP/Ausgleichsfonds AHV/IV/EO/economiesuisse/Ethos/SwissBanking/SwissHoldings*: Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften, 21.01.2013, <[http://www.asip.ch/assets/news/de/398/richtlinien\\_integral\\_-16012013-\\_d.pdf](http://www.asip.ch/assets/news/de/398/richtlinien_integral_-16012013-_d.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Aspen Institute*: Long-Term Value Creation – Guiding Principles for Corporations and Investors, June 2007.
- : Overcoming Short-termism – A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management, 09.09.2009, <[http://www.aspeninstitute.org/sites/default/files/content/docs/pubs/overcome\\_short\\_state0909\\_0.pdf](http://www.aspeninstitute.org/sites/default/files/content/docs/pubs/overcome_short_state0909_0.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Assemblée Nationale*: Projet des Loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière, N° 2148, Paris 16.07.2014, <<http://www.assemblee-nationale.fr/14/pdf/projets/pl2148.pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Assemblée Nationale*, Projet des Loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière).
- Associação de Investidores no Mercado de Capitais (Amec)*: Amec Stewardship Code – Draft, 15.06.2016.
- : Contributions to Amec Stewardship Code are now available, 15.08.2016, <<https://www.amecbrasil.org.br/en/contributions-to-amec-stewardship-code-are-now-available/>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Amec Stewardship Code, Oktober 2016, <<https://www.amecbrasil.org.br/en/wp-content/uploads/2016/11/Amec-Stewardship-Code-Final-Draft.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Association Française de la Gestion Financière (AFG)*: Code of Ethics for Collective investment schemes and Individual Investment Management Mandates, Recommendations, 2010, <[http://www.afg.asso.fr/index.php/en/studies-and-reports/doc\\_download/2420->](http://www.afg.asso.fr/index.php/en/studies-and-reports/doc_download/2420->)> (geprüft am 11.06.2020).
- : Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat, Recommendations, 10 décembre 2009, <[https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2009/12/Reglement\\_](https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2009/12/Reglement_)

- deontologie\_RECOMMANDATIONS\_20091210\_a%20jour%20au%201er%20janvier%202011\_.pdf> (geprüft am 03.08.2021).
- : Règlement de Déontologie spécifique aux sociétés des gestion d’OPCVM d’épargne salariale (FCPE et SCIVAS), 2012, <[https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2012/12/2012\\_12\\_21\\_Reglement%20de%20Deontologie%20specifique%20aux%20societes%20de%20gestion%20d%E2%80%99OPCVM%20d%E2%80%99epargne%20salariale.pdf](https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2012/12/2012_12_21_Reglement%20de%20Deontologie%20specifique%20aux%20societes%20de%20gestion%20d%E2%80%99OPCVM%20d%E2%80%99epargne%20salariale.pdf)> (geprüft am 03.08.2021).
  - : Règlement de déontologie des Sociétés de Gestion de Portefeuille intervenant dans le capital investissement, Avril 2013, <[https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2013/04/2013\\_04\\_09\\_r%C3%A9glement-de-d%C3%A9ontologie-SGP\\_capital-investissement\\_-1.pdf](https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2013/04/2013_04_09_r%C3%A9glement-de-d%C3%A9ontologie-SGP_capital-investissement_-1.pdf)> (geprüft am 03.08.2021).
  - : Règlement de déontologie des OPCI – Dispositions et recommandations spécifiques aux OPCI Complémentaires à celles du règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat, Juin 2013, <[https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2013/06/Reg\\_deonto\\_OPCI\\_2014\\_03.pdf](https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2013/06/Reg_deonto_OPCI_2014_03.pdf)> (geprüft am 03.08.2021).
  - : Recommandations sur le gouvernement d’entreprise, Texte de référence, Paris 2014.
- Association Nationale des Sociétés par Actions* (A.N.S.A.), Le Droit de Vote dans les Assemblées d’Actionnaires des Sociétés par actions – Commentaire de la Loi du 13 novembre 1933, Paris Janvier 1934, <<http://gallica.bnf.fr/ark:/12148/bpt6k61409383/f1n60.pdf?download=1>> (geprüft am 21.06.2021).
- Association of Investment Trust Companies*: Company Law Reform White Paper – AITC comment on key issues, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>> (geprüft am 11.06.2020).
- Assogestioni*: Italian Stewardship Principles for the exercise of administrative and voting rights in listed companies, 2015, <[http://www.ecgi.org/codes/documents/principi\\_it\\_stewardship\\_settembre2015\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/principi_it_stewardship_settembre2015_en.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- : Principi italiani di Stewardship per l’esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate, 2016, <[https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/principi\\_ita\\_stewardship072019.pdf](https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/principi_ita_stewardship072019.pdf)> (geprüft am 03.08.2021).
- ASX Corporate Governance Council*: Corporate Governance Principles and Recommendations, 3. Aufl., 2014, <<http://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/cgc-principles-and-recommendations-3rd-edn.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Attali, Jacques*: Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française, Janvier 2008, <<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/084000041.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Une ambition pour dix ans – Une mobilisation générale pour libérer la croissance et donner un avenir aux générations futures: rapport, Paris 2010.
- Ausschuss für Wirtschaft und Währung*: Bericht über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, (KOM(2003) 138 – C5-0151/2003 – 2003/0045(COD)), A5-0079/2004, Brüssel 25.02.2004, <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A5-2004-0079+0+DOC+PDF+V0//DE>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Ausschuss für Wirtschaft und Währung*, Bericht über Vorschlag der TransparenzRL, A5-0079/2004).
- Ausschuss zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft* (Enquete-Ausschuss): Generalbericht des Ausschusses zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft (I. Unterausschuß. 3. Arbeitsgruppe): Wandlungen in den wirtschaftlichen Organisationsformen; Wandlungen in der aktienrechtlichen Gestaltung der Einzelunternehmen und Konzerne (1930), in: Schubert, Werner (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), Frankfurt am Main/New York 1999, S. 741–843 (zit. *Ausschuss zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft* (Enquete-Ausschuss), Quellen Weimar).
- Australian Council of Superannuation Investors* (ACSI): ACSI Beliefs, <[https://www.acsi.org.au/images/16\\_ACSI\\_Beliefs.pdf](https://www.acsi.org.au/images/16_ACSI_Beliefs.pdf)> (geprüft am 27.02.2017).
- : Australian Asset Owner Stewardship Code, May 2018, <[https://acsi.org.au/wp-content/uploads/2020/01/AAOSC\\_-The\\_Code.pdf](https://acsi.org.au/wp-content/uploads/2020/01/AAOSC_-The_Code.pdf)> (geprüft am 03.08.2021).

- Australian Asset Owner Stewardship Code – Frequently Asked Questions, May 2018, <[https://acsi.org.au/wp-content/uploads/2020/01/Australian\\_Asset\\_Owner\\_Stewardship\\_Code\\_FAQs.pdf](https://acsi.org.au/wp-content/uploads/2020/01/Australian_Asset_Owner_Stewardship_Code_FAQs.pdf)> (geprüft am 03.08.2021).
- Australian first stewardship code for asset owners unveiled, Media Release: for immediate release, Melbourne 17 May 2018.
- Australian Securities & Investments Commission (ASIC): Dark liquidity and high-frequency trading, Report 331, March 2013.*
- Regulatory Guide 128 – Collective action by investors, June 2015, <<http://download.asic.gov.au/media/3273670/rg128-published-23-june-2015.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Autorité des marchés financiers (AMF): Rapport Annuel 2010, Paris 30 mai 2011, <[http://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/5f0d36c5-9952-4193-8fda-e9bdea9540f2\\_fr\\_1.0\\_rendition](http://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/5f0d36c5-9952-4193-8fda-e9bdea9540f2_fr_1.0_rendition)> (geprüft am 11.06.2020).*
- Rapport 2015 de l’AMF sur le gouvernement d’entreprise et la rémunération des dirigeants, Paris 9 novembre 2015 (zit. *Autorité des marchés financiers (AMF), Rapport 2015 sur le gouvernement*).
  
- Barton, Dominic/Wiseman, Mark: Focusing Capital on the Long Term – An Address by Dominic Barton, Global Managing Director, McKinsey & Company, Mark Wiseman, President and CEO, CPPIB, to The Institute of Corporate Directors, May 22, 2013, 2013, <[https://cdn2.cppinvestments.com/wp-content/uploads/migrated/documents/794/Address\\_to\\_the\\_ICD\\_Focusing\\_Capital\\_on\\_the\\_Long\\_Term\\_May\\_22\\_2013\\_k6eF0tc.pdf](https://cdn2.cppinvestments.com/wp-content/uploads/migrated/documents/794/Address_to_the_ICD_Focusing_Capital_on_the_Long_Term_May_22_2013_k6eF0tc.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).*
- Barton, Dominic/Wiseman, Mark/Kuntz, Mary: Perspectives on the Long Term – Building a Stronger Foundation for Tomorrow, 2015, <[https://www.fcltglobal.org/wp-content/uploads/fclt\\_perspectives-on-the-long-term.pdf](https://www.fcltglobal.org/wp-content/uploads/fclt_perspectives-on-the-long-term.pdf)> (geprüft am 03.08.2021).*
- Bebchuk, Lucian A./Jackson, Robert J.: Re: Commission Examination of Section 13(d) Rules and Rule-making Petition Submitted by Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 11.07.2011, <<http://www.sec.gov/comments/4-624/4624-3.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).*
- Bell, David A.: Corporate Governance Practices and Trends – A Comparison of Large Public Companies and Silicon Valley Companies, 2014 Proxy Season, 2014, <<http://www.fenwick.com/FenwickDocuments/2014-Corporate-Governance.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).*
- Corporate Governance Practices and Trends – A Comparison of Large Public Companies and Silicon Valley Companies, 2017 proxy season, 2017, <<https://www.fenwick.com/FenwickDocuments/2017-Corporate-Governance.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Blair, Christopher: Pension Fund Regulation, House of Commons Library Research Paper 95/10, London 23.01.1995, <<https://researchbriefings.files.parliament.uk/documents/RP95-10/RP95-10.pdf>> (geprüft am 03.08.2021) (zit. *Blair, Pension Fund Regulation*).*
- Board of The International Organization of Securities Commissions (IOSCO Board): Strategic Framework for Investor Education and Financial Literacy – Final Report, FR09/14, October 2014.*
- Börsenrat FWB: Dreizehnte Änderungssatzung zur Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Bekanntmachung der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB), 12.11.2015, <<https://www.xetra.com/xetra-de/meta/regelwerke/B-rsenordnung-f-r-die-Frankfurter-Wertpapierb-rse-46200>> (geprüft am 21.06.2021).*
- BP: Response to the Consultation on the Company Law Reform White Paper, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>> (geprüft am 11.06.2020).*
- Bremer, Heinz: Die Börsensachverständigenkommission – 1968–1975; Aufgaben und Ergebnisse, Im Auftrag der Kommission zusammengestellt und bearbeitet von Heinz Bremer, Staatskommissar bei der Berliner Börse, Berlin 1976.*
- Bullock, Alan: Report of the Committee of Inquiry on Industrial Democracy – Presented to Parliament by the Secretary of State for Trade by Command of Her Majesty, January 1977, Cmnd. 6706, London 1977.*
- Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur Einführung eines neuen Marktabschnitts an den Wertpapierbörsen und zur Durchführung der Richtlinien des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 5. März 1979, vom 17. März 1980 und vom 15. Februar 1982 zur Koordinierung börsenrechtlicher Vorschriften (Börsenzulassungs-Gesetz), BT-Drucks. 10/4296, Bonn 22.11.1985 (zit. *Bundesregierung, Entwurf Börsenzulassungs-Gesetz, BT-Drucks. 10/4296*).*

- : Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz), BT-Drucks. 13/8933, Berlin 06.11.1997 (zit. *Bundesregierung*, Entwurf 3. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 13/8933).
- : Gesetzentwurf der Bundesregierung – Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, BR-Drucks. 574/01, Bonn 17.08.2001 (zit. *Bundesregierung*, Gesetzentwurf WpÜG, BR-Drucks. 574/01).
- : Gegenäußerung der Bundesregierung zu der Stellungnahme des Bundesrates, Anlage 3, in: Gesetzentwurf der Bundesregierung – Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), S. 174–185 (zit. *Bundesregierung*, Gesetzentwurf 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017).
- : Entwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz – VorstOG), 18.08.2005.
- : Gesetzentwurf der Bundesregierung – Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG), BT-Drucks. 16/2498, Berlin 04.09.2006 (zit. *Bundesregierung*, Gesetzentwurf TUG, BT-Drucks. 16/2498).
- : Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Frank Schäffler, Ulrike Flach, Martin Zeil, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP – Gesetzliche Förderung von Private Equity und Venture Capital, BT-Drucks. 16/5468, Berlin 12.06.2007 (zit. *Bundesregierung*, Antwort auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Frank Schäffler u. a. und der Fraktion der FDP, Gesetzliche Förderung von Private Equity und Venture Capital, BT-Drucks. 16/5468).
- : Gesetzentwurf der Bundesregierung – Entwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz), BT-Drucks. 16/7438, Berlin 07.12.2007 (zit. *Bundesregierung*, Gesetzentwurf Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drucks. 16/7438).
- : Gesetzentwurf der Bundesregierung – Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, BT-Drucks. 18/5010, Berlin 26.05.2015 (zit. *Bundesregierung*, Gesetzentwurf Umsetzung TransparenzRL-ÄndRL, BT-Drucks. 18/5010).

*Cadbury, Adrian*: Draft, the purpose of the company – the next steps – Proposal for a seminar, CAD-01027, 29 April 1991, <[http://cadbury.cjbs.archivos.info/\\_media/files/CAD-01027.pdf](http://cadbury.cjbs.archivos.info/_media/files/CAD-01027.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

*Cadbury, Adrian/Peace, Nigel/Sandland, Mike*: Record of Meeting with Mr Mike Sandland, Chairman of the Institutional Shareholders Committee, on 15 July 1991, CAD-01221, 15.07.1991> (geprüft am 03.05.2016).

*Canadian Coalition for Good Governance (CCGG)*: Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement, December 2010, <<https://ecgi.global/download/file/fid/17179>> (geprüft am 21.06.2021).

*CBI City/Industry Task Force*: Investing for Britain's future – Report of the CBI City/Industry Task Force, London 1987.

*CDU/CSU/SPD*: Deutschlands Zukunft gestalten – Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD, 18. Legislaturperiode, Berlin 16.12.2013, <<https://www.cdu.de/sites/default/files/media/dokumente/koalitionsvertrag.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

*Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes*: Antworten des Centralverbandes des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes auf die Fragebögen, in: Schubert, Werner (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), Frankfurt am Main/New York 1999, S. 295–442 (zit. *Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes*, Quellen Weimar).

*CFA Institute*: Response Submitted to the Initial Call for Evidence of the Kay Review, London 18th November 2011, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121204231010/http://www.bis.gov.uk/policies/business-law/corporate-governance/kay-review/kay-review-responses>> (geprüft am 11.06.2020).

*Chapman, Clare/Edmans, Alex/Gosling, Tom/Hutton, Will/Mayer, Colin*: The Purposeful Company, Policy Report, February 2017, <[https://thepurposefulcompany.org/wp-content/uploads/2021/01/feb-24\\_tpc\\_policy-report\\_final\\_printed-2.pdf](https://thepurposefulcompany.org/wp-content/uploads/2021/01/feb-24_tpc_policy-report_final_printed-2.pdf)> (geprüft am 03.08.2021).

- Chilver, Henry*: The Financial Aspects of Corporate Governance: Submission from the Innovation Advisory Board, CAD-02247, 16 October 1991, <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-02247.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-02247.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Chow, Christine*: From chaebols to good corporate governance – The stewardship landscape in South Korea, in: Hermes EOS (Hrsg.), Public Engagement Report Q4 2016 – Between a rock and a hard place – Human rights in Western Sahara, S. 12–13.
- Clément, Jean-Michel/Houillon, Phillippe*: Rapport d'Information déposé en application de l'article 145 du règlement par la Commission des Lois constitutionnelles, de la législation et de l'administration générale de la République, en conclusion des travaux d'une mission d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737, Paris 20.02.2013, <<http://www.assemblee-nationale.fr/14/pdf/rap-info/i0737.pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Clément/Houillon*, Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, N° 737).
- Committee for Responsible Investing in South Africa*: CRISA – Code for Responsible Investing in South Africa, 2011, <[http://www.iodsa.co.za/resource/resmgr/crisa/crisa\\_19\\_july\\_2011.pdf](http://www.iodsa.co.za/resource/resmgr/crisa/crisa_19_july_2011.pdf)> (geprüft am 21.06.2021).
- Committee on Corporate Governance*: Stewardship Code, November 2016, <[https://corporategovernance.dk/sites/default/files/erst\\_247\\_opsaetning\\_af\\_anbefalinger\\_for\\_aktivt\\_ejerskab\\_uk\\_2k8.pdf](https://corporategovernance.dk/sites/default/files/erst_247_opsaetning_af_anbefalinger_for_aktivt_ejerskab_uk_2k8.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Committee on Corporate Governance* (Hampel Committee): Final Report, London January 1998 (zit. *Committee on Corporate Governance* (Hampel Committee), Hampel Report).
- Committee on Finance and Industry* (Macmillan Committee): Report – Presented to Parliament by the Financial Secretary to the Treasury by Command of His Majesty, June 1931, Cmd. 3897, London June 1931.
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (Cadbury Committee): The Financial Aspects of Corporate Governance, London 1992 (Nachdruck 1996).
- Committee to Review the Functioning of Financial Institutions* (Wilson Committee): Progress Report on the Financing of Industry and Trade, London 1977.
- : Survey of investment attitudes and financing of medium-sized companies, London 1978.
  - : The financing of North Sea oil, London 1978.
  - : Studies of Small Firms' Financing, Research Report No 3, London 1979.
  - : The financing of small firms – interim report of the Committee to Review the Functioning of Financial Institutions, London 1979.
  - : Report, London July 1980.
- Company Law Review Steering Group*: Modern Company Law For a Competitive Economy – The Strategic Framework, URN 99/654, London February 1999, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file23279.pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Company Law Review Steering Group*, The Strategic Framework).
- : Modern Company Law For a Competitive Economy – Developing the Framework, URN 00/656, London March 2000, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.berr.gov.uk/whatwedo/businesslaw/co-act-2006/clr-review/page25086.html>> (geprüft am 21.06.2021).
  - : Modern Company Law For a Competitive Economy – Completing the Structure, URN 00/1335, London November 2000, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.berr.gov.uk/whatwedo/businesslaw/co-act-2006/clr-review/page25080.html>> (geprüft am 21.06.2021).
  - : Modern Company Law For a Competitive Economy – Final Report Vol. I, URN 01/942, London June 2001, <[http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://dti.gov.uk/cld/final\\_report/](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://dti.gov.uk/cld/final_report/)> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Company Law Review Steering Group*, Final Report Vol. I).
  - : Modern Company Law For a Competitive Economy – Final Report Vol. II, URN 01/943, London June 2001, <[http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://dti.gov.uk/cld/final\\_report/](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://dti.gov.uk/cld/final_report/)> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Company Law Review Steering Group*, Final Report Vol. II).
- Competitiveness Policy Council*: Building a Competitive America, First Annual Report to the President & Congress, March 1, 1992, <[https://www.gwu.edu/~iiep/assets/docs/First\\_Annual\\_CPC\\_Report.pdf](https://www.gwu.edu/~iiep/assets/docs/First_Annual_CPC_Report.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Confederation British Industry* (CBI): Industry and the City – The first-stage evidence to the Committee to Review the Functioning of Financial Institutions (Wilson Committee), London August 1977.
- Conférence Nationale de l'Industrie* (CNI): Ensemble, réindustrialiser la France pour la croissance et l'emploi – Rapport CNI 2011, Rapport Annuel, 2012, <<https://www.entreprises.gouv.fr/files/files/>>

- directions\_services/politique-et-enjeux/competitivite/politique-industrielle/rapport-annuel-CNI-2011.pdf> (geprüft am 03.08.2021).
- Conseil constitutionnel*: Décision n° 2014-692 DC du 27 mars 2014, Commentaire, <[https://www.conseil-constitutionnel.fr/sites/default/files/as/root/bank\\_mm/decisions/2014692dc/ccc\\_692dc.pdf](https://www.conseil-constitutionnel.fr/sites/default/files/as/root/bank_mm/decisions/2014692dc/ccc_692dc.pdf)> (geprüft am 03.08.2021).
- Conseil d'Analyse Économique* (Hrsg.): Investissements et investisseurs de long terme – Rapport, Paris 2010.
- Conseil national de l'industrie*: Rapport annuel 2013, 2014, <[http://www.entreprises.gouv.fr/files/files/directions\\_services/conseil-national-industrie/Publications/Rapports\\_annuels/2014-04-Rapport-CNI-2013.pdf](http://www.entreprises.gouv.fr/files/files/directions_services/conseil-national-industrie/Publications/Rapports_annuels/2014-04-Rapport-CNI-2013.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Coopers & Lybrand*: Barriers to takeovers in the European Community, a study by Coopers & Lybrand for the DTI, London 1989.
- : Barriers to Takeovers in the European Community – Volume 1, a study by Coopers & Lybrand for the DTI, London 1989.
- : Barriers to Takeovers in the European Community – Volume 2, a study by Coopers & Lybrand for the DTI, London 1989.
- Corporate Governance Committee*: Corporate Governance Code, Translation for Reference Purposes, July 2015, <<http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/code2015.en.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Corporate Governance Subcouncil*: The Will to Act: Report of the Subcouncil on Corporate Governance and Financial Markets to the Competitiveness Policy Council, in: Competitiveness Policy Council (Hrsg.), Reports of the Subcouncils, S. 129–148.
- Corporate Responsibility Coalition* (CORE): Response of the CORE Coalition to the 2005 Company Law White Paper – Delivering Company Law for All Stakeholders, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>> (geprüft am 11.06.2020).
- Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code*: Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal] – Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term, Provisional translation, 05.03.2015, <<http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/corporategovernance/20150306-1/01.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code*: Principles for Responsible Institutional Investors – «Japan's Stewardship Code», To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue, 26.02.2014, <<http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20140407/01.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Council of Experts on the Stewardship Code*: Additional information expected to be disclosed along with the revision of Japan's Stewardship Code, Appendix 3, May 2017, <<http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20170529/03.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Principles for Responsible Institutional Investors – «Japan's Stewardship Code», To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue, 29.05.2017, <<http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20170529/01.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Council of the EU*: Draft Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement (First reading) – Adoption of the legislative act, Statements of Delegations – Interinstitutional File 2014/0121 (COD), CODEC 450, DRS 14, Brussels 27.03.2017, <<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7526-2017-ADD-1/en/pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Shareholders' rights in EU companies: Council formal adoption, Press Release 173/17, Brussels 03.04.2017.
- : Voting result, Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement (First reading) – Adoption of the legislative act – Interinstitutional File: 2014/0121 (COD), 7936/17, VOTE 13, INF 61, PUBLIC 16, CODEC 540, 03.04.2017, <[http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST\\_7936\\_2017\\_INIT&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_7936_2017_INIT&from=EN)> (geprüft am 11.06.2020).
- Council on Competitiveness*: About the Council, 2015, <<http://www.compete.org/about>> (geprüft am 11.06.2020).
- Council on Competitiveness Executive Committee*: Foreword, in: Porter, Michael E. (Hrsg.), Capital choices – Changing the way America invests in industry, Washington DC, S. 1–2.

*Cox, George*: Overcoming Short-termism within British Business – The key to sustained economic growth, An independent review by Sir George Cox commissioned by the Labour Party, February 2013.

*Délégation Française*: Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition – Remarques sur l'article 11, Dossier interinstitutionnel 2002/0240 (COD), Dokumentnummer ST 7130 2003 INIT, Sachgebiet DRS 19 CODEC 269, Bruxelles 06.03.2003, <<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7130-2003-INIT/fr/pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

*Department for Business, Innovation and Skills (BIS)*: A Long-Term Focus for Corporate Britain – A call for evidence, URN 10/1225, London October 2010.

– Summary of Responses – A Long-Term Focus for Corporate Britain, URN 11/797, London March 2011.

– The Future of Narrative Reporting – Consulting on a new reporting framework, URN 11/945, London September 2011.

– The Future of Narrative Reporting – The Government Response, URN 12/588, London March 2012.

– The Future of Narrative Reporting – A new structure for Narrative Reporting in the UK, URN 12/979, London October 2012.

– Archived Documents: Company Law Review Policies BIS, 01.11.2012, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/policies/business-law/company-and-partnership-law/company-law/publications-archive>> (geprüft am 11.06.2020).

– The Government Response to the Kay Review, URN 12/1188, London November 2012.

– Implementation of the Kay Review: Progress Report, BIS/14/1157, London October 2014.

– Corporate Governance Reform – Green Paper, November 2016, <[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/573120/beis-16-56-corporate-governance-reform-green-paper.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/573120/beis-16-56-corporate-governance-reform-green-paper.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

– Corporate Governance Reform – The Government response to the green paper consultation, August 2017, <[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/640631/corporate-governance-reform-government-response.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/640631/corporate-governance-reform-government-response.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

*Department of Prices and Consumer Protection*: A review of monopolies and mergers policy – A consultative document, presented to Parliament by the Secretary of State for Prices and Consumer Protection, London 1978.

*Department of Trade and Industry (DTI)*: Innovation in Manufacturing Industry – Government response to the First Report of the House of Lords Select Committee on Science and Technology, 1990–91 Session, Presented to Parliament by the Secretary of Trade and Industry by Command of Her Majesty, June 1991, Cm 1575, June 1991.

– Modern Company Law for a Competitive Economy, March 1998, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20100202121952/http://www.berr.gov.uk/files/file23283.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

– Company Law Reform – Presented to Parliament by the Secretary of State for Trade and Industry by Command of Her Majesty March 2005, Cm 6456, London March 2005 (zit. *Department of Trade and Industry (DTI)*, White Paper 2).

*Deutsche Bundesbank*: Unternehmensfinanzierung in Großbritannien und in der Bundesrepublik Deutschland, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank November 1984, S. 35–46.

– Leveraged-Buyout-Transaktionen: die Rolle von Finanzintermediären und Aspekte der Finanzstabilität, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank April 2007, S. 15–28.

– Statistisches Beiheft 2 zum Monatsbericht, Kapitalmarktstatistik Dezember 2014.

– Bedeutung und Wirkung des Hochfrequenzhandels am deutschen Kapitalmarkt, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Oktober 2016, S. 37–61.

*Deutscher Anwaltverein*: Antworten des Deutschen Anwaltvereins auf die Fragen des Reichsjustizministeriums (1929), in: Schubert, Werner (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), Frankfurt am Main/New York 1999, S. 443–647 (zit. *Deutscher Anwaltverein*, Quellen Weimar).

*Deutscher Bundesrat*: Stellungnahme des Bundesrates, Anlage 2, in: Gesetzentwurf der Bundesregierung – Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), S. 146–173 (zit. *Deutscher Bundesrat*, Gesetzentwurf 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017).

- : Beschluss des Bundesrates – Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, KOM(2003) 138 endg.; Ratsdok. 8062/03, BR-Drucks. 230/03 (Beschluss), Berlin 11.07.2003, <[http://www.bundesrat.de/SharedDocs/drucksachen/2003/0201-0300/230-03\(B\).pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](http://www.bundesrat.de/SharedDocs/drucksachen/2003/0201-0300/230-03(B).pdf?__blob=publicationFile&v=1)> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Deutscher Bundesrat*, Stellungnahme Vorschlag TransparenzRL, BR-Drucks. 230/03(B)).
  - : Gesetzentwurf der Bundesregierung – Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes (Aktienrechtsnovelle 2012), BR-Drucks. 851/11, Berlin 30.12.2011 (zit. *Deutscher Bundesrat*, RegE Aktienrechtsnovelle 2012, BR-Drucks. 852/11).
- Deutscher Bundestag*: Stenographischer Bericht, 192. Sitzung, Berlin, Donnerstag, den 11. Oktober 2001, Plenarprotokoll 14/192, 11.10.2001, <<http://dipbt.bundestag.de/doc/btp/14/14192.pdf#P.18824>> (geprüft am 31.08.2016).
- : Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschusses) – a) zu dem Gesetzentwurf der Abgeordneten Joachim Stünker, Olaf Scholz, Erika Simm, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der SPD sowie der Abgeordneten Dr. Thea Dückert, Jerzy Montag, Volker Beck (Köln) und der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN – Drucksache 15/5577 – Entwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz – VorstOG); b) zu dem Gesetzentwurf der Abgeordneten Rainer Funke, Rainer Brüderle, Daniel Bahr (Münster), weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP – Drucksache 15/5582 – Entwurf eines Ersten Gesetzes zur Stärkung der Eigentümerrechte einer Aktiengesellschaft (1. Eigentümerrechte-Stärkungsgesetz – EigStärkG), BT-Drucks. 15/5860, Berlin 29.06.2005 (zit. *Deutscher Bundestag*, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 15/5860).
  - : Stenografischer Bericht, 184. Sitzung – Berlin, Donnerstag den 30. Juni 2005, Plenarprotokoll 15/184, Berlin 30.06.2005 (zit. *Deutscher Bundestag*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 15/184).
  - : Stenografischer Bericht, 70. Sitzung – Berlin, Donnerstag, den 30. November 2006, Plenarprotokoll 16/70, Berlin 30.11.2006 (zit. *Deutscher Bundestag*, Stenografischer Bericht, Plenarprotokoll 16/70).
  - : Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und SPD – Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), BT-Drucksache 16/12278, Berlin 17.03.2009 (zit. *Deutscher Bundestag*, Gesetzentwurf VorstAG, BT-Drucks. 16/12278).
  - : Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss) – a) zu dem Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und SPD – Drucksache 16/12278 – Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG); b) zu dem Antrag der Abgeordneten Mechthild Dyckmans, Dr. Karl Addicks, Christian Ahrendt, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP – Drucksache 16/10885 – Professionalität und Effizienz der Aufsichtsräte deutscher Unternehmen verbessern, BT-Drucks. 16/13433, Berlin 17.06.2009 (zit. *Deutscher Bundestag*, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 16/13433).
  - : Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss) – a) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung – Drucksache 17/8989 – Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes (Aktienrechtsnovelle 2012); b) zu dem Antrag der Abgeordneten Joachim Poß, Ingo Egloff, Burkhard Lischka, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der SPD – Drucksache 17/13472 – Exorbitante Managergehälter begrenzen; c) zu dem Antrag der Abgeordneten Kerstin Andreae, Dr. Tobias Lindner, Dr. Thomas Gambke, weiterer Abgeordneter und der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN – Drucksache 17/13239 – Keine Mitfinanzierung exorbitanter Gehälter durch die Allgemeinheit – Steuerliche Abzugsfähigkeit eingrenzen, BT-Drucksache 17/14214, Berlin 26.06.2013 (zit. *Deutscher Bundestag*, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 17/14214).
- Deutscher Industrie- und Handelstag* (DIHT): Antworten des Deutschen Industrie- und Handelstages auf die Fragebögen (1930), in: Schubert, Werner (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), Frankfurt am Main/New York 1999, S. 667–692 (zit. *Deutscher Industrie- und Handelstag* (DIHT), Quellen Weimar).
- Deutsches Aktieninstitut* (DAI): DAI-Factbook – Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen.
- : Stellungnahme zur Konsultation der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex zu den vorgeschlagenen Kodexanpassungen 2017, 15.12.2016, <<https://dcgk.de/de/konsultationen/>

- archiv/konsultation-2016.html?file=files/dcgk/usercontent/de/Konsultationen/2016/Stellungnahmen%202016/161215%20Stellungnahme%20DAI.pdf> (geprüft am 31.03.2021).
- Donaldson, William H.*: Speech by SEC Chairman: 2005 CFA Institute Annual Conference, Philadelphia, Pennsylvania, May 8, 2005, May 8, 2005, <<http://www.sec.gov/news/speech/spch050805whd.htm>> (geprüft am 11.06.2020).
- economiesuisse*: swiss code of best practice for corporate governance, Deutsche Fassung, 2016, <[http://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/economiesuisse\\_swisscode\\_d\\_web.pdf](http://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/economiesuisse_swisscode_d_web.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Edmonds, Timothy*: The Company Law Reform Bill [HL] – Bill 190 2005-2006, House of Commons Library Research Paper 06/30, London 02.06.2006, <[www.parliament.uk/briefing-papers/RP06-30.pdf](http://www.parliament.uk/briefing-papers/RP06-30.pdf)> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Edmonds*, Company Law Reform Bill).
- Emery-Dumas, Anne*: Rapport fait au nom de la commission des affaires sociales (1) sur la proposition de loi, Adopté par l'Assemblée Nationale après engagement de la procédure accélérée, visant à reconquérir l'économie réelle, N° 328, Paris 29 janvier 2014, <<http://www.senat.fr/rap/113-328/113-3281.pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Emery-Dumas*, Rapport N° 328).
- Entwurf eines Gesetzes betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 7. März 1884*: Aktenstück Nr. 21 vom 7. März 1884, in: Schubert, Werner/Hommelhoff, Peter (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht – Eine Sammlung von Texten und Quellen zur Aktienrechtsreform 1884 mit zwei Einführungen, Berlin, New York 1985, S. 387–559.
- Erläuterungen zur Regierungsvorlage 1685 der XXIV. Gesetzgebungsperiode des Nationalrates, <[https://www.parlament.gv.at/PAKT/VHG/XXIV/I/I\\_01685/fname\\_245700.pdf](https://www.parlament.gv.at/PAKT/VHG/XXIV/I/I_01685/fname_245700.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- EU Ratspräsidentschaft*: Shareholders' rights in EU companies: Presidency strikes deal with Parliament, Brüssel 9.12.2016, <<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/12/16/shareholders-rights-eu-companies/>> (geprüft am 04.08.2021).
- Eumedion*: Best Practices for Engaged Share-Ownership – Intended for Eumedion Participants, 30.06.2011, <[http://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best\\_practices-engaged-share-ownership.pdf](http://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best_practices-engaged-share-ownership.pdf)> (geprüft am 30.07.2021).
- Europäische Kommission*: Feedback Statement – Summary of Responses to Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions, Brüssel, <<https://pdfslide.net/documents/feedback-statement-summary-of-responses-ec-green-paper-on-corporate-governance.html>> (geprüft am 26.06.2016).
- : Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote – KOM(88) 823 endg. – SYN 186, Von der Kommission vorgelegt am 19. Januar 1989, ABl. EG Nr. C 64 v. 14.2.1989, S. 8–14, Brüssel 19.01.1989.
  - : Geänderter Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote – KOM(90) 416 endg. – SYN 186 (Gemäß Artikel 149 Absatz 3 des EWG-Vertrags am 14. September 1990 von der Kommission vorgelegt), ABl. EG Nr. C 240 v. 26.9.1990, S. 7–30, Brüssel 14.09.1990.
  - : Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, KOM(95) 655 endg. – 95/0341 (COD), ABl. EG Nr. C 162 v. 6.6.1996, S. 5–8, Brüssel 07.02.1996, <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:51995PC0655&from=DE>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Geänderter Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, KOM(97) 565 endg. – 95/0341(COD), ABl. EG Nr. C 378 v. 13.12.1997, S. 10–19, Brüssel 11.11.1997.
  - : Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote – KOM(2002) 534 endg. – 2002/0240(COD), ABl. EU Nr. C 45E v. 25.2.2003, S. 1–17, Brüssel 2.10.2002, <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52002PC0534&from=DE>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, KOM(2003) 138 endgültig, 2003/0045 (COD), Brüssel 26.03.2003 (zit. *Europäische Kommission*, Vorschlag TransparenzRL).

- : Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament – Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union – Aktionsplan, KOM(2003) 284 endgültig, Brüssel 21.5.2003, <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52003DC0284&from=de>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Europäische Kommission*, Aktionsplan Gesellschaftsrecht & Corp Gov 2003).
- : Commission Staff Working Document – Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids, SEC(2007) 268, Brüssel 21.02.2007, <[https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/api/files/SEC\(2007\)268\\_0/de00000000727788?rendition=false](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/api/files/SEC(2007)268_0/de00000000727788?rendition=false)> (geprüft am 01.08.2021) (zit. *Europäische Kommission*, Implementation of the Directive on Takeovers Bids).
- : Bericht an den Rat, das Europäische Parlament, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Anwendung der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, KOM(2010)243 endgültig, SEK(2010)611, Brüssel 27.05.2010 (zit. *Europäische Kommission*, Anwendung der TransparenzRL).
- : Commission Staff Working Document, The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues – Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, SEC(2009) 611, COM(2010)243, Brüssel 27.05.2010 (zit. *Europäische Kommission*, Staff Working Document – Operation of Directive 2004/109/EC).
- : Commission Staff Working Document Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to be drawn from the current financial crisis, best practices, Accompanying document to the Green Paper Corporate governance in financial institutions and remuneration policies, SEC(2010) 669 {COM(2010) 284 final}, Brüssel 02.06.2010 (zit. *Europäische Kommission*, Staff Working Document Corp. Gov. Financial Institutions).
- : Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, KOM(2010) 284 endgültig {KOM(2010) 285 endgültig} {KOM(2010) 286 endgültig} {SEK(2010) 669}, Brüssel 02.06.2010.
- : Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, KOM(2011) 164/3, Brüssel 05.04.2011, <[https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/api/files/COM\(2011\)164\\_0/de00000000614488?rendition=false](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/api/files/COM(2011)164_0/de00000000614488?rendition=false)> (geprüft am 04.08.2021).
- : Commission Staff Working Paper – Impact Assessment Accompanying the document proposal for a Directive of the European Parliament and the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, SEC(2011) 1279 final, {COM(2011) 683 final}, {SEC(2011) 1280 final}, Brüssel 25.10.2011.
- : Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Eine neue EU-Strategie (2011-14) für die soziale Verantwortung der Unternehmen (CSR), KOM(2011) 681 endgültig, Brüssel 25.10.2011 (zit. *Europäische Kommission*, Mitteilung CSR-Strategie (2011-14)).
- : Vorschlag für Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission – {SEK(2011) 1279 endgültig} {SEK(2011) 1280 endgültig}, KOM(2011) 683 endgültig, 2011/0307 (COD), Brüssel 25.10.2011 (zit. *Europäische Kommission*, Vorschlag Änderung TransparenzRL).
- : Feedback Statement – Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework, Brüssel 15.11.2011, <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf)> (geprüft am 26.06.2016).
- : Bericht der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Anwendung der Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote, COM(2012) 347 final, Brüssel 28.06.2012, <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/ALL/?uri=CELEX%3A52012DC0347>> (geprüft am 05.08.2021) (zit. *Europäische Kommission*, Anwendung der RL 2004/25/EG).

- : Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance – ein moderner Rechtsrahmen für engagiertere Aktionäre und besser überlebensfähige Unternehmen, COM(2012) 740 final, Straßburg 12.12.2012, <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=EN>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Europäische Kommission*, Aktionsplan GsftsR & Corporate Governance).
- : Summary of the informal discussions concerning the initiative on shareholders engagement, Brussels March 2013, 17 April 2013 <[http://web.archive.org/web/20160412105905/http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/120417\\_summary-initiative-shareholders-engagement\\_en.pdf](http://web.archive.org/web/20160412105905/http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/120417_summary-initiative-shareholders-engagement_en.pdf)> (geprüft am 05.08.2021) (zit. *Europäische Kommission*, Summary discussions on shareholder engagement).
- : Commission Staff Working Document, Long-Term Financing of the European Economy – Accompanying the document Green Paper Long-Term Financing of the European Economy, SWD(2013) 76 final, COM(2013) 150 final, Brüssel 25.03.2013 (zit. *Europäische Kommission*, Staff Working Document Long-Term Financing).
- : Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (Neufassung), COM(2014) 167 final, 2014/0091 (COD), {SWD(2014) 102 final}, {SWD(2014) 103 final}, {SWD(2014) 104 final}, Brüssel 27.03.2013 (zit. *Europäische Kommission*, Vorschlag EbAV-RL).
- : Grünbuch langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, COM(2013) 150 final/2, {SWD(2013) 76 final}, Brüssel 09.04.2013, <[http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9df9914f-6c89-48da-9c53-d9d6be7099fb.0015.03/DOC\\_2&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9df9914f-6c89-48da-9c53-d9d6be7099fb.0015.03/DOC_2&format=PDF)> (geprüft am 11.06.2020).
- : Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large companies and groups, SWD(2013) 127 final, {COM(2013) 207 final}, {SWD(2013) 128 final}, Brüssel 16.04.2013 (zit. *Europäische Kommission*, Staff Working Doc CSR-Directive).
- : Vorschlag für eine Richtlinie des Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates im Hinblick auf die Offenlegung nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Gesellschaften und Konzerne, COM(2013) 207 final, 2013/0110 (COD), {SWD(2013) 127 final}, {SWD(2013) 128 final}, Straßburg 16.04.2013 (zit. *Europäische Kommission*, Vorschlag CSR-RL).
- : Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Long-term Investment Funds, SWD(2013) 230 final, {SWD(2013) 231 final}, {COM(2013) 462 final}, Brüssel 26.06.2013, <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013SC0230&from=EN>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Europäische Kommission*, Staff Working Document Impact Assessment ELTIF).
- : Neue Fonds vereinfachen langfristige Investitionen, IP/13/605, Brüssel 26.06.2013 (zit. *Europäische Kommission*, IP/13/605).
- : Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische langfristige Investmentfonds, COM(2013) 462 final {SWD(2013) 230 final} {SWD(2013) 231 final}, Brüssel 26.06.2013, <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013PC0462&from=DE>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Mitteilung der Europäischen Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Messung der Innovationsleistung in Europa: ein neuer Indikator, COM(2013) 624 final {SWD(2013) 325 final}, Brüssel 13.09.2013, <<http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2013/DE/1-2013-624-DE-F1-1.Pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Europäische Kommission*, Mitteilung Messung der Innovationsleistung in Europa: ein neuer Indikator).
- : Mitteilung der Kommission an das Parlament und den Rat über die langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, COM(2014) 168 final {SWD(2014) 105 final}, Brüssel 27.03.2014, <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0168&from=DE>> (geprüft am 05.08.2021) (zit. *Europäische Kommission*, Mitteilung langfristige Finanzierung).
- : EU-Kommission will Aktionäre stärker einbinden und Mitspracherecht bei der Festsetzung von Vergütungen einführen, IP/14/396, Brüssel 09.04.2014 (zit. *Europäische Kommission*, IP/14/396).

- : Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung, COM(2014) 213 final – 2014/0121 (COD), {SWD(2014) 126-128 final}, Brüssel 09.04.2014 (zit. *Europäische Kommission*, AktionärsReÄRL-E).
  - : Commission Staff Working Document, Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets – Accompanying the document Green Paper, Building a Capital Markets Union, SWD(2015) 13 final, {COM(2015) 63 final}, Brüssel 18.02.2015, <<http://eur.lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015SC0013&from=DE>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Europäische Kommission*, Staff Working Doc. Cap. Markets Union).
  - : Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 63 final {SWD(2015) 13 final}, Brüssel 18.02.2015, <[http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_de.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Commission Staff Working Document, Economic Analysis – Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan on Building a Capital Markets Union, SWD(2015) 183 final, {SWD(2015) 184 final}, {COM(2015) 468 final}, Brussels 30.09.2015 (zit. *Europäische Kommission*, Staff Working Doc. Economic Analysis Action Plan Capital Markets Union).
  - : Commission Staff Working Document, Economic Analysis – Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan on Building a Capital Markets Union, SWD(2015) 183 final, {COM(2015) 468 final}, {SWD(2015) 184 final}, Brüssel 30.09.2015, <[http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-economic-analysis\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-economic-analysis_en.pdf)> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Europäische Kommission*, Staff Working Doc., Ec. Analysis, Action Plan CMU).
  - : Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 468 final, {SWD(2015) 183 final}, {SWD(2015) 184 final}, Brüssel 30.09.2015, <[http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_de.pdf)> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Europäische Kommission*, Aktionsplan Kapitalmarktunion).
  - : Commission Staff Working Document – Capital Markets Union: First Status Report, SWD(2016) 147 final, Brüssel 25.04.2016 (zit. *Europäische Kommission*, CMU First Status Report).
  - : Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 345/2013 über Europäische Risikokapitalfonds und der Verordnung (EU) Nr. 346/2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum, COM(2016) 461 final, 2016/0221 (COD), {SWD(2016) 228 final}, {SWD(2016) 229 final}, Brüssel 14.07.2016.
  - : Shareholders' rights directive Q&A – European Commission – Fact Sheet, MEMO/17/592, Brussels 14.03.2017.
  - : Fusionskontrolle: Kommission untersagt geplanten Zusammenschluss von Deutsche Börse und der London Stock Exchange, IP/17/789, Brüssel 29.03.2017 (zit. *Europäische Kommission*, Untersagung Zusammenschluss Deutsche Börse und London Stock Exchange, IP/17/789).
- Europäische Zentralbank*: Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 30. September 2003 auf Ersuchen des Rates der Europäischen Union zu einem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (KOM(2003) 138 endg.) – (CON/2003/21) (2003/C 242/06), ABl. EU Nr. C 242 v. 9.10.2003, S. 6–10, Frankfurt am Main 30.09.2003 (zit. *Europäische Zentralbank*, Stellungnahme zum Vorschlag TransparenzRL 2003).
- Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss*: Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses zu dem „Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG“, ABl. EU Nr. C 80 v. 30.03.2004, S. 128–134, Brüssel 10.12.2003 (zit. *Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss*, Stellungnahme zum Vorschlag TransparenzRL 2003).

- Europäisches Parlament*: A corporate governance framework for European companies – European Parliament resolution of 29 March 2012 on a corporate governance framework for European companies (2011/2181(INI)), P7\_TA(2012)0118, 29.03.2012, <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P7-TA-2012-0118+0+DOC+PDF+V0//EN>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Corporate Governance-Rahmen für europäische Unternehmen – Entschließung des Europäischen Parlaments vom 29. März 2012 zu einem Corporate Governance-Rahmen für europäische Unternehmen (2011/2181(INI)), P7\_TA(2012)0118, 29.03.2012, <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P7-TA-2012-0118+0+DOC+PDF+V0//DE>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 8. Juli 2015 zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD)), P8\_TA(2015)0257, A8-0158/2015, 08.07.2015, <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-2015-0257+0+DOC+XML+V0//DE#BKMD-7>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Unternehmensführung: Abgeordnete wollen Steuertransparenz durchsetzen – Plenartagung [08-07-2015 – 14:45], Referenz-Nr.: 20150703IPR73902, Brüssel/Straßburg 08.07.2015.
  - : More shareholder say on directors' pay: MEPs' deal with Council and Commission, Press Release, Reference No: 20161209IPR55541, Brüssel 09.12.2016, <[http://www.europarl.europa.eu/pdfs/news/expert/infopress/20161209IPR55541/20161209IPR55541\\_en.pdf](http://www.europarl.europa.eu/pdfs/news/expert/infopress/20161209IPR55541/20161209IPR55541_en.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Stronger rights for shareholders in EU companies, Press release, Reference No: 20170308IPR65673, Brussels/Straßburg 14.03.2017.
- European Fund And Asset Management Association (EFAMA)*: EFAMA Code for external governance – Principles for the exercise of ownership rights in investee companies, 06.04.2011, <[http://www.efama.org/Publications/Public/Corporate\\_Governance/11-4035%20EFAMA%20ECG\\_final\\_6%20April%202011%20v2.pdf](http://www.efama.org/Publications/Public/Corporate_Governance/11-4035%20EFAMA%20ECG_final_6%20April%202011%20v2.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- : EFAMA Report on Responsible Investment, Brussels September 2016.
- European Securities and Markets Authority (ESMA)*: High-frequency trading activity in EU equity markets, Economic Report, Number 1, 2014, Paris 2014, <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma20141\\_hft\\_activity\\_in\\_eu\\_equity\\_markets.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma20141_hft_activity_in_eu_equity_markets.pdf)> (geprüft am 02.08.2021).
- Eurostat*: Key figures on Europe – 2014 edition, Luxemburg 2014, <<http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3930297/6309576/KS-EI-14-001-EN-N.pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Eurostat*, Key figures on Europe 2014).
- Faure, Pascal*: La filière Acier en France et l'avenir du site de Florange – Rapport remis à Monsieur Arnaud Montebourg, Ministre du Redressement productif, par Monsieur Pascal Faure, Vice-président du Conseil général de l'économie, de l'industrie, de l'énergie et des technologies, Paris 27 juillet 2012, <<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/134000081.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Favaro, Ken/Karlsson, Per-Ola/Neilson, Gary L.*: Time for new CEOs – The 2012 chief executive study, 2013, <[http://web.archive.org/web/20151008184926/http://www.strategyand.pwc.com/media/file/Strategyand\\_The-2012-Chief-Executive-Study.pdf](http://web.archive.org/web/20151008184926/http://www.strategyand.pwc.com/media/file/Strategyand_The-2012-Chief-Executive-Study.pdf)> (geprüft am 10.08.2021).
- : The 2013 Chief Executive Study – Women CEOs of the last 10 years, 2014, <[http://web.archive.org/web/20150221020819/http://www.strategyand.pwc.com/media/file/Strategyand\\_The-2013-Chief-Executive-Study.pdf](http://web.archive.org/web/20150221020819/http://www.strategyand.pwc.com/media/file/Strategyand_The-2013-Chief-Executive-Study.pdf)> (geprüft am 10.08.2021).
- Feder, Gottfried*: Das Programm der N. S. D. A. P. und seine weltanschaulichen Grundgedanken, 25. Aufl., München 1930.
- Financial Conduct Authority (FCA)*: Removing the Transparency Directive's requirement to publish interim management statements, Consultation Paper CP 14/12, London July 2014, <<https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp14-12.pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Financial Conduct Authority (FCA)*, Consultation Paper CP 14/12).
- : Removing the Transparency Directive's requirement to publish interim management statements – Including feedback on CP14/12 and final rules, Policy Statement PS14/15, London November 2014,

- <<http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-15.pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Financial Conduct Authority* (FCA), Policy Statement PS14/15).
- Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA): Tick Size Pilot Program, 26.03.2018, <<http://www.finra.org/industry/tick-size-pilot-program>> (geprüft am 11.06.2020).
- Financial Reporting Council* (FRC): Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors, January 2010, London January 2010, <<https://www.frc.org.uk/getattachment/58c79137-d436-4882-9eda-f4e23fa939fe/-;.aspx>> (geprüft am 02.08.2021).
- : Implementation of the UK Stewardship Code, July 2010, London July 2010, <<http://www.frc.org.uk/FRC-Documents/FRC/Implementation-of-the-UK-Stewardship-Code.pdf>> (geprüft am 03.05.2016).
  - : The UK Stewardship Code, July 2010, London July 2010, <<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/The-UK-Stewardship-Code.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Developments in Corporate Governance 2013 – The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes, December 2013, London December 2013.
  - : Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014, Annual Report, January 2015.
  - : Corporate Culture and the Role of Boards – Report of Observations, London July 2016, <<https://frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Corporate-Culture-and-the-Role-of-Boards-Report-o.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Tiering of signatories to the Stewardship Code, PN 66/16, London 14.11.2016.
  - : Plan & Budget and Levies 2017/18, March 2017, <<https://frc.org.uk/Our-Work/Publications/FRC-Board/Plan-Budget-and-Levies-2017-18.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code, Consultation, London December 2017, <<https://www.frc.org.uk/getattachment/31897789-cef6-48bb-aea9-f46b8cf80d02/Proposed-Revisions-to-the-UK-Corporate-Governance-Code-Dec-2017-1.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code – Appendix A – Revised UK Corporate Governance Code, Consultation, London December 2017, <<https://www.frc.org.uk/getattachment/bff48ee6-4fce-4593-9768-77914dbf0b86/Proposed-Revisions-to-the-UK-Corporate-Governance-Code-Appendix-A-Dec-2017.pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Financial Reporting Council* (FRC), Proposed Revisions UK Corporate Gov. Code, Appendix A: Revised Code).
  - : Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code – Appendix B – Revised Guidance on Board Effectiveness, London December 2017, <<https://www.frc.org.uk/getattachment/fe7a3cc7-e076-4ee4-ad1e-5f6aa91b2159/Proposed-Revisions-to-the-UK-Corporate-Governance-Code-Appendix-B-Dec-2017.pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Financial Reporting Council* (FRC), Proposed Revisions UK Corporate Gov. Code, Appendix B: Revised Guidance Board Effectiveness).
  - : Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code – Appendix C – Summary of Changes from 2016 UK Corporate Governance Code, Consultation, London December 2017, <<https://www.frc.org.uk/getattachment/d14cda2b-834c-4393-a8d3-1ee0106540fc/Proposed-Revisions-to-the-UK-Corporate-Governance-Code-Appendix-C-Dec-2017.pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Financial Reporting Council* (FRC), Proposed Revisions UK Corporate Gov. Code, Appendix C: Summary of Changes).
- Financial Services Agency* (FSA): Clarification of Legal Issues Related to the Development of the Japan's Stewardship Code, 26.02.2014, <<http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20140226.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Financial Services Council* (FSC): FSC Standard 23: Principles of Internal Governance and Asset Stewardship, July 2017, <<https://fsc.org.au/web-page-resources/fsc-standards/1522-23s-internal-governance-and-asset-stewardship>> (geprüft am 02.08.2021).
- Financial Stability Board*: Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance – Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 08.02.2013, <[http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_130216a.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130216a.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- : Update on financial regulatory factors affecting the supply of long-term investment finance – Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 29.08.2013, <[http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_130829g.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829g.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Update on financial regulatory factors affecting the supply of long-term investment finance – Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 16.09.2014, <[http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_140916.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140916.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Finanzausschuss*: Wortprotokoll 33. Sitzung, Berlin, den 18.10.2006, 10:30 Uhr – Sitzungsort: Berlin, Marie-Elisabeth-Lüders-Haus, Adele-Schreiber-Krieger-Straße 1/Schiffbauerdamm; Sitzungssaal:

- Anhörungssaal 3.101; Vorsitz: Eduard Oswald, MdB; Öffentliche Anhörung, Protokoll Nr. 16/33, Berlin 18.10.2006 (zit. *Finanzausschuss*, Protokoll Nr. 16/33, Öffentliche Anhörung TUG).
- : Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung – Drucksachen 16/2498, 16/2917 –, BT-Drucks. 16/3644, Berlin 29.11.2006 (zit. *Finanzausschuss*, Beschlussempfehlung und Bericht, BT-Drucks. 16/3644).
- Fink, Larry*: Text of letter sent by Larry Fink, BlackRock’s Chairman and CEO, encouraging a focus on long-term growth strategies, March 21, 2014, <[online.wsj.com/public/resources/documents/LDF\\_letter\\_to\\_corporates\\_2014\\_public.pdf](http://online.wsj.com/public/resources/documents/LDF_letter_to_corporates_2014_public.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- : Corporate Governance Letter 2015, 31.03.2015, <<http://www.wlrk.com/docs/S31Duplica15040911540.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Corporate Governance Letter 2016, 01.02.2016, <<http://www.wlrk.com/docs/CorpGovernanceLetter.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Fink, Laurence*: Our Gambling Culture, in: Barton, Dominic/Wiseman, Mark/Kuntz, Mary (Hrsg.), Perspectives on the Long Term – Building a Stronger Foundation for Tomorrow, S. 8–11.
- Floyd, Robert/Pawle, Oliver/Quinn, Brian Scott/Radcliffe, Julian/Simmons, Richard*: Finance for Industry – Bow Group Evidence to the Wilson Committee, 1977.
- G20/OECD Task Force on Institutional Investors and Long-Term Financing*: Report on Effective Approaches to Support Implementation of the G20/OECD High-level Principles on Long-term Investment Financing by Institutional Investors, September 2014, <<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20-OECD-Report-Effective-Approaches-LTI-Financing-Sept-2014.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Gallois, Louis*: Pacte pour la compétitivité de l’industrie française, Rapport au Premier ministre, Paris 5 novembre 2012, <<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/124000591/0000.pdf>> (geprüft am 25.05.2016).
- Gaudin, Christian*: Rapport d’information fait au nom de la mission commune d’information (1) sur la notion de centre de décision économique et les conséquences qui s’attachent, en ce domaine, à l’attractivité du territoire national, N° 347, Paris 22 juin 2007, <<http://www.senat.fr/rap/r06-347-1/r06-347-11.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Genz, Manfred*: Kodexanpassungen 2017 – Medien-Telefonkonferenz, 14.02.2017, <<https://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/de/download/pressemitteilungen/170214%20Medienpraesentation%20Kodexaenderungen.pdf>> (geprüft am 31.03.2021).
- Gesetz, betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 18. Juli 1884*: RGBI No. 22, in: Schubert, Werner/Hommelhoff, Peter (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht – Eine Sammlung von Texten und Quellen zur Aktienrechtsreform 1884 mit zwei Einführungen, Berlin, New York 1985.
- Government Office for Science*: The Future of Computer Trading in Financial Markets – An International Perspective, Final Project Report, London 2012, <[https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/289431/12-1086-future-of-computer-trading-in-financial-markets-report.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/289431/12-1086-future-of-computer-trading-in-financial-markets-report.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Grant Thornton*: Company Law Reform, 7 June 2005, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>> (geprüft am 11.06.2020).
- Haldane, Andrew G.*: Patience and Finance, to be presented on 9 September at the Oxford China Business Forum, Beijing., 02.09.2010.
- : The race to zero – Speech given by Andrew G Haldane, Executive Director, Financial Stability and member of the interim Financial Policy Committee, International Economic Association Sixteenth World Congress, Beijing, China, Speech 509, London 08.07.2011.
- : Get Shorty – The Sir Thomas Gresham Docklands Lecture, Four Seasons Hotel, Canary Wharf, 14.11.2011, <<http://www.gresham.ac.uk/lecture/transcript/download/the-sir-thomas-gresham-docklands-lecture-get-shorty/>> (geprüft am 31.07.2020).
- : The age of asset management? Speech given at the London Business School, London, 4 April 2014, 04.04.2014.
- : Unfair Shares, Remarks given at the Bristol Festival of Ideas event, Bristol, 21 May 2014, Bank of England Speeches, 732, 21.05.2014, <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2014/unfair-shares>> (geprüft am 15.03.2021).

- Haldane, Andrew G./Davies, Richard*: The Short Long, Speech 29th Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Colloquium: New Paradigms in Money and Finance?, Brussels, May 2011, 2011, <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2011/the-short-long-speech-by-andrew-haldane.pdf>> (geprüft am 02.08.2021).
- Heaton, J. B./Brav, Alon/Jiang, Wei*: „Petition for Rulemaking Under Section 13 of the Securities Exchange Act of 1934“ filed by Wachtell, Lipton, Rosen & Katz on March 7, 2011, 05.07.2011, <<http://www.sec.gov/comments/4-624/4624-2.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Hellebuxck, Jean-Pierre*: Comment inciter les marchés à allonger l’horizon d’investissement, in: Conseil d’Analyse Économique (Hrsg.), Investissements et investisseurs de long terme – Rapport, Paris 2010, S. 213–218.
- Hermes*: Response to DTI Consultation on Company Law Reform, 18.01.2016, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>> (geprüft am 11.06.2020).
- Hernández, Héctor/Tübke, Alexander/Hervás, Fernando/Vezzani, Antonio/Dosso, Mafini/Sara Amaroso, Nicola*: EU R&D Scoreboard – The 2014 EU Industrial R&D Investment Scoreboard, 2014, <<http://iri.jrc.ec.europa.eu/documents/10180/354280/EU%20R%26D%20Scoreboard%202014>> (geprüft am 11.09.2015).
- Herzog, Roman*: Aufbruch ins 21. Jahrhundert – Berliner Rede 1997 von Bundespräsident Roman Herzog, Hotel Adlon, Berlin, 26.04.1997, <[http://www.bundespraesident.de/SharedDocs/Reden/DE/Roman-Herzog/Reden/1997/04/19970426\\_Rede.html](http://www.bundespraesident.de/SharedDocs/Reden/DE/Roman-Herzog/Reden/1997/04/19970426_Rede.html)> (geprüft am 11.06.2020).
- Hexel, Dietmar*: Stellungnahme des DGB zum Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) – Unter Einbeziehung der in der Koalitionsarbeitsgruppe „Managergehälter“ beschlossenen Ergänzungen, 22.05.2009, <[https://www.caplaw.eu/file\\_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme\\_Hexel.pdf](https://www.caplaw.eu/file_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme_Hexel.pdf)> (geprüft am 27.03.2021).
- Higgs, Derek*: Review of the role and effectiveness of non-executive directors, London January 2003, <<https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121106105616/http://www.bis.gov.uk/files/file23012.pdf>> (geprüft am 02.08.2021).
- High Level Group of Financial Supervision in the EU*: Report, Chaired by Jacques de Larosière, Brüssel 25.02.2009, <[https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication14527\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf)> (geprüft am 02.08.2021).
- Hillary for America*: A plan to raise American incomes, 21.03.2016, <<https://web.archive.org/web/20160321081908/https://www.hillaryclinton.com/issues/plan-raise-american-incomes/>> (geprüft am 02.08.2021).
- Hirt, Hans-Christoph*: Conquering the world – The success of stewardship codes, in: Hermes EOS (Hrsg.), Public Engagement Report Q4 2015, S. 10–11.
- Hirt, Hans-Christoph*: Conquering the world – The success of stewardship codes, in: Hermes EOS (Hrsg.), Public Engagement Report Q4 2015, S. 10–11.
- Holden, Brian*: Short-termism? – 1. Letter, dated 16 December 1991, from Brian Houlden, Warwick Business School., CAD-01133, 16 December 1991, <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-01133.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-01133.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Hollanders, Hugo/Es-Sadki, Nordine*: Innovation Union Scoreboard, 2014, <<https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d1cb48d3-4861-41fe-a26d-09850d32487b/language-en/format-PDF>> (geprüft am 11.06.2020).
- : European Innovation Scoreboard, 2017, <<https://ec.europa.eu/docsroom/documents/24829/attachments/1/translations/en/renditions/pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Hornby, Simon*: Letter from Sir Simon Hornby, WH Smith, 30 July 1991, and record of meeting with Sir Simon Hornby, 30 October 1991, CAD-01171, 30 July 1991, 4 November 1991, <[http://cadbury.cjbs.archios.info/\\_media/files/CAD-01171.pdf](http://cadbury.cjbs.archios.info/_media/files/CAD-01171.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee*: Corporate governance – Third Report of Session 2016–17, Report, together with formal minutes relating to the report, HC 702, London 30.03.2017, <<https://www.publications.parliament.uk/pa/cm201617/cmselect/cmbeis/702/702.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee/House of Commons Work and Pensions Committee*: Carillion – Second Joint report from the Business, Energy and Industrial Strategy and Work and Pensions Committees of Session 2017–19; Tenth Report of the Business, Energy and

Industrial Strategy Committee of Session 2017–19; Twelfth Report of the Work and Pensions Committee of Session 2017–19; Report, together with formal minutes relating to the report, HC 769, London 16.05.2018, <<https://publications.parliament.uk/pa/cm201719/cmselect/cmworpen/769/769.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

*House of Commons Business, Innovation and Skills Committee*: The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making – Government response to the Committee’s third report of session 2013–14, Second Special Report of Session 2013–14, London 2013.

–: The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making – Third report of session 2013–14: report, together with formal minutes, oral and written evidence, London 2013.

*House of Commons Trade and Industry Committee*: The White Paper on Modernising Company Law – Sixth Report of Session 2002–03, Report, together with minutes of evidence and appendices, HC 439, 13.05.2003.

*House of Lords Select Committee on Science and Technology*: Civil research and development – 1st report, session 1986-87 [of the] House of Lords Select Committee on Science and Technology, London 1986.

*Hughes, Alan*: Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK, Future of Manufacturing Project: Evidence Paper 16, London December 2013, <[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/283883/ep16-manufacturing-short-termism-capital-finance.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/283883/ep16-manufacturing-short-termism-capital-finance.pdf)> (geprüft am 02.08.2021).

*Innovation Advisory Board*: Innovation: City Attitude and Practices, 1990.

–: Proceedings of the Innovation and Short-termism Conference, London 1990.

*Institut de l’entreprise*: Favoriser une meilleure prise en compte du long terme – L’entreprise de l’après-crise, Janvier 2010, <[http://www.troy-avocats.com/IMG/pdf/L\\_entreprise\\_de\\_l\\_apres\\_crise\\_-\\_Favoriser\\_une\\_meilleure\\_prise\\_en\\_compte\\_du\\_long\\_terme\\_-\\_Institut\\_de\\_l\\_entreprise.pdf](http://www.troy-avocats.com/IMG/pdf/L_entreprise_de_l_apres_crise_-_Favoriser_une_meilleure_prise_en_compte_du_long_terme_-_Institut_de_l_entreprise.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

–: Pour un choc de compétitivité en France, Janvier 2012, <[https://www.institut-entreprise.fr/sites/default/files/2018-10/2012\\_idep\\_choc\\_competitivite\\_web.pdf](https://www.institut-entreprise.fr/sites/default/files/2018-10/2012_idep_choc_competitivite_web.pdf)> (geprüft am 03.02.2021).

*Institute of Directors Southern Africa/Ernst & Young (EY)*: Responsible Investment Research – CRISA disclosure by institutional investors and their service providers, 2013, <[https://cdn.ymaws.com/www.iodsa.co.za/resource/collection/951D7741-44CB-4119-A107-1F502A9A6C96/7478\\_IoDSA\\_CRISA\\_Research\\_Design\\_Digital\\_Version.pdf](https://cdn.ymaws.com/www.iodsa.co.za/resource/collection/951D7741-44CB-4119-A107-1F502A9A6C96/7478_IoDSA_CRISA_Research_Design_Digital_Version.pdf)> (geprüft am 03.08.2021).

*Institutional Investor Council Malaysia*: Investor Stewardship and Future Key Priorities, Kuala Lumpur 2016, <[https://mswg.org.my/sites/default/files/IIC/IICM\\_2016.pdf](https://mswg.org.my/sites/default/files/IIC/IICM_2016.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

*Institutional Shareholder Service (ISS)*: European Proxy Voting Guideline Updates – 2015 Benchmark Policy Recommendations, Effective for Meetings on or after Feb. 1, 2015, Nov. 6, 2014, <<http://www.issgovernance.com/file/policy/2015EuropeanPolicyUpdates.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

–: Europe, Middle East, and Africa (EMEA), Includes U. K., Ireland, Continental Europe, Russia, Middle East, North Africa, and South Africa – Proxy Voting Guidelines Updates, 2016 Benchmark Policy Recommendations, Effective for Meetings on or after Feb. 1, 2016, Nov. 20, 2015, <<http://www.issgovernance.com/file/policy/2016-europe-middle-east-africa-policy-updates.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

*Institutional Shareholders’ Committee (ISC)*: The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles, 21.10.2002, <[www.ecgi.org/codes/documents/isc\\_statement\\_of\\_principles.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/isc_statement_of_principles.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

*Insurance Regulatory and Development Authority of India*, Exposure Draft – Stewardship Code for Insurers in India, Ref: 309/3/FandA/2016-17, 19.01.2017, <[https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGeneral\\_Layout.aspx?page=PageNo3054&flag=1](https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGeneral_Layout.aspx?page=PageNo3054&flag=1)> (geprüft am 11.06.2020).

–: Guidelines on Stewardship Code for Insurers in India – To CEOs/CMDs of All Insurers, Ref: IRD A/F&A/GDL/CMP/059/03/2017, 22.03.2017, <[https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGuidelines\\_Layout.aspx?page=PageNo3096](https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGuidelines_Layout.aspx?page=PageNo3096)> (geprüft am 11.06.2020).

*International Business Council of the World Economic Forum*: The New Paradigm – A Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership Between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth, Document prepared by Martin Lipton, Lawyer, Wachtell Lipton Rosen & Katz, 02.09.2016, <[http://www.](http://web.archive.org/web/20161213023702/http://www.)

- amgovcollege.org/uploads/7/8/4/7/78472964/international-business-council-of-the-world-economic-forum-the-new-paradigm.pdf> (geprüft am 03.08.2021).
- International Corporate Governance Network (ICGN)*: ICGN Global Stewardship Principles.
- : Statement on the Global Financial Crisis, 10.11.2008, <[www.iasplus.com/de/binary/resource/0811icgn.pdf](http://www.iasplus.com/de/binary/resource/0811icgn.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
  - : ICGN statement of principles for institutional investor responsibilities, London 2013.
  - : ICGN response to the AMEC Stewardship Code consultation 2016, July 2016, <[http://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2016/08/Stewardship\\_ConсультаPublica\\_Contribuicao\\_ICGN.pdf](http://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2016/08/Stewardship_ConсультаPublica_Contribuicao_ICGN.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*: Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency – Consultation Report, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, CR02/11, July 2011, <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD354.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Investment and Financial Services Association (IFSA)*: Corporate Governance: A Guide for Fund Managers and Corporations, Blue Book, FSC Guidance Note No. 2.00, June 2009, <<https://fsc.org.au/resources-category/guidance-note/343-2gn-2-corporate-governance-2009-pdf/file>> (geprüft am 03.08.2021).
- Investment Management Association (IMA)*: Understanding Equity Turnover Data: Initial Findings from IMA Research Submitted to the Kay Review, London November 2011, <[https://www.theia.org/sites/default/files/press-releases/document/20111128\\_IMATurnoverResearch-InitialFindings.pdf](https://www.theia.org/sites/default/files/press-releases/document/20111128_IMATurnoverResearch-InitialFindings.pdf)> (geprüft am 03.08.2021).
- Investor Stewardship Group*: Signatories and Endorsers, <<https://www.isgframework.org/signatories-and-endorsers/>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Corporate Governance Principles For U. S. Listed Companies, 2017, <<https://www.isgframework.org/corporate-governance-principles/>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : FAQ, 2017, <<https://www.isgframework.org/faq/>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Stewardship Principles – Stewardship Framework for Institutional Investors, 2017, <<https://www.isgframework.org/stewardship-principles/>> (geprüft am 11.06.2020).
- Isaksson, Mats/Çelik, Serdar*: Institutional Investors as Owners, Who Are They and What Do They Do?, Paris 03.12.2013, <[http://www.oecd-ilibrary.org/governance/institutional-investors-as-owners\\_5k3v1dvmfk42-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/institutional-investors-as-owners_5k3v1dvmfk42-en)> (geprüft am 05.08.2021) (zit. *Isaksson/Çelik*, Institutional Investors as Owners).
- Isaksson, Mats/Çelik, Serdar*: Who cares?, Corporate Governance in Equity Markets, 2013, <<http://dx.doi.org/10.1787/5k47zw5kdnmp-en>> (geprüft am 05.08.2021).
- Jain, Suneela/Blackford, Barbara/Small, James D., III.*: What is the Optimal Balance in the Relative Roles of Management, Directors, and Investors in the Governance of Public Corporations, The Conference Board Governance Center White Paper, 2014.
- Kaserer, Christoph/Achleitner, Ann-Christin/von Einem, Christoph/Schiereck, Dirk*: Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren (insbesondere Private-Equity-Gesellschaften), Kurzfassung des Berichts zum Forschungsprojekt 3/06 für das Bundesministerium der Finanzen, Berlin, München 04.04.2007, <<https://docplayer.org/15321266-Erwerb-und-uebernahme-von-firmen-durch-finanzinvestoren-insbesondere-private-equity-gesellschaften.html>> (geprüft am 06.08.2021).
- Kay, John A.*: The Kay Review of UK Equity Marktes and Long-Term Decision Making – Interim Report, URN 12/631, London February 2012 (zit. *Kay*, Kay Review Interim Report).
- : The Kay Review of UK Equity Markets and long-term Decision Making – Final Report, URN 12/917, London July 2012, <[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf)> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Kay*, Kay Review Final Report).
- Kißkalt, Wilhelm*: Reform des Aktienrechts – Bericht des Vorsitzenden des Ausschusses für Aktienrecht der Akademie für Deutsches Recht, ZAkDR 1 (1934), S. 20–34.
- : Zweiter Bericht über die Arbeiten des Aktienrechtsausschusses der Akademie für Deutsches Recht, ZAkDR 2 (1935), S. 247–260.
  - : Bericht des Vorsitzenden des Ausschusses für Aktienrecht, München, April 1934, in: Schubert, Werner (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, Berlin 1986, S. 474–496.
  - : Zweiter Bericht des Vorsitzenden des Ausschusses für Aktienrecht, München, im April 1935, in: Schubert, Werner (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, Berlin 1986, S. 497–518.

- Krehmeyer, Dean/Orsagh, Matthew/Schacht, Kurt N.*: Breaking the Short-Term Cycle – Discussion and Recommendations on How Corporate Leaders, Asset Managers, Investors, and Analysts Can Refocus on Long-Term Value, 2006, <<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2006.n1.4194>> (geprüft am 11.06.2020).
- Kremer, Thomas*: Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages am 25. Mai 2009, 20.05.2009, <[https://www.caplaw.eu/file\\_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=kraemer.pdf](https://www.caplaw.eu/file_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=kraemer.pdf)> (geprüft am 27.03.2021).
- Labour Party*: Making the City Safe, March 1987.
- : A Better Plan for Business, London/Cramlington March 2015, <<http://www.labouremail.org.uk/files/uploads/626d5d42-afbb-30b4-397e-9d4f87b5f066.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- labourmanifesto.com*: 1987 Labour Party Manifesto, <<http://labourmanifesto.com/1987/1987-labour-manifesto.shtml>> (geprüft am 27.10.2020).
- Lauer, David*: Testimony on “Computerized Trading: What Should the Rules of the Road Be?”, The Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs Subcommittee on Securities, Insurance and Investment September 20, 2012, 2012, <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-112shrg80168/pdf/CHRG-112shrg80168.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Law Commission*: Fiduciary duties of investment intermediaries, Presented to Parliament pursuant to section 3(2) of the Law Commissions Act 1965, Ordered by the House of Commons to be printed on 30 June 2014, HC 368, Norwich 2014.
- : Fiduciary Duties of Investment Intermediaries – Executive Summary, Law Com No 350 (Summary), July 2014, <[http://www.lawcom.gov.uk/app/uploads/2015/03/lc350\\_fiduciary\\_duties\\_summary.pdf](http://www.lawcom.gov.uk/app/uploads/2015/03/lc350_fiduciary_duties_summary.pdf)> (geprüft am 03.08.2021).
- Lawson, Nigel*: Mansion House Speech, 16 October 1986, <[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/220816/Chancellors\\_Mansion\\_House\\_Speech\\_1986.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/220816/Chancellors_Mansion_House_Speech_1986.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Lee, Thomas A./Tweedie, David P.*: The institutional investor and financial information – A report sponsored by the Research Committee of The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, London 1981.
- Lepetit, Jean-François*: Rapport du groupe de travail Sur la transposition de la directive Concernant les offres publiques d’acquisition, 27 juin 2005, <<https://www.vie-publique.fr/sites/default/files/rapport/pdf/054000470.pdf>> (geprüft am 03.08.2021).
- Levitt, Arthur*: The „Numbers Game“ – Remarks by Chairman Arthur Levitt, Securities and Exchange Commission, NYU Center for Law and Business, New York, N. Y., September 28, 1998, <<https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>> (geprüft am 11.06.2020).
- Lipton, Martin/Lorsch, Jay W.*: Dissenting and Concurring Views, in: Competitiveness Policy Council (Hrsg.), Reports of the Subcouncils, S. 154–163.
- London Economics/Cox, Paul*: Metrics and models used to assess company and investment performance, BIS Research Paper No. 190, BIS/14/1158, London October 2014, <[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/367078/bis-14-1158-metrics-and-models-used-to-assess-company-and-investment-performance-research-paper-190.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/367078/bis-14-1158-metrics-and-models-used-to-assess-company-and-investment-performance-research-paper-190.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Lowitzsch, Jens/Hashi, Iraj/Hashani, Alban/Schneider, Sabine/Salathé, Lea/Lemmens, Dave*: The Promotion of Employee Ownership and Participation – Study prepared by the Inter-University Centre for European Commission’s DG MARKT (Contract MARKT/2013/0191F2/ST/OP) October 2014.
- Lutter, Marcus*: Stellungnahme zum VorstAG und weiteren Anträgen, 20.05.2009, <[https://www.caplaw.eu/file\\_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme\\_Lutter.pdf](https://www.caplaw.eu/file_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme_Lutter.pdf)> (geprüft am 27.03.2021).
- Major, John/Heseltine, Michael/Hunt, David/Patten, John/Waldegrave, William/Clarke, Kenneth/MacGregor, John*: Mr Major’s Press Conference on the Competitiveness White Paper – Text of Mr Major’s press conference on the competitiveness White Paper, held in London on Tuesday 24th May 1994, 24.05.1994, <<http://www.johnmajorarchive.org.uk/1990-1997/mr-majors-press-conference-on-the-competitiveness-white-paper-24-may-1994>> (geprüft am 03.08.2021).
- Marcus Partners/Centre for European Policy Studies (CEPS)*: The Takeover Bids Directive Assessment Report, 2012, <<https://op.europa.eu/de/publication-detail/-/publication/67501b75-7583-4b0d-a551-33051d8e27c1>> (geprüft am 03.08.2021).

- May, Theresa*: We can make Britain a country that works for everyone – Theresa gave a speech in Birmingham launching her national campaign to become Leader of the Conservative Party and Prime Minister of the United Kingdom on 11 July (check against delivery), 11.07.2016, <<http://web.archive.org/web/20170318001108/http://press.conservatives.com/post/147947450370/we-can-make-britain-a-country-that-works-for>> (geprüft am 15.03.2021).
- Mazars/Marcus Partners*: Transparency Directive Assessment Report, Prepared for the European Commission Internal Market and Services DG, 2009, <[http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/transparency/report-application\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/transparency/report-application_en.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- : Transparency Directive Assessment Report – Study on the application of selected obligations of directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Annex A – Methodology, Annex B – Statistics, December 2009, <[https://www.mazars.com/content/download/40816/998487/version/2/file/Transparency\\_Directive\\_Annex.pdf](https://www.mazars.com/content/download/40816/998487/version/2/file/Transparency_Directive_Annex.pdf)> (geprüft am 06.08.2021).
- Monitoring Committee Corporate Governance Code*: Monitoring Report on the 2015 Financial Year, Unofficial Translation, December 2016, <<http://www.mccg.nl/download/?id=5476>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Revision of the Dutch Corporate Governance Code – An Overview of the Most Important Changes, Unofficial Translation, 8 December 2016.
- Monks, Robert A. G.*: Testimony of Robert A. G. Monks, President, Institutional Shareholder Services, Inc., Before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, March 17, 1988, <[http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1980/1988\\_0317\\_MonksSenate.pdf](http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1980/1988_0317_MonksSenate.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- MORI*: NAPF/IMA Short-Termism Study Report, MORI/22527, September 2004.
- Müller, Klaus-Peter*: Schriftliche Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), BT-Drucks. 16/12278, 20. Mai 2009, <[https://www.caplaw.eu/file\\_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme\\_Mueller.pdf](https://www.caplaw.eu/file_download.php?l=de&sect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme_Mueller.pdf)> (geprüft am 27.03.2021).
- Müntefering, Franz*: Freiheit und Verantwortung – Das neue Grundsatzprogramm der SPD, Vortrag, gehalten bei der Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin, am 22. November 2004, in: SPD-Parteivorstand (Hrsg.), Tradition und Fortschritt – Start der Programmdebatte, S. 10–19.
- Newport, Lisa/Kim, Edward/Weild, David*: Making Stock Markets Work to Support Economic Growth – Implications for Governments, Regulators, Stock Exchanges, Corporate Issuers and their Investors, 2013, <[http://www.oecd-ilibrary.org/governance/making-stock-markets-work-to-support-economic-growth\\_5k43m4p6ccs3-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/making-stock-markets-work-to-support-economic-growth_5k43m4p6ccs3-en)> (geprüft am 16.03.2016).
- Nohria, Nitin*: Long-Term Visions Cut Short, in: Barton, Dominic/Wiseman, Mark/Kuntz, Mary (Hrsg.), Perspectives on the Long Term – Building a Stronger Foundation for Tomorrow, S. 36–41.
- : Bericht über die Sitzung des Ausschusses vom 9. Juni 1934, 10 Uhr vormittags, in: Schubert, Werner (Hrsg.), Ausschuß für Aktienrecht, Berlin 1986, S. 175–230.
- : Erläuternde Bemerkungen zum Entwurf 1930, in: Schubert, Werner (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), Frankfurt am Main/New York 1999, S. 935–974.
- : Document No. 2: Corporate and Auditing Accountability, Responsibility, and Transparency Act of 2002, Report (Mr. Oxley) together with Minority, Additional and Dissenting Views, 107th Congress, 2d Session, House of Representatives, Report 107-414, to accompany H.R. 3763, in: Manz, William H. (Hrsg.), Corporate fraud responsibility – A legislative history of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, Bd. 1, Buffalo, NY 2003.
- : Document No. 28: Consideration of S. 2773, 148 Cong. Rec. S. 6734-93 (daily ed. July 15, 2002), July 15, 2002, in: Manz, William H. (Hrsg.), Corporate fraud responsibility – A legislative history of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, Bd. 2, Buffalo, NY 2003, S. 6793.
- : Document No. 113: Testimony of Annette Nazareth, Director Division of Market Regulation, U. S. Securities and Exchange Commission, December 11, 2002, in: Manz, William H. (Hrsg.), Corporate fraud responsibility – A legislative history of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, Bd. 10, Buffalo, NY 2003.

- a. A.: Hillary for America, A plan to raise American incomes, 21.03.2016, <<https://web.archive.org/web/20160321081908/https://www.hillaryclinton.com/issues/plan-raise-american-incomes/>> (geprüft am 02.08.2021).
- OECD Directorate for Financial and Enterprise Affairs*: Institutional Investors and Long Term Investment, 2013, <[www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/ltpprojectbrochure.pdf](http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/ltpprojectbrochure.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- : Institutional Investors and Long-term Investment – Project Report, May 2014, <[www.oecd.org/finance/OECD-LTI-project.pdf](http://www.oecd.org/finance/OECD-LTI-project.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- OECD Steering Group on Corporate Governance*: The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance – A Synthesis of Research About Private Equity Firms and „Activist Hedge Funds“, Issued by the OECD Steering Group on Corporate Governance, July 2007.
- : The Role and Private Equity and Activist Hedge Funds in Corporate Governance – Related Policy Issues, Issued by the OECD Steering Group on Corporate Governance, January 2008.
- : Corporate Governance and the Financial Crisis – Key Findings and Main Messages, June 2009.
- Office for National Statistics*: Ownership of UK quoted shares: 2016, Newport 29 November 2017, <<https://www.ons.gov.uk/economy/investmentpensionsandtrusts/bulletins/ownershipofukquotedshares/2016/pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission*: The Impact of Targeted Share Repurchases (Greenmail) on Stock Prices, September 11, 1984, <<http://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=mdp.35128000996551;view=1up;seq=30>> (geprüft am 11.06.2020).
- : The economics of any-or-all, partial, and two-tier tender offers: a study, Washington, DC 1985, <[http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1980/1985\\_0419\\_TwoTierEconomist.pdf](http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1980/1985_0419_TwoTierEconomist.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- : Institutional ownership, tender offers, and long-term investments, Washington, DC April 19, 1985, <<https://archive.org/details/InstitutionalOwnershipTenderOffersAndLong-termInvestments>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980, First Draft, July 24, 1985, <<http://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=mdp.35128000996536;view=1up;seq=1>> (geprüft am 11.06.2020).
- : The effects of poison pills on the wealth of target shareholders, Washington, DC October 23, 1986.
- : Shareholder wealth effects of Ohio legislation affecting takeovers, Washington, DC 1987, <<http://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=mdp.35128000996478;view=1up;seq=1>> (geprüft am 11.06.2020).
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)*: OECD-Grundsätze der Corporate Governance – Neufassung 2004, Paris 2004.
- : The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development – Report for G20 Leaders, February 2013, <<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20reportLTFinancingForGrowthRussianPresidency2013.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- : G20/OECD High Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors, September 2013, <<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Renten auf einen Blick 2013 – OECD- und G20-Länder – Indikatoren, Paris 2014.
- : The Coffees of the Secretary-General: Mariane Mazzucato, 28 May 2014, 2014, <<https://www.oecd.org/about/secretary-general/coffees-with-the-secretary-general/MAZZUCATO%20Brochure.pdf>> (geprüft am 27.03.2021).
- : OECD Principles of Corporate Governance, Draft for Public Comment – November 2014, November 2014, <<http://www.oecd.org/daf/ca/OECD-Principles-CG-2014-Draft.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- : G20/OECD principles of corporate governance, Paris 2015.
- : G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance, Paris 2015.
- : Corporate governance, G20/OECD Principles of Corporate Governance, 16.03.2016, <<http://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Renten auf einen Blick 2017 – OECD- und G20-Länder – Indikatoren, Paris 2018.
- Oxfam*: Oxfam’s submission to the DTI in response to the Company Law Reform Bill White Paper – 9 June 2005, 2005, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>> (geprüft am 11.06.2020).

- Panel for Vitalizing Financial and Capital Markets: Recommendations for Vitalizing Financial and Capital Markets*, Tentative Translation, 13.12.2013, <[www.fsa.go.jp/en/refer/councils/vitalizing/20131213/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/vitalizing/20131213/01.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Panel on Take-Overs and Mergers: The City code on take-overs and mergers and the rules governing substantial acquisitions of shares*, London 2016 (zit. *Panel on Take-Overs and Mergers*, Takeover Code).
- Party of European Socialists: Hedge and private equity funds – leaflet*, Brussels 2007, <[http://d3n8a8pro7vhmx.cloudfront.net/partyofeuropeansocialists/pages/112/attachments/original/1390397869/Leaflet\\_HedgeFunds\\_EN.pdf?1390397869](http://d3n8a8pro7vhmx.cloudfront.net/partyofeuropeansocialists/pages/112/attachments/original/1390397869/Leaflet_HedgeFunds_EN.pdf?1390397869)> (geprüft am 11.06.2020).
- Pennington, Robert R.: Report on Takeovers and other Bids*, Commission of the European Communities, Directorate-General Internal Market XI/56/74-E, 1974, <[http://aei.pitt.edu/33743/1/A304\\_1.pdf](http://aei.pitt.edu/33743/1/A304_1.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Pitt, Harvey L.: SEC Speech: Remarks at the Inaugural Lecture of the JD/MBA Lecture Series (H. Pitt), Kellogg Graduate School of Management and Northwestern Law School Chicago, Illinois, April 4, 2002, 2002*, <<https://www.sec.gov/news/speech/spch547.htm>> (geprüft am 11.06.2020).
- Pound, John: Concurring Views and Rejoinder*, in: Competitiveness Policy Council (Hrsg.), Reports of the Subcouncils, S. 149–153.
- Rat: Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 1/2001 vom Rat festgelegt am 19. Juni 2000 im Hinblick auf den Erlass der Richtlinie 2000/.../EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom ... auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote*, (2001/C 23/01), ABl. EG Nr. C 23 v. 24.1.2001, S. 1–14, Brüssel 19. Juni 2000.
- Reflection Group on the Future of EU Company Law: Report*, Brüssel 05.04.2011, <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1851654>> (geprüft am 04.08.2021).
- Regierungskommission Corporate Governance: Unterrichtung durch die Bundesregierung – Bericht der Regierungskommission „Corporate Governance“, Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts*, BT-Drucksache 14/7515, Berlin 14.08.2001 (zit. *Regierungskommission Corporate Governance*, Bericht, BT-Drucks. 14/7515).
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex: Beschlüsse für Kodexänderungen 2017 veröffentlicht*, Frankfurt am Main 14.02.2017.
- Reichsjustizministerium: Fragebögen von 1929 zur Reform des Aktienrechts*, in: Schubert, Werner (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), Frankfurt am Main/New York 1999, S. 209–291 (zit. *Reichsjustizministerium*, Quellen Weimar).
- Reichsverband der Deutschen Industrie: Stellungnahme des Reichsverbands der Deutschen Industrie zur Aktienrechtsreform. Begleitbericht von 1930 zur Beantwortung der Fragebogen des Reichsjustizministeriums*, in: Schubert, Werner (Hrsg.), Quellen zur Aktienrechtsreform der Weimarer Republik (1926–1931), Frankfurt am Main/New York 1999, S. 649–663 (zit. *Reichsverband der Deutschen Industrie*, Quellen Weimar).
- Saboya, Isabella: Amec Stewardship Code*, Oktober 2016, <[http://www.amecbrasil.org.br/en/wp-content/uploads/2016/11/amec-apresentacao-Codigo-Stewardship\\_ingles.pdf?1487101936](http://www.amecbrasil.org.br/en/wp-content/uploads/2016/11/amec-apresentacao-Codigo-Stewardship_ingles.pdf?1487101936)> (geprüft am 11.06.2020).
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Sachverständigenrat): Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen – Jahresgutachten 2005/06*, Wiesbaden 2005.
- Scheel, Christine/Andrae, Kerstin/Haßelmann, Britta/Schick, Gerhard/Bender, Birgitt/Bonde, Alexander/Dücker, Thea/Gehring, Kai/Pothmer, Birgitte/Schewe-Gerigk, Irmingard/Winkler, Josef Philip/Fraktion Bündnis 90/Die Grünen: Steuerabzug bei Manager-Abfindungen begrenzen*, BT-Drucks. 16/7530, Berlin 12.12.2007 (zit. *Scheel/Andrae/Haßelmann u. a.*, BT-Drucks. 16/7530).
- Schlegelberger, Franz: Die Erneuerung des deutschen Aktienrechts – Vortrag, gehalten am 15. August 1935 vor der Industrie- und Handelskammer zu Hamburg*, Berlin 1935.
- Schulz, Wolfgang/Kaserer, Christoph/Trappel, Josef: Finanzinvestoren im Medienbereich – Gutachten im Auftrag der Direktorenkonferenz der Landesmedienanstalten (DLM)*, Berlin 2008.
- Schweitzer, Louis/Ferrand, Olivier: Investir dans l’avenir – Une politique globale de compétitivité pour la France*, Juli 2012, <[http://tnova.fr/system/contents/files/000/000/832/original/Politique\\_de\\_competitivite\\_-\\_rapport\\_Terra\\_Nova\\_1.pdf?1436950887](http://tnova.fr/system/contents/files/000/000/832/original/Politique_de_competitivite_-_rapport_Terra_Nova_1.pdf?1436950887)> (geprüft am 11.06.2020).

- SEBI Committee on Corporate Governance*: Report of the Committee on Corporate Governance, October 5, 2017, <[http://www.sebi.gov.in/reports/reports/oct-2017/report-of-the-committee-on-corporate-governance-for-public-comments\\_36178.html](http://www.sebi.gov.in/reports/reports/oct-2017/report-of-the-committee-on-corporate-governance-for-public-comments_36178.html)> (geprüft am 05.08.2021).
- SEC Division of Corporate Finance*: Staff Legal Bulletin No. 14H (CF): Shareholder Proposals, October 22, 2015, <[https://www.sec.gov/interps/legal/cfs14h.htm#\\_edn1](https://www.sec.gov/interps/legal/cfs14h.htm#_edn1)> (geprüft am 11.06.2020).
- Secretary of Trade and Industry*: Modernising Company Law – Presented to Parliament by the Secretary of State for Trade and Industry by Command of Her Majesty July 2002, Cm 5553-I, London July 2002 (zit. *Secretary of Trade and Industry*, White Paper 1 Vol. 1).
- : Modernising Company Law – Draft Clauses – Presented to Parliament by the Secretary of State for Trade and Industry by Command of Her Majesty July 2002, Cm 5553-II, London July 2002 (zit. *Secretary of Trade and Industry*, White Paper 1 Vol. 2).
- Securities and Exchange Commission Advisory Committee on Tender Offers* (SEC Advisory Committee on Tender Offers): Agenda of Meeting June 10, 1983, Issues and Recommendations to be discussed at June 10 meeting, June 1983, <[http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1980/1983\\_0610\\_TenderMeeting.pdf](http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1980/1983_0610_TenderMeeting.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Securities and Exchange Commission Thailand* (SEC Thailand): Public hearing document Corporate Governance Code – Practice Principles for Board of Directors of Listed Company, Public Hearing Document No. AorSorPor. 32/2559, Bangkok 22.07.2016 <[http://web.archive.org/web/20170917043614/http://www.sec.or.th/TH/Documents/hearing/hearing\\_39\\_2559\\_en.pdf](http://web.archive.org/web/20170917043614/http://www.sec.or.th/TH/Documents/hearing/hearing_39_2559_en.pdf)> (geprüft am 16.08.2021).
- : Public Hearing Document Investment Governance Code: I Code for Institutional Investors, Public hearing document No. AorSorPor. 39/2559, Bangkok 29.08.2016, <[http://web.archive.org/web/20170917043614/http://www.sec.or.th/TH/Documents/hearing/hearing\\_39\\_2559\\_en.pdf](http://web.archive.org/web/20170917043614/http://www.sec.or.th/TH/Documents/hearing/hearing_39_2559_en.pdf)> (geprüft am 16.08.2021).
  - : Corporate Governance Code – for listed companies 2017, 2017, <<https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/Documents/Regulation/CGCode.pdf>> (geprüft am 06.08.2021).
  - : Investment Governance Code – for Institutional Investors, (I Code), 2017, <<https://www.sec.or.th/cgthailand/EN/Documents/ICode/ICodeBookEN.pdf>> (geprüft am 06.08.2021).
- Securities and Exchange Commission* (SEC): Report on Tender Offer Laws – Printed for the Use of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate, 99th Congress, 2d Session, Committee Print, Washington 1980.
- : Security Holder Director Nominations – Exchange Act Release No. 48,626, Investment Company Act Release No. 26,206, Proposed Rule, proposed Oct. 23, 2003.
  - : Plan to Implement a Tick Size Pilot Program – Submitted to the Securities and Exchange Commission Pursuant to Rule 608 of Regulation NMS Under the Securities Exchange Act of 1934, 2004, <<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/tick-size-pilot-plan-final.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).
  - : Shareholder Proposals – Exchange Act Release No. 34–56160, Investment Company Act Release 27913, Proposed Rule, August 3rd, 2007.
  - : Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors – Exchange Act Release 34-56161, Investment Company Act Release 27914, Proposed Rule, August 3, 2007.
  - : Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors – Exchange Act Release No. 34-56914; Investment Company Act Release No. 28075, Final Rule, December 11, 2007.
  - : Facilitating Shareholder Director Nominations – Securities Act Release No. 9046, Exchange Act Release No. 60089, Investment Company Act Release No. 28765, Proposed Rule, proposed June 18, 2009, <<https://www.sec.gov/rules/proposed/2009/33-9046fr.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).
  - : Concept Release on Equity Market Structure – 17 CFR PART 242, 75 Federal Register 3594, [Release No. 34-61358; File No. S7-02-10], Jan 14, 2010, <<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2010-01-21/pdf/2010-1045.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).
  - : Facilitating Shareholder Director Nominations – Securities Act Release No. 9136, Exchange Act Release No. 62764, Investment Company Act Release No. 29384, 75 Fed. Reg. 56668, Final Rule, September 16, 2010.
  - : Review of the SEC’s Section 13(f) Reporting Requirements, SEC Office of Inspector General, Office of Audits, Report No. 480, Washington, D. C. September 27, 2010, <<https://www.sec.gov/%EF%AC%81les/480.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).

- : Report to Congress on Decimalization – As Required by Section 106 of the Jumpstart Our Business Startups Act, July 2012, <<https://www.sec.gov/news/studies/2012/decimalization-072012.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).
- : SEC Announces Pilot Plan to Assess Stock Market Tick Size Impact for Smaller Companies, Press Release 2014-176, Washington, D.C. 26.08.2014.
- : Joint Industry Plans; Order Approving the National Market System Plan To Implement a Tick Size Pilot Program by BATS Exchange, Inc., BATS Y- Exchange, Inc., Chicago Stock Exchange, Inc., EDGA Exchange, Inc., EDGX Exchange, Inc., Financial Industry Regulatory Authority, Inc., NASDAQ OMX BX, Inc., NASDAQ OMX PHLX LLC, The Nasdaq Stock Market LLC, New York Stock Exchange LLC, NYSE MKT LLC, and NYSE Arca, Inc., as Modified by the Commission, for a Two-Year Period – Release No. 34-74892; File No. 4-657, 80 Fed. Reg. 92, May 6, 2015, <<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2015-05-13/pdf/2015-11425.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).
- : Tick Size Pilot Program, 29.08.2017, <<https://www.sec.gov/ticksizepilot>> (geprüft am 05.08.2021).
- Securities and Futures Commission (SFC): Consultation Paper on the Principles of Responsible Ownership*, Hong Kong 02.03.2015, <<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/consultation/openFile?refNo=15CP2>> (geprüft am 05.08.2021).
- : Principles of Responsible Ownership, 07.03.2016, <[http://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/Principles%20of%20Responsible%20Ownership\\_Eng.pdf](http://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/Principles%20of%20Responsible%20Ownership_Eng.pdf)> (geprüft am 05.08.2021).
- Securities Commission Malaysia (SC)/Minority Shareholder Watchdog Group (MSWG): Malaysian Code for Institutional Investors*, June 2014, <<https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=9f4e32d3-cb97-4ff5-852a-6cb168a9f936>> (geprüft am 05.08.2021).
- Shad, John S. R.:* Statement of John S. R. Shad Chairman of the Securities and Exchange Commission Before Hearings of the House Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection, and Finance Concerning the Recommendations of the Securities and Exchange Commission Advisory Committee on Tender Offers, Wednesday, March 28, 1984, March 28, 1984, <[http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1980/1984\\_0328\\_ShadTenderT.pdf](http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1980/1984_0328_ShadTenderT.pdf)> (geprüft am 05.08.2021).
- Smith, Robert/Armour, Mark/Awty, Ted/Barker, Glyn/Delbridge, Richard/Fleck, Richard/Rough, David:* Audit Committees Combined Code Governance – A report and proposed guidance by an FRC-appointed group chaired by Sir Robert Smith, Submitted to the Financial Reporting Council in December 2002, January 2003, <[http://www.ecgi.org/codes/documents/ac\\_report.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/ac_report.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- Socialist Group in the European Parliament:* Hedge funds and private equity, a critical analysis, April 2007, <[http://d3n8a8pro7vhmx.cloudfront.net/partyofeuropeansocialists/pages/112/attachments/original/1390398803/Hedge\\_Equity\\_Funds\\_EN.pdf?1390398803](http://d3n8a8pro7vhmx.cloudfront.net/partyofeuropeansocialists/pages/112/attachments/original/1390398803/Hedge_Equity_Funds_EN.pdf?1390398803)> (geprüft am 11.06.2020).
- SPD Landesorganisation Bremen/Bündnis 90/Die Grünen Landesverband Bremen:* Vereinbarung zur Zusammenarbeit in einer Regierungskoalition für die 19. Wahlperiode der Bremischen Bürgerschaft 2015 – 2019, 13.07.2015, <[https://archiv.gruene-bremen.de/userspace/HB/lv\\_bremen/Dokumente/LMV-Ergebnisse/11.7.2015/Koalitionsvereinbarung\\_2015-2019.pdf](https://archiv.gruene-bremen.de/userspace/HB/lv_bremen/Dokumente/LMV-Ergebnisse/11.7.2015/Koalitionsvereinbarung_2015-2019.pdf)> (geprüft am 06.08.2021).
- statista:* Umsatz, Forschungsausgaben und Mitarbeiteranzahl der DAX-Unternehmen 2011 – Weltweit, März 2012, <<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/223595/umfrage/umsatz-forschungsausgaben-und-mitarbeiteranzahl-der-dax-unternehmen>> (geprüft am 05.08.2021).
- : Emissionsvolumen der weltweiten Börsengänge von 2001 bis 2014 (in Milliarden US-Dollar), 2015, <<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/198569/umfrage/emissionsvolumen-der-boersengaenge-weltweit-seit-1996/>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Jährliche Höchst- bzw. Tiefstände des DAX von 1987 bis 2015 (Indexstand in Punkten), Januar 2016, <<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/248803/umfrage/jaehrliche-hoechststaende-bzw-tiefstaende-des-dax>> (geprüft am 11.06.2020).
- Stewardship Asia:* Singapore Stewardship Principles For Responsible Investors, Singapur November 2016, <[http://imas.org.sg/public/media/2016/11/02/1162\\_Final\\_Singapore\\_Stewardship\\_Principles\\_1\\_Nov-\\_SAC.PDF](http://imas.org.sg/public/media/2016/11/02/1162_Final_Singapore_Stewardship_Principles_1_Nov-_SAC.PDF)> (geprüft am 05.08.2021).
- Study Group on Directors' Remuneration/Greenbury, Richard:* Directors' Remuneration – Report of a study group chaired by Sir Richard Greenbury, London 1995 (zit. *Study Group on Directors' Remuneration/Greenbury*, Greenbury Report).
- Stünker, Joachim/Scholz, Olaf/Simm, Erika/Hauer, Nina/Lange, Christian/Bachmeier, Hermann/Bätzing, Sabine/Brinkmann, Bernhard/Bürsch, Michael/Hacker, Hans-Joachim/Kramme, Anette/Kranz, Ernst/Kröning, Volker/Lambrecht, Christine/Manzewski, Dirk/Schäfer, Axel/Schmidt, Wilhelm/Sässer,*

*Christoph/Müntefering, Franz/Dückert, Thea/Montag, Jerzy/Beck, Volker/Hustedt, Michaele/Schulz, Werner/Göring-Eckardt, Katrin/Sager, Krista/Fraktion der SPD/Fraktion Bündnis 90/Die Grünen:* Entwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz – VorstOG), BT-Drucks. 15/5577, Berlin 31.05.2005 (zit. *Stünker/Scholz/Simm u. a.*, Fraktionsentwurf VorstOG).

*Swedish Corporate Governance Board:* Annual Report 2015, <[http://www.bolagsstyrning.se/userfiles/archive/3746/annual\\_report\\_2015.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/userfiles/archive/3746/annual_report_2015.pdf)> (geprüft am 08.08.2021).

*Taiwan Stock Exchange Corp.:* Stewardship Principles for Institutional Investors, Draft for Public Comment, 2015, <[https://www.acga-asia.org/upload/files/TWSE\\_Stewardship\\_Principles\\_Draft\\_December2015.pdf](https://www.acga-asia.org/upload/files/TWSE_Stewardship_Principles_Draft_December2015.pdf)> (geprüft am 08.08.2021).

–: Stewardship Principles for Institutional Investor Seminar, 2016, <[http://cgc.twse.com.tw/static/20160328/0000000537daac70153bbfd8ceb0020\\_Stewardship%20Principles%20for%20Institutional%20Investor%20Seminar.pdf](http://cgc.twse.com.tw/static/20160328/0000000537daac70153bbfd8ceb0020_Stewardship%20Principles%20for%20Institutional%20Investor%20Seminar.pdf)> (geprüft am 08.08.2021).

–: Stewardship Principles for Institutional Investors, 2016, <[http://cgc.twse.com.tw/static/stewardship\\_en.pdf](http://cgc.twse.com.tw/static/stewardship_en.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

–: TWSE releases amended „Corporate Governance Best-Practice Principles for TWSE/TPEX Listed Companies“, Taipei 14.10.2016, <<https://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleEn/1379>> (geprüft am 08.08.2021).

*Takeover Bids Network/European Securities and Markets Authority (ESMA):* Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive, Public Statement, ESMA/2013/1642, 12.11.2013, <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-1642\\_esma\\_public\\_statement\\_-\\_information\\_on\\_shareholder\\_cooperation\\_and\\_acting\\_in\\_concert\\_under\\_the\\_takeover\\_bids\\_directive.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-1642_esma_public_statement_-_information_on_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert_under_the_takeover_bids_directive.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

–: Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive – 1st update, Public Statement, ESMA/2014/677, 20.06.2014, <<https://web.archive.org/web/20160909045024/https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-677.pdf>> (geprüft am 14.07.2016).

*Tee, Ong Chong:* Corporate Governance – A Collaborative Effort – Opening Address by Mr Ong Chong Tee, Deputy Managing Director, Monetary Authority of Singapore, at the 7th Corporate Governance Week on 26 September 2016, Singapur 26.09.2016, <<https://www.mas.gov.sg/news/speeches/2016/opening-address-at-the-7th-corporate-governance-week>> (geprüft am 08.08.2021).

Texte de la Commission des Affaires Economiques – Annexe au Rapport Proposition de Loi visant à reconquérir l'économie réelle (première lecture), N° 1283, 17 juillet 2013, <<http://www.assemblee-nationale.fr/14/pdf/ta-commission/r1283-a0.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).

*The Committee of European Securities Regulators (CESR):* CESR's advice to the European Commission on the content and form of Key Information Document disclosures for UCITS, Ref: CESR/08-87, Paris February 2008, <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/08\\_087.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/08_087.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

–: Consultation paper on technical issues relating to Key Information Document (KID) disclosures for UCITS, Ref.: CESR/09-047, Paris March 2009, <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09\\_047.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_047.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).

*The Investment Association:* Meaningful disclosure of costs and charges, London February 2015, <<https://www.theia.org/sites/default/files/press-releases/document/20150210-iacostsandchargesreport.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).

*The National Archives:* Committee to Review the Functioning of Financial Institutions (Wilson Committee): Evidence Files and Registered Files (FI Series), 2008, <<http://discovery.nationalarchives.gov.uk/details/r/C3025>> (geprüft am 11.06.2020).

*The Purposeful Company Steering Group:* The Purposeful Company – Interim Executive Remuneration Report, November 2016, <<https://www.copenhageneconomics.com/dyn/resources/Filelibrary/file/9/19/1484147246/bic-2016-interim-executive-remuneration-report.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).

*The Purposeful Company Task Force & Steering Group:* The Purposeful Company – Interim Report, May 2016, <<http://web.archive.org/web/20160528083231/http://www.biginnovationcentre.com/media/uploads/pdf/The%20Purposeful%20Company%20Interim%20Report.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).

*Thüsing, Gregor:* Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) (BT-Drucks. 16/12278), 2009, <[https://www.caplaw.eu/file\\_download.php?l=de&s](https://www.caplaw.eu/file_download.php?l=de&s)>

- ect=ov&mod=Ka&type=artikelgesetze&c=85&q=VorstAG&d=stellungnahme\_Thuesing.pdf> (geprüft am 27.03.2021).
- Turnbull, Nigel/Davis, Roger/Flint, Douglas/Jones, Huw/Lindsell, David/Rowbury, Tim/Southern, Jonathan/Wilson, David*: Internal control – Guidance for directors on the combined code, London 1999 (zit. *Turnbull/Davis/Flint u. a.*, Turnbull Report).
- Tokyo Stock Exchange*: TSE-Listed Companies White Paper on Corporate Governance 2017, March 2017, <<https://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/b5b4pj000001nj2x.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).
- tomorrow's company*: UK Business, What's wrong? What's next? – Creating value for shareholders and society through a focus on purpose, values, relationships and the long term, London May 2016, <<http://tomorrowcompany.com/wp-content/uploads/2016/05/UK-Business-Whats-wrong-Whats-next.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Trade and Industry Committee*: Second report: Competitiveness of UK manufacturing industry – Report, together with the proceedings of the committee, London April 1994, <[http://gateway.proquest.com/openurl?url\\_ver=Z39.88-2004&res\\_dat=xri:hcpp&rft\\_dat=xri:hcpp:fulltext:1993-092906](http://gateway.proquest.com/openurl?url_ver=Z39.88-2004&res_dat=xri:hcpp&rft_dat=xri:hcpp:fulltext:1993-092906)> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Trade and Industry Committee*, Second Report).
- Trade Union Advisory Committee to the OECD*: Davos 2008 report on private equity validates unions' concerns on jobs – but more work needed, 30 January 2008, <[https://members.tuac.org/e-docs/00/00/01/AF/telecharger.phtml?cle\\_doc\\_attach=350](https://members.tuac.org/e-docs/00/00/01/AF/telecharger.phtml?cle_doc_attach=350)> (geprüft am 13.11.2020).
- Trade Union Congress (TUC)*: The Role of the Financial Institutions – TUC Evidence to the 'Committee to Review the Functioning of Financial Institutions' chaired by Sir Harold Wilson MP, London 1979.
- : Company Law Reform White Paper – TUC response, June 2005, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>> (geprüft am 05.08.2021).
- : Investment Chains – Addressing corporate and investor short-termism, London 10th March 2006, <<http://www.tuc.org.uk/sites/default/files/extras/investmentchains.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).
- Traidcraft*: Re: Company Law Reform White Paper, 9th June 2005, <<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file25401.zip>> (geprüft am 05.08.2021).
- Tyson, Laura*: The Tyson Report on the Recruitment and Development of Non-Executive Directors – A report commissioned by the Department of Trade & Industry following the publication of the Higgs Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors in January 2003, London June 2003, <<http://facultyresearch.london.edu/docs/TysonReport.pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Tyson*, Tyson Report).
- UK Parliament*: Commons Sitting of Wednesday 12 November 1986, House of Commons Hansard, Sixth Series, Volume 105, Column 15, abrufbar unter <<http://hansard.millbanksystems.com/commons/1986/nov/12/first-day>> (geprüft am 12.08.2021)
- : Hansard, Civil Research and Development, Debate 19 February 1987 Vol. 484, cc 1251–1332, abrufbar unter <<http://hansard.millbanksystems.com/lords/1987/feb/19/civil-research-and-development>> (geprüft am 11.06.2020).
- : Hansard, Manufacturing Industry, Debate 19 June 1991 Vol. 530, Columns 167-235, abrufbar unter <<https://hansard.parliament.uk/Lords/1991-06-19/debates/98488c74-cbb5-4757-b6d7-b7cc7cc5cb04/ManufacturingIndustry>> (geprüft am 13.08.2021)
- : Hansard, Budget Resolutions and Economic Situation, Debate 22 March 1993 Vol. 221, cc 630-714, abrufbar unter <<http://www.publications.parliament.uk/pa/cm199293/cmhansrd/1993-03-22/Debate-3.html>> (geprüft am 27.10.2020).
- : Company Law Reform Bill [HL], <<http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200506/ldbills/034/2006034.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- United Kingdom Government, Civil Research and Development – Government response to the First Report of the House of Lords Select Committee on Science and Technology, 1986-87 Session, Presented to Parliament by the Prime Minister by Command of Her Majesty July 1987, Cm 185, London Juli 1987.
- : Competitiveness – Helping Business to Win White Paper, Cm 2563, Mai 1994.
- United States Congress*: Corporate Takeovers (part 1), Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-

- Ninth Congress, First Session, February 27, March 12, April 23, and May 22, 1985, Serial No. 99-99, Washington 1986.
- : Corporate Takeovers (part 2), Hearings before the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Commerce, Ninety-Ninth Congress, First Session, May 23, June 12, and October 24, 1985, Serial No. 99-100, Washington 1986.
  - : Corporate Takeovers: Public Policy Implications for the Economy and Corporate Governance, A Report from the Chairman of the Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance of the Committee on Energy and Finance, U. S. House of Representatives, 99th Congress, 2d Session, December 1986, Committee Print 99-QQ, Washington 1987.
  - : Hostile takeovers, Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One-Hundredth Congress, First Session, on the Examination of the Need for Reform of the Procedures and Practices of Insider Trading, Financing of Hostile Takeovers and their Effects on the Economy and International Competitiveness – January 28, March 4, and April 8, 1987, Washington 1987.
  - : All Info – H.R.2172 – 100th Congress (1987–1988): Tender Offer Reform Act of 1987, 17.09.1987, <<https://www.congress.gov/bill/100th-congress/house-bill/2172/all-info>> (geprüft am 11.06.2020).
  - : Leveraged Buyouts and Corporate Debt, Hearing before the Committee on Finance, United States Senate, One Hundred First Congress, First Session, January 24, 1989 (Part 1 of 3), S. Hrg. 101-54, Pt. 1, Washington 1989.
  - : Leveraged Buyouts and Corporate Debt, Hearing before the Committee on Finance, United States Senate, One Hundred First Congress, First Session, January 25, 1989 (Part 2 of 3), S. Hrg. 101-54, Pt. 2, Washington 1989.
  - : Leveraged Buyouts and Corporate Debt, Hearing before the Committee on Finance, United States Senate, One Hundred First Congress, First Session, January 26, 1989 (Part 3 of 3), S. Hrg. 101-54, Pt. 3, Washington 1989.
  - : Management and Leveraged Buyouts, Hearings before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce, House of Representatives, One Hundred First Congress, First Session, February 22 and May 25, 1989, Serial No. 101-49, Washington 1989.
  - : A Competitiveness Strategy for America, Joint Hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Joint Economic Committee, United States Senate – One Hundred Third Congress, First Session, on the Competitiveness Policy Council Second Annual Report to the President and the Congress, Analyzing a Comprehensive Blueprint for Stronger Incentives for Private Investment, a New Export Expansion Strategy, and a Sweeping Education Reform, March 16, 1993, S. Hrg. 103-144, Washington 1993.
  - : Competitive Policy Council's Second Annual Report, „A Competitiveness Strategy for America“, Hearing Before the Committee on Small Business, House of Representatives – One Hundred Third Congress, First Session, Washington, DC, March 17, 1993, Serial No. 103-6, Washington 1993.
  - : The Enron Collapse: Implications to Investors and the Capital Markets, Hearings before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, And Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services, U. S. House of Representatives, One Hundred Seventh Congress, Second Session, February 4, 5, 2002, Serial No. 107-51, Part 2, Washington 2002.
  - : Lessons Learned from Enron's Collapse: Auditing the Accounting Industry, Hearing before the Committee on Energy and Commerce, House of Representatives, One Hundred Seventh Congress, Second Session, February 6, 2002, Serial No. 107-83, Washington 2002.
  - : Protecting the Pensions of Working Americans: Lessons from the Enron Debacle, Hearing before the Committee on Health, Education, Labor, and Pensions, United States Senate, One Hundred Seventh Congress, First Session, February 7, 2002 – on Examining the Impact of the Collapse of Enron Corporation on its 401(k) Pension Plan Investors and the Department of Labors Role in Enforcement and Regulation under the Employee Retirement Income Security Act (ERISA), Focusing on Related Pension Plan Reform Proposals, S. Hrg. 107-464, Washington 2002.
  - : Accounting Reform and Investor Protection, Hearings before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Seventh Congress, Second Session, Volume I, February 12, 14, 26, and 27, 2002 – on the Legislative History of the Sarbanes-Oxley Act of 2002: Accounting Reform and Investor Protection Issues Raised by Enron and Other Public Companies, S. Hrg. 107-948, Washington 2002.

- : Enron and Beyond: Enhancing Worker Retirement Security, Hearing before the Subcommittee on Employer-Employee-Relations on the Committee on Education and the Workforce, House of Representatives, One Hundred Seventh Congress, Second Session, February 13, 2002, Serial No. 107-44, Washington 2002.
- : The Watchdogs Didn't Bark: Enron and the Wall Street Analysts, Hearing before the Committee on Governmental Affairs, United States Senate, One Hundred Seventh Congress, Second Session, February 27, 2002, S. Hrg. 107-385, Washington 2002.
- : Corporate Accounting Practices: Is there a Credibility GAAP? Hearings before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, And Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services, U. S. House of Representatives, One Hundred Seventh Congress, May 1, 14, 2002, Serial No. 107-67, Washington 2002.
- : The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse, Hearing before the Permanent Subcommittee of Investigations of the Committee on Governmental Affairs, United States Senate, One Hundred Seventh Congress, May 7, 2002, S. Hrg. 107-511, Washington 2002.
- : The Financial Accounting Standards Board Act, Hearing before the Subcommittee on Commerce, Trade and Consumer Protection of the Committee on Energy and Commerce, House of Representatives, One Hundred Seventh Congress, Second Session, June 26, 2002, Serial No. 107-109, Washington 2002.
- : Enhancing investor protection and the regulation of securities markets: Hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, first session, on examining what went wrong in the securities markets, how we can prevent the practices that led to our financial system problems, and how to protect investors, March 10, 2009, S. Hrg. 111-58, Washington 2009.
- : Mortgage lending reform: A comprehensive review of the American mortgage system: hearing before the Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit, U. S. House of Representatives, One Hundred Eleventh Congress, first session, March 11, 2009, Serial No. 111-11, Washington 2009.
- : Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets, part II: hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, first session, on further examining what went wrong in the securities markets, how we can prevent the practices that led to our financial system problems, and how to protect investors, March 26, 2009, S. HRG. 111-144, Washington 2009.
- : H.R. 3763 – The Corporate and Auditing Accountability, Responsibility and Transparency Act of 2002, Hearings before the Committee on Financial Services, U. S. House of Representatives, One Hundred Seventh Congress, Second Session, March 13, 20; April 9, 2002, Serial No. 107-60, Washington 2002.
- : Lessons learned in risk management oversight at federal financial regulators: Hearing before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, first session, on discussing the role of federal financial regulators in the financial crisis in the United States and reforming regulation to ensure a strong financial system, March 18, 2009, Washington 2009.
- : 111th Congress, 1st Session, S. 1074, Shareholder Bill of Rights Act 2009, May 19, 2009, <[www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-111s1074is/pdf/BILLS-111s1074is.pdf](http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-111s1074is/pdf/BILLS-111s1074is.pdf)> (geprüft am 11.06.2020).
- : Compensation structure and systemic risk: Hearing before the Committee of Financial Services, U. S. House of Representatives, One Hundred Eleventh Congress, first session, June 11, 2009, Serial No. 111-42, Washington 2009.
- : Community and consumer advocates' perspectives on the Obama administration's financial regulatory reform proposals: Hearing before the Committee on Financial Services, U. S. House of Representatives, One Hundred Eleventh Congress, first session, July 16, 2009, Serial No. 111-61, Washington 2009.
- : Protecting shareholders and enhancing public confidence by improving corporate governance: Hearing before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, first session, July 29, 2009 – on Examining the Improvement of Corporate Governance for the Protection of Shareholders and the Enhancement of Public Confidence, Washington 2010.

- Executive compensation: How much is too much?: Hearing before the Committee on Oversight and Government Reform, House of Representatives, One Hundred Eleventh Congress, first session, October 28, 2009, Serial No. 111–35, Washington 2009.
  - Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009: report together with dissenting views (to accompany H.R. 3269) (including cost estimate of the Congressional Budget Office), 111th Congress first Session, Report 111-236, [Washington D. C.] 2009.
  - Short-termism in Financial Markets, Hearing before the Subcommittee on Economic Policy of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred Eleventh Congress, Second Session, April 29, 2010, S. Hrg. 111–641, Washington 2010.
  - Congressional Record, Proceedings and Debates of the 111th Congress, Second Session, Vol. 156, No. 66, May 5, 2010.
  - Congressional Record, Proceedings and Debates of the 111th Congress, Second Session, Vol. 156 No. 105, July 15, 2010.
- United States Department of Labour*: Books that Shaped Work in America: Quality, Productivity and Competitive Position, 05.03.2014, <<http://web.archive.org/web/20151003062921/http://www.dol.gov/100/books-shaped-work/quality-productivity.htm>> (geprüft am 09.08.2021).
- United States Government Accountability Office (GAO)*: Financial Statement Restatements – Trends, Market Impacts, Regulatory Responses and Remaining Challenges, Report to the Chairman, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U. S. Senate, GAO-03-138, October 2002, <<http://www.gao.gov/new.items/d03138.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).
- Financial Restatements – Update of Public Company Trends, Market Impacts, and Regulatory Enforcement Activities, Report to the Ranking Minority Member, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U. S. Senate, GAO-06-678, Juli 2006, <<http://www.gao.gov/new.items/d06678.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).
- Valter, Clotilde*: Rapport fait au nom de la Commission des affaires économiques sur la proposition visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel (n° 1037), N° 1283, Paris 17 juillet 2013, <<http://www.assemblee-nationale.fr/14/pdf/rapports/r1283.pdf>> (geprüft am 11.06.2020) (zit. *Valter*, Rapport n° 1283).
- Wachtell, Lipton, Rosen & Katz*: Petition for Rulemaking Under Section 13 of the Securities Exchange Act of 1934, 07.03.2011, <<http://www.sec.gov/rules/petitions/2011/petn4-624.pdf>> (geprüft am 11.06.2020).
- Walker, David*: A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities – Final Recommendations, London 26.11.2009 (zit. *Walker*, Walker Review, Final Recommendations).
- Williams, Harold M.*: Corporate Accountability and Shareholder Power, A Paper Presented at the Fairless Lecture Series, Carnegie-Mellon University, Pittsburgh, Pennsylvania, October 24, 1979, <<https://www.sec.gov/news/speech/1979/102479williams.pdf>> (geprüft am 05.08.2021).
- World Economic Forum*: The Future of Long-term Investing, A World Economic Forum Report in collaboration with Oliver Wyman, New York 2011, <[http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Future\\_of\\_Long\\_term\\_Investing.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Long_term_Investing.pdf)> (geprüft am 05.08.2021) (zit. *World Economic Forum*, Future of Long-term Investing).
- Worldbank*: Listed domestic companies, total, <<http://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.ldom.no>> (geprüft am 05.08.2021).



# Stichwortverzeichnis

## Symbole

- 13F filings 687, 690–693, 697–698, 700, 703
- 33. Deutscher Juristentag 1924 277, 279, 286, 1013
- 34. Deutscher Juristentag 1926 279, 287–291, 1013
- 55. Juristentages 1984 723
- 67. Deutscher Juristentag 2008 371
- 69. Deutscher Juristentag 2012 895

## A

- Abenomics 988, 991
- Abe-Regierung 988–989
- Abfindung (Management) 243, 251, 332, 423, 426, 451, 557, 652, 682, 966
  - Siehe auch:* goldener Fallschirm
- Abstiegsängste 9, 81, 92, 132, 135, 174, 181–182, 187, 268, 380, 383, 463, 474, 479, 629, 729, 1011
  - Siehe auch:* declinism
- Abstimmungspolitik 220, 781, 862, 864, 883, 897, 981, 999
- Abstimmungsquote 364, 366
- Abstimmungsverhalten 220, 692, 786, 862, 895, 903, 981
- Abzinsungsfaktor 463
  - Siehe auch:* Diskontieren
- Abzocker-Initiative
  - Siehe:* Volksinitiative gegen die Abzockerei
- accord national interprofessionnel 817
- Accounting Standards Board 265, 267
- Accounting Standards Committee 189
- acquis communautaire 877
- Acting in Concert 221, 362, 370, 372–374, 862, 864, 866, 869–870, 895, 897–899, 998, 1015, 1031
- actionnaires de passage 851
- Ad-hoc-Berichtspflicht 861, 943
- advance notice bylaws 755
- AEG 284
- Agency cost of free cash flow
  - Siehe:* Prinzipal-Agenten-Problem
- Aggregation 12, 530, 590, 712, 1020
- AIFM, AIFM-RL 904, 906

- Akademie für deutsches Recht (AkDR) 302–303, 309, 312, 1014
  - Aktienausschuss der ~ 309, 1014
- Aktien, eigene
  - ~ Rückwerb 190, 279, 349–350, 353, 735, 774, 1015
- Aktien, junge 38
  - Ausgabe 405–406, 850
- Aktienbezugsrechte
  - Siehe:* bons Breton
  - Siehe auch:* poison pill
- Aktienbuch 304, 377
- Aktien- bzw. Kapitalmärkte,
  - allokationsineffiziente 398–429, 469, 518, 533–534, 568, 1016
- Aktieneigentum 311, 816
  - gestreutes
    - Siehe:* Aktionariat, gestreutes
  - konzentriertes
    - Siehe:* Aktionariat, konzentriertes
  - Transparenz 297
- Aktienemissionen 30–40, 169, 401, 403–404, 514, 718, 719, 724
  - Deutschland 4–5
  - Emissionsvolumen weltweit 4
  - Zweitmission 643, 646
- Aktiengesellschaft, Kompetenzordnung 427, 894, 967 985
- Aktiengesetz 1937 275, 294, 297, 313–315, 963, 1014
  - Entwurf des Reichsjustizministeriums aus dem Jahre 1935 310
- Aktiengesetz 1965 352, 555
- Aktienhaltedauer
  - Besteuerung nach der ~ 799, 816
  - durchschnittliche ~ im Ländervergleich 602–605, 609, 712, 1021
  - Folgen sinkender durchschnittlicher ~ 529, 608–613, 668
  - Mindesthalteverpflichtung 851
  - Verteilung im Aktionariat 609–610
  - Siehe auch:* Treuestimmrecht; Umschlagsrate, Portfolioumsatz; Vorrechte für langfristige Aktionäre
- Aktienkultur 324, 604

- Aktienkurs
- kurzfristige spekulative Optionskomponente 417, 516, 696, 699, 1018
- Aktienliquidität 136, 1022
- Auswirkung auf Innovationsoutput 667–670, 1022
- Aktienmindestbetrag 281, 394, 310–311, 314, 1014
- Aktienoptionen 141, 145, 147–148, 152, 229, 243–245, 249, 332, 349–350, 353, 406, 440, 359–360, 557, 648–649, 671, 679, 684, 816, 852, 949, 970
- Aktienprämien-Rätsel 493–500
- Aktienrechtsausschuss der AkDR 302, 306, 310, 312
- Aktienrechtsnovelle 2012 948, 967–968
- Aktienrechtsnovelle 2016 968
- Aktienrechtsreformgesetz von 1884 280–281
- Aktienresearch 396–397, 415, 610, 618, 672–674, 943
- Aktienrückkäufe 71, 113, 138, 170, 623–625, 649, 697, 712, 735, 744, 769, 781, 851, 970, 1021
- bei kurzfristiger Aktionärsbasis 695
  - Japan 991–992
- Aktien, stimmrechtslose 296, 301, 305
- Aktienzertifikate
- Administratie-kantoor 655
- Aktionäre, aktivistische 149, 283, 288, 359, 369, 413, 550–551, 653, 656, 669, 720, 753, 765–768, 802, 816, 846, 850, 856, 912, 976, 1015
- Empirische Studien 676–678
  - Empirische Messung, Problematik 591–594, 600
  - Treuepflichten 770, 1030–1031
- Siehe auch:* Aktionärsaktivismus, Hedgefondsaktivismus, Investorenklassifikation
- Aktionär, Aktionäre
- Anlageaktionär 298–299
  - diversifizierte  
*Siehe:* Aktionariat, gestreutes
  - engagierte 174, 266, 283, 295, 298, 361, 381, 673, 684–686, 703, 713, 780–783, 815, 867, 879, 895, 911–913, 977, 984, 1022, 1033  
*Siehe auch:* Aktionär, langfristige; dedicated capital; patient capital; Stewardship
  - Einzelaktionär 192, 285, 298, 299
  - Großaktionär 285, 287, 294–296, 305, 379, 831
  - Identifikation 864, 867, 883, 885, 896, 898
  - institutionelle 217–223, 911–913, 975  
*Siehe auch:* Comply-or-Explain; Institutionelle Investoren; Investitionshorizont
  - Kleinaktionär 285, 287, 290, 294–296, 311, 376
  - räuberisch 894
  - kurzfristige 143, 262, 282–289, 384–386, 398, 663, 696–699, 774, 805, 976–977, 1013
  - langfristige 142, 304–306, 366, 516–517, 678, 695–697, 734, 749–750, 769, 774, 790, 811, 819, 828–833, 838, 849, 862, 896, 976–977  
*Siehe auch:* Aktionär, engagierte
  - Nomadenaktionär 8, 280, 295, 398, 1013
  - Paketaktionär 135–136, 435, 453, 551, 635, 702, 758–759, 837, 902, 905
  - Pflichten 881–882, 912, 983
  - Rechte 108, 120, 143, 433, 664, 720, 732, 763, 768–770, 863, 881–882, 911
  - grenzüberschreitende Ausübung 881
  - Unternehmeraktionär 285, 298, 301, 305
  - Verantwortung 784, 993  
*Siehe auch:* Anonymität; Vorrechte für langfristige Aktionäre
- Aktionariat
- Deutschland 550–553
  - Folgen kurzfristiger Orientierung 684
  - gestreutes 135, 288, 424, 435, 543, 545, 549, 562, 564, 664, 675, 765, 830, 977
  - Großbritannien 165
  - Klassifikation zeitlicher Orientierung  
*Siehe:* Investorenklassifikation
  - konzentriertes 135–136, 535, 549, 551, 562, 594, 661
  - Konzentration im internationalen Vergleich 440, 452, 547, 562, 725
  - Niederlande 977
  - Zusammenhang mit mit F&E-Ausgaben 701
  - zeitliche Orientierung 685, 713  
*Siehe auch:* shareholder
- Aktionärsaktivismus
- Siehe:* Aktionäre, aktivistische; Hedgefonds-Aktivismus
- Aktionärsforum 365, 367, 790, 792, 895
- Aktionärsidentifikation, grenzüberschreitende 907
- Aktionärsrechterichtlinie, Aktionärsrechterichtlinie-Änderungsrichtlinie 368, 604, 880, 888–889, 910, 948, 958, 975, 978, 982, 983, 984, 1026, 1030, 1032
- Abstimmung mit kapitalmarktrechtlichen Spezialrichtlinien 904
  - Kommissionsentwurf, Regelungskonzept 901–902
  - Kurzfristigkeitskritik 885
  - Stakeholder-Ansatz (Parlamentsentwurf) 883, 884

- Trilog 883, 884
- Ungleichbehandlung, inländerdiskriminierende 903
- Verhältnis zu sektoralen Richtlinien 888
- Aktionärsrevolten 527
- Aktionärsstruktur 101, 122, 381, 547, 581, 713
  - Deutschland 550
  - Frankreich 820, 852  
*Siehe auch:* noyau dur
  - Hongkong 993
  - Japan 225, 271, 553, 604–605, 609
  - USA 453  
*Siehe auch:* Aktionariat, Konzentration im internationalen Vergleich; Aktionariat, konzentriertes; Aktionariat, gestreutes
- Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance 867, 897, 980, 982
- Aktionsplan Schaffung einer Kapitalmarktunion 798, 890
  - Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen 891
- Aktivismus  
*Siehe:* Aktionäre, aktivistische; Hedgefonds-Aktivismus
- Aktiv-Passiv-Steuerung 889, 890
- algorithmischer Handel 614
  - Modellrisiken 620
- Alibaba 835
- Allokation, beschränkt pareto-effiziente 458
- Alstom 836
- Alterssicherungssysteme 724
- Amazon 714–715, 835
- Amortisationsdauer 236, 437, 457, 460–461, 463, 466–468, 639, 661, 709
- Analysten 69, 146, 158, 194, 198, 202, 241, 529, 636, 730, 780, 872
  - Buy-Side~ 209, 629
  - Sell-side~ 209, 629, 747
- Analystenbeobachtung 672
  - Bewertung bei radikalem Technologiewandel 674
  - Einfluss auf
    - ~ Bilanzpolitik, buchmäßige 673
    - ~ Bilanzpolitik, reale 673
    - ~ Innovationsoutput 672
  - information hypothesis 672
  - pressure hypothesis 672
- Analystenempfehlung 697, 700
  - Interessenkonflikte 673
- Analystenerwartung 144, 158, 387, 632, 689, 702, 710, 1010
  - Analystenkonsens 631, 672
- Ankündigung einer (langfristigen) Investition 569
- Anlagehorizont 384, 459, 516, 860
- Anlagen, immaterielle 95, 121, 197, 241, 254, 267, 572, 598, 697, 766, 811, 1033
- Anlagepolitik 226, 237
- Anleger
  - Kleinanleger 281, 499, 730, 833, 837, 885  
*Siehe auch:* institutionelle Investoren
- Anonymität
  - der AG, der Aktie 303–305, 308–310, 314–315, 354, 1014
  - des Kapitalmarktes 306, 314–315
- Anreize, implizite aus Karrierezielen  
*Siehe:* career concerns
- Anspruchsgruppen 6, 99–100, 103–104, 106, 124, 133, 155, 157, 159, 178–179, 222, 254–255, 328, 344, 351, 389, 419, 761, 764, 786, 847, 1028
- Anstellungsvertrag 243, 452, 682, 1017  
*Siehe auch:* Unternehmensleitung, Amtszeit der
- Antisemitismus 306–308  
*Siehe auch:* Nationalsozialismus
- antitakeover amendment 114, 652–653
- antitakeover statutes 82, 117–118, 120, 206, 586–588, 655
  - erste und zweite Generation 117–118, 587–588
  - Einfluss auf Patentierungsaktivität 653
  - Kritik empirischer Forschung 585–588
- Anwesenheitsprämie  
*Siehe:* Präsenzprämie
- Apathie, rationale 366–368, 375, 894
- Apple 714, 715, 717, 835, 969
- Apply-or-Explain 987, 995
- appropriable specialized quasi rents 420
- Arbeitnehmer 75, 104, 117, 133, 179, 206–208, 213, 428, 486, 851
  - Arbeitnehmerbeteiligung 223, 262, 815, 864, 867, 879, 974, 975, 879
  - Arbeitnehmerrechte 345, 717
  - Arbeitnehmerschutz 117, 339, 675
  - Arbeitnehmervertretung 180, 223, 780, 851  
*Siehe auch:* Breach-of-Trust-Hypothese; Mitbestimmung; spezifische Investitionen
- Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen 921
- Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft 927
- Arbeitskreis zur Förderung der Aktie 921
- Arbeitsmarkt für Manager  
*Siehe:* Managerarbeitsmarkt
- Arbitrage, Arbitragegelegenheit
  - Grenzen der ~ 11, 412–415, 436, 613, 672, 1017
  - kurzfristige 413, 415, 417, 566, 616–617

- langfristige 413–418
  - risikolose 414
  - Arbitrageur 11, 49, 103, 105, 110, 398, 412–418, 436, 526, 565, 617, 699, 1016
  - Arcelor, ArcelorMittal 812, 816–817, 856
  - archival data 640
  - arithmetisches Mittel (Durchschnitt) 591, 593
  - Arm's-Length-Contracting-Modell 147
  - Artefakte 483
  - Arthur Andersen 139, 149
  - Aspen Institute 13, 730–731
  - Assemblée nationale 797, 813, 815, 857, 878
  - Asset Stripping 319
  - Associação de Investidores no Mercado de Capitais 1002
  - Association Française de la Gestion Financière (AFG) 835–836, 981
  - Association of British Chambers of Commerce 191
  - Atypische Fälle, Umgang mit 12, 595–596, 676, 712, 1020
  - Ausbildung 182–183, 224, 231, 318–319, 730, 814
    - Arbeitnehmer 182, 321, 371, 428, 569
    - Manager 183, 454, 744
  - ausländische Eigentümerschaft/Investoren,
    - Einfluss auf Kurzfristorientierung 539, 633, 702
    - Aktienanteil am Nikkei 225, 553
  - Auslegung von Unionsrecht
    - historisch-genetische 916
    - Erwägungsgründe 914, 915, 917
  - Ausreißer 591–592, 595–596, 608, 677
  - Ausschuss zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft 279, 281, 297
  - Außenfinanzierung 174, 178, 209, 454, 459, 465, 573, 1011
  - Australian Council of Superannuation Investors 997–998
  - Australian Securities Exchange 997
  - availability entrepreneur 506
  - availability error 508–510, 532, 1031
    - Siehe auch:* Short-termism; Manager; Wahrnehmungstäuschung
  - availability heuristic 505
  - Axel Springer/SeLoger.com 841–842
- B**
- Banken 168–174, 224–229, 276–279, 299–302, 319–323, 545–550, 609, 781, 868–869, 892, 909–910, 1011–1012
    - Depotbank 295
    - Bank of England 166, 174, 192, 231, 233, 266, 707, 798, 803, 1025
    - Relationship Banking 120
  - Bankenaufsicht 767
  - Banken-Corporate-Governance, Defizite 858
    - Anlass für allgemeine Regulierung 892–893, 909
  - Bankenfinanzierung 228, 319, 549, 724, 802, 868
  - Bankenregulierung 120, 739, 858, 952
  - Bankensystem 120, 167, 186
    - Siehe auch:* Big Bang; Hausbankensystem
  - Barwert 65, 68, 214, 411, 432, 446, 463, 465, 467, 526, 549, 708–709
  - battle of wits 8, 52–57, 616
  - Bausparkassen 173
  - Bayerische Börse
    - Quartalsberichterstattung 926
  - Bayh-Dole Act 579
  - Behavioral Finance 208
  - Belegschaftsaktien
    - Siehe:* Arbeitnehmerbeteiligung
  - Benchmarks 68, 891
    - Benchmark-Index 154, 199, 777, 800, 889
    - Gewinn-Benchmarks 631–632
  - beneficial owner 219
  - benefit corporation 764, 806, 1031
  - Beratungsgesellschaft 13, 442, 555, 628, 636, 729, 732, 873, 986, 1023
  - Berichterstattung
    - Innovationsberichterstattung 231
    - interne 95
    - nichtfinanzielle 202, 241, 255, 477, 869–871, 898
    - Prognoseberichterstattung 926, 940
    - über F&E-Ausgaben 114–115, 209, 569–570, 645
    - Siehe auch:* comply or explain; CSR-Berichterstattung; Finanzberichterstattung; Quartalsberichterstattung; Zwischenberichterstattung
  - Bertrand-Paradox 654
  - Bestellungsdauer, aktienrechtliche
    - Mindest~ 108–109, 250, 452, 1032
    - Höchst~ 24–25, 765, 1032
    - Siehe auch:* Unternehmensleitung, Amtszeit der; Anstellungsperiode
  - Besteuerung 173, 178, 195, 203 f., 429, 461, 744, 796, 799, 816
  - Bestimmtheitsmaß  $R^2$  599
  - Betafehler (Fehler zweiter Art) 581
  - Beteiligungstransparenz 362, 758, 763, 907, 1015, 1024, 1030
  - Betriebsrat 1026
    - Rechte bei Übernahmeangeboten 819
    - Beteiligung bei Übernahmen 853–854, 855
  - Betriebswirtschaftler-Tag 927, 944, 945
  - better-than-average effect 512, 513

- Beurteilungsperioden, mehrjährige 477  
 Bewertungsblase 716, 1023  
 Bewertungskennzahl 12, 95–97, 132, 192, 236, 404, 406, 474–478, 507, 566, 590, 613, 627, 640, 684, 712, 781, 790, 793, 811, 1020, 1033  
*Siehe auch:* Return on Assets (ROA); Return on Investment (ROI); Tobin's Q  
 Bewertungsraster in Ökonomie und Recht 12, 712, 1020  
 Bezahlung  
 – erfolgsabhängige ~ 438  
 Bias 398, 491, 501–502  
 – Zusammentreffen mehrerer 525–528  
*Siehe auch:* debiasing; Diskontieren; Heuristiken und Bias; hindsight-bias; mental accounting; omitted variable bias; selection bias; self-attribution bias; survivorship bias; Überoptimismus; Verfügbarkeitsheuristik; Verhaltensökonomie; Verlustaversion  
 Bietergesellschaft 695, 844, 856  
 Big Bang 167, 184  
 Big Innovation Centre 803  
 Bilanzgewinn 410, 776  
 Bilanzierung  
 – Bilanzierungsstandard 739  
 – Bilanzierungssysteme 724  
 – Bilanzierungsvorschriften 197, 201  
 – Bilanzmanipulationen 86, 140, 148, 151, 159  
 – Anreize zu ~ 229, 949  
 – Qualität der ~ 387, 397  
 Bilanzpolitik (earnings management) 74, 92, 152–153, 240, 643, 646, 670, 684, 766  
 – buchmäßige ~ 387, 632, 648  
 – als Substitut für reale Bilanzpolitik 632  
 – langfristige Investoren 697  
 – reale ~ 387, 632, 648, 1016  
 – als Substitut für buchmäßige Bilanzpolitik 632  
 – Steigerung aktienbasierter Vergütung 648  
 Bilanzskandale 139–158, 380, 479, 486, 630  
 Bilanzwissenschaft 134, 201  
 Binnenmarkt 340, 872, 878  
 – Binnenmarktziel 878  
 – Verhältnis zur Short-termism-Bekämpfung 878  
 BlackRock 551, 692, 734, 746, 1000  
 Black Wednesday 166  
 Blockbeteiligung 453, 688  
 Blockchain 907  
 Blockholder 136  
 Board  
 – board-centered approach 760  
 – Diversität 156, 755, 767, 893  
 – dualistisch 180, 216, 555, 767, 865, 908, 1032  
 – Kandidat 142, 443–444, 564, 749, 751, 754, 765, 1024  
 – Karrierewege 443–444, 564  
 – monistisch 865  
 – Qualität 192, 269, 697, 1012  
 – staggered board 399–400, 427, 554, 654, 761, 773–774, 973, 1024  
 – unitary board structure 216  
 – -Wahl 108–109, 142, 150, 749, 751, 761, 769  
*Siehe auch:* entrenchment hypothesis; Manager-; Unternehmensleitung, Amtszeit der  
 Boardroom Accountability Project 755  
 Bonding-Hypothese  
*Siehe:* Breach-of-Trust-Hypothese  
 Boni 95, 245, 251, 366–368, 558, 573, 648 f., 684, 781  
 – gewinnabhängige 209  
 bons Breton 848  
*Siehe auch:* poison pill  
 Bonuspläne  
 – kurzfristige ~ 440  
 Börsengesetz  
 – Novelle 1975 921  
 – Novelle 1986 922  
 – Reform 1967 920  
 Börsenkaptalisierung 723, 724  
 Börsenordnung 924, 935, 942  
 – der Frankfurter Wertpapierbörse 938, 941, 947, 975  
 Börsenplätze 21, 608, 901  
 – internationaler Wettbewerb um Emittenten 924  
 Börsenrat 934, 947, 948  
 Börsenregel 15, 207, 241, 643, 878, 941, 945, 947  
 Börsensachverständigenkommission 921, 922  
 Börsensegmente 723, 900, 938, 946  
 – Amtlicher Markt 923–924, 930–933  
 – Composite (CDAX) 551  
 – DAX 30 540, 550–551, 559, 734, 931, 946, 959–961  
 – Entry Standard 943  
 – General Standard 942  
 – Geregelter Markt 818, 923–925, 930–932  
 – Freiverkehr 923, 931, 943  
 – Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse 927  
 – MDAX 552, 556, 559–561, 635, 637, 926 f., 931, 933, 940, 945, 960  
 – Neuer Markt 248, 716–717, 872, 925–931, 943–944  
 – Prime Standard 560, 901, 931–939, 941–948, 1027  
 – Scale 943  
 – SDAX 931

- SMAX (Small Cap Exchange) 925
  - TecDAX 931
  - Börsenskandale 380
  - Börsenträger 876, 941
  - Börsenzulassungsfolgepflicht 922
  - Börsenzulassungsstelle 289, 292
  - Breach-of-Trust-Hypothese 207, 213, 214, 254, 269, 418, 421, 422, 423, 441, 442, 479, 510, 533, 561, 565, 651, 654, 655, 657, 668, 675, 677, 773, 801, 808, 1012, 1017, 1032
  - Breaking the Short-Term Cycle 730
  - Brexit 361, 787, 803, 804
  - Brookings Institution 126
  - Bruttosozialprodukt
    - amerikanisches 79, 80
    - britisches 161
  - Buchwert-Marktwert-Verhältnis 653
  - Bundesfinanzministerium 362
  - Bundesverband der Deutschen Industrie
    - Siehe:* Industrie
  - Burggrabeneffekt
    - Siehe:* entrenchment hypothesis
  - business combination statutes 653
  - Business Judgment Rule 3, 119, 771, 772, 775, 958
  - Business Review 266 f., 792
  - Business Roundtable 117, 730, 752
  - bust-up takeovers 83, 99, 111
  - bylaws 554, 748–749, 751–752, 754–757
    - shareholder adopted bylaws 149
- C**
- Cadbury Committee 191–192, 239–243, 250
  - Cadbury Report 216, 222, 239–243, 269, 783, 787
  - Caisse des dépôts et consignation (CDC) 846
  - Canada Pension Plan Investment Board (CPIB) 636, 733, 999
  - capital
    - dedicated 122, 134, 452, 686, 801
    - fluid 122, 134, 172, 452–459, 510, 534, 565, 579, 657, 686, 1010, 1018
  - Capital Asset Pricing Model (CAPM) 131, 154, 467, 580, 704–706, 708, 710
  - Capital choices 62, 121–124, 127, 129, 134, 428
  - capital expenditure 543, 571–573, 644, 648, 649, 652, 683
  - career concerns 430–444, 447–455, 458, 479, 499, 503, 518, 531, 533–535, 540, 564–565, 631, 643, 646, 650, 679–682, 698, 703, 720–721, 887, 1017, 1033
  - Carillion 809
  - Cashflow 155, 200, 403, 430, 465, 642, 664, 705–707, 709, 776–777, 799
    - Discounted Cashflow-Methode 90, 463, 466, 581
    - Free-Cash-Flow-Hypothese 658
      - Siehe auch:* Agency cost of free cash flow
  - CBI 178, 188, 217, 238, 258, 268, 269
  - CBI City/Industry Task Force 609
  - CDU 336, 355–356, 943, 951–953, 967
  - Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes 299
  - Centre for European Policy Studies (CEPS) 865
  - CEO
    - Alter 679, 681
    - Amtszeit
      - Siehe:* Unternehmensleitung, Amtszeit der
    - Entscheidungshorizont 679
    - pay ratio 806
    - Ruhestand 722
      - Siehe auch:* Unternehmensleitung; Manager
  - certificate of incorporation 754
    - Siehe:* corporate charter
  - CFA Institute 71, 637, 730, 875
  - CGT 812
  - Chartered Financial Analysts (CFA) Institute 730
  - Chicago Board Options Exchange 670
  - Chicago School 100, 114, 116, 118, 131, 328, 1010
  - Chrysler 80
  - churn rate 694
    - Siehe auch:* Umschlagsrate; stock duration
  - City Capital Markets Committee 178
  - City Code of Takeovers and Mergers 217, 338, 341
  - City/Industry action team 233, 238
  - City/Industry Task Force 188
  - City (of London)
    - Siehe:* Finanzwirtschaft, London
  - clash of capitalisms 341, 343, 347
  - clawback 147, 741
  - Clinton-Administration 83, 127
  - closet indexer 412
  - Clusteranalyse 687–688
  - Commission Attali 810, 857
  - Commission des Affaires Économiques der Assemblée nationale 819
  - Commission des Lois constitutionnelles, de la Législation et de l'Administration générale de la République 815
  - Commission pour la libération de la croissance française
    - Siehe:* Commission Attali
  - Committee on Banking, Housing and Urban Affairs
    - Siehe:* Dodd-Frank Act, Anhörungen

- Committee on Corporate Governance 244  
*Siehe:* Hampel-Komitee
- Committee on Finance and Industry 167
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance  
*Siehe:* Cadbury-Committee
- Committee to Review the Functioning of Financial Institutions 172
- commodity school 192
- Companies Act 2006 41–42, 59, 192, 224, 252, 263–267, 783, 1012
- Joint Stock Companies Act 40, 58–59
  - Limited Liability Act 40
- Company Law Reform Bill 263–265
- Company Law Review (CLR) 210, 224, 252–253, 783, 1012
- Competitiveness Policy Council 127
- competitive participation constraint 434
- Compliance-Kosten 140
- comply or explain 247, 490, 782, 784, 785, 977, 988, 995, 997
- ~-Prinzip 239, 895, 989, 999, 1001
  - ~-Verpflichtung 881, 884, 902, 913, 1030
- Confederation of British Industry (CBI) 178, 188
- Conférence nationale de l'industrie 812
- conglomerate takeover 83, 98
- Conseil Constitutionnel 818
- Conseil d'Analyse Économique 810
- constituency director 120, 154, 156
- constituency statute 120, 760
- contractual trust arrangement 557, 961
- Coopers & Lybrand 628
- coordinated market economies 325, 341
- Corporate America 99, 742
- corporate charter 760
- Corporate Governance
- aktionärszentrierte, Folgen 674–676, 786
  - Code
    - Cadbury Code 247, 783, 983
    - Combined Code (UK Corporate Governance Code) 783, 787, 806–809
    - Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) 352, 949, 984
    - Italienischer Corporate Governance Kodex 979
    - Niederländischer Corporate Governance Kodex 977–978
    - Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance 980
    - Taiwanesischer Corporate-Governance-Code 994–995
    - Thailand Corporate Governance Code 994  - Forschung 567, 582, 590, 712
  - -Index 584–590, 656, 674–676
  - *Siehe auch:* self-dealing, anti-self-dealing index; e-Index; g-index; shareholder anti-director rights index
  - Korrekturmechanismen 713, 722, 802, 1022–1023
  - Nordisches Modell 545, 896
  - -Systeme 227, 381, 544, 546
    - Hybridisierung und Segmentierung 562, 1019
    - -Systemvergleichung 75, 121–126, 130, 134–137, 195, 204, 207–208, 224–231, 240, 270–274, 320–323, 326, 452–453, 480, 544–564, 706–707, 1010–1013
    - Konvergenz 9, 322, 324, 555, 562  - *Siehe auch:* Treuestimmrecht
- corporate performance statement 777
- corporate policy variable (CPV) 696
- corporate purpose 807
- Siehe auch:* the purposeful company; Unternehmensziel
- corporate raider 82–83, 99, 108, 110, 117, 184, 319, 1010
- Corporate Social Responsibility (CSR) 74, 159 f., 210, 230, 258, 262, 328, 429, 640, 802, 852, 871, 952, 957, 983, 1009, 1011, 1026
- -Berichterstattung, ESG-Berichterstattung 880, 910, 1012
  - -Richtlinie 869–870, 912–913, 971, 975, 1026
  - -Umsetzungsgesetz 959
- Siehe auch:* Umweltbelange
- Costly-Trade-Theorie 412, 414–416, 418, 532, 566, 671, 720, 1016
- Council of Economic Advisors 126
- Council on Competitiveness 121
- Country-by-Country-Reporting 884
- Court-termisme 797, 811–813, 815–816, 821, 971, 973, 1025
- Loi florange 816–821, 824–830, 832–844, 846, 849, 851, 853–854
- Siehe auch:* Treuestimmrecht
- covenantal relationship 486
- curse of knowledge 505
- D**
- Daten
- Länderdurchschnitt statt Firmendaten 12, 594 f., 712, 1020
- Datenbank
- EDGAR 687, 700
  - FactSet/LionShares database 701
  - Investor Responsibility Research Center (IRRC) 585
  - Kontinentaleuropa 700
  - Portfolios institutioneller Investoren 700

- Thomson One Banker Ownership (TOBO) 701
- Wharton Research Data Services 701
- Worldscope Fundamentals 701
- Siehe auch:* form 13F
- Datenkodierung 585, 712, 1020
- Datenschutz 896
- Datenverfügbarkeit
  - geschäftliche Entwicklung 726
  - Kundeninteraktion 726
- Daueraktionär 290, 294 f., 299, 304, 313, 378
- DAV Handelsrechtsausschuss 984
- DAX
  - Siehe:* Börsensegmente
- debiasing 491, 493
- decimalization 668
- declinism 9, 69, 181–183, 196, 227, 268, 271, 1011 f.
- deficit spending 85
- Deindustrialisierung 164, 268, 1011
- De-Larosière-Bericht 858, 860, 909
- Delaware 655, 753 f., 763, 847, 1024
  - Delaware Court of Chancery 25, 730, 763, 765
  - Delaware Supreme Court 763, 765
- Delegation bei der Geldanlage 415, 417
- Delisting 667, 1023
  - Going Private 667, 771
- Denkfabriken 178, 729 f., 796, 798, 803, 811, 813, 818, 835, 857, 968, 1023, 1025
- density 487, 489
- Department for Business, Innovation, and Skills (BIS) 788
- Department of Trade and Industry (DTI) 189, 203, 210, 233, 252, 258
  - ministerial statements 265
- Depotbanken 295
- Depotstimmrecht 365, 545, 550, 1015
- Derivategeschäfte 691, 767, 779
- destaggering 14, 654
- Detailplanungsphase 709 f.
- Deutsche Börse AG 359 f., 369, 925–928, 931, 933, 943, 947, 971, 975
  - Siehe auch:* Börsensegmente, Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse
- Deutsche Börse Venture Network 943
- Deutsche Bundesbank 363, 620
- Deutsche Post 938
- Deutscher Anwaltverein 298
- Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)
  - Siehe:* Corporate Governance Code
- Deutscher Juristentag
  - 33. 286, 1013
  - 34. 287, 1013
  - DJT-Reformkommission 291 f.
- Deutscher Sparkassen- und Giroverband (DSGV) 365, 921
- Deutsches Aktieninstitut (DAI) 637, 897 f.
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz 334, 944
- Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee 928, 936
- Deutschland AG 339, 348, 356, 358, 361, 633, 1015
  - Auflösung 550, 562
  - Siehe auch:* Banken
- Developing Shareholder Communication 985 f., 1005
- DGB 952 f., 958
- diametrale normative Implikationen 520 f., 533
- dedicated capital 686
- DIHT 300
- Diktatur der Mehrheit 290
- Dimensionen nationaler Kulturen 138
- director primacy 433, 720, 760
- Direktor, nicht geschäftsführender 196, 208, 215–217, 234, 241 f., 248–250, 805, 1012, 1029
  - Vergütung 249
  - unabhängiger 141, 187, 208, 216 f., 226, 239, 242, 546, 656 f.
  - Pflichten 255, 263
  - Siehe auch:* Vorstandsvergütung
- Direktor, Pflicht zur Förderung Aktionärswohl 211 f., 215, 244, 255 f., 260–263
- Discounted-Cashflow-Methode
  - Siehe auch:* Cashflow
- discretionary accruals 648
- Diskontieren
  - aufgrund von Ähnlichkeiten 502
  - exponentielles 500
  - exzessives 47, 66, 566, 629, 705, 707, 799, 1009
  - fehlerhaftes 503
  - hyperbolisches 500, 503 f., 1018
  - quasi-hyperbolisches 501, 527
  - subadditives 498, 502
- Diskontierungssätze 462, 1018
- Diskontrate 68, 72 f., 115, 200, 386, 461, 466 f., 538, 629, 642, 704, 728
- Diskriminierung 124, 834
- dispersed ownership systems 802
- Distributed-Ledger-Technologie 907
- Diversifikation 470
- Dividende
  - Dividendenboni 366
  - Dividendenpolitik 404, 661
  - Siehe auch:* Treuedividende
- dividend irrelevance hypothesis 707

- Dodd-Frank Act 110, 741–744, 749, 752, 758, 768, 1024  
doldrums 168  
dominant culture 484  
Dotcom-Blase 85, 139, 149, 630, 716–718, 1023  
downsizing 85  
DRS 6 928, 936 f.  
Due-Diligence-Pflichten 767  
DuPont 471 f.  
Durchbrechungsregel 342, 344  
Durchgriffsregel 342
- E**
- earnings guidance 715, 730, 734, 743, 746, 872  
*Siehe auch:* Quartalsergebnisprognosen  
eclipse of the public corporation 725  
– Niederlande 724  
Economic and Social Research Council 258  
Economic Value Added 145, 476  
Economist 355, 358, 726  
Effekt  
– negativer externer 420, 422, 427, 458  
– positiver externer 427, 428  
Effekthändler 299  
Effizienz des Aktienmarktes 332, 449, 877  
Effizienzmarkthypothese 48, 101, 106, 112, 114, 119, 131, 149 f., 194, 212, 385, 521, 760, 789, 1009, 1011, 1027  
– information arbitrage market efficiency 214  
effort allocation problem 431  
effort level problem 430  
Eigenkapital 124, 395, 403, 459, 660, 932  
– externes 665  
– Eigenkapitalfinanzierung 516, 696  
– Eigenkapitalkosten  
*Siehe:* Kapitalkosten  
– Eigenkapitalquote 273, 723, 1013  
– Eigenkapitalrendite 197, 349, 991  
Eigentümer-Manager 426, 539  
Eigentümerstruktur 225, 326, 463, 548, 635, 663 f., 675, 701  
e-index 584  
Einkommenssteuer 164  
ELTIF-Verordnung 869, 975, 1026, 1031  
empire-building 649, 658, 665, 667, 683, 695  
Employee Advisory Council 806  
enabling approach 899  
Endogenität 12, 581–587, 649, 674, 699, 702, 712, 1020  
*Siehe auch:* Simultanität  
Endwert 709  
Engagement  
– der Aktionäre  
*Siehe:* Aktionäre, engagierte; Stewardship  
– Pflicht zu ~ 219, 247  
– regulatorische Hindernisse  
*Siehe:* Acting in Concert; Insiderrecht; Pflichtangebot; Stewardship  
*Siehe auch:* Aktionäre, engagierte  
Engineering Employers Federation 178  
Englische Krankheit 163  
Enhanced Business Review 266, 267  
enlightened managerialism 224  
Enlightened-Shareholder-Value 254–269, 783, 787, 805–806, 912, 992, 1012  
enlightened stakeholder theory 157  
Enqueteausschuss 297  
Enquetekommission beim vorläufigen Reichswirtschaftsrat 279, 1013  
Enron 86, 139, 140, 145, 148, 153, 156, 229, 248, 251, 486, 632, 749, 760, 761, 766, 767, 872, 949  
– Hearing 145  
Entente 379  
entrenchment hypothesis 441, 650, 656, 702, 772, 837  
Entwurf eines Gesetzes über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (AktG-E 1930) 300  
equity premium puzzle  
*Siehe:* Aktienprämien-Rätsel  
Ereignisstudie 580, 656, 677–678, 757  
– poison pill 586  
Ergebnisbestandteile, ermessensabhängige 632, 648  
Ergebnis  
– beschränkt effizientes 458  
– beschränkt ineffizientes 458  
ERISA 112  
ETF (Exchange Traded Fund) 609  
*Siehe auch:* Umschlagsrate  
EU Industrial R&D Investment Scoreboard 701  
Eumedion  
– Best Practices for Engaged Share-Ownership 977, 979  
Europa  
– Europäische Kommission 15, 42–43, 179, 291, 327, 347, 357, 604, 859, 865, 869, 909–911, 1026  
– Europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF) 798, 869, 975, 1026, 1031  
– Europäische Volkspartei 340  
– Europäischer Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF) 429  
– Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss 872  
– Europäisches Parlament 864, 871, 872, 886, 913, 982

- Europäisches Währungssystem (EWS) 166
- European Company Law Experts (ECLE) 897, 902, 903, 907
- European Fund and Asset Management Association (EFAMA)
  - EFAMA Code for External Governance 979, 983, 1004
- European Securities and Markets Authority (ESMA) 870, 900
- Eventstudie
  - Siehe:* Ereignisstudie
- Exchange Control Act 183
- expectations investing 778
- Experiment
  - natürliches ~ 586
  - regulatorisches ~ 670, 934
  - Verhaltens- 497–503, 511–512, 519, 522–525, 626, 642–643, 1021
  - Labor- 470, 498, 503, 513, 519, 522
  - Siehe auch:* Validität
- Externalisierung 154
- Extremwerte, Einfluss von 593
- EZB 872
  
- F**
- Facebook 715, 835, 1001
- Fair Trading Act 1973 203
  - Siehe auch:* Fusionskontrolle
- Fair Value 800, 869, 1033
  - -Bewertung 56, 724
  - -Bilanzierung 810–811, 862, 864, 891
  - mark to market 800, 859, 864
- Faktoren- und Clusteranalyse 687–688
- Fallstudien 121, 131, 132, 134, 181, 182, 196, 202, 270, 338, 358, 628, 640
- Familienaktionäre 192, 661, 685, 802
- Familienunternehmen 168, 538, 540–544, 561, 635, 954, 1019
- FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) 759
- FDP 334, 336, 356, 369, 967
- Fed 85–86
- Feedbackschleifen 530, 532, 781, 1019, 1033
- Fehlertoleranzeffekt 401
- Feldmühle-Nobel-AG 329, 335
- fiduciary duty 112, 116, 253, 376, 730–731, 744, 778, 790–791, 793, 800, 1025
  - Siehe auch:* Treuepflicht
- Financial Conduct Authority (FCA) 792, 878
  - Conduct Rules of Business 784
- financial control style management 197
- Financial Reporting Council (FRC) 491, 782–785, 806–807
- financial restatement 139–140, 144–145, 689
- Financial Services Council 997–998
- Financial Supervisory Commission 993
- Financial Times 126, 233, 358
- Finanzbericht 95, 872–876
- Finanzberichterstattung 94–97, 141, 147, 156, 242, 255, 261, 396, 569, 636, 642–643, 766, 790, 798, 812, 861, 869–878, 889, 920–948
  - Siehe auch:* Quartalsbericht
- Finanzialisierung 477, 970
- Finanzierungsgesellschaft für den Mittelstand 171
- Finanzinstitute 859–861, 863, 867–868, 892, 909
- Finanzinvestoren 361–363, 373–374, 736, 831, 1015
  - geschlossene Gesellschaften 540
  - Heuschreckenmetapher 327, 355, 358, 370, 1015
  - Risikobegrenzungsgesetz 368–372
  - Siehe auch:* Aktionäre, aktivistische; Heuschreckendebatte
- Finanzkapital 307–308, 1008
- Finanzkrise
  - Siehe:* Krise
- Finanzmarkt 319, 326, 550
  - -aufsicht 839, 858, 862, 952
  - -förderungsgesetz 924, 930, 933
  - -regulierung 173, 741, 766–767, 973, 1024
  - -stabilität 766
  - -struktur 259
- Finanzplatz 1003, 1027
  - Siehe auch:* Börsenplatz
- Finanzsektor 173, 184, 225, 707, 778, 858–859
  - Siehe auch:* Vergütungspolitik
- Finanzstabilität 363
- Finanztransaktionssteuer 57, 764, 767, 770, 796
- Finanzwirtschaft 319, 321, 341, 347, 355, 1014, 1024
  - London („City“) 167–172, 178, 186–191, 232, 236–240, 250, 268–270, 782, 798–799, 990, 1011–1012
  - Siehe auch:* Banken
  - Siehe auch:* Realwirtschaft, Verhältnis zur Finanzwirtschaft
- first best 68, 395, 404, 409–412, 434
- fishing expeditions 856
- flash crash 620
- Florida State Board of Administration 1001
- Fluid capital 122, 134, 172, 452–459, 510, 534, 657, 686, 1010, 1018
- Fonds
  - Siehe:* Investmentfonds
- Fondsfamilie 568, 691–692, 694, 697–698, 700, 1022
  - Abstimmung in Corporate-Governance-Fragen 692

- Fondsmanager 189, 194, 198, 244, 247, 251, 390, 412–416, 508, 692, 778, 780, 1011, 1017  
 – Abstimmungsverhalten 220–221  
 – Bewertung, kurzfristige 93, 198, 383, 418, 783, 790, 860, 889, 902  
 – Bewertung, quartalsweise 69, 199, 229, 246–247, 508, 610, 872  
 – Bewertung, relative 93, 193, 199, 781, 790, 800, 864, 881, 889  
 – Herdenverhalten 146–147, 193, 199  
 – Prinzipal-Agent-Beziehung 147, 199, 222, 496, 610, 720  
 – Vergütung 134, 153, 242, 413, 730, 777, 791, 902  
 – Verlustaversion 496–497, 499  
*Siehe auch:* Managervergütung; Portfolio; Vermögensverwalter
- Ford 80, 338, 715
- Förderung, staatliche 161–162, 234, 429
- form 13F 677, 687, 690–698, 703
- form N-CSR 691
- form N-Q 691
- Forschung & Entwicklung (F & E) 181, 200, 233, 321, 395, 427, 451, 461, 474, 535, 719, 789, 813, 880, 970  
 – Ausgaben für ~ 136–137, 185, 688, 703, 759, 1020–1021  
 – Proxy für (sinnvolle) langfristige Investitionen (Short-termism-Test) 115, 571–579, 583, 626–632, 643–676, 694  
*Siehe auch:* Investitionen  
 – Beziehung zur Corporate Governance 675–676, 713  
*Siehe auch:* Breach-of-Trust-Hypothese  
 – ~-Intensität 115, 137, 543, 548, 557, 653, 671, 675–676, 681–682, 701
- Fortune  
 – Fortune 500 401  
 – Fortune 1000 462, 629
- framing 493, 496, 500
- Frankfurter Börse 930, 932, 938, 941, 947, 975, 1027
- Free-Cash-Flow-Hypothese  
*Siehe:* Cashflow
- Freiheitsverlust 317
- Fremdkapital 83, 135, 195, 362, 422, 1016
- Fremdkapitalfinanzierung 99, 319, 459  
*Siehe auch:* Übernahme, schuldenfinanzierte (Leveraged Buyouts)
- Fremdkapitalzinsen, Abzugsfähigkeit 124, 862
- frequent batch auction 618
- Fritz Thyssen Stiftung 897
- FTSE 636, 708
- Führerprinzip 314–315
- Führung (leadership) 730
- Fundamentalwert 152, 185, 212, 384, 394, 418, 790  
*Siehe auch:* Shareholder Value
- fund hopping 763
- Fusion, konglomerate 470
- Fusionskontrolle 203–204, 215, 231, 237, 517, 654
- Fusionswelle  
*Siehe:* Übernahmewelle
- G**
- G20 13, 736, 738, 973
- Gallup Polls 628
- Geduldiges Kapital  
*Siehe:* patient capital
- Gefangenendilemma 151, 402, 451, 538, 1016
- Gegengiftthese 522, 525–526, 718
- Gegenwartspräferenz 46–47, 501, 526  
 – der Investoren 526–527
- Geldpolitik 86, 168
- Gelegenheitsaktionär 285, 299, 304
- Generaldirektorenprinzip 315
- General Motors 80, 471
- Gerechtigkeit, soziale 223, 851, 871, 949, 970  
*Siehe auch:* Ungleichheit, soziale
- Gesamtkapitalabstimmung mit Subtraktionsverfahren 366
- Gesamtkapitalrentabilität  
*Siehe:* Return on Assets (ROA); Return on Investment (ROI)
- Geschäftsleitung  
*Siehe:* Unternehmensleitung; CEO; Direktor; Management; Manager-
- Geschlossene Gesellschaft 402, 448, 538, 563, 659–666, 713, 805, 1017  
 – Vergleich mit börsennotierten Gesellschaft 450, 538, 659, 662–664  
 – Patentierungserfolg 666
- Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorstOG) 356, 948–951
- Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) 353, 948, 964, 952, 958  
 – Langfristigkeit im Verhältnis zu Nachhaltigkeit 954  
 – Nachhaltigkeit 74–75, 637, 954, 952, 955, 957, 963–964  
 – Offenlegung der Vorstandsbezüge 951, 955
- Gesetz zur Kontrolle der Vorstandsvergütung – VorstKoG 948, 965, 967
- Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) 347–354
- Gewinnerwartung 141  
 – kurzfristige 25, 704

- langfristige 704, 710
  - Verfehlen der 386, 629
  - Gewinnmanipulation, kurzfristige 402–403
  - Gewinn- und Verlustrechnung 96, 571, 945
  - g-index 584–585, 588
  - Glass Lewis 551
  - Gleichbehandlung
    - der Aktionäre 222, 985, 1005, 1031
  - Globalisierung 223, 323, 348, 550, 726
  - Goldene Aktien 846, 971
  - Goldener Fallschirm 110–111, 113, 424, 426, 441, 651, 1032
  - Good Corporate Citizen 995
  - Good Practice Statement 795
  - Goode Report 218
  - Google 448, 714, 715, 717, 804, 835, 1001
  - Gouvernance „À la Française“ 820
  - Government Accountability Office (GAO) 144
  - Greenbury Report (Study Group on Directors' Remuneration) 239, 242–245, 251
  - Grenzen der Arbitrage
    - Siehe:* Arbitrage
  - Großbritannien 75, 160–167, 187, 207, 259, 547–548, 705–709, 794, 1011, 1025
  - Großindustrie
    - Siehe:* Industrie
  - Großunternehmen 137, 188, 282–284, 311, 473, 540
  - growth stocks 718
  - Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik 859–861, 863, 892, 982
    - Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen 860
  - Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen 604, 863, 888, 895, 909, 982
    - Konsultation 864
  - Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft 428, 868, 879, 899, 982
    - Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen 428, 797, 870
  - Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion 888
    - Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen 797, 889
  - Gründerjahre 275, 1013
  - Gründerkrach
    - Siehe:* Krise
- H**
- Halbjahresberichtslinie (1982) 922
  - Halbjahresfinanzberichte
    - Qualität 940
  - Hampel Report 239, 244, 251, 783
  - Handel, parasitärer 618, 621, 623
  - Handelsaktivität 158, 303, 514, 566, 605–611, 690 f., 722, 731, 737, 772, 778 f.
  - Handelskompanie 7, 17–25, 30 f., 47 f., 58, 1007 f.
  - Handelskosten 606, 611
  - Handelsverhalten 61, 107, 687, 694
  - Handelsvolumen 453, 514, 602–604, 607 f., 614 f., 617, 622, 698, 712, 1021
  - Händler
    - risikoaverser 416
    - uninformatierter 412, 414, 418
  - Harvard Business Review 89–91, 124–127, 186, 732–734, 1024
  - Harvard Business School 121, 502, 731, 1024
  - Harvard Shareholder Rights Project (HSRP) 774
  - Hauptkomponentenanalyse 687
  - Hauptversammlung (annual general meeting) 142, 174, 221 f., 227, 283, 349, 559, 757, 814, 816, 822, 825 f., 843–852, 906, 1015
    - Hauptversammlungspräsenz 365–368, 830
    - Siehe auch:* say on pay; Vorstandsvergütung, Vergütungssystem; Vorstandsvergütung, Offenlegung
  - Hausbankensystem 171
  - Hedgefonds-Aktivismus 355, 359–362, 370–372, 380, 552, 591–595, 626, 658, 676–678, 736, 752, 759, 761, 768, 773, 836, 904, 1020
  - Herdenverhalten 146 f., 193, 199, 777, 791, 897
    - Investigative herding 396, 531, 1053
  - Hermes, Hermes/EOS 261, 264–266, 994, 1004 f.
    - Hermes Focus Fund 780
  - Heterogenität, unbeobachtete 696
  - Heuristiken 491 f., 496, 503–505
  - Heuristiken und Bias 521–525
  - Heuschreckendebatte 317, 327, 354, 361, 374, 545, 552, 639, 685, 736
    - Heuschreckenmetapher 340, 354, 358, 951, 1015
  - hidden information/action 411, 432, 538
  - Higgs Report 248–251
  - hindsight-bias 505
  - Hochfrequenzhandel 453, 607 f., 610, 614–623, 685, 691, 712, 740, 766, 1021
  - Höchststimmrechte 317, 333–335, 345, 349, 371, 1014
  - hold-up 11, 419, 425, 445–449, 478, 535
  - Hold-up-Losses-Hypothese 445, 447–449, 565, 681, 1017
  - horizon problem 439–441, 447, 565, 679, 682, 721 f., 1017, 1032
    - horizon hypothesis 542, 650

- House of Commons 190, 233, 242, 269, 795, 1025
- Business, Energy and Industrial Strategy Committee (BEIS) 805, 808
  - Trade and Industry Committee 236, 258, 460
- House of Lords 232–234, 269
- hubris hypothesis 658
- hurdle rate
- Siehe:* Mindestrendite
- hyperopia 435
- I**
- IAS 34 925, 928, 940
- iconic cases/grands arrêts 595
- Ideologie, ideologisch 164, 231, 280, 322, 379, 714, 979
- (Anti-)Short-termism-Ideologie 509–512
- Siehe auch:* Liberalismus; Nationalsozialismus; Kapitalismus-; Konservative; Sozialdemokratie
- incentive problem, Anreizproblem 436–437, 455, 538
- Indexfonds 686, 752, 77
- Indikatoren
- für den Unternehmenserfolg 96, 488, 596
  - für die Qualität der Corporate Governance 598
  - unternehmerischer Zeithorizonte 726
- individual stock accounting 498
- Indizwirkung, unvollkommene 394
- Industrie 169, 170, 232, 268
- Bundesverband der Deutschen Industrie 366, 921, 954
  - Fertigungsindustrie 236, 667
  - Fondsindustrie 776, 778
  - Großindustrie 268, 1012
  - Industrienationen 130
  - pharmazeutische ~ 535, 970
  - reife ~ 715, 719
  - verarbeitende ~ 172, 181, 196, 189, 234
- Industry 167, 186, 188, 236, 250, 270, 782
- Siehe auch:* City/Industry action team; City/Industry Task Force
- Inflation 80, 162, 166, 173–175, 178, 185, 235–236, 279, 282, 289–291, 468
- Hyperinflation 275–277, 280–282, 1013
  - Inflationsbekämpfung 82, 163–165, 188, 234
  - Inflationsraten, niedrige 84
  - Inflationsraten, schwankende 175, 461, 466
  - Mehrstimmrechtsaktien und ~ 289–291, 293, 297, 301
- information gap hypothesis 394, 396–398, 412, 534, 536, 538, 568, 645, 1016
- information neglect 405
- Informationsasymmetrien 135, 395, 398, 459, 632–634, 644, 653, 699, 706, 720–721, 1033
- bei Investition und Finanzierung 453
  - endogene 456
  - exogene 454
  - Fähigkeiten der Arbitrageure 412, 526
  - zwischen Insidern und Outsidern 401
- Informationsintermediär 42, 49, 136, 396, 672
- Informationsrente 425–426
- Inhaberaktie 304, 308, 314, 377, 826, 834, 896
- Innenfinanzierung 465, 724
- Innovation Advisory Board (IAB) 233, 241
- Innovation
- inkrementelle 273
  - Innovationsinput 577
  - Innovationsoutput 272, 520, 535, 548, 577, 666, 668, 672, 702
  - radikale 273, 969
  - Zusammenhang mit Corporate Governance 272, 584
- Siehe auch:* Aktienliquidität; Berichterstattung; Varieties of Capitalism
- Insiderhandelsverbot 159, 905, 1031
- Insider-Informationen 633
- Insiderrecht 226, 237, 734, 862, 895, 989, 1033
- Institut de l'entreprise 811, 857
- Institute for Public Policy Research 190
- Institute of Directors 178
- Institute of Economic Affairs 196
- Institutional Investor Council Malaysia 992
- Institutional Investors Committee (IIC) 782
- Institutional Shareholders' Committee (ISC) 782
- institutionelle Investoren 106, 174, 176–177, 182–184, 192, 198–199, 258, 320, 737, 820, 860, 868–869, 880–881, 885–886, 889, 901–903, 920, 1025
- Abstimmungspolitik 862
  - Abstimmungsverhalten 862
  - dedicated institutional investors 673, 688, 690, 703
  - Einbeziehungspolitik 883, 888
  - Engagement
- Siehe:* Aktionäre, engagierte; Stewardship
- fehlender Business Case für langfristiges Monitoring 894
  - kurzfristige 107, 112, 232, 237, 475, 604, 683, 695, 699, 763
  - langfristige 568, 684, 697, 732
  - Marktkonzentration 691
  - Offenlegungspflichten 895, 981
  - Versicherung des Managers gegen Reputationsrisiko 704
- Siehe auch:* Investorenklassifikation
- Instrumentvariablen 584

- insulation advocates 752, 772  
 Interaktionsterm 696  
 Interdisziplinarität 585, 674  
 intérêt social de la société 844, 847, 981  
 Intermediationskette 731, 738, 740, 791, 793, 794, 797, 803, 870, 906–907  
*Siehe auch:* Investmentkette  
 International Corporate Governance Network (ICGN) 731, 977, 1004  
   – ICGN Global Stewardship Principles 980  
   – ICGN Statement of Principles for Institutional Investor Responsibilities 980  
 internationale Organisationen 973, 975, 1023  
 International Fund Managers' Association 193  
 Internetwirtschaft 139, 714, 1023  
 Interviewstudie  
   *Siehe:* Umfragestudie  
 investigative herding 396, 531, 1033  
 Investitionen  
   – angekündigte 114–115, 200, 569–570, 645, 719  
   – in F&E 573, 681  
   – in Infrastruktur 37, 43, 377, 619, 888–890  
   – in Sachanlagen 121, 200, 474, 572–573, 644  
   – Investitionsplanung, optimale 464  
   – Investitionssteuerung, dezentrale 476  
   – langfristige 737, 868  
   – operative 461  
   – strategische 90, 460, 569  
   – unsichtbare vs. sichtbare 395, 397, 407, 411, 534–536, 568–570, 661, 703, 716, 1019  
   *Siehe auch:* Investitionen, spezifische  
 Investitionen, spezifische  
   – in unternehmensspezifisches Humankapital 104, 106, 422, 424, 426, 445–446, 565, 1017  
   – managerspezifische 447  
   *Siehe auch:* Hold-up-Losses-Hypothese  
   – vertragsspezifische 133, 207, 332, 419–420, 425, 441, 535, 762, 1017  
 Investitionsbank, staatliche 231, 797, 869, 971  
 Investitionsbewertung 61, 65, 198, 463–464, 642, 663  
   – Realloptionsansatz 465, 467, 469, 581  
 Investitionshorizont 190, 454  
   – institutioneller Aktionäre 695  
 Investitionsmodell, stochastisches 67  
 Investitionsniveau 123, 133, 178, 236, 428, 649, 658, 663  
 Investitionsrechnung, dynamische 1009  
 Investitionsverhalten  
   – börsennotierte Gesellschaften – geschlossene Gesellschaften 659, 662, 713, 1022  
   Investmentbanken 117, 119, 184, 202, 250, 550, 746, 1010  
   Investmentfonds 552, 563, 603  
     – quartalsweise Evaluierung 151, 194, 248  
     *Siehe auch:* Abstimmungsverhalten; Europa; Fondsfamilie, Fondsmanager; institutionelle Investoren  
   Investmentkette 788–790, 793–795, 903–904  
     *Siehe auch:* Intermediationskette  
   Investment Management Association 247  
   Investment Protection Committees 174  
   Investmentsensitivität/Sensitivität für Investitionsmöglichkeiten 663–664  
 Investoren  
   – aktivische  
     *Siehe:* Aktionäre, aktivische  
   – naive 699  
   – passive 686  
   – speculating 192  
   – strategische 552, 700  
   – überoptimistische 516  
   – Zeithorizont 127, 385, 719  
   *Siehe auch:* institutionelle Investoren; langfristige Investoren  
 Investorenhorizont einer Gesellschaft 696  
 Investoren, institutionelle  
   *Siehe:* institutionelle Investoren  
 Investorenklassifikation 684–686, 713, 1022  
   – Bushee 687  
     – Kritik 693–694  
   – Michael Porter 686  
   – Müller-Erbach 686  
 Investorenkommunikation 191, 250, 269, 730, 734, 811, 925, 1012  
   – Aufsichtsrat 984–986, 1027  
   – Vorstand 984  
 Investorenkooperation 860  
 Investor Relations 193, 365, 637, 689, 933, 944–945  
 irrational investors approach 515, 520  
 ISS 551, 755  
 IWF 162  
**J**  
 joint test problem 580  
 JPMorgan Chase 746, 750, 1000  
 junk bonds 82, 106, 111, 195  
**K**  
 Kaldor-Hicks-Kriterium 530  
   – Board-Kandidaten 142, 443–444, 564, 749, 751, 754, 765, 1024  
 Kapitalbeschaffung 286, 465, 516  
 Kapitalbudgetierung 91, 123, 132, 195, 449, 465–466, 475, 526

- Kapitalerhöhung 404, 845, 850, 851  
 Kapitalertragsteuer 124, 156, 195, 764, 770  
 Kapitalflussrechnung 945  
 Kapitalgeber 120, 180, 416, 436, 910, 1011  
   – uninformierte 455  
 Kapital, geduldiges  
   *Siehe:* patient capital  
 Kapitalismus contra Kapitalismus 317–322,  
   341, 347, 1014–1015  
 Kapitalismuskritik 354, 936, 1015  
 Kapitalismusmodelle 318, 324, 700  
   – neoamerikanischer Kapitalismus 9,  
     318–321, 341, 347, 1014  
   – rheinischer Kapitalismus 9, 318, 320, 321,  
     323, 325–327, 341, 344, 347, 1014  
 Kapitalknappheit 151, 279–280, 300  
 Kapitalkosten 65, 122, 197, 272, 412–413, 418,  
   436, 460–463, 465–468, 504, 565  
   – Eigenkapitalkosten 580, 661  
   – durchschnittliche (WACC) 462  
 Kapitalmarkt 37, 48–49, 179, 348–349, 389,  
   550, 923, 1012, 1028  
   – Entwicklungsstand eines 724  
   – Externer 122–123, 473  
   – Finanzierung am 549, 868  
   *Siehe auch:* Bankenfinanzierung  
   – imperfekter/unvollkommener 212, 384,  
     412  
   – interner 122, 131, 388, 403, 473, 475  
   – perfekter 384–385, 399–400, 600  
   *Siehe auch:* Anonymität  
 Kapitalmarktunion 729, 797, 888–891, 910,  
   975, 1026  
 Kapitalsammelbecken 20, 48, 328, 1033  
 Kapitalsammelstelle 74, 964–965, 1007, 1028  
 Kapitalwert 65, 67, 439, 476, 581  
   – positiver 69, 474, 600, 708  
   – negativer 708  
 Kaskadeneffekt 992  
 Kausalität, simultane (Simultanität) 582–583,  
   668  
 Kay Report 42, 521, 788–795, 797, 803, 889,  
   891, 1025  
 Kay Review 622, 740, 780, 789, 791, 796,  
   798, 803  
 Keiretsu 137, 547  
 Kennzahlen, nicht finanzielle 477–478, 640,  
   780, 816, 869–870, 959  
 keynesianische Feinsteuerung 79, 161  
 Keynesianismus 82, 164  
 King Report 987  
 Klassische Ökonomie 49–50, 482, 789, 1007  
   *Siehe auch:* Neoklassiker  
 kleine und mittlere  
   – -Emittenten 875–876  
   – -Unternehmen 172, 179, 198, 669, 874,  
     878, 890, 943, 1011  
 Kodierung 585, 587, 589, 654, 656, 712, 1020  
 Kollektivhandlungsproblem 174, 193, 368,  
   390, 440  
 Konglomerat 83, 131, 474, 537  
 Konservative 131, 164–166, 231, 1008, 1029  
   – conservative party (tories) 188, 231,  
     238–239, 269, 1012  
   – Gaullismus 810, 812  
   – Republikaner 81, 143  
 Konsumtheorie, neoklassische 31, 482  
 KonTraG 335, 339, 347–354, 556, 1015  
 Kontrollerwerb, schleichender 832, 840,  
   842–843  
 Kontrollmechanismen, interne 140, 680, 683,  
   1022  
 Konzessionssystem 40, 275  
 Korrelation, illusorische 506, 508  
 Kriegsrohstoffgesellschaften 276, 284  
 Kriegswirtschaft 280, 282, 312, 470  
 Krise  
   – der AG 723, 725  
   – Bankenkrise 170, 869  
   – Banken- und Staatsschuldenkrise 910  
   – Finanzkrise 13–15, 86, 179, 297, 345,  
     353–354, 374, 385, 480–481, 503, 511, 623,  
     636–638, 707, 730–732, 741, 749, 758–762,  
     766–767, 776, 800, 858–860, 867, 874–880,  
     893, 902, 909–913, 916–919, 971, 973–976,  
     1003, 1023–1027  
   – Große Depression 50, 168  
   – Gründerkrach, Gründerkrise 275, 280,  
     1013  
   – Weltwirtschaftskrise 50, 278–279, 282  
 Kurs-Buchwert-Verhältnis  
   *Siehe:* Tobin'sche Q, Tobin's Q  
 kurzfristige Orientierung  
   – in geschlossenen Gesellschaften 449, 540  
   – institutioneller Anleger 453, 867, 882  
   – „kurz“ und „lang“, Definition 601, 1020  
   – soziale Dimension 488, 639  
 Kurzfristigkeitsdruck 13, 444, 633, 976  
 Kurzsichtigkeitsstreiber 391, 522  
   – institutioneller 49, 65  
   – psychologischer 39, 65
- ## L
- Labour Party 160, 166, 168, 172, 187–188,  
   252, 269, 796, 798, 803, 1012, 1025  
   – New Labour 166–167, 187, 253  
 Lageparameter 591  
 Langfristigkeits- und Beständigkeitsvorgabe  
   956  
   – Langfristigkeitsgebot 964  
 Law Commission 793, 1025

- learning problem, Lernproblem 436–438  
 Lebensversicherung 246, 685, 890  
 Lebenszyklen, technologische 96, 726  
 Leerverkäufe 136, 362, 691, 710  
 – bear raid hypothesis 670  
 – Beschränkungen 516, 670  
 – overvaluation hypothesis 670  
 Legal-Origins-Hypothese 326, 589, 594, 674  
 Lehre vom Unternehmen an sich 285, 964  
 Leitbild 15, 783, 790, 911–917, 975, 984–985, 1026  
*Siehe auch:* Unternehmensleitbild  
 level playing field 110, 336, 342  
 Leveraged Buyout  
*Siehe:* Übernahme, schuldenfinanzierte (Leveraged Buyouts)  
 Liberalismus 22, 277  
 liberal market economies 325, 341, 343  
 Liberal Party 188  
 Likert-Skala 489, 626, 633, 639  
 limits of arbitrage  
*Siehe:* Arbitrage, Grenzen der  
 LINKE, Die 370, 936  
 Liquidität des Aktienmarktes 57, 212, 611, 616, 799, 977  
 – Abzug von Liquidität 459, 620–622  
 – und Short-termism 612–613  
 Liquiditätsbeschränkung 467  
 listing rules 221, 989  
 Lobbying 117, 588, 1004  
 Lock-up-Periode 359  
 Lohn  
 – Lohn-Preis-Spirale 162  
 – nichtnegativer 434  
 Loi Florange 340, 797, 812, 816–818, 820, 824, 827, 839, 841–843, 849, 853, 857, 977, 1025, 1030  
 – Aufnahme in der Wissenschaft 821  
 London Stock Exchange 167, 359, 361  
 – Liberalisierung der 167  
 long term equity appreciation securities (LEAPS) 670  
 Long-termism 224, 255, 402, 438, 526–528, 547, 714–718  
 long term shareholder primacy 770
- M**  
 Maas-Komitee 976  
 Macmillan Committee 167–171, 175, 179, 238, 268, 1011  
 Macmillan Gap 64, 167, 169, 171  
 Makrostudien 12, 567, 625, 659, 705–711, 713, 1022  
 Management  
 – Disziplinierung durch Aktionäre 177, 613  
 – kennzahlenorientiertes ~ 132, 472  
 – management accounting systems 94–97  
 – Management-Buyouts 105, 213, 405, 667  
 – management by the numbers 89, 131, 390, 474, 628, 1010  
 – Managementfehler 88–99, 158, 195, 383, 460–491, 511, 534, 720, 1018  
 – Managementforschung 14, 91, 126, 127, 153, 196, 485–487, 533, 602, 643, 650  
 – Managementgesellschaft, externe 778  
 – Managementpraktiken, verfehlte 74, 106, 533, 565, 794, 1018  
 Manager  
 – focal manager 488  
 – Managerabschottung  
*Siehe:* Entrenchment hypothesis  
 – Pensionierung 440, 679–682, 684, 1022, 1023  
 – Verhältnis zu career concerns 681  
 – risikoaverser ~ 411, 424, 681 f.  
*Siehe auch:* career-concerns; Hold-up-Losses-Hypothese  
 Managerarbeitsmarkt 11, 136, 389, 408, 518, 555, 684, 720–721  
 – Ineffizienz des ~ 430–452, 499, 510, 533–534, 553, 563, 1017  
 – Maßnahmen gegen Short-termism 451–452  
 Managerfluktuation 11, 439–444, 447, 452, 564, 566, 650  
 – Japan 428, 439, 443, 564  
 – USA 439  
*Siehe auch:* horizon problem  
 managerial biases approach 515, 517, 520–521  
 managerial hypermetropia 446  
 managerial power hypothesis 148  
 Manager-Short-termism  
*Siehe:* short-termism  
 Managervergütung 120, 147, 208, 237, 406–413, 448, 636, 723, 762–781, 804–806, 881, 948–967, 1022, 1025–1032  
 – aufgeschobene ~ 435, 449, 477, 805  
 – Barvergütung 558, 647–648, 680  
 – erfolgsabhängige ~ 146, 211, 237, 353, 434, 438, 441, 519, 741, 1024  
 – Japan 448  
 – kurzfristig leistungsabhängige 684  
 – opportunistische Maßnahmen zur Steigerung 684  
 – private Maßnahmen vs. Regulierung 725  
 – Untergrenze 435  
*Siehe auch:* Aktienoptionen; Fondsmanager, Vergütung; Vergütung, aktienbasierte; Hold-up-losses-Hypothese; Vorstandsvergütung  
 Managerwechsel 206–207, 440, 446, 697–698  
 – erzwungene 439, 553, 1017

- übernahmebedingte 206, 553
- Siehe auch:* Manager, Pensionierung
- Mannesmann AG 337 f., 949
- Mansion House Speech 231
- manufacturing belt 81, 84, 91
- Marcus Partners 865, 876
- mark to market 800, 859, 864
- Market for Corporate Control 102, 313, 425
- market forms of coordination 272–273
- Marketing 96, 134, 644–647
  - Marketingzyklen 726
- Markt
  - Markteffizienz 102, 150, 332, 400, 529, 612, 706, 872
  - Markteffizienzhypothese 214, 919, 920, 971*Siehe auch:* Kapitalmarkt, perfekter
- Markt für Unternehmenskontrolle 100, 102, 107, 132, 148–152, 158, 185, 195, 204–205, 208, 212–216, 257, 327–333, 343–343, 346, 381, 389, 400, 422, 554, 760, 802, 843, 1011
  - positive und negative Wirkungen des ~ 400
- Marktmissbrauchsverordnung 899
- Marktwert-Buchwert-Relation 591, 598, 664
  - Siehe auch:* Tobin'sche Q, Tobin's Q
- Marktwertmaximierung 157, 350, 351
- Massenproduktion 85, 92
- Matching-Verfahren 662, 671
- Maxwell affair 218
- Mazars 873–877
- McKinsey & Company 636, 732 f., 746
- mean preserving spread 457
- Medien 505, 531, 759, 856
  - als Koordinationsinstrument 531
  - Medienberichterstattung 505, 508, 510 f.
- Mehrebenensystem 347, 757, 877, 1024
- Mehrheits-/Minderheitskonflikt 950, 1008
- Mehrheitsprinzip 290
- Mehrstimmrecht, Mehrstimmrechtsaktie 285–301, 313, 316, 342, 348, 358, 364, 377, 380, 715, 811, 821, 1015, 1024, 1030
  - Einziehung von ~ 292, 301
  - faktisches ~ 365
  - Niederlande 655
  - société anonyme 822
  - Opt-in/Opt-out 1026
  - zeitabhängiges ~*Siehe:* Treuestimmrecht  
*Siehe auch:* Inflation
- Meldepflichten, wertpapierhandelsrechtliche 370 f., 692
- Meme 509
- mental accounting 494 f., 498 f.
- merger method 205
- Messfehler 582–585, 588, 598 f., 706
- M-Form
  - Siehe:* Multidivisionale Struktur
- Mikromanagement 786, 862, 898
- Mikrostudien 567, 625, 1021
- mimimum price variation 668
- Minderheitenschutz (Aktiengesellschaft) 291, 344, 549, 598, 675, 717, 828, 839, 890, 977, 988
- Minderheitsbeteiligung (Aktiengesellschaft) 104, 219, 359–360, 365, 378–380, 836, Minder-Initiative
  - Siehe:* Volksinitiative gegen die Abzockerei
- Mindestanteilsbesitz 142
- Mindestbeteiligungsschwelle 751, 754, 821
- Mindestkapital 40, 310, 314, 800, 811, 1014
- Mindestnennbetrag (Aktie) 314, 296, 304, 1014
- Mindestrendite 90, 122, 236, 460–469, 629–630, 636, 642, 663, 1018
- Mindesttransparenzvorgaben 643
- miscalibration 512 f.
- Mischzins 457 f., 565, 1018
- Missbrauchspotenzial 300, 836, 1032
- mission d'information der Assemblée nationale 815, 818
- Mitarbeiteraktie 820, 857
- Mitarbeiteraktionariat 851 f.
- Mitbestimmung 180, 207, 228, 553, 563, 724, 852, 908, 967, 985
- Mitnahmeeffekt 451, 1032
- Mittal Steel 812
- Mitteilung langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft 879
- Mitteilung über „Eine neue EU-Strategie (2011-14) für die soziale Verantwortung der Unternehmen“ 870
- Mittelstand 171, 1011
  - Eigenkapitalausstattung 923
- Mittelwert 591, 594, 676, 712, 940, 1020
- Mitwirkungspolitik 883–884
  - Siehe auch:* Aktionäre, engagierte; Stewardship
- mixed economy 160
- Modell des langfristigen (Banken- bzw. Insider-) Investors 271
- Modellspezifikation 585, 587, 712, 1020
- Moden 7, 17, 46, 214, 274
- Momentum-Effekt 514, 611, 688, 699
- Monetary Authority of Singapore 996
- Monitoring 455 f., 894, 980, 999
- Monopolies and Mergers Act 1965 203
- moral hazard 386, 410, 431 f., 465
- Multidivisionale Struktur (m-form) 131, 211, 471–476, 1010
  - M-Form-Management 131, 184, 211, 475

- M-Form-Organisation 182, 473, 520
- Siehe auch:* Unitary Structure
- Myners Report, Myners Review 239, 243–246, 251, 258, 780–783, 1025
- myopia
  - business myopia 119, 120
  - rational myopia 398, 414, 418, 447, 610
  - stock market myopia 69, 433, 458, 720*Siehe auch:* Short-termism
- myopic behaviour 739, 789
- myopic loss aversion 495–499
- myopic management 69 f., 136, 386 f. 433, 458, 652, 672

## N

- Nachhaltigkeit 74–75, 263, 364, 770, 812, 865, 871, 890, 956–957, 960, 963, 967–978, 987, 995, 1029, 1033
  - Managervergütung 952–968
  - Verhältnis zu Shareholder-Value 637–638*Siehe auch:* Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)
- Namensaktie 311, 314, 377, 379, 826, 834, 896
  - liberierte 822, 826
- Naming-and-Shaming 805
- National Association of Pension Funds 191, 247
- Nationalsozialismus 9, 284, 302–303, 306–317, 1008, 1014, 1028
- Nederlandse Vereniging van Banken 976
- Neoklassiker 49–51, 789
  - Siehe auch:* Klassiker
- Neuemission 39, 401, 417, 427, 554, 584, 718–719, 724, 774
- Neuer Markt
  - Siehe:* Börsensegmente
- Neutralitätspflicht 323, 331, 339–344, 819, 843–849, 857, 974
  - Abschaffung 843–849
  - ISS 850
- New Economy 81, 84–86, 126, 718, 969
  - -Blase 167, 324, 716–717
- new managerialism 152
- New York City Pension Fund 755, 1001
- noise trader 153, 412–414, 418, 611, 616
- Nominierungs
  - -ausschuss 249, 896
  - -recht 142
- non-market forms of coordination 273
- note d'information (Angebotsunterlage) 853
- noyau dur 842, 846, 849
- Nutzen
  - kardinaler 34, 49, 61, 64, 1009
  - ordinaler 34, 49, 64, 1009

## O

- OECD 729, 736–740, 797, 909, 973, 1023
  - OECD/G20 Principles of Corporate Governance 740, 989, 1023
  - OECD Steering Group on Corporate Governance 736
- Offenlegungspflichten 141, 748, 863, 881, 895, 903
  - Siehe auch:* Berichterstattung; Corporate Social Responsibility, Berichterstattung; Finanzberichterstattung; Quartalsbericht, Quartalsberichterstattung; Unternehmensberichterstattung; Zwischenberichterstattung; institutionelle Investoren
- Office of the Chief Economist 114
- OGAW-Richtlinie 794, 905
- old managerialism 152
- omitted variable bias 582, 587–588, 673
- One-Share-One-Vote 111, 822–823
- Operating and Financial Review (OFR) 256–257, 260, 265, 795, 1012
- opportunist, purposeful 15, 911, 975, 1026
- Opportunitätskosten 68, 413, 416, 467, 569
- optimal contracting view 147
- Optimismus, übermäßiger
  - Siehe:* Überoptimismus
- Opt-out
  - Siehe:* Mehrstimmrecht; Treuestimmrecht
- organizational trust 487, 489
- outside directors 109, 628
- Outsider-System 217, 223, 271, 562
- Outsourcing 85
- overconfidence 512–521, 526, 699
- overinvestment 428, 431, 717
- overprecision 512–515
- owner shareholder 804

## P

- Pacte pour la compétitivité de l'industrie française
  - Siehe:* Report Gallois
- paper entrepreneurialism 92
- Pareto-Kriterium 446, 458, 530
- Parti socialiste 813, 815, 1025
- Patent 537, 583, 653, 672–673, 702, 726, 1020
  - als Proxy für langfristige Investitionen 571, 577–578, 694
  - exploitative 579, 666
  - exploratory 579, 666
  - patent ambush 579
  - zitationsgewichtete 450, 703
- Patentierungspolitik 579
- Patentzertifizierung 578–579, 653, 666, 668, 673
  - als Proxy für sinnvolle langfristige Investitionen 694

- patient capital 193, 353, 452, 459, 542, 731, 765, 970, 978, 1010  
 Payback-Kriterium 270, 438, 461–466, 1018  
   *Siehe auch:* Amortisationsdauer  
 pay duration 557–558, 648  
 PDS 336, 344, 356  
 Pension Law Review Committee 218  
 Pensions Act 1995 218  
 Pensionsfonds 107, 173–174, 218, 247, 685, 783, 800, 888–891, 904, 1001  
   – betriebliche ~ (occupational pension schemes) 218  
 Pensionsplan  
   – beitragsorientierter (defined contributions pension plan) 108, 779, 889  
   – leistungsorientierter (defined benefits scheme) 82, 108, 199, 258  
 performance horizon 790  
 permanent owner 686  
 Pfadabhängigkeit 316, 973, 1029  
 Pflichtangebot 825–826, 838–840, 905  
   – excès de vitesse 839–841  
   – Pflichtangebotsschwelle 814, 828–831, 838–842, 974, 1026  
 pluralist approach 254–255, 262–263  
 poison pill 103, 114, 149, 426, 586, 655, 759  
 Polarisierung 80, 178, 268, 520  
 Policy-Entrepreneur 127, 1004  
 Porsche AG 927, 933–938  
 Porter Review 259  
 Portfolio  
   – -diversifikation 41, 687  
   – -evaluierung, kurzfristige 495  
   – -gesellschaft 218–221, 247, 761, 781, 784, 881, 901, 905–906, 988, 993, 996  
   – -umsatz  
     *Siehe:* Umschlagsrate  
 Präferenzumkehr 500–504  
 Präsenzprämie 366–367, 1015, 899  
 Preisbildung 107, 149–150, 199, 385, 611–612, 617–621,  
   – informationseffiziente 176, 529, 616  
   – Sekundärmarkt 417, 699  
 PricewaterhouseCoopers 636  
 Primärmarkt 179, 404, 621  
   *Siehe auch:* Neuemission  
 Principles of Responsible Ownership 993  
 Prinzipal-Agenten-Problem 21, 23, 49, 55, 118, 151, 158, 222, 251, 427, 430, 441, 464, 499, 516, 535, 542, 556, 566, 643, 651, 659, 677, 679, 684, 697, 721, 764, 771–772, 776, 788  
   – Agency Cost of Free Cash Flow 101, 133  
   – Agency-Konflikte 658, 1012  
   – Agency-Kosten 101, 496, 545, 664, 683  
     – agent competence costs 390  
     – agent conflict costs 390  
     – Begriff 430  
     *Siehe auch:* Investmentsensitivität/Sensitivität für Investitionsmöglichkeiten  
   – Double-Agency Society 778  
   – principal costs 390  
   – Prinzipal 199, 390, 610  
   – residualer Verlust 430  
 private benefits of control 540, 657, 702  
   – Tunneling 540, 883  
 Private Equity 83, 99, 245, 354–375, 551–552, 649, 658, 667, 676–678, 722, 736, 1015  
   *Siehe auch:* Heuschreckendebatte  
 Private-Ordering 753, 935  
   – -amendment 749, 751  
   – Selbstregulierung 217, 223, 337, 878, 919, 921, 935, 938  
 Produktmarkt Wettbewerb 722  
 Profitcenter-Organisation 466, 471, 536  
 Progressive (school of) Corporate Law 153, 156, 486  
 PRO-NED-Programm (Promotion of Non-Executive Directors) 216, 224, 798  
 Property Rights Theory  
   *Siehe:* Theorie der Handlungs- oder Verfügungsrechte  
 Prospect-Theorie 493–500, 524  
 Protektionismus 117, 316, 380, 634, 729, 821, 839, 846, 974, 1026, 1028, 1032  
   *Siehe auch:* Treuestimmrecht, Protektionismus  
 proxy access 14, 148, 747–760, 764–765, 973, 1011, 1024, 1031  
 proxy contest 669, 753  
 proxy materials 142–143, 748–749  
 Proxys (Ökonometrie) 571, 1020  
   *Siehe auch:* Forschung & Entwicklung (F&E); Patente  
 prudent man rule/prudent investor rule 107, 791, 1030  
 pruning deadwood thesis 107  
 pump up the bottom line 406  
 PWC 628
- Q**
- quantitative easing 988  
 Quartalsbericht, Quartalsberichterstattung 144, 242, 383, 617, 746, 776, 781, 861, 864  
   – Aufnahme, Folgen von 407, 643  
   – Aufnahmevoraussetzung DAX, MDAX 926–927  
   – effizienter Umfang 947  
   – Entwicklung  
     – Deutschland 920–948, 1027  
       – Bedeutung als Informationsquelle 938–940  
     – Selbstregulierung/private ordering 919, 935, 938, 971

- Qualität 925, 938–940
  - Kosten 932, 946–947
  - Europäische Union 871–878
  - Porsche 924, 931, 935, 938
  - Grundrechtswesentlichkeit (bzgl. Short-termism-Kritik) 934, 947
  - strukturierter ~ 925–926
  - USA 924
  - Quartalsberichtspflicht
    - Abschaffung
      - Deutschland 15, 878, 919, 937–938, 941–943, 971, 974
      - Europa 864, 869, 874–876, 897, 899–900, 975, 1026
      - Frankreich 878
      - Großbritannien 790, 792, 794–795, 878
      - Kritik 97, 123, 794–795
      - Stellungnahme 1033
  - Siehe auch:* Quartalsbericht, Quartalsberichterstattung
  - Quartalsergebnis 71, 108, 143–145, 147, 194, 247, 347, 374, 390, 396, 531, 627, 689, 708, 722, 735, 744, 759, 777
  - Quartalsergebnisprognosen 144, 671–672, 715, 730, 733–734, 746, 764, 790, 872, 926
    - Siehe auch:* earnings guidance; Quartalsgewinnziel
  - Quartalsfinanzbericht 872–876, 900–901, 935–947, 971
  - Quartalsgewinnziel 631, 637
  - Quartalsmitteilung 942, 944–946
  - quarterly capitalism 732
  - quasi-indexer 450, 669, 688–691, 703
- R**
- Ratingagenturen 675, 767
  - Reagan-Administration 111, 113, 118, 131, 747, 1010
    - Reaganomics 82, 132, 318
  - Realwirtschaft
    - Verhältnis zur Finanzwirtschaft 86, 167, 189, 269, 319, 341, 417–418, 616, 768, 780, 819, 849, 892, 909–910, 975, 1024, 1028
  - Siehe auch:* Finanzwirtschaft
  - Rechnungslegung
    - Siehe:* Analystenbeobachtung; Bilanzierung; Bilanzpolitik; Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee; Fair Value; Zeitwert
  - Rechtsform 289, 314, 634, 641, 803, 1031
  - redemption fee 778
  - Reflection Group on the Future of European Company Law 521, 861–862, 875
    - Former Reflection Group on the Future of EU Company 898
  - Regression 114, 137, 448, 464, 513, 558, 582–584, 594, 599, 662, 665, 673, 680, 688, 693, 696, 703, 706, 708
  - Regulierungsarbitrage 858
  - Regulierungsrecht 897, 903, 977, 1029
  - Reichsjustizministerium 298, 302–303, 1014
    - Siehe auch:* Aktiengesetz
  - Reichsverband der Deutschen Industrie 300
  - reife Industrien
    - Siehe:* Industrie
  - reincorporation 587, 655
  - related party transactions 24, 881–882, 910
  - Renault 836, 846
  - Rendite
    - Siehe:* Mindestrendite; Überrendite; Unterrendite; Schätzung
  - Renditehürden
    - Siehe:* Mindestrendite
  - Reparationszahlungen 276–277
  - Report Gallois 814–815, 818, 857
  - Repräsentantenhaus 741, 1024
  - Reputationskapital 420, 422, 1017
  - restricted stock 144, 156
  - Return on Assets (ROA) 471–472, 476, 596, 600, 638, 655, 662
  - Return on Investment (ROI) 472, 474, 476, 600, 1010, 1018
  - Revlon-Rechtsprechung 426
  - revocatio ad nutum 452
  - Reziprozitätsprinzip 844, 845, 849
  - Rheinischer Kapitalismus
    - Siehe:* Kapitalismusmodelle
  - Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) 615, 673, 700, 864, 904
  - Richtlinie zu Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) 879, 924, 975
  - Risiko, fundamentales ~ 412–413
  - Risikoaversion 176–177, 236, 416, 431
    - Der Aktionäre 397
    - risk aversion hypothesis 542
  - Risikobegrenzungs-gesetz 368–373
  - Risikobereitschaft 179, 500, 880, 902, 1011
  - Risikoprämie 67, 195, 410, 704–708, 934
  - Robustheit 664, 692–693
  - Rohstoffsektor 536, 707, 716
  - Rollenambiguität 488, 639
  - Rückerwerb eigener Aktien 349, 1015
  - Rückwärtsinduktion 385
  - Ruhrkampf 277
  - Rule 14-8 774
  - Rule 14a-8 143, 751, 753–757
  - Rule 14a-11 749, 751–752, 754, 757
  - Rule 14a-12 748
  - Rulemaking-Petition 758–759
  - Russell-2000, Russel-3000 699, 755
  - rust belt 85

## S

Sachinvestitionen (capital expenditure)

*Siehe:* Investitionen, in Sachanlagen

salience effect 505

Sarbanes-Oxley Act (SOX) 140, 144, 147, 632, 689, 725, 1011

Say on Pay

– Deutschland 896, 898, 901, 908, 960, 967, 972

– EU-Kommission 864, 881–882, 885–887, 908, 910

– UK 794, 805

– USA 755, 887

*Siehe auch:* Vergütungspolitik

Schätzung

– Renditen, abnormale 12, 580, 705, 712, 1020

Schutzaktien 286, 299, 655

Schwarzer Freitag 278

Schwarzer Montag 83

Schweizermehrheit 378–379

Schwellenüberschreitung

– passive ~ 826, 832

– temporäre ~ 826

Screening 455

Secondary Offering 724

Second-best-Effizienz 410

*Siehe auch:* Short-termism als second best

Securities and Exchange Commission

(SEC) 113–116, 141–143, 747–759, 1010–1011

– no action letter 756

– staff legal bulletin 756

*Siehe auch:* form 13F, form N-CSR, form N-Q; Rule 14-8, Rule 14a-8, Rule 14a-11, Rule 14a-12

Securities Exchange Act 1934 693, 749, 758

Selbstbindung 426, 501, 504, 801

Selbstkontrollproblem (bounded willpower) 501

selection

– ~ bias 488, 570, 587, 645, 656, 661, 719

– ~ effect 939

Selektion, adverse 456, 458

self-attribution bias 514, 699

self-dealing 93, 350

– anti-self-dealing index 664

Sensitivität für Investitionsmöglichkeiten

*Siehe:* Investmentsensitivität/Sensitivität für Investitionsmöglichkeiten

shadow pill 586

shareholder activism

*Siehe:* Aktionäre, aktivistische

shareholder adopted bylaws

*Siehe:* bylaws

shareholder anti-director rights index 675

shareholder

– -centered approach 760

– committee 222, 242

– ~ Director Nomination Plan 142

– ~ empowerment 768

– ~ primacy 156, 433, 720, 760, 771, 865, 913

– ~ proposal 120, 143, 755, 764, 774

– ~ value 84, 108, 126, 152–159, 228, 244, 272, 340–341, 350–353, 486, 656, 708, 752, 762, 768, 776, 796, 861, 932, 952, 1011, 1015

– enlightened shareholder value 254–269, 783, 787, 805–806, 1012

shark repellents 114, 586, 652

short-term investor

*Siehe:* Aktionäre, kurzfristige

Short-termism

– Aktionäre 384, 436, 444, 447, 451, 455

– Ausgleichende Wirkung 528

– Auswirkungen 385, 565–566

– ~ als second best 410, 437, 451

– Theory of Efficient ~ 436

– Debatte

– great debates in company law 4, 1007, 1028

– Multiplikatoren 1003

– Polarisierung 178, 184, 186, 268, 520

– Trendsetter, private 13, 71, 511, 636, 730, 910, 1023

– Zyklischer Charakter 84, 464, 468, 481, 510–511, 627, 975, 1009, 1018, 1028

– -Definition 64–73, 1009

– empirische Forschung zu ~ 567, 1019

– Probleme 568, 674, 712,

– Gegenmaßnahmen 37, 240, 358, 451, 488, 490, 510, 529, 722, 744, 747, 780, 799, 864, 1011

– Nebenwirkungen 716, 721, 723

– private Gestaltung 723

– Zielkonflikte 439, 713, 721, 962, 964, 1023, 1031

– Harmonisierungsprogramm der Europäischen Kommission 859, 877, 909, 910, 975, 1026

– Ideengeschichte, ökonomische 1008–1009

– Identifizierungsstrategie 602, 625, 676, 712

– Investoren-Short-termism 214, 720, 721

– Korrekturmechanismen des Marktes 713, 722, 802, 1022–1023

– Manager 69, 195, 214, 386, 395, 431, 441–444, 447, 452, 512, 564, 650, 885, 1010

- Wahrnehmungstäuschung 217, 223, 506–508, 511, 566, 726, 1018  
*Siehe auch:* career concerns, horizon hypothesis
- Wahrnehmung 209  
*Siehe auch:* availability error
- Siemens AG 945
- Signalisierung 406, 537, 573, 719
- Signal-Jamming 402–411, 499, 507–509, 517, 536–538, 696, 1016, 1033
- Silicon Valley 81, 715
- smart money trader 418, 611
- Smith Report 248
- société anonyme simplifiée 824
- Solvabilität-II-Richtlinie 810–811, 864, 879, 889, 975, 977
- Sonderausschüttung 363
- Sonderinteressen 288, 301, 361, 378, 753
- Sonderrecht 316, 655
- Sondervorteil 222, 304, 364
- Sozialdemokratie 307, 321–322, 1014
- Sozialdemokratische Partei Europas 340, 357
- Sozialinteresse 844, 847–848, 850–852
- Spar Handels AG 927
- Spartenorganisation  
*Siehe:* multidivisionale Struktur
- SPD 336, 354–356, 369, 943, 951–953, 967, 1015
- speed bump 618
- Spekulation 55, 103, 166, 290, 294–296, 313, 331 1008
  - Aktienspekulation als Schönheitswettbewerb 62, 246, 390, 405, 531, 611, 718, 1023
- Spillover-Effekt 427, 717
  - information spillover 396
- S & P-Index 708
- Springer/SeLoger.com 841–842
- Staatsfonds 371, 551, 685, 1001
- Stagflation 80, 91
- Stakeholder 153, 159, 213, 258, 261, 419–424, 427, 593, 654, 786, 801, 808, 865, 871, 883, 995, 1017, 1025
  - ~ advisory panel 805
  - -Direktor 806
  - ~ economy 252–253
  - -interessen 152, 157, 262, 340, 479, 740, 784, 910, 920, 958, 1012
  - ~ value 156–158, 224, 351–352, 770, 884, 904, 913, 957, 964, 1012
  - enlightened stakeholder theory 157*Siehe auch:* Breach-of-Trust-Hypothese; Kapitalismusmodelle; Unternehmensziel
- Standardinvestitionsprojekt 468
- Start-up 125, 369, 398, 715, 719
- Statement of Investment Principles 220
- Stellvertreter (Proxys)  
*Siehe:* Proxys (Ökonometrie)
- Steuerrecht 43, 206, 237, 290, 316, 623, 780, 1029
  - USA 111, 113, 124, 735, 744, 746, 762–763, 768, 770
- Stewardship 304, 374, 776, 894, 973, 1015, 1018, 1024, 1031
  - Australien 221, 993, 997–998, 1004, 1030–1031
  - Comply-or-Explain 785, 881, 902, 977
  - Definition 781, 784, 980, 988
  - Geschäftsmodell 1027, 1032
  - Nachhaltigkeit 776, 980, 982, 983, 987, 991–998, 1000, 1002, 1004
  - Mitwirkung der Aktionäre 884–886
  - -Konzept 294, 517, 564, 790, 870, 885
  - -Pflichten 867, 914
  - -Theorie des Managements 118, 539*Siehe auch:* Aktionäre, engagierte
- Stewardship Code
  - Assogestioni (Italien) 979
  - Australian Asset Owner Stewardship Code 997–998
  - Brazilian Amec Stewardship Code
  - Canadian CCGG Statement of Principles Regarding Member Activism 999
  - Code for Responsible Investing in South Africa (CRISA) 986
  - Dänemark Stewardship Code 983
  - Deutscher Corporate Governance Kodex 984–986
    - Regierungskommission Corporate Governance (sog. Baums-Kommission) 352, 927, 954, 984
  - European Fund and Asset Management Association (EFAMA) 979
  - Frankreich 981
  - Hongkong Principles of Responsible Ownership 993
  - Indian (SEBI) Stewardship Code 996–997
  - ISC Code on the Responsibilities of Institutional Investors 782–783, 787
  - Italien Assogestioni Stewardship-Prinzipien 979
  - «Japan's Stewardship Code», Principles for Responsible Institutional Investors 553, 987–994, 996, 1003–1005
  - Malaysian Code for Institutional Investors 992
  - Niederlande Best Practices for Engaged Share-Ownership 979
  - OECD/G20 Principles of Corporate Governance 740, 1023
  - Singapore Stewardship Principles for Responsible Investors 996

- Südkorea Stewardship Code 996
  - Swedish Investment Fund Association 979
  - Taiwan Stewardship Principles for Institutional Investors 993–994
  - Thailand Investment Governance Code 994–995
  - UK 781–788, 792, 809, 973, 979, 992, 1025, 1030, 1033
    - Rezeption 787, 815, 861, 863, 870, 881, 912, 973, 977–1002
  - USA Commonsense Corporate Governance Principles, Stewardship Principles 1000–1002
  - Wohlverhaltensregeln des Fondsverbandes BVI 906
  - Siehe auch:* Aktionärsrechterichtlinie
  - Stimmbindungsverträge 335, 981
  - Stimmrecht 219, 304, 313, 377, 609, 770, 799, 802, 895
    - -saktien 286, 378
    - -ausübung 219–221, 365, 794, 903, 906, 981
      - elektronische 367
    - -berater 551, 690, 755, 784, 836, 850, 881, 903, 981, 991, 1004
    - -beschränkung 334, 362
    - -handel 364
    - -obergrenze 829
    - -politik 863, 995
    - -verlust 296, 371, 816, 841–843
    - -verzicht 826
    - -vollmacht 748, 754, 895, 897
  - Siehe auch:* Depotstimmrechte, Höchststimmrechte, Mehrstimmrechte, Treuestimmrechte
  - stock duration 698–699
  - Siehe auch:* Umschlagsrate
  - STOXX Europe Total Market Index 710
  - Strategic Report 792
  - Strategy& 442, 555
  - Streubesitz 135, 425, 435, 453, 538, 540, 550, 561–563, 946, 963
    - Siehe auch:* Aktionariat, gestreutes
  - Strohfeuereffekt 75, 249, 439, 646, 963, 965
  - Struktur, multidivisionale
    - Siehe:* Multidivisionale Struktur
  - Subkultur 484, 490
  - Sunspot-Effekt, sozialer 397, 531
  - Support-Theorie 498
  - Supreme Court 117, 587
  - survivorship bias 681, 706
  - Swedish Investment Fund Association 979
  - System der Normativbestimmung 48, 275
  - Takeover Code 207, 843
  - takeover controversy 98–109, 327–330, 333, 345, 381, 421, 650, 720, 1010, 1014, 1024
  - takeover statutes
    - Siehe:* antitakeover statutes
  - takeover threats 11, 398–402, 406–407, 417, 440, 510, 517, 531, 535, 544, 561, 565, 602, 613, 620, 643, 652, 657, 668–673, 721, 1016, 1032
    - Informationsstruktur 407
    - Siehe auch:* zyklischer Charakter der Short-termism-Debatte
  - Take-the-Money-and-Run-Option 408
  - TCI (The Children's Investment Fund) 359
  - team production theory 424, 731, 768
  - Technologie
    - -blase 928
    - -firmen 1023, 1025
  - temporal traps 487, 489
  - tender offers 98, 105, 118, 653
    - Barangebote (cash tender offers) 98, 110
    - coercive bids 118
    - two-tier tender offers 114
    - Siehe auch:* antitakeover statute
  - tenure voting 769
  - Terra Nova 813–814, 857
  - Teststärke (power) 581
  - Texas Pacific Group 355
  - The Bow Group 178
  - Theorie der Handlungs- oder Verfügungsrechte 419, 422
  - Theorie der Unternehmung (theory of the firm) 67, 118, 440
  - The Purposeful Company 804
  - Thomson Financial 701
  - tick size (kleinstmögliche Preisveränderung) 612–613, 668–670, 740
  - Tijdelijke Commissie Onderzoek Financieel Stelsel 976
  - time-phased voting 769, 837, 1030
    - Siehe auch:* tenure voting; Treuestimmrecht
  - Times 1000 184, 197, 201, 209, 629, 660
  - Tobin'sche Q, Tobin's Q 596–600, 653, 676, 1020
    - als Indikator für den Unternehmenserfolg 599
    - Berechnungsschwierigkeiten 598
  - Trade Union Congress (TUC) 178, 187, 262, 780
  - transient investor, transient institution, transient owner 667, 669, 686, 688–689, 698–699, 703
  - Transparenzrichtlinie 791–792, 794, 871–872, 877, 920, 935, 971, 975, 1026–1027
    - Entstehungsgeschichte 872
- T**
- tacit collusion 654
  - Takeover Bids Network 870

- Reform der 872–873, 875–876, 899, 941, 947
- Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG) 369, 935, 937, 939
  - Gesetzgebungsverfahren 935
- Treuedividende 769, 780, 834, 838, 862, 895–896, 976
- Treuestimmrecht 304, 306, 310–312, 362, 364, 769, 813–815, 857, 870, 895, 899, 971, 973–975, 978, 1014–1016, 1030–1031, 1033
  - Bewertung
    - Association Française de la Gestion Financière (AFG) 835
    - ISS 836
  - Frankreich 821–838, 1025–1026
    - Wahrnehmung 311, 835–838
    - Wirkung für 828–836
  - Holdinggesellschaft 831
  - Italien 838, 978
  - Niederlande 838, 978, 1026
  - Opt-in 818, 824, 826, 835, 1026
  - Opt-out 818, 824, 831–835, 950, 1026
  - Protektionismus 833
  - rechtspolitische und -ökonomische Bewertung 832–835
  - statuarische Erhöhung der Mindesthaltedauer 826
  - Übergangsvorschrift 828
  - Umgehungen 831
  - Verzicht 825
  - Vorgabe von Modalitäten für die Ausübung 825

*Siehe auch:* Aktienhaltedauer; Mehrstimmrecht; Pflichtangebot
- Treuepflicht 730, 767, 800
  - für aktivistische Aktionäre 1031
  - für institutionelle Aktionäre 1030–1031

*Siehe auch:* fiduciary duty
- Trittbrettfahrerproblem 208, 213, 549, 735, 782, 863
- Trugschluss der verlorenen Kosten (sunk cost fallacy) 499
- trust approach 118
- Trustee 176, 194, 199, 219
  - -pflichten

*Siehe:* fiduciary duty
- trust firm 802
- trust fund theory 769
- trust law 220
- Tulpenmanie 716
- tunneling 24, 540, 883
- Turnbull Report 245
- Twentieth Century Fund Task Force on Market Speculation and Corporate Governance 124
- Tyco 140
- Tyson Report 248

## U

- Überbewertung 151, 158, 200, 205, 249, 403, 515 f., 570, 623, 669 f., 689, 697, 706, 718, 714–718, 759, 772
- Überfremdung 279, 280, 289–292, 296–300, 317, 340, 377–379, 1013
  - Schweiz 376 f., 1015
- Überinvestment 122, 407, 673
- Überkreuzbeteiligungen 225, 452
- Übernahme, Übernahmeangebot 98, 182–185, 190, 194, 198, 202–208, 213, 215, 226, 274, 353, 376, 381, 406, 421–427, 849, 1010, 1012, 1032
  - Abwehrinstrumente 103, 120, 149, 331–336, 422, 585, 723, 772, 845–851, 1017, 1021 f.
    - Auswirkungen
      - Aktienkurs 651
      - langfristige Investitionen 451, 650–657
      - spezifische Investitionen 427
    - Belegschaftsaktien 851

*Siehe auch:* antitakeover statutes; Mehrstimmrechtsaktie, Treuestimmrecht; poison pill; staggered board; tender offer; Verschuldung
  - Disziplinierungsinstrument 100–102, 194, 205
  - feindliche ~ 83, 98–119, 133, 206, 227–229, 235, 237, 241, 319, 329–335, 345 f., 399 f., 420, 422–424, 441, 529, 561, 658, 667–669, 1014, 1017

*Siehe auch:* Breach-of-Trust-Hypothese
- Einfluss auf langfristige Investitionen und Innovation 657–659
- Kontrollwechsel 152, 207, 565, 751, 849, 1017
- Mindestannahmeschwelle/Mindestannahmequorum 819, 837, 840–842, 857, 974, 1026
- Verhandlungsmacht, Investitionshorizont der Aktionäre 695
- schleichende 814, 832, 837, 840–843
- schuldenfinanzierte (Leveraged Buyouts) 112, 133, 184, 319, 363, 424, 861
- strategische 657, 676
- Zielgesellschaft 99 f., 108, 117, 192, 215, 230, 323–336, 341, 347, 363, 420–426, 587, 593 f., 657, 676, 678, 695, 819, 840–856

*Siehe auch:* Durchbrechungsregel; Markt für Unternehmenskontrolle; Neutralitätspflicht; tender offer

- Übernahmemarkt 150, 189, 194, 205 f., 253 f., 257, 332 f., 398 f., 413, 421, 788, 820, 857, 877, 923

- Übernahmeprämie 108, 185, 230, 695, 828
- Übernahmerecht 9, 14, 151, 419, 327–347, 766, 796 f., 849, 973 f., 1026, 1030  
*Siehe auch:* EU-Übernahmerichtlinie; Verhinderungsverbot
- Übernahmerichtlinie 323, 324, 337, 344, 345, 347, 820, 823, 843, 853, 865–867, 872, 876–878, 910, 1014 f., 1030  
 – Evaluation der ~ 345, 865 f., 872, 876, 910  
 – Optionsmodell 344, 866  
 – Short-termism-Kritik 866 f., 877  
 – Entwurf 329, 337, 340, 345
- Übernahmeverfahren 206, 853  
*Siehe auch:* EU-Übernahmerichtlinie
- Übernahmewelle 82–84, 99, 129–131, 203, 224, 152, 268, 270, 380, 470, 474, 658 f., 1012
- Überoptimismus 467, 500, 512 f., 515, 519, 526, 1018
- Überregulierung 893, 898, 905
- Überrendite 362, 457, 495, 580, 592, 593, 677 f., 777
- Überwachung, interne 683
- Überzeichnung 274, 1013
- UK Stewardship Code  
*Siehe:* Stewardship Code
- Umbrüche, wirtschaftliche 316, 537
- Umfragestudien 137, 175, 197 f., 201, 208–210, 247, 251, 270, 478, 481 f., 487 f., 496, 540, 543, 574, 626–642, 733, 939, 945, 1021  
 – Antwortverhalten, strategisches 641  
 – Erhebungszeitraum 627  
 – Great Place to Work 632  
 – Inter-Unternehmensstudien 627–639  
 – Interviewstudie 196–199, 202, 476, 487 f., 639  
 – Intra-Unternehmensstudie 627, 639 f.  
 – Kreis der Befragten 488, 627  
 – Unternehmensmanager 12, 190, 208 f., 444, 487, 626–631, 635 f., 638, 640–642, 713, 1021  
 – Rücklaufquote 444, 462 f., 488, 574, 628, 631, 635, 638, 640 f., 713, 939, 1021  
 – selection bias 476, 488, 641  
 – self selection 641  
 – Vorteile und Nachteile 640  
*Siehe auch:* Likert-Skala
- Umschlagsrate  
 – Aktienumschlag 107, 173, 176, 178, 194, 229, 453, 475, 602–613, 698–700, 726, 788  
 – Einfluss des Hochfrequenzhandels 607 f.  
 – ETF 779  
 – Investorenumschlag 694 f.  
 – Portfolioumsatz 605 f., 864  
 – Portfolioumschlag 563, 667–669, 687, 691, 684–703, 731, 860
- Umweltbelange 74, 263, 871, 958, 973, 987, 1024
- une action = une voix 823, 829 f., 833, 836
- Ungleichheit, soziale 60, 126, 420, 625, 800
- UN Global Compact 995
- un homme = une voix 833
- Unilever 715, 804, 945
- Unitary Structure (U-form) 131, 211, 473–475
- Universalbank 320, 550
- UN Principles for Responsible Investment 977, 983
- Unterbewertung 102, 158, 346, 353, 395, 400, 402 f., 413, 415–417, 487, 489 f., 593, 623, 689, 696 f., 714–716
- Unterinvestment 123, 398, 407, 600, 706, 1020
- Unternehmen, reifes 398
- Unternehmensberichterstattung 3, 9 f., 141, 147, 153, 241 f., 255 f., 261, 326, 396, 642, 723, 777, 780, 800, 812, 869–872, 1029 f., 1033  
 – narrative ~ 792 f., 873, 900
- Unternehmensbewertung 61, 202, 349, 403
- Unternehmensergebnisse, kurzfristige 135, 508
- Unternehmensfinanzierung 4, 38, 173–175, 179, 187, 207, 215, 227 f., 268, 270, 273, 319, 923, 1011, 1013
- Unternehmensführung 3, 10 f., 88, 111, 133, 192, 346, 363, 390, 412, 424, 562, 573, 581, 777, 858, 880, 887, 933, 959
- Unternehmensinteresse 285, 311, 814, 849, 932, 952, 957, 959, 964
- Unternehmenskommunikation 647, 689, 723, 730, 734, 1023
- Unternehmenskultur 156, 478–491, 566, 631, 639, 766, 807, 1018  
 – Begriff 478, 482  
 – Kulturassessment 485, 490  
 – kurzfristige Orientierung 482–491  
 – Zusammenhang mit Unternehmenserfolg 484
- Unternehmensleitbild 252, 316, 1030
- Unternehmensleitung 14, 49, 99 f., 119, 129, 158, 197, 226, 281, 294, 315, 383, 395, 421, 438, 507, 516, 518, 520, 533, 538, 542, 546, 549, 553, 563, 689, 816, 859, 887, 896, 1030  
 – Abberufung (auch: Vorstand) 3, 207, 452, 554, 762, 1022  
 – Amtszeit der ~  
 – Familiengesellschaften 538  
 – Folgen der Dauer 24 f., 248 f., 441, 450, 682  
 – relay process 679  
 – übliche Dauer 442–444, 553 f., 564, 679, 799, 1032  
 – Verhalten vor dem Amtswechsel 679

- Wirkung zunehmender Dauer 682–684, 721, 1022  
*Siehe auch:* Bestelldauer
  - Entscheidungshorizont der ~ 12, 626, 683, 1022
  - Unternehmensskandale 272, 353, 1007, 1013
  - Unternehmenssteuerung 94, 899, 944
  - Unternehmenswert, residualer 212
  - Unternehmensziel 10, 153, 223 f., 228, 240, 244, 269 f., 344, 383, 768 f., 783, 786 f., 796, 800, 806, 862, 871, 913, 932, 1012, 1026  
*Siehe auch:* Corporate Social Responsibility; enlightened shareholder value; enlightened stakeholder theory; shareholder value; Stakeholder; team production theory
  - Unterrendite 580, 593, 678
  - Unzulänglichkeiten des Managements  
*Siehe:* Managementfehler
  - uptick rule 670
  - US Chamber of Commerce 752
  - US Department of Justice, Antitrust Division 115
  - US Department of Labour, Leitlinien 220
  - US-GAAP 139, 145, 572, 925 f.
  - US-Kongress 139, 741–745, 1011
    - 98. U.S. Kongress 110
    - 99. U.S. Kongress 111–114, 118
    - Anhörungen 14, 107, 111 f., 115 f., 144–146, 159, 570, 574, 631, 741–745, 1024
  - U. S. Patent and Trademark Office (USPTO) 5, 701, 702
- V**
- Validität 533, 584, 1019
    - Augenschein-Validität 523
    - externe 491, 497, 504, 521–523, 642
    - interne 511 f., 523
    - Konstruktvalidität 590
  - Vanguard 603, 731, 778, 1001
  - Variable
    - erklärende 576, 578, 582
    - latente (unbeobachtbare) 489, 627, 712, 1020
  - Varieties of Capitalism 272, 325, 341, 343, 700, 1014
  - verarbeitende Industrie  
*Siehe:* Industrie
  - Verbriefungen 767, 879
  - Vereitelungsverbot 331, 341 f., 844
  - Verfügbarkeitsheuristik 504–508, 510–512, 531, 566, 726, 1018
  - Verfügbarkeitskaskade 505, 507, 509–511, 566
  - Vergütung, aktienbasierte 145 f., 53, 158, 208, 349 f., 409 f., 556–561, 648 f., 852, 1010, 1015
    - cliff vesting 649, 684
    - Erdienungszeitraum 557, 649, 806, 808
    - graded vesting 649
    - Haltedauer 73, 128, 145 f., 244, 806, 808
    - Haltepflicht 146, 557, 791
    - längerfristige 245, 411, 648
    - reale vs. virtuelle 560
  - Vergütungspolitik 433, 640, 859–861, 867, 881–883, 885–887, 892, 908, 910, 975, 982, 1026, 1032
    - Finanzsektor 859–861
    - langfristige Verhaltensanreize 887, 953, 955, 978
    - Obergrenze/Höchstgrenze 882, 965 f.
    - soziale Verantwortung 885
  - Siehe auch:* Managervergütung; Say on Pay; Vorstandsvergütung; Vergütung, aktienbasierte
  - Verhaltensökonomie 29 f., 49 f., 149 f., 384, 491–493, 503, 508, 521 f., 525, 566, 1009, 1018
    - Kontextabhängigkeit, Wechselwirkungen 499 f., 503, 522, 524, 533
  - Siehe auch:* Bias; Experiment; Validität, externe
  - Verhinderungsverbot/Vereitelungsverbot 331, 339, 341 f., 844
  - Verlustaversion 11, 491 f., 521, 534, 566, 1018
  - Vermögensverwalter 283, 412, 436, 690, 784 f., 790, 792, 864, 868 f., 880–886, 888–891, 896, 901–905, 981, 989–991, 998, 1000 f., 1004  
*Siehe auch:* Fondsmanager; Stewardship; Stewardship-Code
  - Verschuldung 112, 133, 362, 766, 781
    - als Abwehrinstrument 133, 652, 658
    - Hedgefonds, Private Equity 71, 362, 677, 731
    - Staats ~ 122, 276
  - Verschuldungsgrad 137, 208, 514, 653
    - Einfluss auf Investitionen 658
  - Verschwiegenheitspflicht 297, 856, 985
  - Versicherungen 173, 184, 302, 607, 691, 739, 800, 862, 888, 904, 996  
*Siehe auch:* Lebensversicherungen
  - Vertrag
    - impliziter 332, 420–422, 659
    - langfristiger ~ 422, 434
    - symbiotischer ~ 419
    - unvollständiger ~ 133, 116, 419, 425, 458
    - zweitbester ~ 435
  - Vertragserfüllung, nachlässige (shirking) 424
  - Verwaltungsstimmrecht 304, 311
  - Vignette 642
  - Vinkulierung 305, 379
  - voice 136, 368, 703, 901
  - Volatilität 176, 468, 514, 581, 612, 616, 620, 622, 624, 646, 689, 1017
    - des Aktienkurses 646, 689
    - volatility puzzle 514

- Volksinitiative gegen die Abzockerei 24 f., 966, 980, 1032
- Vorratsaktien 290–292, 301
- Vorrechte für langfristige Aktionäre 734, 977, 1030
- Mindesthaltedauer 142, 377, 748, 750–752, 754, 757, 802
  - Mindesthaltevolumen 748
- Siehe auch:* Aktienhaltedauer; Dividende; Treuestimmrecht
- Vorstandsvergütung (inkl.: Board, Verwaltungsrat) 243 f., 516, 948, 972
- Anreize zu Bilanzmanipulation 949
  - CEOs 648, 661, 667, 684, 690
  - Deutschland 556, 564
  - Einfluss kurzfristiger Aktionärsbasis 697
  - Ex-post-Kontrolle 966
  - internationaler Vergleich 555, 558
  - Komplexität 962
  - Einfluss kurzfristiger ~ auf längerfristige Ausgaben 648
  - Vergütungsprogramme, langfristige 245, 442, 721, 745, 767, 1032
  - Offenlegung 124, 356, 741, 864, 887, 948
  - Österreich 978 f.
  - ökologische und soziale Aspekte 883, 952 f., 957, 959
  - Pensionszusagen 557, 961
  - soziale Akzeptanz 949, 962, 964
  - Vergütungsausschuss 161, 243, 245, 250, 647
  - Vergütungsbericht 881, 885, 887, 1032
  - Vergütungskürzung 684, 690
  - Vergütungssystem 124, 392, 446 f., 486, 887, 896, 948, 950 f., 955 f., 959–961, 967
  - Deutsche Börse 557
  - Vergütungsvotum der Hauptversammlung
- Siehe:* Say on Pay
- Siehe auch:* Aktienoptionen; Greenbury Report; Managervergütung; Vergütung, aktienbasierte; Vergütungspolitik
- Vorstandsvorsitzender 314, 449, 679, 682
- Vorzugsaktien 305, 313, 367, 598
- W**
- Wachstumschance, Maß 659, 664–665, 708
- Wachstums Erwartung 709–710
- Wachstumsstrategie 581, 1003
- kapitalmarktorientierte Bewertung 709
- Wachstumsunternehmen 536, 718, 925, 928
- Wachtell, Lipton Rosen & Katz 103, 758
- wage distortion theory 431
- Wagniskapital 245, 970
- -beteiligungsgesetz 369
  - -geber 579, 969–970
- Wahlentscheidung, intertemporale 25, 34, 72, 386, 566
- Währungsreform 278, 280
- Walker Review 780–783, 861, 892, 909, 1025
- Wall Street 56–57, 86–87, 141, 168, 319, 358, 744, 777
- Wall Street Journal 86, 627
- Weimarer Republik 275, 302, 316, 376, 480, 686, 974, 1007, 1013, 1015
- Parallelen zu Österreich 376
- Weltkrieg
- Erster ~ 276, 284, 307, 377–379, 1015
  - Zweiter ~ 9, 79, 126, 160, 185, 271, 379, 1015
- Wertfunktion 497
- Wertindikator 537, 719
- Wertpapieraufschlagrätsel 495
- Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz 336–337, 344, 347, 372, 1015
- Wertpapierrichtlinie 906
- Wettbewerbsfähigkeit 80, 92, 119, 121–122, 127–129, 159, 196, 236, 245, 248, 258–259, 271, 273, 352, 362, 381, 813, 870, 934, 1003
- langfristige 35, 95, 138, 867–868, 889
- Wiedervereinigung 322, 348
- Williams Act 98, 109–111
- Wilson Committee 172–179, 238, 1011
- Wilson Review 172, 178, 268, 1011
- Windfall Profits 350
- Winsorizing, Winsorisierung 592–593
- winter of discontent 164
- Wirtschaftsblunder 228
- Wirtschaftspolitik, monetaristische 60, 163–164
- Wirtschaftsprüfer 146, 854–856, 896
- Worldcom 86, 139, 632, 761, 949
- World Economic Forum 358, 732, 999
- Z**
- Zeitgeist 130, 273, 388, , 1010–1013, 1028
- Zeithorizont 34, 48, 68, 73, 179, 226, 246, 374, 385, 601, 644, 690, 694, 696, 722, 726, 762, 790, 869
- unterschiedliche ~ 143, 245, 395, 430, 638, 761, 905, 1016
  - kurze/kurzfristige ~ 122, 128, 133, 195, 359, 363, 429, 474, 609, 619, 630, 889
  - lange/langfristige ~ 35, 227, 546, 580–581, 619, 630, 707
- Zeitinkonsistenz 501–504
- Zeitpräferenz 46–47, 72, 482, 920
- Zeitwert 800, 869
- -bilanzierung 880
- Siehe auch:* fair value
- Zins, risikofreier 67, 445, 457, 581, 704, 707–708

- Zitronenproblem 393, 402, 451, 516, 538  
Zufallsmehrheit 288, 291 f., 298, 300, 368  
Zukunftsausgabe 108, 395, 397  
    *Siehe auch:* Forschung & Entwicklung;  
    Patente  
Zwischenberichterstattung 921–928, 940  
    – DRS 6 – Zwischenberichterstattung 928,  
    936  
    – DRS 16 – Zwischenberichterstattung 936–  
    937  
    – Kosten 932  
Zwischenberichtspflicht 931 f.  
Zwischenmitteilung der Geschäftsführung 837–  
876, 935–939, 942  
    – Qualität 940

## Personenregister

- Abernathy, William J. 89–92, 119, 125, 131, 186, 474  
Adams, Michael 331 f., 334  
Aghion, Philippe 404  
Albert, Michel 9, 62, 156, 317–327, 340 f., 343 f., 347, 380, 480 f., 545, 562, 700, 1014 f.  
Ayrault, Jean-Marc 813 f.
- Bair, Sheila 759  
Barnier, Michel 869, 880, 882  
Barton, Dominic 732 f., 746  
Baums, Theodor 335, 549, 950, 952  
Bayer, Walter 371  
Bebchuk, Lucian 73, 148–150, 584, 592, 599, 742 f., 759–762, 768, 771–775  
Benartzi, Shlomo 495–497, 499  
Blair, Margaret M. 158  
Blair, Tony 166 f., 252 f., 266  
Bogle, John C. 603, 731, 778 f.  
Böhm-Bawerk, Eugen v. 43–47, 49, 1009  
Bolkestein, Frits 323 f., 341–343, 866, 911  
Bolton, Patrick 515 f., 518, 699  
Bratton, William W. 152  
Brav, Alon 592  
Brown, Gordon 166 f., 266  
Bruder, Gottfried 225, 228  
Brunzell, Tor 638  
Buffett, Warren 715, 731, 746, 1000  
Bullock, Alan 180  
Burkart, Mike 453  
Bushee, Brian J. 687–690, 693 f., 698, 703  
Bush, George W. 83, 85, 119, 127
- Cadbury, Adrian 191 f., 199, 222, 225, 239–242, 250, 1012  
Campbell, Tim S. 434 f., 449  
Carmel, Jonathan 409–412  
Chandler, Alfred D. 131, 132, 133, 473, 475  
Charkham, Jonathan P. 192 f., 199, 217, 224–230, 546, 798, 837, 1012  
Clinton, Bill 83, 84, 85, 92, 127, 324  
Clinton, Hillary 746 f.  
Coates, John C. 586, 745  
Coffee, John C. 102, 424–426, 593  
Cofferati, Sergio 884  
Cohen, Alma 584  
Collison, David 629
- Cox, George 796  
Cremers, Martijn 698 f.  
Cresson, Edith 322
- Dallas, Lynne 766 f.  
Davies, Paul L. 239, 260, 783, 794 f.  
Dechow, Patricia M. 679  
De Larosière, Jaques 858  
Deming, William E. 93 f., 131, 474  
Derrien, François 696 f.  
de Villepin, Dominique 846  
Dill, Verena 632, 634  
Dimon, Jamie 746, 1000  
Dobbs, Ian M. 466, 468  
Drucker, Peter F. 107 f., 116, 186 f., 332, 650
- Easterbrook, Frank H. 101–102, 104, 106, 118, 150  
Edmans, Alex 136, 453, 668, 804
- Faber, Joachim 73, 557, 957, 959  
Falk, Armin 481, 482  
Fama, Eugene F. 431  
Feder, Gottfried 306–308  
Ferrell, Allen 584  
Ferrand, Olivier 813  
Fick, Fritz 378  
Fillon, François 812  
Fink, Larry 734–735, 746, 1000  
Fisher, Irving 34, 46–47, 49, 1009  
Flechtheim, Julius 277, 286, 292, 297  
Francioni, Reto 360  
Franks, Julian 206–207, 214  
Fukuyama, Francis 318
- Gallois, Louis 814, 815  
Ganzer, Uwe 933  
Garvin, David A. 90–91, 460  
Gaspar, José-Miguel 694–695, 697–698, 701  
Geiler, Karl 292, 297  
Gigerenzer, Gerd 511  
Gilson, Ronald J. 149, 150  
Goldschmidt, Jakob 170, 292  
Gompers, Paul 584  
Gopalan, Radhakrishnan 557, 558  
Gordon, Robert W. 149, 150  
Graham, John R. 631–632

- Greenbury, Richard 243, 251  
 Grinyer, John 629  
 Guicciardini, Francesco 477
- Habersack, Mathias 895, 907  
 Hachenburg, Max 286, 898  
 Hahn, Dieter 332  
 Haldane, Andrew G. 66, 603–604, 665, 707–709, 798, 799, 800–801, 804  
 Hamel, Paul 299  
 Härter, Holger 933, 936  
 Harvey, Campbell R. 631, 632  
 Haussmann, Fritz 285–286  
 Hayes, Robert H. 74, 89–92, 99, 106, 119, 125, 131, 186, 460, 474  
 Herbert, Ulrich 348  
 Herzog, Roman 348  
 Heseltine, Michael 188  
 Heymann, Ernst 287, 291–292  
 Higgs, Derek 248–251  
 Hitler, Adolf 302, 306–308, 312  
 Hofstede, Geert 75, 136, 138–139, 480–482, 548  
 Holden, Brian 241  
 Hollande, François 813, 817, 819–820  
 Holmström, Bengt 402, 421, 431  
 Hopt, Klaus J. 336, 346, 985  
 Hornby, Simon 240  
 Hutton, Will 224, 252–253, 804
- Icahn, Carl 319, 746  
 Immelt, Jeff 746, 1000  
 Ishii, Joy 584
- Jacobs, Jack 765  
 Jacobs, Michael T. 119–124, 187, 226  
 Jensen, Michael C. 101–102, 111, 133, 151, 157–158, 213, 332, 410–411  
 Jevons, William Stanley 7, 31–34, 36, 45, 47, 1009  
 Jiang, Wie 592, 594  
 Jirjahn, Uwe 632–634  
 Johnson, Lyndon B. 79  
 Johnson, Thomas H. 94–98, 131–132, 460, 474–475
- Kallfass, Herman 545  
 Kaplan, Robert 94–98, 131–132, 136, 460, 474, 475  
 Kay, John A. 42, 517, 518, 521, 788–798  
 Keay, Andrew 264  
 Kecskés, Ambrus 696–697  
 Kengeter, Carsten 360–361, 943  
 Kennedy, John F. 79  
 Keynes, John Maynard 50–63, 167, 179, 246, 384, 405, 531, 597, 602, 611, 616, 718, 790, 1009, 1016, 1023  
 Kißkalt, Wilhelm 303–304, 309–310
- Klausing, Friedrich 314–315  
 Klein, Franz 376, 1008  
 Kuttner, Robert 776
- La Porta, Rafael 589, 675  
 Laverty, Kevin 68, 393, 485–489, 631  
 Lawson, Nigel 231–232  
 Lazonick, William 623–624  
 Lehmann, Julius 287, 289–291  
 Lehne, Klaus-Heiner 342, 872, 920  
 Levitt, Arthur 141  
 Leyens, Patrick 895  
 Liljebloom, Eva 463, 635, 638  
 Lipton, Martin 103–106, 108, 129, 132–134, 150–151, 330, 332, 758–759, 809, 999–1002  
 Lorsch, Jay W. 129, 628  
 Lowenstein, Louis 104–106, 119, 226, 332  
 Lüpold, Martin 379–380  
 Lutter, Marcus 966
- Macey, Jonathan 151–152, 424  
 MacIver, Elizabeth 628  
 Major, John 165–167  
 Manne, Henry 100, 151, 327  
 Marginson, David 487–489, 639–640  
 Marino, Anthony M. 434–435, 449  
 Marshall, Alfred 33–36, 47–50, 1009  
 Marsh, Paul 69, 189, 193–196, 208  
 Massa, Massimo 694–698, 701  
 Matos, Pedro 694–698, 701  
 Mayer, Colin 206–208, 214, 660, 801–804  
 May, Theresa 804–805  
 Mazzucato, Mariana 575, 579, 968–970  
 McAulay, Laurie 487–489, 639–640  
 McConnell, John J. 703  
 Meier-Schatz, Christian J. 100, 328–329  
 Metrick, Andrew 584  
 Milbourn, Todd 557  
 Milbradt, Konstantin 456–459  
 Miller, Geoffrey P. 404  
 Mitchell, Lawrence E. 154–158, 775  
 Montebourg, Arnoud 816  
 Müller-Erbach, Rudolf 294–297, 304–306, 309, 684, 686  
 Müntefering, Franz 354–355, 358  
 Myners, Paul 245–248, 780, 783, 791, 795, 1025
- Narayanan, M.P. 431–435, 439, 441, 445, 447, 449, 453  
 Nickel, Stephen 69–70  
 Noe, Christopher F. 445, 449  
 Nußbaum, Arthur 293–295
- Obama, Barack 744, 749  
 Oehmke, Martin 456, 458, 459
- Palley, Thomas I. 439–441, 445, 447, 449

- Panunzi, Fausto 453  
 Pareek, Ankur 698–699  
 Pareto, Vilfredo 34–36, 458, 530  
 Parkinson, John Edward 210–215, 545, 1012  
 Partnoy, Frank 592  
 Pennington, Robert R. 337  
 Phelps, Edmund 731–732  
 Pigou, Arthur Cecile 7, 8, 35–52, 56, 61, 385, 1009  
 Pinner, Albert 287, 290, 291  
 Pitt, Harvey 141, 775  
 Plender, John 199, 206  
 Ploix, Hélène 228  
 Porter, Michael E. 121–124, 127–129, 134, 226, 258–259, 326, 428, 485, 684–687, 1010  
 Poterba, James M. 462, 629–630  
 Prowse, Michael 126  
 Prowse, Stephen D. 137
- Rajgopal, Shiva 631  
 Rappaport, Alfred 126, 153, 186, 776–778  
 Rathenau, Walther 8, 61, 282–286, 289–290, 378, 1013  
 Reagan, Ronald 81–83, 121, 126, 164, 318, 319, 323  
 Rebello, Michael J. 445, 449  
 Regan, Edward 130  
 Reich, Robert B. 92, 93, 99, 131, 474  
 Ricart i Costa, Joan 431  
 Rock, Kevin 404  
 Roe, Mark 518, 520, 608, 771–772  
 Rosanvallon, Pierre 321  
 Röttgen, Norbert 952–953  
 Roush, Melvin 640  
 Ruffner, Markus 388, 393  
 Russell, Alex 629
- Sarkozy, Nicolas 810  
 Schacht, Hjalmar 278, 302, 309–314, 1014  
 Schapiro, Mary 749  
 Schein, Edgar H. 485  
 Scheinkman, José 515–518, 699  
 Scherer, Frederic M. 115, 464, 570, 574  
 Schick, Gerhard 935  
 Schiller, Karl 921  
 Schlegelberger, Franz 302, 309–315  
 Schmulewitz, Maximilian 297  
 Schnitzer, Monika 425  
 Schultze, Charles L. 126  
 Schweitzer, Louis 813  
 Seibert, Ulrich 351, 363–366  
 Seifert, Werner 360  
 Shiller, Robert 124  
 Shleifer, Andrei 213, 412, 414–418, 420–421, 423, 436, 441, 445, 510, 671  
 Sintenis, Gustav 299  
 Sloan, Richard G. 679
- Smith, Adam 7, 17, 21–31, 36, 47–48, 1008, 1009  
 Smith, Steven C. 632, 634  
 Solmssen, Georg 287–290, 292–294, 301  
 Stein, Jeremy 362, 392–394, 398–404, 406–411, 414, 417–418, 426, 432, 440, 469, 508, 517, 541, 646, 671, 696  
 Stone, Oliver 358  
 Stout, Lynn 731  
 Strine, Leo 730, 761, 763–765, 768  
 Stringer, Scott M. 755  
 Summers, Lawrence H. 213, 418, 420–421, 423, 441, 445, 462, 629–630  
 Sykes, Allen 241–242
- Thakor, Anjan V. 436–437, 439, 444–445, 447, 449, 463–465, 557  
 Thaler, Richard 493, 495–497, 499  
 Thatcher, Margaret 164–167, 181, 187, 268, 271, 323, 1011  
 Thesmar, David 696–697  
 Thomas, Randall S. 592  
 Thüsing, Gregor 954  
 Tobin, James 124, 597  
 Troost, Axel 936  
 Trump, Donald 747
- Ubben, Jeff 746, 1000
- Vaihekoski, Mika 635, 638  
 Valter, Clotilde 819–820, 846, 851  
 van Zijl, Tony 640  
 Veil, Rüdiger 900  
 Vishny, Robert W. 412–418, 436, 510, 671  
 von Falkenhausen, Bernhard Freiherr 330  
 von Hein, Jan 303  
 von Moltke, Helmut 125  
 von Thadden, Ernst Ludwig 454–456  
 von Werder, Andreas 557
- Wahal, Sunil 703  
 Walker, D. A. 231  
 Walker, David 781–783, 861, 892, 909, 1025  
 Werner, Winfried 331–332  
 White, Mary Jo 755–756  
 Wiedeking, Wendelin 933  
 Wiethölter, Rudolf 297  
 Williamson, Oliver E. 131, 473  
 Wilson, Harold 172  
 Wiseman, Mark 733, 746
- Xiong, Wei 515–516, 518, 699
- Žitňanská, Lucia 886