

Hellwig, Martin

**Working Paper**

## Zur Problematik staatlicher Beschränkungen der Beteiligung und der Einflussnahme von Investoren bei großen Unternehmen

Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, No. 2008,44

**Provided in Cooperation with:**

Max Planck Institute for Research on Collective Goods

*Suggested Citation:* Hellwig, Martin (2008) : Zur Problematik staatlicher Beschränkungen der Beteiligung und der Einflussnahme von Investoren bei großen Unternehmen, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, No. 2008,44, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/32210>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



Zur Problematik staatlicher  
Beschränkungen der  
Beteiligung und der  
Einflussnahme von  
Investoren bei großen  
Unternehmen

Martin Hellwig





# **Zur Problematik staatlicher Beschränkungen der Beteiligung und der Einflussnahme von Investoren bei großen Unternehmen**

Martin Hellwig

December 2008

# Zur Problematik staatlicher Beschränkungen der Beteiligung und der Einflussnahme von Investoren bei großen Unternehmen

Koreferat bei der Tagung 150 Jahre ZHR  
Juni 2008<sup>1</sup>

Martin Hellwig

## Zusammenfassung

Der Aufsatz leistet einen Beitrag zur Diskussion um zusätzliche Beschränkungen der Beteiligung und Mitwirkung von Investoren an Aktiengesellschaften. Teil 1 stellt die Diskussion um die Beteiligung ausländischer Staatsfonds und die Einflussnahme von Hedge Fonds an deutschen Unternehmen in den allgemeinen Kontext der Diskussion über Unternehmenskontrolle und *Corporate Governance*. Teil 2 gibt einen Überblick über die relevante europäische Rechtsprechung. Teil 3 geht auf Fragen der inhaltlichen Wertung ein. Abschnitt 3.1 nimmt Stellung zur Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs. Abschnitt 3.2 diskutiert die Vorstellung von einer „gesellschaftlichen Verantwortung“ der Unternehmen. Abschnitt 3.3 weist darauf hin, dass die Regelung der Beziehungen zwischen den von den Entscheidungen eines Unternehmens betroffenen Parteien als Teil des *Ordre Public* Aufgabe des nationalen Gesetzgebers ist und dass das angelsächsische Prinzipal-Agenten-Modell diese Aufgabe erheblich einengt. Abschnitt 3.4 schließlich erläutert, warum Beschränkungen der Beteiligung und Mitwirkung von Investoren bei Aktiengesellschaften nicht geeignet sind, vermutete Dysfunktionalitäten des derzeitigen Systems der *Corporate Governance* zu korrigieren.

---

1 Der nachfolgende Text beruht teilweise auf einem Gutachten, das ich im Herbst 2007 für den Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung gemacht habe, das dann zur Grundlage für Kapitel VII des Jahresgutachtens 2007/2008 wurde; siehe Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, *Das Erreichte nicht verspielen: Jahresgutachten 2007/2008*, Wiesbaden 2007.

## 1. Einführung

Seit einem Jahr wird in Politik und Medien das Vorhaben diskutiert, gewisse Beteiligungen ausländischer Investoren an deutschen Unternehmen einer staatlichen Genehmigungspflicht zu unterwerfen. Auslöser dieser Diskussion war die Entscheidung der Volksrepublik China, die aufgrund erheblicher Handelsbilanzüberschüsse akkumulierten Reserven auch zur Anlage in Unternehmensbeteiligungen zu nutzen und zu diesem Zweck eine staatliche Anlagegesellschaft zu gründen. Diese Entscheidung weckte die Befürchtung, ausländische Staatsfonds könnten die mit solchen Beteiligungen einhergehenden Einflussmöglichkeiten zur Durchsetzung von politischen Zielen der Eigentümerstaaten benutzen. Die geplante Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes soll dem entgegenwirken.

Allerdings geht es nicht nur um Staatsfonds. Die Diskussion um ausländische Staatsfonds ist nur ein Teil einer allgemeineren Diskussion über Unternehmensbeteiligungen und *Corporate Governance* in Deutschland. Diese Diskussion betrifft auch die vorgebliche oder tatsächliche Ausrichtung von Vorständen und Aufsichtsräten auf eine Erhöhung der *Shareholder Value*, des Börsenwertes des Unternehmens, und die damit einhergehende Explosion der Managemententlohnung seit 1995, die Zunahme faktischer Einflussmöglichkeiten von Hedge Fonds auf die Unternehmenspolitik großer Aktiengesellschaften sowie die Parallelentwicklung, dass Private Equity auch im mittelständischen Bereich Einfluss nimmt und Restrukturierungen von Unternehmen durchführt. Das derzeit im Gesetzgebungsprozess befindliche *Risikobegrenzungs-gesetz* gehört auch in diesen Kontext. Es soll die Einflussmöglichkeiten von Hedge Fonds und anderen institutionellen Investoren beschränken, indem bei abgestimmtem Verhalten verschiedener Investoren auf Hauptversammlungen die Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes zu Melde- und Erklärungspflichten und zur Abgabe eines Pflichtangebots auf die von diesen Investoren zusammen gehaltenen Anteile abstellen und nicht auf die Anteile der einzelnen Investoren jeweils für sich.

Im Kern geht es darum, dass die Verfügungsgewalt über ein Unternehmen und seine Vermögenswerte dem Inhaber dieser Gewalt eine gewisse Macht gibt – Macht über die Arbeitnehmer, die sich auf die Tätigkeit in diesem Unternehmen eingestellt haben, Macht über die Zulieferer, die ihre Geschäftsmodelle auf das Unternehmen zugeschnitten haben, Macht auch über die Vertreter des Gemeinwesens, die sich daran gewöhnt haben, dass Steuern und Spenden, manchmal auch nur ein gewisses Wohlverhalten des Unternehmens ihre Tätigkeit erleichtern. Die durch die Auflösung der Deutschland AG und verschiedene andere Entwicklungen der Jahre seit 2000 bewirkten Umstrukturierungen haben dies den Betroffenen auf schmerzliche Weise deutlich gemacht. Vorhaben wie die geplante Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes und das Risikobegrenzungs-gesetz stoßen auf große Resonanz bei denen, die durch die Umstrukturierungen ihre Arbeitsplätze verlieren oder auch nur ihre Arbeitsplatzsicherheit bedroht sehen, und bei denen, die sich als Sachwalter dieser Arbeitnehmer verstehen oder verstanden wissen wollen. Die Resonanz ist um so größer, als die Empörung über die Umstrukturierungen und ihre Kosten einhergeht mit der Empörung über die Explosion der Managementeinkommen, die, wie man annimmt, durch die Umstrukturierungen möglich gemacht werden. Entlassungen von Arbeitnehmern als

Mittel zur Bereicherung von Unternehmensvorständen und Kapitaleignern – ein solcher Zusammenhang enthält politischen Sprengstoff.<sup>2</sup>

Allerdings dienen die Gesetzesvorhaben, die derzeit diskutiert werden, auch vor einigen Jahren das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, vor allem dazu, *nicht* dazu, die Ausübung von Macht durch Unternehmensvorstände und Aufsichtsräte zu beschränken oder zu kanalisieren. Sie dienen vielmehr dazu, diese Machthaber in den Unternehmen selbst besser gegenüber einer Einflussnahme durch externe Anteilseigner zu schützen. Bemerkenswerterweise gehören Vorstände und Aufsichtsräte zu denen, die mit am lautesten nach einer staatlichen Beschränkung oder Kontrolle der Einflussnahme von Hedge Fonds und ausländischen Staatsfonds rufen.

Dies ist insofern paradox, als vieles von dem, was Unruhe oder Empörung auslöst, gar nicht von Hedge Fonds und ausländischen Investoren ausgeht, sondern von den etablierten Vorständen und Aufsichtsräten. Die im Zuge der Fusion mit Rhône-Poulenc erfolgte Abwanderung von Höchst nach Frankreich entsprach dem Willen des damaligen Vorstandsvorsitzenden. Das Vorhaben, im Zuge einer Fusion der Deutschen Börse AG mit der London Stock Exchange den Handel in Aktien etablierter Unternehmen nach London zu verlagern, entsprach dem Willen des Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Börse AG. Letzterer Vorgang war auch deshalb bemerkenswert, weil der gleich zweimal unternommene Versuch des Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Börse AG, die Mittel seines Unternehmens zu benutzen, um sich selbst zum CEO der London Stock Exchange zu befördern, auf deutlich weniger Kritik in der Öffentlichkeit stieß als der Versuch einiger Hedge Fonds, ihn daran zu hindern.

Das Paradox löst sich auf, wenn man erwägt, dass Geld in Deutschland nicht als eine legitime Quelle von Macht angesehen wird, wohl aber die Stellung in einer Hierarchie. Die Versuche des Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Börse AG, sich selbst zum CEO der London Stock Exchange zu befördern, wurden trotz allem, was sie für das Unternehmen Deutsche Börse AG und für den Finanzplatz Frankfurt bedeutet hätten, nicht als illegitim betrachtet, erfolgten sie doch in Wahrnehmung seiner Kompetenzen als Vorstandsvorsitzender. Die Kritik der Hedge Fonds dagegen erfolgte unter Berufung auf Betroffenheit und Mitwirkungsansprüche eines Anteilseigners. Diese Kritik wurde in den Medien als ungehörig betrachtet, da der Einsatz von Geld zum Aufkauf von Beteiligungen nicht als legitime Quelle von Macht und Einfluss angesehen wird.

Die derzeit im Raum stehenden Gesetzesvorhaben wie auch schon früher das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz entsprechen diesem Denkmuster. Hier geht es darum, die Möglichkeiten einer Einflussnahme externer Kapitaleigner zu beschränken. Dass solche Beschränkungen die Macht der Vorstände und Aufsichtsräte *de facto* möglicherweise vergrößern, auch dass eine solche Vergrößerung der Macht von Vorständen und Aufsichtsräten

---

2 Erwägt man, dass es sich bei den Vorstandsgehältern um Millionenbeträge, bei den Unternehmensgewinnen dagegen um Milliardenbeträge handelt, so mag dieser Zusammenhang zunächst als absurd erscheinen. Er erscheint als weniger absurd, wenn man erwägt, dass die Steigerung von *Shareholder Value* als Rechtfertigung für die Höhe der Vorstandsgehälter fungiert und dass dieses System der Vorstandsentslohnung die Bereitschaft der Unternehmensvorstände, gewinnsteigernde Umstrukturierungen vorzunehmen, verstärkt hat.

möglicherweise dazu beiträgt, die Spielräume für Erhöhungen von Vorstandsgehältern und für Strategien zur Übernahme anderer Unternehmen und zur Umstrukturierung noch zu erweitern, wird dabei nicht berücksichtigt.<sup>3</sup> Gleichwohl wird die Diskussion über diese Gesetzesvorhaben auch durch das gerade durch diese Entwicklungen verursachte Unbehagen geprägt.

Die anstehenden Gesetzesvorhaben stehen in einer politischen Tradition und einer Rechtsstradition, in der der Aktionär nicht als Eigentümer des Unternehmens angesehen wird, sondern als Eigentümer der Aktie. Als solcher kann er die gesetzlichen Mitwirkungsrechte in Anspruch nehmen, hat aber keine darüber hinaus gehenden Rechte. In den angelsächsischen Ländern spielt demgegenüber die Auffassung eine Rolle, dass die Aktionäre letztlich die Eigentümer des Unternehmens sind. Der Unterschied der Auffassung zeigt sich beispielsweise darin, dass die Unternehmensleitungen im Verhältnis zu den Aktionären gewissen treuhänderischen Pflichten („fiduciary duty“) unterliegen und auf Schadensersatz verklagt werden können, wenn sie diese verletzen. Ein Verhalten wie das des Vorstands der Thyssen AG, der im April 1998 Politik und Öffentlichkeit gegen das Übernahmeverhaben von Krupp mobilisierte und dadurch erreichte, dass dieses zurückgenommen wurde, hätte in den USA Anlass zu einer Verbandsklage auf Schadensersatz gegeben, führte es doch dazu, dass der Börsenwerts des Unternehmens wieder auf ca. 12 Mrd. DM zurückging, mehr als 3 Mrd. unter dem zwischenzeitlichen Wert und unter dem Angebot von Krupp.<sup>4</sup>

Der Unterschied zwischen den deutschen und angelsächsischen Vorstellungen von der Rolle des Aktionärs und vom Verhältnis des Aktionärs zur Unternehmensleitung führt dort zu Konflikten, wo die verschiedenen Vorstellungen in der Praxis kollidieren. Das betrifft zum einen die deutschen Unternehmen, die an der New Yorker Börse gehandelt werden und in diesem Zusammenhang auch US-amerikanischem Recht unterliegen, zum anderen das Verhältnis zwischen dem deutschen Recht und dem europäischen Recht, das in der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) in erheblichem Maße angelsächsische Rechtsvorstellungen integriert.

## **2. Europarechtliche Rahmenbedingungen: EG-Vertrag und Rechtsprechung**

Die Rechtsprechung des EuGH setzt der nationalen Gesetzgebung zur Beteiligung von Anlegern an Gesellschaften, deren Anteile auf dem offenen Markt gehandelt werden, und zur Wahrnehmung der damit verbundenen Mitwirkungsrechte enge Grenzen. Dies wird in der deutschen poli-

---

3 Zur wissenschaftlichen Diskussion über das Problem der Unternehmenskontrolle vgl. A. Shleifer und R. Vishny, A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52 (1997), 737 – 783, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer und R. Vishny, Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106 (1998), 1113 – 1155, M. Hellwig, On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control, in: X. Vives (ed.), *Corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge 2000, 95 – 134.

4 Diese Rolle von „fiduciary duty“ in den USA wurde in Deutschland unterschlagen, als man in der Diskussion um das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz erklärte, eine Neutralitätspflicht für Unternehmensvorstände sei nicht angebracht, schließlich gebe es das in den USA auch nicht. Ein Vorstand in den USA, dessen Verhalten in einem Übernahmekampf zum Schaden der Aktionäre handelt, muss mit einer Verbandsklage auf Schadensersatz rechnen.

tischen Diskussion gerne verdrängt. Es heißt dann, die anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union schützten ihre Unternehmen doch auch vor ausländischer Einflussnahme. Nicht oder nur wenig beachtet wird der Umstand, dass die ganz überwiegende Zahl solcher Schutzmaßnahmen anderer Mitgliedstaaten der EU vom Europäischen Gerichtshof untersagt worden sind.<sup>5</sup>

Die grundlegenden Vorschriften sind Art. 56 (Kapitalverkehrsfreiheit) und Art. 43 (Niederlassungsfreiheit) des EG-Vertrages. Die Rechtsprechung des EuGH stützt sich zumeist auf Art. 56 EG und lässt dann nebenher einfließen, Art. 43 EG sei grundsätzlich auch berührt, doch seien in den betreffenden Fällen etwaige Verletzungen der Niederlassungsfreiheit so eng mit Verletzungen der Kapitalverkehrsfreiheit verbunden, dass eine getrennte Untersuchung sich erübrige.<sup>6</sup>

Nach Art. 56 EG sind grundsätzlich alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs verboten.<sup>7</sup> Dabei legt das Gericht die Begriffe des Kapitalverkehrs und der Beschränkung des Kapitalverkehrs vom Gericht sehr weit aus. Gleichzeitig setzt es sehr enge Grenzen für die nach Art. 58 EG zulässige Ausnahmen vom Verbot der Beschränkungen des Kapitalverkehrs. Daher lässt die Rechtsprechung dem nationalen Gesetzgeber wenig Gestaltungsfreiheit.

Der der Begriff des Kapitalverkehrs im Vertrag selbst nicht weiter spezifiziert ist, greift der EuGH bei der Interpretation dieses Begriffes regelmäßig auf die im Anhang zur Kapitalverkehrs-Richtlinie von 1988 enthaltene Nomenklatur zum Kapitalverkehr zurück.<sup>8</sup> Darin wird der Erwerb eines Aktienpakets, das dem Erwerber die Möglichkeit gibt, an der Verwaltung oder Kontrolle eines Unternehmens teilzuhaben, den Direktinvestitionen zugeordnet, die ihrerseits eine Form des Kapitalverkehrs sind. Mitgliedstaatliche Vorschriften, die den Erwerb eines solchen Aktienpakets betreffen, sind daher nach europäischem Recht verboten, wenn sie diese Art der Direktinvestition beschränken.

Nach Auffassung des Gerichts liegt eine Beschränkung vor, wenn die betreffenden Beschränkungen der Möglichkeiten, nach Maßgabe der erworbenen Beteiligung an der Verwaltung oder Kontrolle eines Unternehmens teilzuhaben, einen potentiellen ausländischen Erwerber entmutigen und vom Erwerb der betreffenden Beteiligung abhalten können. Nach diesem Kriterium betrachtet es beispielsweise Stimmrechtsbeschränkungen für private Anleger oder „Golden Shares“, Sonderstimmrechte für staatliche Instanzen, als Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit. Dabei spielt es für das Gericht keine Rolle, ob die betreffende Beschränkung

---

5 Einen Überblick über bereits abgeschlossene Verfahren geben A. Nourry und N. Jung, EU State Measures against Foreign Takeovers: „Economic Patriotism“ in All But Name, *Competition Policy International* 2 (2006), Nr. 2, 99 - 127

6 So etwa Randnr. 52 in der Rs. C-98/01, Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland, Slg. 2003, I-04641. Ähnlich Rs. C-112/05, Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Bundesrepublik Deutschland, Randnr. 54.

7 Ausgenommen von dieser Vorschrift ist lediglich die Rüstungsindustrie. Für diese räumt Art. 196 EG den Mitgliedstaaten das Recht ein, die zur Wahrung ihrer Sicherheitsinteressen erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, soweit sie die Erzeugung von Waffen, Munition und Kriegsmaterial oder den Handel damit betreffen. Das bietet auch die Möglichkeit, ausländische Beteiligungen an Rüstungsunternehmen zu untersagen.

8 Richtlinie 88/361/EEC.



auch für inländische Beteiligungserwerber gilt.<sup>9</sup> Es spielt auch keine Rolle, ob die Beschränkung auf einem Gesetz oder auf der Satzung eines Unternehmens beruht, sofern die betreffende Rechtsgrundlage selbst ihren Ursprung in einem staatlichen Rechtssetzungsakt hat.<sup>10</sup>

Bei den in Art. 58 EG genannten Ausnahmen vom Verbot von Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit geht es zum einen um die Anwendung steuerrechtlicher Vorschriften, die die Anleger je nach Wohnort oder Kapitalanlageort unterschiedlich behandeln, zum anderen die Durchsetzung innerstaatlicher Vorschriften, insbesondere auf dem Gebiet des Steuerrechts und der Finanzaufsicht, zum dritten schließlich um „Maßnahmen ... , die aus Gründen der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit gerechtfertigt sind“. Allerdings darf es sich bei diesen Ausnahmen nicht um „Mittel zur willkürlichen Diskriminierung“ oder „eine verschleierte Beschränkung des freien Kapitalverkehrs“ handeln. Dazu erklärt der EuGH, die Ausnahmen müssten eng ausgelegt werden, daher könne ihre Reichweite nicht einseitig von den Mitgliedstaaten festgelegt werden, sondern unterliege der Kontrolle durch die Gemeinschaftsinstitutionen.<sup>11</sup>

Von den genannten Ausnahmen ist im vorliegenden Zusammenhang vor allem das Kriterium der öffentlichen Ordnung und Sicherheit von Interesse. Dieses Kriterium wird allerdings vom EuGH eng ausgelegt. Rein wirtschaftliche Belange oder Ziele der Wirtschaftspolitik fallen nicht darunter. Portugal etwa hatte bei der Privatisierung von Unternehmen Obergrenzen für die Beteiligung ausländischer Investoren festgesetzt und zur Begründung angeführt, dies sei notwendig, um die mit der Privatisierung verfolgten Ziele, Einflussnahme auf die Wahl der strategischen Partner, Stärkung wettbewerblicher Strukturen in den Märkten, Steigerung der Effizienz der Unternehmen, nicht zu gefährden. Der EuGH stellte dazu fest, bei diesen Zielen handle es sich *nicht* um Belange der öffentlichen Sicherheit und Ordnung im Sinne von Art. 58 EG.<sup>12</sup> Man kann vermuten, dass das Gericht ähnlich urteilen würde, wenn der deutsche Gesetzgeber den Schutz von Arbeitsplätzen als Grund für eine Beschränkung bestimmter ausländischer Beteiligungen oder als Kriterium für eine Genehmigung bestimmter ausländischer Beteiligungen angäbe.

Demgegenüber gehört die Sicherheit der Energieversorgung grundsätzlich zu den Belangen der öffentlichen Sicherheit und Ordnung nach Art. 58, „da nicht nur das Funktionieren seiner Wirtschaft, sondern vor allem auch das seiner Einrichtungen und seiner wichtigen öffentlichen Dienste und selbst das Überleben seiner Bevölkerung“ davon abhängen. Das Gericht stellt hier

---

9 Rs. C-98/01, Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Vereinigtes Königreich (Fn. 6), Randnr. 47. 54

10 Rs. C-98/01, Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Vereinigtes Königreich (Fn. 6), Randnr. 48.

11 Rs. C-483/99, Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Französische Republik, Slg. 2002, I-4781 ff., Randnr. 48.

12 Rs. C-367/98, Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Portugiesische Republik, Slg. 2005, I-4731, Randnr. 52.

darauf ab, dass das Interesse an einer Mindestversorgung mit Energie „über Erwägungen rein wirtschaftlicher Art“ hinausgeht.<sup>13</sup>

Jedoch muss eine Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit durch einen Mitgliedstaat, die einem Belang der öffentlichen Sicherheit und Ordnung dienen soll, dem Verhältnismäßigkeitsprinzip genügen: Sie muss für den angegebenen Zweck geeignet und notwendig sein, und sie darf nicht über das hinausgehen, was zum Erreichen des Zwecks erforderlich ist. Es darf nicht der Fall sein, dass das betreffende öffentliche Interesse genauso gut durch andere, die Kapitalverkehrsfreiheit nicht verletzende Eingriffe wahrgenommen werden könnte. Zu denken ist insbesondere an Eingriffe der sektorspezifischen Regulierung zur Durchsetzung des öffentlichen Interesses in den Netzindustrien und an die wettbewerbsrechtliche Fusionskontrolle zur Durchsetzung des öffentlichen Interesses an wettbewerblichen Marktstrukturen.<sup>14</sup>

Auch dürfen Sonderregeln nicht diskriminatorisch angewandt werden. Untersagt ist insbesondere eine unterschiedliche Behandlung von Inländern und Ausländern, ferner auch eine unterschiedliche Behandlung von privaten und öffentlichen Unternehmen.<sup>15</sup>

Schließlich müssen die Sonderregeln und der Modus ihrer Anwendung transparent und justizierbar sein; auf keinen Fall dürften Vagheiten der Formulierung eine Handhabe zu willkürlicher Anwendung bieten.<sup>16</sup>

In den Fällen vor dem europäischen Gerichtshof ging es um folgende Arten von Sonderregeln:

Beschränkungen ausländischer Beteiligungen an bestimmten Arten von Unternehmen (Portugal)

- Genehmigungspflichten für das Überschreiten von kritischen Anteilsschwellen bei bestimmten Arten von Unternehmen (Frankreich)
- Staatliche Vetorechte bei strategisch bedeutsamen Entscheidungen bestimmter Arten von Unternehmen (Frankreich, Italien, Spanien, Vereinigtes Königreich)
- Staatliche Vetorechte bei bestimmten Veräußerungen von Kapitalanteilen (Frankreich, Vereinigtes Königreich)
- Staatliche Vetorechte bei Entscheidungen über den Transfer bestimmter, für die Energieversorgung wichtiger technischer Installationen (Belgien)

---

13 Rs. 72/83, *Campus Oil Ltd. gegen Minister for Industry and Energy*, Slg. 1984, 2727, Randnr. 7, vom EuGH zitiert in Rs. C-483/99, *Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Französische Republik* (Fn. 10), Randnr. 47, und in Rs. C-503/99, *Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Königreich Belgien*, Slg. 2002, I-4809, Randnr. 46.

14 Rs. C-174/04, *Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Italienische Republik*, Slg. 2005, I-4933, und C-367/98, *Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Portugiesische Republik*, (Fn. 11).

15 Rs. C-174/04, *Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Republik Italien* (Fn. 13).

16 Rs. C-483/99, *Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Französische Republik* (Fn. 10) und Rs. C-503/99, *Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Königreich Belgien* (Fn. 12).

- Stimmrechtsbeschränkungen für private oder für ausländische öffentliche Anteilseigner (Verinigtes Königreich, Italien, Deutschland)
- Staatliche Sonderrecht zur Entsendung von Vertretern in die Gremien des Unternehmens (Frankreich, Deutschland).

Zu den betroffenen Unternehmen gehörten unter anderen eine Erdölgesellschaft in Frankreich (Elf-Aquitaine), verschiedene Elektrizitäts- und Gasversorger in Belgien und Italien, die spanische Telefongesellschaft, die für die britischen Flughäfen zuständige British Airports Authority plc., schließlich auch die Volkswagen AG. Das sind fast durchweg Unternehmen im Infrastrukturbereich, wie sie in der deutschen Diskussion als Paradebeispiele für nationale Belange genannte werden, die nicht unter die Kontrolle von Ausländern kommen dürften.<sup>17</sup>

In *allen* Verfahren außer dem gegen das Königreich Belgien hat der Europäische Gerichtshof der Europäischen Kommission recht gegeben und die jeweilige mitgliedstaatliche Vorschrift für unvereinbar mit dem Gemeinschaftsrecht erklärt. Von besonderem Interesse ist der belgische Fall.<sup>18</sup> Hier ging es um Sonderrechte des belgischen Staats bei den Unternehmen Société Nationale de Transports par Canalisation und Distrigaz. Das belgische Gesetz sah vor, dass die betroffenen Unternehmen den zuständigen Minister im Vorhinein über jeden vorgesehenen oder etwa aufgrund einer Sicherheitenstellung möglich werdenden Besitzerwechsel bei ihren Netzen unterrichten müssten und dieser dann Einspruch erheben könnte. Ferner hatte der Minister das Recht, zwei Vertreter in die Leitungsgremien der Unternehmen zu senden, auf deren Vorschlag er Beschlüsse dieser Gremien, die der nationalen Energiepolitik zuwider liefen, annullieren könnte. Das Gericht beurteilte diese Regelungen als Beschränkungen des Kapitalverkehrs, akzeptierte sie aber dennoch aufgrund folgender Erwägungen:

- Es gab keine Genehmigungspflicht, sondern nur ein staatliches Einspruchsrecht, dessen Wahrnehmung an klare Regeln, insbesondere hinsichtlich der zu wahrenen Fristen gebunden war.
- Die staatlichen Einspruchsrechte bezogen sich nur auf bestimmte Arten von Entscheidungen über bestimmte Vermögenswerte, nämlich die Netze, nicht aber auf die Unternehmenspolitik insgesamt.
- Die betroffenen Unternehmen konnten gegen die Wahrnehmung der staatlichen Einspruchsrechte durch den Minister die Gerichte anrufen.

---

17 Die British Airports Authority plc ist 2006, drei Jahre nach dem betreffenden Urteil des EuGH, von dem spanischen Unternehmen Ferrovial übernommen worden. In Anbetracht dieses Präzedenzfalls ist kaum vorstellbar, dass im entsprechenden Fall ein Verweis auf die nationale Bedeutung der Fraport AG vor dem Gericht Bestand hätte.

18 Rs. C-503/99, Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Königreich Belgien (Fn. 12).

Dagegen lehnte der EuGH die „Golden Shares“ von Frankreich und dem Vereinigten Königreich bei Elf Aquitaine und der British Airports Authorities plc ab.<sup>19</sup> Frankreich hatte vorgetragen, die „Golden Share“ sei erforderlich, um sicherzustellen, dass die Elf Aquitaine gehörenden Erdölreserven im Ausland gegebenenfalls für die französische Energieversorgung zur Verfügung ständen. Der Europäische Gerichtshof akzeptierte das Anliegen als solches, monierte aber, dass die für den Erwerb kritischer Anteile an Elf Aquitaine und für bestimmte Transaktionen vorgesehenen Genehmigungspflichten nicht genau auf diesen Zweck hin zugeschnitten waren und dass die vorgesehenen Genehmigungsverfahren zu wenig Schutz gegenüber willkürlicher und missbräuchlicher Ausübung der staatlichen Sonderrechte boten. Aus demselben Grund verwarf der Gerichtshof 2003 auch die „Golden Share“ des Vereinigten Königreichs bei der British Airports Authorities plc.

Das Verbot diskriminatorischer Regeln lässt das Vorhaben einer spezifischen Regel für ausländische Staatsfonds als illusorisch erscheinen. Eine Beschränkung der Beteiligung anderer Personen oder Unternehmen mit Sitz in der EU wäre ohnehin unzulässig, unabhängig davon, ob es sich um private oder staatliche Unternehmen handelt. Jedoch betrifft das Verbot des Art. 56 EG nicht nur Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen Mitgliedstaaten der EU, sondern auch Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen Mitgliedstaaten der EU und dritten Ländern. Eine Beschränkung der Beteiligung anderer Personen oder Unternehmen mit Sitz außerhalb der EU könnte allenfalls nach Art. 57 Abs. 2 EG durch einstimmigen Ratsbeschluss eingeführt werden. Der nationale Gesetzgeber allein ist dazu nicht befugt.

Auch mit einem solchen Ratsbeschluss hätte man allerdings das Problem, dass ein Investor aus einem Drittland eine Tochtergesellschaft in Luxemburg gründet und etwaige Anlagen in Deutschland über diese Tochtergesellschaft hält. Nach Art. 48 EG genießt diese Tochter alle Rechte, die auch andere EU-Unternehmen genießen, d.h. insbesondere auch alle Rechte aus Art. 56 EG. Eine Unterscheidung danach, in welchem Land die Anteilseigner der luxemburgischen Gesellschaft ihren Sitz haben, ist im Vertrag nicht vorgesehen und erscheint mir daher als unzulässig.<sup>20</sup> Daher müsste ein Ratsbeschluss zur Abwehr von Beteiligungen aus Nicht-EU-Staaten nach Art. 57 Abs. 2, wenn er denn überhaupt zustande käme, schon die Gründung der Tochtergesellschaft in Luxemburg ausschließen, um wirksam zu sein.

---

19 Rs. C-483/99, Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Französische Republik (Fn. 10) und Rs. C-98/01, Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Vereinigtes Königreich (Fn. 6).

20 Ganz abgesehen davon, dass der Versuch einer solchen Unterscheidung durch Bildung von Unternehmenspyramiden ohne weiteres unterlaufen werden könnte.

### **3. Materielle Wertung**

#### **3.1 Zur Rechtsprechung des EuGH**

Hinter der Diskussion um mögliche Beschränkungen von Beteiligungen ausländischer Investoren an deutschen Unternehmen steht, wie eingangs erwähnt, die allgemeine Frage, wie die Rechte von Anteilseignern zur Mitwirkung im Unternehmen zu regeln sind. In dieser Frage halte ich die Position des EuGH der Sache nach in vielen Punkten für richtig, habe aber Bedenken, ob der EG-Vertrag als Grundlage für die Rechtsprechung wirklich ausreicht.

Zunächst zu den Bedenken: Im British Airports Authorities-Fall hat der EuGH nichtdiskriminatorische Stimmrechtsbeschränkungen als Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit verworfen. Zur Begründung gab er an, Beschränkungen der Möglichkeiten, nach Maßgabe der erworbenen Beteiligung an der Verwaltung oder Kontrolle eines Unternehmens teilzuhaben, könnten einen potentiellen ausländischen Erwerber entmutigen und vom Erwerb der betreffenden Beteiligung abhalten. Damit nimmt sich der EuGH das Recht, die von den Mitgliedstaaten für Anteilseigner vorgesehenen Kontrollrechte materiell zu prüfen. Wenn diese Kontrollrechte hinter einer wohl vom EuGH selbst entworfenen Norm zurückbleiben, liegt eine Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit vor. Nach dieser Logik ließe sich grundsätzlich auch das deutsche Mitbestimmungsgesetz als Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit verwerfen. Schließlich beschränkt es die Einflussmöglichkeiten der Anteilseigner und dürfte daher zur Folge haben, dass potentielle Investoren entmutigt werden und vom Erwerb einer Beteiligung absehen. Dass es noch nicht zu einem Verfahren gegen das deutsche Mitbestimmungsgesetz gekommen ist, dürfte vor allem daher rühren, dass Kommission und Gericht sich der politischen Konsequenzen eines solchen Urteils bewusst sind. Ein sachlicher Unterschied zu den bei British Airports Authorities entwickelten Überlegungen ist nicht zu erkennen.

Die Argumentation selbst kann nicht wirklich überzeugen. Gewiss fällt die Akquisition von Unternehmensanteilen zum Zweck des Kontrollerwerbs unter den Katalog der in der Richtlinie von 1989 genannten Formen von Direktinvestitionen. Jedoch ist die Einordnung des Engagements eines Finanzinvestors als Direktinvestition nicht unproblematisch. Als Ökonom denke ich beim Wort „Direktinvestition“ an die Tätigkeit einer natürlichen oder juristischen Person, die mit den eingesetzten Mitteln selbst unternehmerisch tätig ist. Bei einem Finanzinvestor denke ich an eine natürliche oder juristische Person, die ein Finanzvermögen verwaltet, indem sie die verfügbaren Mittel in verschiedene Finanztitel investiert und bemüht ist, aufgrund der mit diesen Titeln verbundenen Rechte die bestmöglichen Erträge zu erwirtschaften. Natürlich nimmt auch der Finanzinvestor mit seinen Mitwirkungs- und Kontrollrechten Einfluss auf unternehmerische Tätigkeit, doch fällt es mir schwer, etwa das Verlangen, verfügbare Mittel auszuschütten, statt sie zum Erwerb der London Stock Exchange zu verwenden, als unternehmerische Tätigkeit zu qualifizieren. Hier gibt es m. E. ein wichtiges Abgrenzungsproblem.

Auch Einschätzung von Stimmrechtsbeschränkungen u. ä. als Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit halte ich nicht für überzeugend. Die Begründung, jegliche Beschränkung von

Mitwirkungs- und Kontrollrechten eines Investors sei geeignet, diesen Investor vom Erwerb der Titel abzuhalten, greift meines Erachtens zu kurz. Der darin behauptete Zusammenhang zwischen den Mitwirkungs- und Kontrollrechten und dem Verhalten der Anleger trifft zu, wenn man die Preise der betreffenden Titel als gegeben nimmt. Jedoch ist davon auszugehen, dass gerade aufgrund des vom EuGH angesprochenen Zusammenhangs eine Beschränkung von Mitwirkungs- und Kontrollrechten auch dazu geeignet ist, die Preise der betreffenden Titel zu senken. Eine Maßnahme, die bei gegebenem Aktienkurs alle Investoren vom Kauf der Aktie abhält, muss zur Folge haben, dass der Gleichgewichtskurs der Aktie niedriger ist, als er ohne diese Maßnahme wäre.<sup>21</sup> Die Gesamtwirkung der Maßnahme auf das Anlageverhalten der ausländischen Investoren ergibt sich dann als Summe aus dem vom EuGH angesprochenen direkten Effekt, d.h. einer Entmutigung, und dem vom EuGH nicht berücksichtigten indirekten Effekt, dass die Aktie billiger und damit attraktiver wird. Ob es *per saldo* zu einer Entmutigung oder gar zu einer Ermutigung der ausländischen Investoren kommt, hängt von vielen Einzelheiten ab. Eine allgemeine Aussage dazu lässt sich m. E. nicht begründen.<sup>22</sup>

Ungeachtet der vorstehenden Bedenken, ob die Rechtsgrundlagen die Schlussfolgerungen des EuGH wirklich tragen, halte ich die Position des EuGH der Sache nach im wesentlichen für richtig. Zur Frage, in welchem Sinn und inwieweit die Governance und die Führung von Unternehmen als Angelegenheiten des öffentlichen Interesses zu betrachten sind, gibt der EuGH einige klare Antworten:

- Private Unternehmen sind autonom. Wenn es dem Staat wichtig ist, dass ein Unternehmen öffentlichen Belangen Rechnung trägt, kann er versuchen, das Verhalten dieser Unternehmen durch Gesetze, Verordnungen und Regulierung zu steuern. Das geschieht etwa bei der Umweltgesetzgebung oder bei der Zugangsregulierung der Netzindustrien. Wenn diese Art der Steuerung dem Staat nicht genügt, bleibt es ihm unbenommen, die betreffenden Unternehmen als öffentliche Unternehmen zu führen.
- Der Staat hat dagegen keinen Anspruch auf ein allgemeines Mitwirkungsrecht bei den Entscheidungen in einem privaten Unternehmen. Daher ist es unzulässig, wenn die Mitglied-

---

21 Zur empirischen Bestätigung dieses Zusammenhangs siehe L. Zingales (1994), *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, *Review of Financial Studies* 7, 125 – 148, sowie L. Zingales (1995), *What Determines the Value of the Voting Right?* *Quarterly Journal of Economics* 110, 1047 – 1073.

22 Man könnte argumentieren, dass der von Beschränkungen der Mitwirkungs- und Kontrollmöglichkeiten der Investoren ausgehende Druck auf die Aktienkurse die Funktionsfähigkeit der Primärmärkte und ihres Beitrags zur Unternehmensfinanzierung beeinträchtigt, dass daher weniger Unternehmen an die Börse gehen und es insofern auch weniger grenzüberschreitende Beiträge zur Unternehmensfinanzierung gibt. Auch der hier angesprochene Zusammenhang ist empirisch gut belegt, siehe z. B. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer und R. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, *Journal of Finance* 52 (1997), 1131 – 1150. Ich habe aber erhebliche Zweifel, ob die in dieser ökonomischen Gleichgewichtsanalyse postulierten Verursachungsmuster eine tragfähige Grundlage für die Auslegung von Art. 56 EG im Sinne des EuGH abgeben. Zum grundsätzlichen Spannungsverhältnis von ökonomischer Gleichgewichtsanalyse und juristischer Beurteilung von Verursachungsmustern siehe M. Hellwig, *Private Damage Claims and the Passing-On Defense in Horizontal Price-Fixing Cases: An Economist's Perspective*, in: J. Basedow (ed.), *Private Enforcement of EC Competition Law*, Kluwer Law International, Alphen, NL, 2007, 122 – 159.

staaten der EU privaten Unternehmen vorschreiben, dass sie dem Staat *Golden Shares* einräumen, d.h. Mitwirkungsrechte, denen keine Kapitalanteile entsprechen.

- Bestimmte öffentliche Anliegen können auch bei privaten Unternehmen geltend gemacht werden. Abgesehen von der bereits angesprochenen Möglichkeit, das Verhalten der Unternehmen durch Gesetze, Verordnungen und Regulierung zu steuern, erkennt der EuGH auch die Möglichkeit an, dass bestimmte Vermögensgegenstände für die öffentliche Sicherheit und Ordnung im Sinne von Art. 58 EG wichtig sind und der Staat sich Eingriffsrechte bei der Verfügung über diese Vermögensgegenstände vorbehält.
- Für diese Eingriffsrechte fordert der EuGH allerdings die genaue Spezifizierung des jeweiligen Vermögensgegenstands und des Eingriffszwecks sowie die Transparenz und Justiziabilität des Verfahrens. Die Einflussnahme des Staats wird einer *Rule of Law* unterworfen, wie dies ja auch bei der Steuerung des Verhaltens von Unternehmen Gesetze, Verordnungen und Regulierung gilt.

Grundlage dieser Rechtsprechung ist die Vorstellung von einer klaren Trennung zwischen öffentlichen und privaten Entscheidungen. Für die Entscheidungen von privaten Unternehmen wie von Privatpersonen gilt das Prinzip der Privatautonomie im Rahmen der geltenden Rechtsordnung. Danach hat der Staat kein Recht zur Mitbestimmung bei privaten Entscheidungen, auch nicht bei Entscheidungen in oder von privaten Unternehmen. Selbstverständlich kann der Staat für diese Entscheidungen Rahmenbedingungen setzen, durch Gesetze, Verordnungen, Verwaltungsakte, die ihrerseits einer *Rule of Law* unterstehen. In Sonderfällen kann dies auf den Umgang mit bestimmten Vermögenswerten des Unternehmens abzielen. Dem Staatszugriff entzogen sind dagegen die Entscheidungen, die die Privaten in eigenem Ermessen fällen.

### **3.2 Welche Rolle spielt die „gesellschaftliche Verantwortung“ von Unternehmen?**

Die Vorstellung des EuGH von einer klaren Trennung zwischen öffentlichen und privaten Entscheidungen und vom Prinzip der Autonomie privater Entscheidungen im Rahmen der geltenden Rechtsordnung ist zu kontrastieren mit der in Deutschland regelmäßig erhobenen Forderung, die Unternehmen müssten jeweils im Einklang mit ihrer gesellschaftlichen oder volkswirtschaftlichen Verantwortung handeln. Diese Forderung steht in der Tradition des deutschen Aktiengesetzes von 1937, wonach das Unternehmen dem „gemeinen Nutzen von Volk und Reich“ dienen sollte. Bei der Aktienrechtsreform von 1965 wurde auf eine entsprechende Formulierung verzichtet, weil, so die damalige Gesetzesbegründung, sich dies von selbst verstehe. Die Vorstellung von der gesellschaftlichen Verantwortung von Unternehmen gehört nach wie vor zum Grundverständnis des Verhältnisses von Unternehmen und Gemeinwesen bei großen Teilen von Politik, Medien und Öffentlichkeit in Deutschland.

Diese Vorstellung ist allerdings problematisch. Der Begriff der „gesellschaftlichen Verantwortung“ oder der „volkswirtschaftlichen Verantwortung“ eines Unternehmens – oder auch einer Privatperson – ist unklar.<sup>23</sup> Ich sehe auch keine Möglichkeit, diesen Begriff so zu klären, dass man ihn zur Grundlage einer Steuerung des Verhaltens von Unternehmen machen kann. Jeglicher Versuch, in diese Richtung zu gehen, birgt die Gefahr der Belanglosigkeit, der Schädlichkeit oder gar der Rechtlosigkeit.

Worin etwa läge die volkswirtschaftliche Verantwortung einer Bank? Im Erhalt von Arbeitsplätzen? In der Vermeidung von Risiken, die das Finanzsystem gefährden könnten? In der Finanzierung mittelständischer Unternehmen? In den vergangenen Jahren stand jedes dieser Ziele wenigstens einmal im Zentrum des Empörungsdiskurses der deutschen Medien. Dass es dabei einen Zielkonflikt gibt und dass der Umgang mit diesem Zielkonflikt Wertungen und Ermessensentscheidungen erfordert, die nicht justiziabel sind, wurde geflissentlich übergangen. Konkret: Kostensenkungen durch Entlassungen von Arbeitnehmern können dazu beitragen, dass die Bank Gewinne macht. Wenn diese Gewinne das Eigenkapital der Bank erhöhen, ist das Insolvenzrisiko geringer, kann sie auch mehr zur Finanzierung mittelständischer Unternehmen beitragen.

Bei einer Ausrichtung der Bank auf eine gesellschaftliche oder volkswirtschaftliche Verantwortung wäre also zwischen den gesellschaftlichen Kosten der Entlassungen von Arbeitnehmern und dem gesellschaftlichen Nutzen der auf zusätzlichen Gewinnen beruhenden größeren Sicherheit oder der größeren Spielräume für Mittelstandsfinanzierungen abzuwägen. Für diese Abwägung benötigt man Gewichte der verschiedenen Ziele, die im Konflikt miteinander stehen, und Prognosen über die Wirkungen verschiedener Handlungsalternativen auf die Realisierung dieser Ziele. Für beides fehlt es an der erforderlichen Information, bei der Bank ebenso wie bei den ggfs. das Verhalten der Bank beurteilenden staatlichen Instanzen und den Medien.

Stellt man gleichwohl die Forderung, die Bank solle ihrer volkswirtschaftlichen Verantwortung gerecht werden, so gibt es drei Möglichkeiten: Entweder die Forderung läuft ins Leere, weil ihre Verletzung niemals nachgewiesen werden kann. Oder die Forderung begründet starre Verhaltensregeln, sozusagen zur Demonstration des Verantwortungsbewusstseins, und verhindert damit eine flexible Anpassung der Entscheidungen an die jeweiligen Gegebenheiten. Oder die Forderung bietet eine Grundlage dafür, dass je nach der Fehlerwahrnehmung des Augenblicks den Verantwortlichen der Bank einmal das eine und ein andermal das andere Versagen vorgeworfen wird.

Die Einsicht in die Unfähigkeit staatlicher Instanzen, mit Zielkonflikten wie den hier beschriebenen auf rechtsstaatliche Weise vernünftig umzugehen, ist ein maßgeblicher Grund dafür, dass

---

23 Dazu ausführlich: M. Hellwig, Zur „Volkswirtschaftlichen Verantwortung“ der Banken, in: F. Jaeger and W. Stier (eds.), *Die volkswirtschaftliche Verantwortung der Banken*, Verlag Rüegger, Chur, Zürich 1999, 9 -57, sowie M. Hellwig, Banken zwischen Politik und Markt: Worin besteht die volkswirtschaftliche Verantwortung der Banken?, 1 *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 337-356 (2000).



man die Austarierung der Zielkonflikte den autonomen Entscheidungen privater Unternehmen überlässt und diesen die Freiheit gibt, wie Privatpersonen Entscheidungen nach eigenem Ermessen zu treffen, sofern sie dabei die rechtlichen Rahmenbedingungen respektieren. Solange sie sich im Rahmen des geltenden Rechts bewegen, sind sie keiner staatlichen Instanz rechenschaftspflichtig. Sie sind insbesondere nicht rechenschaftspflichtig für den materiellen Gehalt ihrer Entscheidungen.

Bei diesem ordnungspolitischen Ansatz können gesellschaftliche oder volkswirtschaftliche Belange durch staatlich gesetzte Regeln geltend gemacht werden. Beispiele sind, wie erwähnt, die Regelungen zum Umweltschutz oder zur Gewährung von Zugang zu bestimmten Infrastrukturleistungen in den Netzindustrien. Auch die Bankenregulierung wäre in diesem Zusammenhang zu nennen. Jedoch ist die Einzelperson oder das einzelne Unternehmen in einem Safe Haven, solange die gesetzten Regeln beachtet werden. Versuche, über die Einhaltung der maßgeblichen Rechtsvorschriften hinaus Entscheidungen zu erzwingen, die den jeweils wechselnden Launen von Politik und Medien folgen, bergen demgegenüber das Risiko einer gewissen Rechtlosigkeit.<sup>24</sup> Sie bergen auch das Risiko, dass Kompetenz und Konsistenz der unternehmerischen Planung verloren gehen, zum einen, weil die Personen in Politik und Medien, die sich auf diese Form der Einflussnahme verlegen, selbst nicht für die Folgen ihrer Einflussnahme geradestehen müssen,<sup>25</sup> zum anderen, weil die Launen von Politik und Medien immer wieder wechseln.

In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass das Wort „Verantwortung“ einen gewissen, m. E. ungunstigen Bedeutungswandel erfahren hat. In Meyers Konversationslexikon von 1975 wird „Verantwortung“ bestimmt als ein „urspr. v.a. in der Rechtsprechung verwendeter Terminus zur Bezeichnung des ... Rechenschaftgebens für ein bestimmtes Handeln oder für dessen Folgen.“ Weiter heißt es: „Als soziale Beziehungsstruktur umfasst V. einen Träger, einen Bezugspunkt (V. für Personen oder Sachen) und eine Legitimationsinstanz (V. vor Personen oder Transzendente).“ In Goldmanns Lexikon von 1998 liest man stattdessen, „Verantwortung“ sei ein „aus der Rechtsprechung stammender Begriff der Ethik; die sittliche Grundhaltung, aus der heraus jemand sein Handeln frei bestimmt.“

So wichtig es ist, dass Entscheidungen und Handlungen jeder Person von einer sittlichen Grundhaltung der Verantwortlichkeit im Sinne der neueren Begriffsbestimmung geprägt sind, so problematisch ist es m. E., wenn diese Grundhaltung zum Gegenstand eines öffentlichen Diskurses im Sinne der früheren Begriffsbestimmung gemacht wird. Offensichtlich ist das Bewusstsein für

---

24 Im ersten Band des *Archipels Gulag* berichtet Solschenizyn vom Umgang mit den Ingenieuren: In einem Jahr wurden die für die Planung der Gütertransporte Verantwortlichen erschossen, weil sie die Güterzüge verlängert und schwer beladen hatten und offensichtlich darauf aus waren, die Revolution zu sabotieren, indem sie die Gleise zerstörten; im nächsten Jahr wurden die Nachfolger erschossen, weil sie nicht an die Qualität der sozialistischen Gleise glaubten und offensichtlich darauf aus waren, die Revolution zu sabotieren, indem sie nur kleine Gütertransporte zuließen.

25 Dies gilt auch für den Politiker oder Beamten, der aufgrund einer Golden Share im Aufsichtsrat des Unternehmens sitzt. Grundsätzlich kann diese Person von den entsendenden Gremien zur Verantwortung gezogen werden, doch ist auch hier mit Belanglosigkeit, Schädlichkeit oder Rechtlosigkeit des Verfahrens zu rechnen. Für das Gemeinwesen ergibt sich darüber hinaus das Risiko, dass die betreffenden Personen die Mitgliedschaft in solchen Gremien benutzen, um im Rahmen eines *Do-ut-Des* bestimmte Leistungen zu erwirken, ohne dass es eine parlamentarische Kontrolle über die dazu verwandten Mittel gäbe.

die Bedeutung einer klaren Festlegung von Bezugspunkt, Legitimationsinstanz und Verfahren des Rechenschaftgebens zwischen 1975 und 1998 verloren gegangen. Im übrigen sollten die vorstehenden Beispiele deutlich machen, dass es eine in einem geregelten Verfahren handhabbare Fixierung des Bezugspunktes einer „gesellschaftlichen Verantwortung“ oder einer „volkswirtschaftliche Verantwortung“ eines Unternehmens schlechterdings nicht gibt. Die ordnungspolitische klare Vorstellung des EuGH mit ihrer klaren Trennung von privaten und öffentlichen Entscheidungen und vom Prinzip der Autonomie privater Entscheidungen im Rahmen der geltenden Rechtsordnung ist daher sehr zu begrüßen.

### 3.3 Corporate Governance als Teil des Ordre Public

Jedoch vernachlässigt der EuGH, dass das Konzept der Privatautonomie bei einer Aktiengesellschaft notwendigerweise etwas anderes meint als bei einem privaten Haushalt oder bei einem Freiberufler, auch etwas anderes als bei einem Einzelunternehmer. Bei einer Aktiengesellschaft muss das Verhältnis der Anteilseigner zueinander und zur Gesellschaft und ihren Organen in irgendeiner Weise geregelt werden. Dies kann im Rahmen der Privatautonomie auf vertraglicher Grundlage geschehen. Die Regeln können aber auch vom Gesetzgeber diktiert werden.

Die Frage, wie weit sich die Mitwirkungs- und Kontrollrechte der Anteilseigners erstrecken oder erstrecken sollten, wird vom EuGH nicht problematisiert. Man kann sich des Eindrucks nicht erwehren, dass er stillschweigend die anglo-amerikanische Vision vom Aktionär als Eigentümer des Unternehmens mit allen dem Eigentum anhaftenden Verfügungsrechten zugrunde legt.<sup>26</sup> Akzeptiert man diese Vision, so reduziert sich das Corporate-Governance-Problem auf ein Prinzipal-Agenten-Problem: Die Anteilseigner müssen sehen, wie sie dafür sorgen, dass die Unternehmensleitung ihre Eigentümerinteressen wahrnimmt. Im Hinblick auf dieses Problem sind Beschränkungen der Kontroll- und Eingriffsmöglichkeiten der Anteilseigner von Nachteil. Das gilt auch für die Beschränkungen, die sich daraus ergeben, dass beispielsweise Stimmrechtsbeschränkungen einen Anteilseigner daran hindern, sich durch Kauf eines Aktienpakets die gewünschte Einflussmöglichkeit zu verschaffen.<sup>27</sup>

Die Vorstellung vom Aktionär als Eigentümer des Unternehmens ist allerdings kontrovers, selbst im angelsächsischen Kontext.<sup>28</sup> Schon bei der Entwicklung der Public Corporation im 19. Jahrhundert ging es u. a. darum, die Anteilseigner daran zu hindern, unter Berufung auf ihre Eigentumsrechte in das Unternehmen, seine Vermögenswerte und Unternehmensprozesse

---

26 Dazu paradigmengbildend: M. C. Jensen und W. H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3 (1976), 305 – 360. Siehe auch S. J. Grossman und O.D. Hart, Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics* 11 (1980), 42-64, M. C. Jensen und R.S. Ruback, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 5-50, sowie A. Shleifer und R.W. Vishny, A Survey of Corporate Governance (fn, 3).

27 Dazu siehe A. Shleifer und R.W. Vishny, A Survey of Corporate Governance (fn, 3) sowie R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer und R.W. Vishny, Law and Finance (Fn. 3)

28 Vgl. etwa M. M. Blair und L. A. Stout, Specific Investment and Corporate Law, *European Business Organization Law Review* 7 (2006), 473 – 500.

einzugreifen.<sup>29</sup> Durch diese *Beschränkung* der „Eigentümerrechte“ der einzelnen Anteilseigner wurde den Geschäftspartnern, insbesondere den jeweils übrigen Anteilseignern und den Gläubigern, die Gewähr dafür gegeben, dass das Unternehmen als Institution einen gewissen Bestand haben würde, so dass ein dauerhaftes Engagement sich lohnen könnte. Die Frage, welche Beschränkung von Aktionärsrechten angemessen ist, war insofern schon immer ein Teil des Corporate-Governance-Problems. Die Verengung des Corporate-Governance-Problems auf ein Prinzipal-Agenten-Problem lässt diesen Aspekt aus dem Blickfeld geraten.

Die Wirtschaftstheorie unterscheidet zwischen „vollständigen“ und „unvollständigen“ Verträgen. „Vollständige“ Verträge regeln das, was in der Vertragsbeziehung geschehen soll. „Unvollständige“ Verträge regeln, nach welchen Verfahren zu entscheiden ist, insbesondere, wer daran beteiligt sein soll, wenn der Anfangsvertrag nicht regelt, was weiter geschehen soll und dies durch neue Entscheidungen festzulegen ist.<sup>30</sup> Die Satzung eines Unternehmens ist in diesem Sinn ein unvollständiger Vertrag. Der Ausschluss der Aktionäre von der Geschäftsführung und die Zuweisung der Geschäftsführungskompetenz an den Vorstand sorgen für die Verlässlichkeit, die die Institution Unternehmen für die Geschäftsbeziehungen mit Dritten benötigt.

Hier erhebt sich die Frage, ob und inwiefern diese Dritten selbst in diesem unvollständigen Vertrag berücksichtigt werden sollten. Durch die Fokussierung auf die Beziehung zwischen den Anteilseignern und der Unternehmensleitung wird diese Frage ausgeklammert. Damit wird implizit unterstellt, dass es genügt, die Beziehungen zu den übrigen vom Unternehmen betroffenen Parteien durch „vollständige“ Verträge zu regeln, das wären etwa die Arbeitsverträge und Tarifverträge, die der Vorstand und seine Beauftragten mit den Arbeitnehmern und ihren Vertretern abschließen. Das deutsche Mitbestimmungsgesetz und Betriebsverfassungsgesetz geht davon aus, dass Arbeitsverträge und Tarifverträge für eine Austarierung der verschiedenen Interessen nicht genügen, dass vielmehr eine Mitwirkung der Arbeitnehmer und ihrer Vertreter an den Entscheidungen des Unternehmens erforderlich ist.

Unabhängig davon, wie man zu diesen Regelungen im einzelnen steht, ist folgendes festzuhalten, dass die Schaffung des Unternehmens als einer Institution mit eigener Rechtspersönlichkeit, die von einer bestimmten Dauer ist und sein soll, die Frage aufwirft, ob die Interessen der verschiedenen von den Aktivitäten des Unternehmens betroffenen Parteien durch explizite Verträge oder explizite staatliche Vorschriften, etwa Vorschriften zum Gläubigerschutz, angemessen austariert werden oder ob darüber hinaus eine Mitwirkung dieser Parteien als „Stakeholder“ erforderlich ist. Man kann auf diese Frage verschiedene Antworten geben. Unabhängig davon, welche

---

29 M. M. Blair, What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the 19th Century, *UCLA Law Review* 51 (2003), 387 – 455, M. M. Blair, Reforming Corporate Governance: What History Can Teach Us, *Berkeley Business Law Review* 1 (2004), 1 – 44.

30 Der Begriff des „unvollständigen Vertrags“ wurde eingeführt durch S.J. Grossman und O.D. Hart, The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, *Journal of Political Economy* 94 (1986), 691 – 719; einen vorläufigen Überblick gibt O.D. Hart, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press, Oxford 1995. Der Begriff ist allerdings nicht eindeutig definiert. Neben Verträgen über die Zuweisung von Verfügungs- und Handlungsrechten wird auch das Auftreten von Nachverhandlungen darunter erfasst.

Antwort man gibt, ist aber erforderlich, dass Gesetzgeber und Rechtsprechung den entsprechenden rechtlichen Rahmen setzen.

Die Schaffung eines Rechtsrahmens für das Nebeneinander, Miteinander und Gegeneinander der verschiedenen Parteien, die von den Aktivitäten eines Unternehmens berührt werden, ist Teil des *Ordre Public*. Es gibt geradezu selbstverständlich ein öffentliches Interesse an der Schaffung und Ausgestaltung dieses Rechtsrahmens. Dieses Interesse ist klar zu unterscheiden von der Vorstellung, dass das Unternehmen in seinen Entscheidungen einer – über die Einhaltung der rechtlichen Vorschriften hinausgehenden – „volkswirtschaftlichen Verantwortung“ genügen müsse. Es geht vielmehr, wie bei anderen Fragen der Rechtsordnung auch, um die Ausgestaltung der Spielregeln, nach denen die privaten Akteure miteinander umgehen.

Wie weit oder wie eng der Gesetzgeber dabei den rechtlichen Rahmen für die privaten Akteure abstecken sollte, ist eine offene Frage. Für eine Beschränkung auf allgemeine Rahmenbedingungen spricht die Erwägung, dass ein privates Experimentieren mit verschiedenen Vertragsformen die Möglichkeit bietet, auszuprobieren, was sich bewährt und was nicht. Für eine detaillierte Vorgabe institutioneller Regelungen, wie wir sie etwa im deutschen Gesellschaftsrecht vorfinden, spricht die Erwägung, dass eine gewisse Homogenität der Bedingungen bei verschiedenen Unternehmen im allgemeinen Interesse liegt. Sie erspart den Betroffenen, auch den Investoren an der Börse, den Aufwand, bei jedem Unternehmen genau zu prüfen, wer welche Kompetenzen hat. Wichtiger noch: Die durch die gesetzlichen Vorgaben geschaffene Homogenität trägt dazu bei, dass der Umgang mit den verschiedenen Regelungen in der Unternehmenspraxis und, im Konfliktfall, in der Rechtspraxis einigermaßen vorhersehbar ist.

In der Europäischen Union liegt die Regelung von *Corporate Governance* als Teil des *Ordre Public* bislang in der Kompetenz des nationalen Gesetzgebers. Die Rechtsprechung des EuGH, insbesondere in den Fällen *British Airport Authorities plc* und *Volkswagen*, wirft jedoch die Frage auf, ob das Gericht nicht dabei ist, hier eine Gemeinschaftskompetenz zu entwickeln.

### **3.4 Sind weitere Beschränkungen der Beteiligung und Mitwirkung von Investoren angebracht?**

Nach diesen Überlegungen zur Einordnung gesetzlicher Vorschriften zur *Corporate Governance* verbleibt die Frage, ob es hier einen Reformbedarf gibt, insbesondere, ob die im politischen Raum diskutierten Beschränkungen der Möglichkeit von Investoren, Unternehmensanteile zu erwerben und damit Einfluss auszuüben, der Sache nach sinnvoll sind. Solche Beschränkungen entsprächen der im vorstehenden Abschnitt skizzierten Überlegung, dass eine Beschränkung von Eingriffsrechten der Anteilseigner die Verlässlichkeit des Unternehmens für Gläubiger und Arbeitnehmer stärkt.

Allerdings ist zu fragen, welche Dysfunktionalitäten im Unternehmenssektor beobachtet werden und ob eine solche Regelung diese überhaupt mildern oder beheben könnte. Hier sind erhebliche

Zweifel angebracht. Vieles von dem, was in der Öffentlichkeit als Versagen von *Corporate Governance* diskutiert wird, betrifft nicht den Einfluss der Anteilseigner, sondern das Verhalten der Vorstände und Aufsichtsräte, d.h. der Manager. Umstrukturierungen, Produktionsverlagerungen ins Ausland, übermäßige Entlohnungen – dies alles mag zwar im Namen von *Shareholder Value* geschehen, ist aber nicht als Reflektion von *Shareholder Power* anzusehen.

Rechtlich haben externe Anteilseigner in Deutschland kaum die Möglichkeit, auf die Politik eines Unternehmens Einfluss zu nehmen. Dass sie in einigen Fällen *de facto* gleichwohl Einfluss ausüben, noch dazu mit vergleichsweise kleinen Beteiligungen, liegt daran, dass die Manager sich von sich aus diesem Einfluss unterwerfen. Dabei spielt der Zusammenhang zwischen Management-Entlohnung und Aktienkurs eine zentrale Rolle, bewirkt er doch, dass der Diskurs in den Leitungsgremien des Unternehmens sich am Aktienkurs orientiert.<sup>31</sup> *Shareholder Value* erscheint hier als rhetorische Untermalung der Selbstbereicherung.

Eine Beschränkung der Einflussmöglichkeiten externer Investoren ist insofern problematisch als die Einflussnahme weitgehend informell erfolgt. Wie will man informelle Einflussnahme rechtlich kanalisieren?<sup>32</sup> Eine solche Beschränkung könnte auch kontraproduktiv wirken, denn letztlich wird sie die Macht der Manager nur weiter verstärken, d.h., die Macht derer, deren Verhalten Anlass zur öffentlichen Unzufriedenheit gegeben hat. Das eingangs angesprochene Beispiel der Auseinandersetzungen um die Deutsche Börse AG macht dies sehr deutlich. Insofern ist es kein Zufall, dass der Ruf nach einer Kontrolle von Hedge Fonds und von Staatsfonds mit am lautesten von den Vorständen großer Aktiengesellschaften erhoben wurde.

Für den Gesetzgeber ergibt sich folgendes Dilemma: Das bisherige System der *Corporate Governance*, in Deutschland wie in anderen Ländern (einschließlich der USA), hat den Unternehmensvorständen *de facto* sehr viel Macht und auch Spielraum zum Missbrauch von Macht gegeben. Effektive Beschränkungen dieser Macht sind vermutlich am ehesten durch *Stärkungen* der Kontroll- und Eingriffsmöglichkeiten der Anteilseigner zu bewirken. Gerade diesen steht man aber misstrauisch gegenüber, denn man fürchtet, dass sie die übrigen vom Unternehmen betroffenen „Stakeholder“ benachteiligen werden. Zur Kontrolle von Macht und Machtmissbrauch haben diese „Stakeholder“ selbst mit ihren Mitwirkungskompetenzen nicht ersichtlich beigetragen. Eine Lösung dieses Dilemmas ist bislang nicht abzusehen.

Allerdings sollte man sich bewusst sein, dass der Schutz der Unternehmen und ihrer Leitungen vor der Einflussnahme durch Externe auch Kosten hat: Je stärker die Stellung der Unternehmensleitung gegenüber den Aktionären ist, desto weniger können diese davon ausgehen, dass die Unternehmensleitung ihren Interessen Rechnung trägt, ... desto weniger wird die Aktie zur Fi-

---

31 Zur Wirkungsweise der sogenannten „Marktdisziplin“ siehe M. Hellwig, „Market Discipline, Information Processing, and Corporate Governance“, in: K.J. Hopt, E. Wymeersch, H. Kanda, H. Baum (eds.), *Corporate Governance in Context: Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US*, Oxford University Press, Oxford, UK 2005, 379 – 402.

32 Ab wann beispielsweise ist gleichgerichtetes Verhalten in der Opposition gegen Vorstand und Aufsichtsrat bei einer Hauptversammlung als abgestimmtes Verhalten im Sinne des Risikobegrenzungsgesetzes zu werten?

finanzierung von Unternehmen beitrage. Es ist kein Zufall, dass in Deutschland mit seinen nur schwach ausgeprägten Aktionärsrechten die Börse als Finanzierungsinstitution für die Unternehmen in Deutschland traditionell eine deutlich geringere Rolle spielt als in anderen, vergleichbaren Ländern,<sup>33</sup> dass auch die Börse in Deutschland, anders als in den USA, nicht als Mechanismus des wirtschaftlichen Strukturwandels dient. Diese Schwäche trägt mit zur Dominanz und zur Persistenz der bestehenden Großunternehmen und zur Macht ihrer Vorstände und Aufsichtsräte bei.

---

33 Dazu S. Prowse (1994), Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany, BIS Economic Papers No.41, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer und R. W. Vishny (1997), Legal Determinants of External Finance (Fn. 22) legen eine empirische Untersuchung der hier skizzierten Zusammenhänge vor.