

Deutsch, Klaus Günter

Working Paper

Corporate Governance in Deutschland – Perspektiven der Wissenschaft. Ein Konferenzbericht

Research Notes, No. 02-3

Provided in Cooperation with:

Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main

Suggested Citation: Deutsch, Klaus Günter (2002) : Corporate Governance in Deutschland – Perspektiven der Wissenschaft. Ein Konferenzbericht, Research Notes, No. 02-3, Deutsche Bank Research, Frankfurt a. M.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/40254>

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.



April 16, 2002

No. 02-3

Research Notes in Economic & Statistics

Corporate Governance in Deutschland – Perspektiven der Wissenschaft

Ein Konferenzbericht

- Das deutsche System der Finanzierung, Leitung und Kontrolle von Unternehmen, kurz der Corporate Governance, unterliegt einem weit reichenden Veränderungsprozess. Die wichtigsten Ursachen liegen in der Internationalisierung des Anlagekapitals, der regulatorischen Reform sowie einer erhöhten Transparenz unternehmerischer Leistung.
- Die Regulierung der Unternehmenskontrolle geht mittlerweile über die engeren aktienrechtlichen Bestimmungen weit hinaus. Der Deutsche Corporate Governance Kodex setzt neue private Mindeststandards. Ein Transparenz- und Publizitätsgesetz wird folgen. Auch institutionelle Investoren üben Druck mit eigenen Forderungskatalogen aus. International orientierte Unternehmen werden eigene Regelwerke ausarbeiten.
- Das deutsche System der Kontrolle durch Großaktionäre und Gläubiger richtet sich stärker am Kapitalmarkt aus. Die Übergangsphase birgt ein erhebliches Krisenpotenzial. Nur rasches Handeln des Gesetzgebers wie der Unternehmen selbst kann ein Abgleiten des Systems verhindern.
- Die volle Transparenz der Eigentums- und Kontrollstrukturen, umfangreiche, zeitnahe Offenlegungspflichten, starke Rechte von Minderheitsaktionären und eine Reform der Unternehmensorgane Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand stehen auf der Agenda. Transparenz, starke Aktionärsrechte und funktionstüchtige Institutionen gehen mit niedrigen Kapitalkosten einher, und umgekehrt!
- Direkte Kontrolle durch Großaktionäre sowie kontroverse Eigentümerwechsel im Zuge von Aktienpakettransaktionen werden noch auf absehbare Zeit eine größere Rolle spielen als die Disziplinierung des Managements durch Unternehmensübernahmen in Form öffentlicher Kaufangebote an die Aktionäre. Dies stellt kein Manko dar. Während sich konzentrierter Anteilsbesitz im Schnitt positiv auf die wirtschaftliche Leistung von Unternehmen auswirkt, konnte dies für den Markt für Unternehmensübernahmen bisher nicht nachgewiesen werden.
- Zukünftig sollte einem wachsenden Einfluss von institutionellen Investoren ein sinkender Einfluss von Gläubigern in der Kontrolle gegenüberstehen. Die damit verbundene Reduzierung von Zielkonflikten ist zu begrüßen.

Editor

Felicitas Kotsch
Tel.: +49 69 910-31717
felicitas.kotsch@db.com

Deutsche Bank Research

Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

Managing Directors

Axel Siedenberg
Norbert Walter

Dr. Klaus Günter Deutsch, DB Research – Büro Berlin,
+49-30-3407-3682 (klaus.deutsch@db.com)
unter Mitarbeit von Holger Stichnoth

Vorbemerkung zum Symposium

Deutsche Bank Research führte am 1. März 2002 im Hause der Deutschen Bank in Berlin in Zusammenarbeit mit dem European Corporate Governance Institute (ECGI) ein Symposium zum Thema „Corporate Governance in Deutschland – Perspektiven der Wissenschaft“ durch. Das European Corporate Governance Institute (ECGI) hat die Session „Corporate Governance im Vergleich“ – „Angelsachsen“ und „Kontinentale“ gestaltet. Die Beiträge wurden vom ECGI ausgewählt.

Das Symposium diente dazu, die Ergebnisse der jüngeren Forschung zur Corporate Governance in Deutschland und Europa vorzustellen und für die deutsche wirtschaftswissenschaftliche und -politische Diskussion in Regierung, Parlament und Medien fruchtbar zu machen. Aktuelle Bezüge der Forschung zu gesetzgeberischen und regulatorischen Aktivitäten wurden hergestellt.

Dieser Konferenzbericht fasst die wesentlichen Erkenntnisse der geladenen Experten zusammen. Viele der Vortragenden haben Zusammenfassungen ihrer Vorträge, Abstracts der vorgestellten Studien und Materialien zur Verfügung gestellt. Allen Vortragenden sei an dieser Stelle nochmals für ihre Kooperationsbereitschaft ganz herzlich gedankt. Die Kontaktangaben der Referenten sind am Ende des Textes zu finden. Literatur- und Quellenangaben sind ebenfalls angefügt.

Das Programm, die Mehrzahl der Präsentationen, Studien der Vortragenden sowie einschlägige Materialien sind zudem im Internet verfügbar, unter:

- www.dbresearch.de, Themenseite Wirtschaftspolitik, „Blick in die Wissenschaft“
- www.ecgi.org/past events.

Einleitung und Zusammenfassung

Die Regeln und Institutionen der internen und externen Kontrolle und Überwachung von Unternehmen in der Rechtsform der Kapitalgesellschaft – im folgenden kurz als Corporate Governance (CG) bezeichnet – sind seit einigen Jahren Gegenstand der rechts- und wirtschaftspolitischen Diskussion in Deutschland. Einzelne Problemfälle tatsächlichen oder vermeintlichen Versagens von Kontrollmechanismen in Unternehmen, strukturelle Defizite in der Kontrolle von Aktiengesellschaften durch den Kapitalmarkt und die fortdauernde, sehr vielstimmige Kritik an der Aufsicht und Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat haben in der nationalen und vor allem der angelsächsischen öffentlichen Meinung zu dem Eindruck geführt, die Corporate Governance in Deutschland befinde sich in einer Krise und bedürfe einer Reform.

Regierung, Parlament und die Leitungsorgane vieler großer Unternehmen sind mittlerweile ebenso intensiv wie Aktionärsvertreter, Investmentfonds und Gewerkschaften damit befasst, die deutsche CG einer „Reform“ zu unterziehen. Die Vorschläge der Regierungskommission unter Leitung von Prof. Dr. Theodor Baums liegen nun seit einiger Zeit vor (Baums 2001) und haben unter anderem zum Deutschen Corporate Governance Kodex (Deutscher CG Kodex 2002) geführt, der von einer Kommission unter Leitung von Dr. Gerhard Cromme, Thyssen-Krupp AG, ausgearbeitet wurde. Zudem dürfte die CG-Baustelle durch ein Transparenz- und Publizitätsgesetz, welches voraussichtlich noch in dieser 14. Legislaturperiode verabschiedet werden wird, sowie durch weitere gesetzliche Maßnahmen in der nächsten Legislaturperiode

Symposium am 1. März 2002

Kooperationspartner European Corporate Governance Institute

Forschung von großer kapitalmarktpolitischer Bedeutung

Konferenzbericht

Dokumentation im Internet

Das deutsche System der Corporate Governance ist in der Kritik

Konsens über Reformbedarf, aber nicht über Inhalt

Vorschläge der „Baums-Kommission“ zentral

Deutscher Corporate Governance Kodex

Transparenz- und Publizitätsgesetz in Arbeit

weiter bearbeitet werden. Zugleich haben politische Entscheidungen in anderen Bereichen weit reichende Konsequenzen für die CG: dazu zählen die Steuer- und Rentenreform, das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz und vieles mehr.

An dieser Stelle soll keinesfalls die Notwendigkeit einer wohl durchdachten Reform in Abrede gestellt werden, sondern es sollen die logisch vorausgehenden Fragen aufgeworfen werden, wie sich die deutsche CG zutreffend charakterisieren lässt, welche Defizite erkennbar sind und in welchen Dimensionen sich eine Verbesserung anstreben ließe. Diese Fragen sind auf dem Symposium aus einer Vielzahl wirtschaftswissenschaftlicher Perspektiven erörtert worden, die im folgenden Bericht dokumentiert sind. Die inhaltlich reichen Vorträge sollen hier nicht mit einem impliziten Konsens unterlegt werden. Dieser existiert in vielen Punkten nicht. Fünf zentrale Themen und mögliche Botschaften aus Sicht des Autors sind jedoch hervorzuheben:

1. CG als System: Die CG wird geprägt durch Verhaltensregeln, Institutionen, Märkte (für die Finanzierung von Unternehmen) und organisierte industrielle Beziehungen, die insgesamt in systemischer Perspektive betrachtet werden sollten. Neben den gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen spielt die unternehmerische Praxis der Kontrolle eine wichtige Rolle. Auch der Funktionstüchtigkeit des Kapitalmarkts in der Verarbeitung von Informationen über Unternehmen, insbesondere über die Qualität ihrer Leitungsorgane und -personen, kommt eine maßgebliche Bedeutung zu. Zudem kann die Unternehmenskontrolle nicht unabhängig von der Unternehmensfinanzierung betrachtet werden. Den systemischen Charakter der Kontrolle erkennt man auch an Zielkonflikten, die beim Einsatz von Instrumenten bedacht werden müssen. Die Lösung verschiedener Agency- und Kontrollprobleme kommt einem Optimierungsproblem gleich.

2. Ungewisse, nicht-lineare Wirkungsketten: Der derzeitige Wissensstand über die Struktur und Leistungsfähigkeit der deutschen CG ist nicht gesichert. Die wirtschaftliche Wirkung von zentralen Bestimmungsfaktoren wie der Eigentümerstruktur oder der Kontrolle durch den Markt für Übernahmen ist entweder nicht eindeutig positiv oder negativ zu werten oder gar nicht bekannt. Die Wirkung bestimmter Einflussgrößen ist zudem nicht linear. Auf diese Aspekte muss auch bei der Regulierung Rücksicht genommen werden.

3. Systemischer Wandel: Das deutsche CG-System befindet sich bereits in einem andauernden Wandlungsprozess. Die Reifung des deutschen Aktienmarkts, die kontinuierliche, auch teilweise auf Umwegen erfolgende Stärkung des regulatorischen Umfelds des Aktienmarkts und die Verhaltensänderungen von Aktiengesellschaften im Hinblick auf die Information des Kapitalmarkts und der Öffentlichkeit über die wirtschaftlichen Ergebnisse und Perspektiven sind die drei zentralen Entwicklungen im deutschen CG-System des letzten Jahrzehnts. Schrittweise tritt an die Stelle des Aufsichtsrats der Kapitalmarkt als dominanter Kontrollmechanismus. Der Wandel in der deutschen CG mag zunächst nur Teile des Systems erfassen, er wirkt sich aber auf das Gesamtsystem und damit auf die Qualität der deutschen CG insgesamt aus. Ob der derzeit erkennbar werdende Übergang zu einem offenen und öffentlichen, stärker am Anleger als am Gläubiger orientierten System ohne Krisen, Funktionsverluste und Probleme in Einzelfällen gelingen kann, ist die große Frage. Es wird vom Verhalten von Unternehmensleitungen, vom Regulierungsumfeld und vom Verhalten der

Steuer- und Rentenreform sowie das Übernahmegesetz von Bedeutung

Das deutsche System ist nicht leicht zu verstehen

Kein Konsens, aber Botschaften aus der Wissenschaft

Corporate Governance muss als System betrachtet werden

Finanzierung, Kontrolle und Information sind Kernprobleme

Zielkonflikte erzwingen Optimierung, nicht Maximierung

Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge oftmals nicht-linear oder ambivalent

Marktentwicklungen setzen System dem Stress aus

Wandel findet bereits statt

Gradueller Übergang zu größerer Rolle des Kapitalmarkts erkennbar

Kleine Impulse, große Effekte

Gretchenfrage: Ist ein Systemwandel ohne Krise möglich?

Kapitalmarktteilnehmer selbst abhängen, ob dieser Übergang gelingt. Aufgrund des systemischen Charakters könnte ein schrittweises Vorgehen sogar zu einer Krise führen.

4. Reformempfehlungen: Aus Sicht vieler Forscher sollten sich die Reformmaßnahmen auf die Stärkung der Kontrolle durch die Informations- und Bewertungsfunktion von Aktienmärkten konzentrieren. Die größten Fortschritte lassen sich voraussichtlich durch erhöhte Transparenz der Performance, der Aktionärsstrukturen und der Verhaltensweisen von Unternehmen und ihren Leitungsorganen erzielen. Eine Stärkung der Rolle der Hauptversammlung, der Aktionärsrechte und des Anlegerschutzes sind ebenfalls geboten. Die Baums-Kommission hat hierzu zahlreiche Vorschläge unterbreitet (Baums 2001: Kap. 3, Kap. 5), die bald aufgegriffen werden sollten. Ein gutes Beispiel dafür ist die im Regierungsentwurf des Transparenz- und Publizitätsgesetzes vorgesehene Regelung, es Investmentfondsgesellschaften zu erlauben, einen Stimmrechtsvertreter, der von der Gesellschaft sowie von Kreditinstituten unabhängig abstimmt, nicht nur im Einzelfall, sondern mit der dauerhaften Ausübung der mit dem Kapitalanteil verbundenen Stimm- und Gläubigerrechte zu bevollmächtigen.¹ So könnten institutionelle Anleger mittelfristig eine prominenter Rolle einnehmen.

Eine substantielle Stärkung der Rechte von außenstehenden bzw. Minderheitsaktionären gegenüber Großaktionären sollte ebenfalls in Angriff genommen werden, um die problematischen Effekte (Sonder Vorteile, asymmetrische Information, etc.) der typischen Aktionärsstruktur großer börsennotierter Kapitalgesellschaften zu begrenzen. Das zum Jahresbeginn in Kraft getretene Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz hat hier zumindest im Hinblick auf die rechtliche Situation und den Wertschutz für Minderheitsaktionäre im Übernahmefall erhebliche Fortschritte erbracht, bei aller berechtigter Kritik an den problematischen Bestimmungen zu den Verhaltenspflichten der Leitungsorgane (Deutsch 2001, Schmidt, Prigge 2002 sowie eine Flut an juristischer Literatur).

Ein rückläufiger Einfluss von Gläubigern und Großaktionären im Zuge der Steuerreform und anderer Triebkräfte (siehe Deutsch, Quitzau, Nasauer 2001) dürfte sich per saldo positiv auswirken, da die Agency-Konflikte zwischen Groß- und Kleinaktionären sowie zwischen Fremd- und Eigenkapitalgebern reduziert werden können (s. auch Heinrich 2001). Gleichwohl gibt es keinen linearen Zusammenhang zwischen konzentriertem Anteilsbesitz und wirtschaftlicher Leistungskraft. Eine sehr hohe und eine sehr niedrige Konzentration des Anteilsbesitz scheinen problematisch zu sein, während ein oder zwei bedeutende Minderheitsaktionäre viel Positives für die Kontrolle von Unternehmen bewirken können. Auch die Identität der Großaktionäre ist bedeutsam (Gugler 2001). Zahlreiche heutige Großunternehmen wurden im Familienbesitz zur Weltgeltung geführt, wenn sie auch nur selten in dieser Kontrollstruktur dort gehalten werden konnten.

Kein klares Argument lässt sich für eine Stärkung des Markts für Unternehmenskontrolle durch „feindliche Übernahmen“ vortragen. Erstens sind sie selten, und zweitens ist nicht erwiesen, dass sie Effizienzdefizite beheben. Das „normale“ Übernahmegeschehen leistet aber sehr wohl einen Beitrag zur Besserung der CG und enthält durchaus

Anleger benötigen Information für die Bewertung von Unternehmen

Größere Rolle der Hauptversammlung erforderlich

Rechte der institutionellen Investoren erweitern

Schutz von Minderheitsaktionären ausweiten ...

... um Sondervorteile von Großaktionären zu begrenzen

Übernahmegesetz hat Fortschritte erbracht

Rückläufiger Konzentrationsgrad der Eigentümerstrukturen wünschenswert

Vorschnelle Schlüsse nicht zulässig

Überhöhte Erwartungen im Markt für Unternehmenskontrolle vermeiden

¹ Artikel 3 Absatz 2 des Regierungsentwurfs des Transparenz- und Publizitätsgesetzes (Änderung des § 10 Abs. 1 Satz 4 KAGG), hier die Allgemeine Begründung, S. 76 (Bundesregierung 2001).

kontrollierende Elemente. Letztlich zählt die potenzielle Drohung einer Übernahme im Falle einer nachhaltig schwachen Performance auch mehr als die Realisierung derselben.

Die Verbesserung institutioneller Arrangements wird zwar vielfach empfohlen, einen klaren Bezug zur Performance von Unternehmen kann man aber nicht leicht herstellen. Das heißt nicht, dass die Funktionsweise und die Zusammenarbeit der Institutionen Vorstand und Aufsichtsrat nicht gestärkt werden könnten und sollten. Zu diesem Punkt liegen zwar zahlreiche Vorschläge der Baums-Kommission vor, der Fokus des Deutschen CG-Kodex ist hierauf gerichtet, und weitere Themen stehen an. Gleichwohl muss darauf verwiesen werden, dass Wissenschaftler bisher wenig Evidenz dafür gefunden haben, dass die Strukturen der Leitungsorgane besonders große Effekte auf die Performance zeitigen.

5. Kein Leitbild vorhanden: Der Blick über den nationalen Tellerrand hinaus führt zu der Erkenntnis, dass die nationalen Unterschiede in Systemen der CG und der Unternehmensfinanzierung noch sehr groß sind. Darüber hinaus ist kein einheitliches angelsächsisches Modell zu erkennen. Das Vereinigte Königreich stellt in vieler Hinsicht einen Sonderfall dar und unterscheidet sich erheblich von den USA. Noch weniger ließe sich begründet behaupten, Deutschland müsse sich an diesem oder jenem Land orientieren. So fallen Stimmrechtsverzerrungen in Deutschland beispielsweise besonders milde aus (DWS 2001).

Ganz explizit muss vor der Vorstellung gewarnt werden, die Adaption von ausländischen Systemelementen werde immer zu einer Stärkung des deutschen Systems führen. Gleichwohl dürften die Renditeforderungen der Sparer an Aktieninvestments in den OECD-Staaten steigen. Dies würde zu einer „sanften“ Annäherung auf einen hohen Grad an Transparenz und öffentlicher Information über bewertungsrelevante Fakten in verschiedenen Ländern führen.

Im folgenden Bericht werden nun die zentralen Aussagen der Vortragenden zusammenfassend dargestellt:

Session I: Corporate Governance in Deutschland – Eigentümer, Kontrolle und Kontrollwechsel

Dr. habil. Ekkehart Böhmer (Director of Research, New York Stock Exchange)² führte in die Tagung ein und stellte wesentliche Forschungsergebnisse zur CG in Deutschland vor. Im einzelnen erläuterte er: In der CG-Diskussion wird die Beziehung zwischen Unternehmensleitung und Eigentümern größerer Aktiengesellschaften (AGs) analysiert. Bei kleineren AGs sowie Unternehmen anderer Rechtsformen spielt diese Beziehung eine untergeordnete Rolle, da Eigentum und Kontrolle in der Regel nicht getrennt sind und die Eigentümergruppe aus einem begrenzten Anlegerkreis besteht. Im Gegensatz dazu haben große AGs ein breites Anlegerpublikum, so dass Eigentum und Kontrolle weitgehend voneinander getrennt sind: Eigentümer müssen die Kontrolle über ihren Besitz an eine Unternehmensleitung delegieren, deren Interessen u.U. nicht mit denen der Eigentümer übereinstimmen.

Ferner konzentriert sich die Diskussion auf Aktionäre, da die Ansprüche anderer am Unternehmen beteiligter Parteien vertraglich geregelt und leicht zu überprüfen sind. Während es oft unklar ist, ob eine be-

Eine drohende Übernahme wirkt disziplinierend

Institutionelle Reform der Leitungsorgane wünschenswert ...

... aber Erwartungen nicht zu hoch hängen

Leitbild anderer Länder nicht vorhanden

Anteil der Euro STOXX 50-Unternehmen mit Stimmrechtsverzerrungen* (%):

- Deutschland	18
- Frankreich	69
- Italien	75
- Niederlande	88
- Spanien	100

* Stimmrechtslose Aktien, Mehrfachstimmrechte, Höchststimmrechte, Goldene Aktien, Vorzugsaktien

Quelle: DWS

Kapitalmarkt dürfte „sanfte“ Annäherung der Informationsstandards herbeiführen

Trennung von Eigentum und Kontrolle ist Ausgangspunkt

Stakeholder-Ansprüche sind durch feste Verträge gesichert, Aktionäre tragen das Kontrollrisiko

² Die in dem Vortrag vertretenen Meinungen sind die des Autors und repräsentieren nicht unbedingt die der New York Stock Exchange oder ihres Managements. Die diesem Vortrag zugrundeliegenden Aufsätze sind erhältlich bei www.ssrn.com. Die genaue Angaben entnehmen Sie bitte den Hinweisen am Ende des Textes.

stimmte Entscheidung im Interesse der Eigentümer liegt, lässt sich leicht feststellen, ob z. B. eine Zins- oder Lohnzahlung nicht geleistet worden sind.

Transparenz: Um die Wirkung von Unternehmensentscheidungen auf das Aktionärs Eigentum beurteilen zu können, ist die Transparenz der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit, der Kontroll- sowie der Aktionärsstruktur einer AG von größter Wichtigkeit. Sie ermöglicht es Anlegern, den Unternehmenswert genauer zu ermitteln und zu beurteilen, wie weit die Anreize der Großaktionäre mit ihren eigenen überlappen. Daher reduziert eine höhere Transparenz die Unsicherheit über zukünftige Renditen. Nach den allgemein akzeptierten Grundlagen der finanzwirtschaftlichen Bewertung von Wertpapieren verlangt ein Anleger somit bei niedriger Transparenz eine höhere Rendite. Folglich – und von größerer Tragweite für die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen – kann mehr Transparenz die Kapitalkosten der börsennotierten Unternehmen verringern und damit ihre Wettbewerbsfähigkeit erhöhen. In diesem Sinne hat die Transparenz gesamtwirtschaftliche Konsequenzen von großer Tragweite.

Besonderheiten des deutschen Markts: Die deutsche Unternehmenslandschaft weist Besonderheiten auf, welche die Bedeutung von Transparenz erhöhen. Typische Merkmale deutscher AGs sind ein starker Bankeneinfluss durch einen hohen Anteil von Bankkrediten am Fremdkapital, direkte Beteiligungen, das Auftragsstimmrecht und personelle Verflechtungen. Des Weiteren ist die Kontrolle über Stimmrechte im internationalen Vergleich hoch konzentriert: In jeder zweiten AG im amtlichen Handel werden mehr als 75% der Stimmrechte durch Großaktionäre kontrolliert. Dies ist grundsätzlich unproblematisch, jedoch haben große Aktionäre durch ihre direkte Einflussmöglichkeit auf das Unternehmen gewisse Anreize, Vermögen von kleineren Aktionären zu transferieren. Somit kommt einem effektiven Anlegerschutz eine erhöhte Bedeutung zu.

Eine wichtige Frage betrifft die Optimalität der vorherrschenden Kontrollstruktur. Es ist anzunehmen, dass die hohe Konzentration zumindest vor der beschleunigten Entwicklung des deutschen Kapitalmarkts wertmaximierend war. Im vergangenen Jahrzehnt hat sich mit der Rolle der Kapitalmärkte jedoch auch das rechtliche und institutionelle Umfeld drastisch verändert, so dass die hohe Konzentration nicht unbedingt weiterhin wünschenswert ist. Daher sollte der Gesetzgeber die Rahmenbedingungen für einen funktionierenden, transparenten Markt für Unternehmenskontrolle schaffen, der Großaktionären die Möglichkeit zu Anteilsverkäufen bietet. Erste Schritte in diese Richtung waren das WpHG und die diesjährige Aufhebung der Besteuerung bei Anteilsverkäufen.

Regulierung vs. Enforcement: Das Verhältnis von Regulierung und „Enforcement“, ihrer Durchsetzung, ist ebenfalls von großer Bedeutung. In einer schnell wachsenden Literatur wird dokumentiert, dass nicht die Qualität der Regulierung, sondern die Effektivität ihrer Durchsetzung und der Sanktionierung von Verstößen das Verhalten von Marktteilnehmern beeinflusst (s. z.B. Bhattachara, Daouk 2001). Daraus folgen zwei wichtige Feststellungen für diese Diskussion. Zum einen ist die Wahl des Mittels, durch das Transparenz geschaffen wird, zweitrangig. Bei der Bilanzierung z. B. dürfte die Wahl des Standards (HGB, IAS, GAAP) nur eine untergeordnete Rolle spielen; wichtiger ist die strikte Überwachung und Sanktionierung von Verstößen. Zum anderen gilt ein vergleichbares Argument für den aktuellen Trend, verschiedene, für Unternehmen und Anleger enorm wichtige Bereiche wie Über-

Transparenz ist Voraussetzung für Bewertung von Unternehmen

Je größer die Transparenz, desto niedriger die Eigenkapitalkosten

Deutsche Kontrollstrukturen intransparent und hoch konzentriert

Effektiver Anlegerschutz besonders bedeutsam

Kontrollstruktur im heutigen Kapitalmarktumfeld nicht mehr optimal

Regulierung nur wirksam bei Durchsetzung mit Sanktionen

nahmen und Corporate Governance per „Kodex“ zu regeln. Diese Kodizes haben keine Rechtskraft, sehen keine wirksame Sanktionierung bei Verstößen vor und schaffen keinen Mechanismus zur Überwachung von Verstößen. Daher ist diese Route von zweifelhaftem Wert.

Ausblick: Die Bedeutung des deutschen Kapitalmarkts ist in den vergangenen Jahren stark angestiegen. Zusätzlich gab es bedeutende Entwicklungen im rechtlichen und institutionellen Umfeld, welche die Diskussion um Corporate Governance in Deutschland betreffen. Dazu gehören Regelungen, welche die Transparenz erhöhen (Wertpapierhandelsgesetz) und Institutionen, die das Anlegerinteresse weiter auf den Aktienmarkt fokussieren werden (Pensionsfonds). Diese Entwicklungen schaffen eine hervorragende Grundlage, um nach den ersten Experimenten mit Kodizes eine konkrete Grundlage für eine effizientere Corporate Governance zu schaffen und damit deutschen AGs bessere Voraussetzungen im internationalen Wettbewerb zu bieten.

Dr. Jens Köke (Universität Mannheim) hat für eine große Anzahl börsennotierter und nicht-börsennotierter deutscher Kapitalgesellschaften die Veränderungen in den Eigentümerstrukturen über die Jahre 1986-1997 analysiert. Die Häufigkeit von Parkettransaktionen in Deutschland ist mit anderen Ländern vergleichbar, wobei die meisten von ihnen zu einem Eigentümerwechsel führen. Diese Veränderungen sind häufiger bei Unternehmen mit einem hohen Fremdkapitalanteil, während sie bei größeren Unternehmen und Gesellschaften mit einer hohen Eigentumskonzentration seltener vorkommen. Nur im Falle börsennotierter Unternehmen hat eine schwache Performance einen häufigeren Kontrollwechsel zur Folge. Kontrollwechsel ziehen eine erhöhte Managementfluktuation nach sich und führen im Falle börsennotierter Gesellschaften zur Veräußerung von Vermögensgegenständen sowie zur Entlassung von Mitarbeitern (Köke 2001).

In einer anderen Studie analysiert Köke die Ursachen für Übernahmen oder Marktaustritte (Konkurse, Insolvenzen) für deutsche Kapitalgesellschaften, wobei er getrennt auf Aktiengesellschaften und Gesellschaften mit beschränkter Haftung eingeht. Bei beiden Unternehmensformen ist die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme bzw. eines Marktaustritts höher, wenn die Gewinnsituation schwach und der Fremdkapitalanteil hoch sind und es sich um ein eher kleineres Unternehmen handelt. Außerdem sind die Eigentumskonzentration und die Kontrollstruktur im Fall von Aktiengesellschaften von entscheidender Bedeutung für die Wahrscheinlichkeit von Unternehmensübernahmen; die Wahrscheinlichkeit eines Marktaustritts steht in engem Zusammenhang mit den getroffenen Umstrukturierungsmaßnahmen. Diese Untersuchungsergebnisse sind im allgemeinen nicht davon abhängig, ob die Übernahme oder der Marktaustritt in näherer oder fernerer Zukunft auftritt (Köke 2002a).

In einer dritten Veröffentlichung analysiert Köke die Auswirkungen der CG und der Marktdisziplin auf das Produktivitätswachstum. Er kommt zu dem Ergebnis, dass Unternehmen mit konzentriertem Anteilsbesitz tendenziell deutlich höhere Produktivitätssteigerungen aufweisen. Finanzieller Druck von Seiten der Gläubiger hat besonders im Falle von Unternehmen, die sich in wirtschaftlichen Schwierigkeiten befinden, positive Auswirkungen auf das Produktivitätswachstum. Was die Marktdisziplin anbetrifft, so ist das Produktivitätswachstum bei intensivem Wettbewerb auf den Gütermärkten höher. Dies gilt jedoch nur bei einem hohen Konzentrationsgrad in den Aktionärsstrukturen. Aus den Ergebnissen der Analyse geht nicht hervor, dass die Aktionärsstruktur,

Wirksamkeit von Kodizes fraglich

Bedeutung des Kapitalmarkts im Aufwind

Rechtliche Grundlagen müssen gestärkt werden

Parkettransaktionen sind ähnlich häufig wie in anderen Ländern

Typischerweise erfolgt ein Kontrollwechsel

Kleine, verschuldete Unternehmen tragen größeres Übernahmerisiko

Eigentumskonzentration und Identität wichtig

Unternehmen mit Großaktionären weisen größeres Produktivitätswachstum auf

Gütermarktwettbewerb ist für diese Unternehmen förderlich

die Komplexität der Eigentumsverhältnisse oder die Größe des Aufsichtsrates das Produktivitätswachstum entscheidend beeinflussen (Köke 2002 b).

Dr. Tim Jenkinson (Said Business School, Oxford University) präsentierte die Ergebnisse einer gemeinsamen Studie mit Alexander Ljungqvist (Jenkinson, Ljungqvist 2001) zur Rolle von kontroversen Aktienpakettransaktionen anhand von 17 ausgewählten Fällen (1988-1996) in Deutschland. Kontroverse Kontrollwechsel sind demnach ein wichtiges Element des bisherigen CG-Systems gewesen. In Unternehmen ohne Mehrheitsaktionär fanden die Autoren stark fragmentierte Kontrollstrukturen vor. Kontrollwechsel in diesen Unternehmen erfolgen weitaus häufiger, als es gemeinhin angenommen wird, und können durch die Akquisition von Aktienpaketen auch gegen den Willen des Managements der Zielgesellschaft zustande kommen. In den untersuchten Fällen kam es ganz überwiegend zu einem Kontrollwechsel (12 von 17 Fällen) bzw. zu einer kooperativen Lösung (3). Angebote an Minderheitsaktionäre kamen nur in fünf Fällen vor, und dann auch nur zu nachteiligen Konditionen (Kursabschläge in Höhe von 15-64%). Banken spielten oftmals eine förderliche Rolle in der Akkumulation von Anteilen. Diese Kontrollwechsel wurden durch schwache Regeln für die Offenlegungspflichten von Anteilen und für das gemeinsame Handeln erleichtert. Unter den Abwehrmaßnahmen ragten Allianzen (12) und „weiße Ritter“ (6) heraus.

Dr. Stefan Prigge (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Universität Hamburg) stellte eine neue Studie zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) vor (Schmidt, Prigge 2002a (i.E.); Schmidt, Prigge 2002b). Prigge führte aus, dass die Wissenschaft keine eindeutigen Ergebnisse hervorgebracht habe.

Ein Problemfeld ist die auch in der öffentlichen Diskussion stehende Kompetenzverteilung zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Aktionären in der Übernahmesituation. Hierzu gibt es ein vorherrschendes wissenschaftliches Leitbild: In diesen Situationen steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Interessen von Vorstand und Aufsichtsrat auf der einen Seite und Aktionären auf der anderen Seite voneinander abweichen. Deshalb sollten die Aktionäre in diesen Fällen gestärkt werden. Ab Sommer letzten Jahres begann die Bundesregierung, mehr und mehr von dieser Linie abzuweichen, stärkte Vorstand und Aufsichtsrat und trug entscheidend zum Scheitern der EU-Übernehmerichtlinie bei. Diese Entwicklung ist zu bedauern.

Der zweite Problemfeld steht bislang weniger im Blickpunkt. Es geht um Kontrollwechsel in Gesellschaften mit einem Kontrollaktionär. Eine große Stärke des WpÜG liegt darin, dass es solche Übernahmen unattraktiv macht, die der Bieter vor allem deshalb durchführen möchte, um danach Sondervorteile zu Lasten der Minderheitsaktionäre zu realisieren. Entscheidend ist hier die Pflicht, ein Angebot für alle Aktien unter Einhaltung von Kursuntergrenzen abzugeben. Diese Stärke gilt gleichermaßen für Gesellschaften in Streubesitz und für Gesellschaften mit Kontrollaktionär. Für Gesellschaften in Streubesitz ist die Wahrscheinlichkeit auch gering, dass das WpÜG Effizienz steigernde Kontrollwechsel behindert. Aber das WpÜG könnte ein nicht zu unterschätzendes Hindernis für Effizienz steigernde Kontrollwechsel in Gesellschaften mit einem Kontrollaktionär sein. Das Zusammenspiel von Vollangebotspflicht und Kursuntergrenze kann dazu führen, dass ein Bieter allen Aktionären einen Kurs offerieren muss, der das Entgelt für die Sondervorteile reflektiert, das der Bieter an den alten Kontrollaktionär gezahlt hat. Der Effizienz steigernde Kontrollwechsel könnte in der Folge unterbleiben. Dieses Problem ist vor dem Hintergrund der

Kontroverse Kontrollwechsel sind zentrales Element der CG

Minderheitsaktionäre schneiden schlecht ab

Banken sind häufig Triebkräfte des Eigentümerwechsels

Schwacher Anlegerschutz

Defensive Strategien typisch, aber nur selten erfolgreich

Neutrales Verhalten der Leitungsorgane bei Übernahmen empfehlenswert

Übernahmegesetz erfüllt diese Anforderung nicht

Preisregel hat zweischneidigen Effekt:

- **Unternehmen im Streubesitz können effizient übernommen werden**
- **Effiziente Übernahmen von Unternehmen im Kontrollbesitz können jedoch verhindert werden**

Stärkerer Minderheitenschutz wäre vorzuziehen gewesen

Aktionärsstruktur in Deutschland, wo die Mehrheit der Gesellschaften einen Kontrollaktionär hat, nicht zu unterschätzen. Das eleganteste Gegenmittel wäre ein generell besserer Schutz von Minderheitsaktionären.

Diskussion

F: Ein Teilnehmer gab zu bedenken, dass die von Böhmer angeregte Abschaffung der Auftragsstimmrechte die ohnehin schon sehr geringe Präsenz auf Hauptversammlungen noch weiter vermindern dürfte, wodurch die Gefahr von „Zufallsmehrheiten“ wachse. Es sei zu fragen, wie man eine stärkere Vertretung erreichen könne. Wenn dieses nicht gelänge, sei es vielleicht doch besser, dass System der Auftragsstimmrechte beizubehalten.

A: Böhmer antwortete, dass es keine Zufallsmehrheiten auf Hauptversammlungen gebe. Ideal fände er es, wenn die Aktionäre die Hauptversammlung live im Internet verfolgen und online abstimmen könnten.

A: Ein anderer Teilnehmer machte auf einige rechtliche Neuerungen aufmerksam: Das Auftragsstimmrecht könne mittlerweile auch per E-Mail erteilt werden. Neben dem Bankenstimmrecht gebe es nun auch die Möglichkeit zur Ausübung des Auftragsstimmrechts („Proxy-Voting“), allerdings bisher nur bei Namensaktien. Deutschland sei in diesen Fragen weiter als andere Länder. Die Bedeutung der Hauptversammlung werde oft übertrieben, schließlich gebe es in Deutschland überwiegend Kontrollaktionäre.

F: Nach Meinung eines Diskussionsteilnehmers ist der deutsche CG-Kodex nicht so harmlos, wie von Böhmer behauptet. Dieser hatte gesagt, dass Regeln ohne Sanktionen wirkungslos seien. Er vertraue hingegen darauf, dass die Einhaltung des Kodex durch den Kapitalmarkt kontrolliert würde; die Analysten würden die Nichtanwendung bestrafen.

A: Böhmer räumte ein, dass Analysten die Meinung einzelner Anleger beeinflussen könnten; der Reputationsverlust, den die Unternehmen bei Verstößen gegen den Kodex erleiden würden, sei jedoch zur Disziplinierung weniger wirksam als eine strikte Durchsetzung. Als Beispiel nannte er eine kürzlich im Journal of Finance erschienene Studie (Bhattachara, Daouk 2001), die zeige, dass Insiderregeln nur dann einen Effekt hätten, wenn sie auch strikt durchgesetzt würden.

A: Jenkinson wandte ein, dass es einen grundlegenden Unterschied zwischen Insider- und CG-Regeln gebe: Während die Regulierung zum Insiderhandel in den Zielen und in der rechtlichen Umsetzung recht einfach und klar sei, sei die CG eine „weichere“ Thematik. Es sei schwierig, Regeln zu finden, die auf alle Unternehmen passten; es gebe gute Gründe für fast jede Firma, von einzelnen Bestimmungen abzuweichen. Daher sei er der Meinung, dass man gerade die Kontrolle der CG gut dem Kapitalmarkt überlassen könne; die Erfahrung aus Großbritannien zeige, dass eine strikte Durchsetzung („Enforcement“) nicht erforderlich sei, solange die Unternehmen verpflichtet sind, Abweichungen vom Kodex zu begründen („Entsprechens-Erklärung“ bzw. „Comply or Explain“).

F: In diesem Zusammenhang schilderte ein Teilnehmer den Teufelskreis, in dem sich manche schlecht geführte Unternehmen wiederfänden: Bestraft der Kapitalmarkt deren schlechtes Management mit einem niedrigeren Börsenkurs, so besteht die Gefahr, dass sich die Unternehmensleitung aus Angst vor einer Übernahme weiter einigelt, was zu einem weiteren Abschlagn führt usw. Ferner stellte er die provozierende

Zukunft des Auftragsstimmrechts?

Internet eröffnet neue Möglichkeiten

Neue rechtliche Möglichkeiten bestehen bereits

Greift der deutsche Kodex durch?

Durchsetzung von Normen sehr wichtig

Flexibilität der Normenanwendung bei CG bedeutsam

Überwachung der CG durch Kapitalmarkt könne gelingen

„Entsprechens-Erklärung“ diszipliniert

Fatale Anreize für unterbewertete Unternehmen?

Dominanz von Wall Street?

Frage, ob die Bemühungen der Europäer auf dem Gebiet der CG nicht zwecklos wären. Viele Amerikaner sähen das zumindest so; Kapitalmärkte seien schließlich von beträchtlichen „Economies of Scale“ gekennzeichnet, so dass sich am Ende alle Marktteilnehmer in der Wall Street wiederfinden würden.

A: Böhmer antwortete, dass er diese Entwicklung sehr begrüßen würde. An der New York Stock Exchange nähme man die Konkurrenten jedoch sehr ernst und müsste aktiv um Listings werben. Zur disziplinierenden Wirkung des Kapitalmarktes wurde angemerkt, dass diese sich bei nicht-börsennotierten Kapitalgesellschaften nur über den Anleihenmarkt entfalten könne.

F: Ein Teilnehmer sah einen Widerspruch in den Vorträgen von Prigge und Jenkinson: Dieser hatte gesagt, dass der schwache Schutz von Minderheitsaktionären in Deutschland eine feindliche Übernahme profitabel mache. Dies sei nicht effizient. Prigge hatte in seinen Ausführungen zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) auf die Gefahr hingewiesen, dass durch das Zusammenspiel von Vollerwerbspflicht und Vorerwerbsuntergrenze im WpÜG effiziente Kontrollwechsel in AGs mit Kontrollaktionär (dem deutschen Regelfall) blockiert werden könnten, der stärkere Schutz von Minderheitsaktionären also zu weniger Effizienz führen könnte.

A: In seiner Antwort wies Jenkinson auf den Trade off zwischen mehr – und möglicherweise effizienzsteigernden – Kontrollwechseln und dem Schutz der Minderheitsaktionäre vor Ausbeutung hin. Durch das Trittbrettfahrerproblem gäbe es zu wenige Kontrollwechsel, da alle Aktionäre möglicherweise von einer Übernahme profitieren, unabhängig davon, ob sie sich an deren Kosten beteiligt hätten. Man müsse entscheiden, in welchem Ausmaß man die Eigentumsrechte der Minderheitsaktionäre einzuschränken bereit sei, um diesem Problem beizukommen. Letztlich sei dieses auch eine empirische Frage.

A: Prigge sah keinen Widerspruch zwischen den beiden Vorträgen. Die Ausbeutung von Minderheitsaktionären sei *ein* Motiv einer Übernahme. Das WpÜG sei gut, weil es „schlechte“ Übernahmen aus Sonderverteilungsmotiven beschneide; an anderer Stelle schieße es jedoch über das Ziel hinaus, weil durch den stärkeren Schutz von Minderheitsaktionären eben auch Effizienz steigernde Kontrollwechsel erschwert würden.

F: An alle Podiumsteilnehmer erging die Frage, ob die deutsche CG ihrer Meinung nach wirklich so schlecht sei wie ihr Ruf. Wenn es stimme, dass schlechte CG die Kapitalkosten der Unternehmen erhöhe, wieso seien dann eben diese Kapitalkosten in Deutschland so niedrig?

A: Böhmer erwiderte, dass die Kapitalkosten in Deutschland zwar niedrig seien, aber bei besserer CG noch niedriger sein könnten. Jenkinson wies darauf hin, dass in jedem Lande Fälle aufzufinden seien, in denen das System der CG versagt habe. Die Frage sei, wie auf diese Fälle reagiert würde, d.h. insbesondere, ob die Schwächen im System rasch behoben würden.

Session II. Corporate Governance in Balance oder Schiefelage?

Prof. Dr. Reinhard H. Schmidt (Fachbereich Wirtschaftswissenschaft, Universität Frankfurt am Main) stellte in seinem Vortrag zentrale Ergebnisse verschiedener Studien (Schmidt, Hackethal 2000, Schmidt, Hackethal, Tyrell 2001) über nationale Systeme der Unternehmensfinanzierung und –kontrolle vor. Seine Kernthese besagt, dass es im

Auch Wall Street steht im Wettbewerb

Wirkung des Übernahmegesetzes:

Mehr oder weniger Effizienz?

Trade off:

- **Minderheitenschutz**
- **vs. niedrige Hürden für Übernahmen**

WpÜG schützt Aktionäre vor schlechten Übernahmen, aber auch vor guten ...

CG so schlecht wie ihr Ruf?

Bessere CG = niedrigere Kapitalkosten

Krisenmanagement wichtiges Element eines Systems

Deutschland wies bisher konsistentes CG-System auf

Vereinigten Königreich und in Deutschland zwei jeweils in sich konsistente Systeme gibt, die sich stark voneinander unterscheiden und die der Gefahr der Destabilisierung und des Funktionsverlusts genau dann unterliegen, wenn graduelle Änderungen an Teilen des Systems erfolgen.

Im kooperativen, auf dichter Information und langfristigen impliziten Verträgen zwischen Eigentümern, Managern, Arbeitnehmern und Gläubigern beruhenden „Insider-System“ der CG in Deutschland sind die unterschiedlichen Ansprüche dieser Gruppen aufeinander abgestimmt und nicht strikt an einer Maximierung des Unternehmenswerts wie in den USA und anderen Outsider-Systemen ausgerichtet. Schon im deutschen Konzernrecht sei die Zielsetzung unternehmerischer Tätigkeit nicht klar gefasst.

Die Kontrolle durch Anteilseigner folgt einem dominant internen Modell: Großaktionäre üben durch den Anteilsbesitz sowie den Aufsichtsrat Kontrolle aus, Kleinaktionäre dagegen sind mit vergleichsweise schwachen Rechten ausgestattet; die Regulierung des Kapitalmarkts ist lax, und „feindliche Übernahmen“ sind überaus rar. Die Kontrolle durch Gläubiger ist durch dauerhafte Kreditbeziehungen, Sicherungen und Interventionsmöglichkeiten ebenfalls intern ausgestaltet und an Stabilität und Liquiditätssicherung ausgerichtet. Schließlich ist der Einfluss der Mitarbeiter durch die Mitbestimmung, interne Beförderungssysteme nebst Kündigungsschutz und attraktiven Gesamtvergütungen gesichert; das Modell ist an der langfristigen Bildung von unternehmensspezifischem Humankapital orientiert. Marktlösungen mit klaren alternativen Optionen sind in allen drei Dimensionen nur ergänzend wirksam. Gleichwohl führen verschiedene marktorientierte und politische Prozesse dazu, dass „system-untypische“ Elemente der Kontrolle über Märkte deutlich an Gewicht gewinnen.

Schmidt erörterte drei Hypothesen über mögliche Entwicklungsszenarien. Es könne erstens zu einer optimalen Kombination der besten Elemente aus markt- und beziehungsorientierten Systemen kommen, zweitens zu einer Koexistenz bei nicht zu großen Effizienzunterschieden und drittens zu einer Systemkrise, da sich ein gradueller Wechsel als nicht möglich erweise. Schmidt argumentierte, dass eine Konvergenz der Systeme nicht zu erwarten sei, dass die Überlegenheit angelsächsischer Systeme zwar nicht erwiesen sei, ein Mischsystem aber nur inkohärent sein könne und nicht aufrechtzuerhalten sei. Daher sah er die Möglichkeit, dass das deutsche System von CG und sozialer Marktwirtschaft insgesamt durch Innovation und Globalisierung in eine Krise gerate. Es sei zu schwerfällig und ziehe aufgrund seiner Intransparenz für außenstehende Investoren auch Finanzierungsnachteile für deutsche Unternehmen nach sich. Daraus ergebe sich die Notwendigkeit einer radikalen Änderung, um überhaupt wieder ein kohärentes System zu finden. Unter dem Druck der Verhältnisse werde sich das angelsächsische Modell durchsetzen. Zumindest in einer Übergangsphase könne es zu einer Schwächung der CG kommen. Schmidt warf die Fragen auf, wie sich der Systemwettbewerb genau vollziehe und ob verschiedene CG-Systeme auch innerhalb eines Landes koexistieren könnten.

Dr. Max Steiger (Grundsatz Kapitalmarkt, Deutsche Bank AG) diskutierte die Rolle institutioneller Investoren (Steiger 2000). Eine der bemerkenswertesten Entwicklungen auf den internationalen Kapitalmärkten in den vergangenen Jahren ist die Institutionalisierung des Sparens. Dies bedeutet, dass private Ersparnisse zunehmend durch professionelle Kapitalanleger (private Versicherungsunternehmen, Kapitalanlagegesellschaften, Pensionskassen bzw. Pensionsfonds) verwaltet

Insider-System beruht auf Finanzierung, industriellen Beziehungen und Rechtsordnung

System an Großaktionären, Gläubigern und Mitarbeitern ausgerichtet

Langfristiger Interessenausgleich steht im Vordergrund

Externe Märkte spielen nur ergänzende Rolle

Szenarien des Systemwandels:

- **Kombination**
- **Koexistenz**
- **Krise**

Krise des deutschen Systems möglich

Radikale Reform steht ins Haus

Vielfalt in einem Land?

Institutionalisierung des Anlagekapitals ...

Bedeutung institutioneller Investoren

	Verwaltetes Vermögen in % des BIP		Aktienanlagen in % des verwalteten Vermögens	
	1992	2000	1992	1999
USA	127,2	195,2	30	51
Großbritannien	131,3	226,7	68	68
Frankreich	61,9	133,3	19	42
Deutschland	34	79,7	10	28
Japan	78	100,5	22	19
Niederlande	131,5	209,6	16	43
Summe aller OECD-Länder*	ca. 16 Bill. USD	ca. 36 Bill. USD		

Quelle: OECD, * Angaben für das Jahr 1999

werden. Die Institutionalisierung spiegelt sich auch in der langfristigen Veränderung der Aktionärsstrukturen wider: In dem Umfang, in dem der von privaten Haushalten direkt gehaltene Anteil am Aktienumlauf abnimmt, wächst kontinuierlich die Quote der institutionellen Investoren. Die Ursachen hierfür sind vielschichtig: Zum einen erhöhen angelsächsische Pensions- und Investmentfonds das Gewicht europäischer Aktien in ihren Portfolios, um die Risiko-Rendite-Strukturen zu optimieren. Zum anderen konnten die hiesigen Fondsgesellschaften vor dem Hintergrund der öffentlichen Diskussion über die absehbaren Probleme der staatlichen Altersversorgung zunehmend Kleinanleger von der langfristigen Überlegenheit der Fonds- im Vergleich zur Direktanlage überzeugen. Als Folge dieser Trends konzentriert sich das Aktienvermögen in den Portfolios einer im Vergleich zur Zahl der Privatanleger geringen Zahl institutioneller Investoren. Das führt – bislang zumindest in den USA und in Großbritannien – zu einem verstärkten Engagement dieser Investorengruppe im Bereich der CG.

Die einzelnen institutionellen Kapitalsammelstellen verfügen allerdings als Minderheitsaktionäre in der Regel nicht über so viel Stimmrechte, um direkten Einfluss auf der Hauptversammlung ausüben zu können. Diese vermeintliche Schwäche versuchen sie mit Hilfe ihrer Spezialisierungsvorteile in der Informationsverarbeitung und Unternehmensüberwachung auszugleichen. Das Instrumentarium der Fonds zur Durchsetzung ihrer Interessen reicht von der Androhung des Verkaufs größerer Aktienpositionen mit den absehbaren Folgen für den Aktienkurs eines Unternehmens bis hin zu den zahlreich stattfindenden persönlichen Gesprächen zwischen dem Fondsmanagement und Vorstandsmitgliedern der betreffenden Gesellschaften. Konsequenzen für Unternehmen und institutionelle Investoren aus dieser auch zunehmend für Deutschland zu erwartenden Entwicklung dürften in zunehmenden Investor Relations-Aktivitäten von Unternehmen, unternehmensspezifischen CG-Regelungen, der Ausübung von Stimmrechten auf Hauptversammlungen durch Fondsgesellschaften sowie im Stimmenpooling dieser Gesellschaften bestehen.

... hat viele Ursachen

**Diversifizierung
angelsächsischer Fonds**

Anlagen für die Altersvorsorge

**Fonds haben nur geringen direkten
Einfluss ...**

**... verarbeiten jedoch Informationen
und ...**

... nehmen an der Überwachung teil

**Indirekte Einflussnahme
über die Meinungsbildung sowie
durch Verkäufe**

Einfluss wird weiter wachsen

Dr. Frank Nassauer (Grundsatz Kapitalmarkt, Deutsche Bank AG) führte aus, dass die Globalisierung der Unternehmen und vor allem der Kapitalgeber dazu geführt hat, dass die jeweiligen Systeme der Unternehmenskontrolle auf den Prüfstand gestellt werden. In nahezu allen Industrie-, aber auch in zahlreichen Entwicklungsländern sowie auf supranationaler Ebene sind Bemühungen der Wirtschaft und der Gesetzgeber im Gange, die CG effizienter zu gestalten (s. Nassauer 2000).

Mit Blick auf die verschiedenen Kontrollsysteme sind dabei drei Entwicklungen möglich:

1. Es kommt zu einer Konvergenz, da die Globalisierung politische, historische und kulturelle Einflüsse zunehmend verwischt und somit länderspezifische Bestimmungsfaktoren der CG viel von ihrer Bedeutung verlieren. Jedoch bleibt abzuwarten, ob sich ein „goldener Mittelweg“ realisieren lässt.
2. Das überlegene System setzt sich durch. Die stärkere Anlehnung des deutschen an das amerikanische System kann man als Indiz für die Überlegenheit der marktbasierter Kontrolle gegenüber der auf stabilen Beziehungen zwischen den Unternehmensbeteiligten basierenden Kontrolle in einer zunehmend globalen und dynamischen Wirtschaft ansehen.
3. Es ergibt sich eine spezifische Kontrolle für globale Unternehmen, bei der die institutionellen Investoren eine zentrale Rolle spielen. Sie wirken sowohl über Marktkräfte als auch durch Wahrnehmung der gesellschaftsrechtlichen Instrumente disziplinierend auf die Unternehmen ein.

Nassauer hält fest, dass es sich derzeit nicht absehen lässt, welcher der drei möglichen Trends sich längerfristig durchsetzen wird. Es ist durchaus möglich, dass angesichts der zunehmenden Dynamik des Unternehmensumfeldes auch von einer dynamischen, sich flexibel anpassenden CG auszugehen ist.

Dr. Klaus Günter Deutsch (DB Research) verwies auf eine Studie (Deutsche Bank Research 2001) mit **Dr. Jörn Quitzau** (DB Research) und **Dr. Frank Nassauer** zu den Konsequenzen der Steuerreform 2000 für die Strukturen des Beteiligungsbesitzes in Deutschland. Die zentralen Aussagen lauten wie folgt: Zum 1. Januar 2002 trat im Rahmen der Steuerreform die Freistellung von Veräußerungsgewinnen in Kraft. Zuvor unterlagen die bei der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften oftmals realisierten stillen Reserven einer hohen Körperschaftsteuerlast. Diese steuerliche Belastung bremste eine Auflösung des Beteiligungsbesitzes erheblich ab. Viele der großen Beteiligungen dürften unter heutigen Anforderungen an die Kapitalrendite und betrachtet nach den Prinzipien einer nachhaltigen Unternehmenswertsteigerung nicht mehr attraktiv sein und daher abgebaut oder neu ausgerichtet werden.

Die mit der Steuerreform 2000 getroffene steuerpolitische Weichenstellung dürfte weit reichende Konsequenzen für den Beteiligungsbesitz deutscher Industrie- und Finanzunternehmen an inländischen Aktiengesellschaften haben. Der hohe Konzentrationsgrad in den Aktionärsstrukturen bedeutender deutscher Aktiengesellschaften dürfte mittelfristig deutlich zurückgehen. Zugleich können institutionelle Investoren und insbesondere der Streubesitz an Bedeutung gewinnen. Gleichwohl dürfte sich die Aktionärsstruktur nicht geradlinig auf eine durch Streubesitz dominierte Struktur hin entwickeln. Vor allem Industrieunternehmen dürften in Zukunft noch als Großaktionäre Kontrolle ausüben, wäh-

Globalisierung führt zu erhöhter Aufmerksamkeit für CG

Drei Szenarien:

- **Konvergenz**
- **Durchsetzung des US-Systems**
- **Sondersystem für Großunternehmen**

Flexibler Systemwandel im Rahmen des Möglichen

Freistellung von Veräußerungsgewinnen mit Konsequenzen für CG

Beteiligungsbesitz deutscher Unternehmen wird neu zugeschnitten

Änderungen in den Aktionärsstrukturen möglich

rend Finanzinstitute sich schrittweise aus dieser Rolle zurückziehen werden. Ob es in Einzelfällen zu Lücken und Defiziten in der Kontrolle kommen kann, ist eine offene Frage.

Ein über die nächsten Jahre gestreckter Abbau des Beteiligungsbesitzes von Industrieunternehmungen und Finanzinstituten wird insgesamt den Strukturwandel in der Volkswirtschaft befördern, die Verflechtungsstrukturen hin zum Wettbewerb öffnen und einer stärkeren Rolle des Kapitalmarkts in der CG den Weg bereiten.

Diskussion

F: Ein Diskussionsteilnehmer meinte im Hinblick auf den Vortrag von Schmidt, dass die Existenz von Komplementaritäten doch wohl kein Plädoyer für den Erhalt des Status quo begründen dürfte. Er fragte Schmidt, ob dieser trotz besagter Komplementaritäten die steuerliche Freistellung von Veräußerungsgewinnen sowie das neue Übernahmegesetz begrüße und wie, trotz ihrer Komplementarität, die Mitbestimmung zu bewerten sei.

F: Ebenfalls zum Vortrag von Schmidt wurde die Frage aufgeworfen, wie die zwei „reinen“ Systeme der CG, das rheinische und das angelsächsische, vor dem Hintergrund sich wandelnder Rahmenbedingungen zu sehen seien. Genannt wurden die Internationalisierung der Wirtschaft, das wachsende Gewicht institutioneller Anleger und der Trend zu einer verstärkten Eigenkapitalfinanzierung.

A: Zu den zwei ersten Beiträgen merkte Schmidt an, dass er nicht für den Status quo habe plädieren wollen. Das Übernahmegesetz sehe er jedoch eher als ein Beispiel für das Beharrungsvermögen des deutschen Systems; die Mitbestimmung habe nur fortgeschrieben, was de facto ohnehin schon existiert habe. Die steuerliche Freistellung von Veräußerungsgewinnen könne hingegen in der Tat systemunterminierend wirken. Er stellte noch einmal klar, dass es auch aus der von ihm eingenommenen systemischen Sicht viel Raum für systemimmanente Verbesserungen gebe. Die Empfehlungen der Baums-Kommission etwa seien dafür ein Beispiel. Hinsichtlich der Implikationen seiner Überlegungen für den Gesetzgeber legte er jedoch nahe, dass Gesetze den systemischen Zusammenhang in Rechnung stellen müssten. Der Gesetzgeber solle daher nicht einen Mittelweg in der CG anstreben. Pointiert formulierte er dazu: „In Gefahr und großer Not führt der Mittelweg zum Tod.“

F: Ein Teilnehmer stellte fest, dass die Anteilseigner größeren Risiken ausgesetzt seien als die anderen Stakeholder, deren Ansprüche an das Unternehmen in Verträgen klar festgeschrieben seien. Folge daraus nicht, dass sich die Unternehmen auf die Maximierung des Unternehmenswerts festlegen sollten?

A: Schmidt antwortete, dass niemand bezweifle, dass eine moderate Unternehmenswertorientierung sinnvoll sei. Er habe nicht behauptet, dass alle Stakeholder gleichwertig seien, nur zählten in der Realität eben nicht nur die Interessen der Aktionäre. Forderungen, der Vorstand solle sich an einem generellen „Unternehmensinteresse“ orientieren, seien nicht praktikabel. Schmidt wies darauf hin, dass die Maximierung einer mehrdimensionalen Zielfunktion wie dem Unternehmensinteresse nur möglich sei, wenn die Beziehungen – und möglichen Zielkonflikte – zwischen den Einzelinteressen, die in diese Funktion einfließen, klar definiert seien. Diese Gewichtung der Interessen werde letztlich vom Vorstand wahrgenommen – aus diesem Grunde sei seine Kontrolle so wichtig.

Lücken der Kontrolle?

Freistellung fördert Strukturwandel

Verhältnis von Reformpolitik und Systemstabilität?

Sicht der „reinen“ Modelle in Zeiten des Wandels?

Steuerreform radikaler Schritt

Reformspielraum im System groß

Notwendigkeit radikalen Handelns kann entstehen

Verhältnis Stakeholder / Aktionäre?

Moderate Orientierung am Unternehmenswert angemessen

Gewichtung der Interessen erfolgt im Vorstand

Kontrolle des Vorstands besonders wichtig

A: Nassauer stimmte zu, dass das deutsche Übernahmegesetz im Ausland eher als ein Versuch gesehen werde, den Status quo festzuschreiben. Die praktische Wirkung etwa von Vorratsbeschlüssen mit einer Laufzeit von 18 Monaten sei zweifelhaft; in jedem Fall habe das Unternehmen mit einem Abschlag am Kapitalmarkt zu rechnen.

F: Zum Vortrag von Steiger bemerkte Böhmer, dass er die Exit-Option der Anleger gar nicht so schlecht fände. Nicht nur Voice, sondern auch Exit könne nämlich für eine Disziplinierung der Unternehmensführung sorgen: Verkauften die unzufriedenen Anleger ihre Anteile, so falle der Kurs der Aktie, so dass für das Unternehmen die nächste Kapitalerhöhung weniger ertragreich ausfiele.

A: Steiger antwortete, dass er die Exit-Option nicht abwerten wollte. Index-Trackern sei diese Option jedoch weitgehend verwehrt, sie müssten versuchen, Einfluss auf die Unternehmenspolitik zu nehmen (Voice).

Session III. Corporate Governance im Vergleich – „Angelsachsen“ und „Kontinentale“

Prof. Colin Mayer (Said Business School, Oxford University) fasste die wesentlichen Erkenntnisse zur Leitung und Kontrolle von Unternehmen in Europe zusammen (Barca, Becht 2001). Die Studie basiert auf den in der sog. Publizitäts-Richtlinie des Europäischen Rates über die bei Erwerb und Veränderung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichende Information zur Eigentumsstruktur in neun europäischen Ländern. Danach weisen die Bestimmungen zur Unternehmenskontrolle in den verschiedenen Ländern erhebliche Unterschiede auf.

In den EU-Ländern ist der Konzentrationsgrad in der Aktionärsstruktur sehr viel höher als in Großbritannien und den USA. Tabelle 1 (am Rand) zeigt den Prozentsatz von Unternehmen mit Großaktionären in acht europäischen Ländern und den USA (NASDAQ und NYSE). Zwei Drittel der Unternehmen in Österreich, Belgien und Deutschland und ein Drittel der niederländischen und spanischen Unternehmen haben Mehrheitsaktionäre. Dagegen gibt es nur bei ca. 2% der britischen und amerikanischen Unternehmen Mehrheitsbeteiligungen.

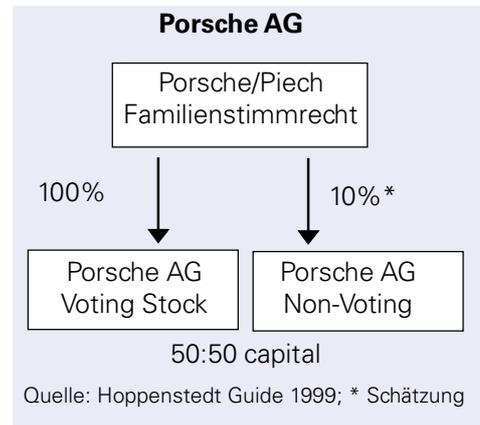
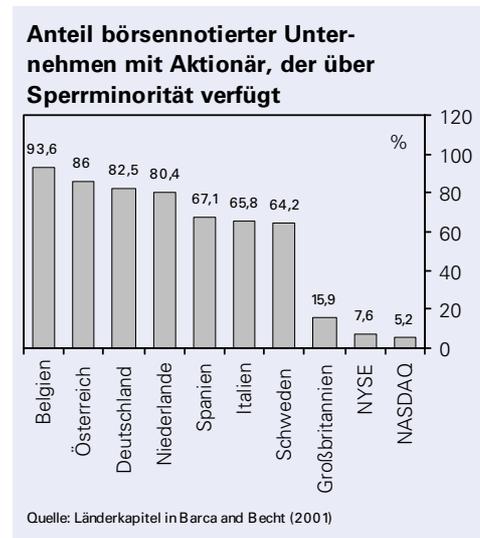
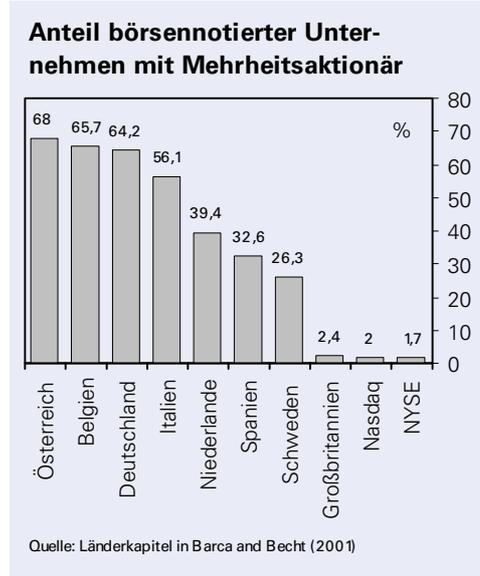
Der Kontrast ist noch ausgeprägter in Bezug auf Sperrminoritäten. Diese bestehen in über 90% der belgischen und 80% der deutschen, jedoch nur in 8% der US-Unternehmen.

Nicht nur die Größe einer Aktienbeteiligung, sondern auch ihre Struktur sind von Bedeutung. Während in den EU-Ländern Familienanteile und Beteiligungen zwischen Unternehmen stark überwiegen, ist die Unternehmensstruktur in Großbritannien und den USA hauptsächlich durch Aktienbesitz von Finanzinstitutionen und Privatpersonen gekennzeichnet.

In den Ländern der EU gibt es häufig Verschachtelungsstrukturen, wechselseitige Beteiligungen sowie Unternehmen, die Aktien verschiedener Gattung (mit bzw. ohne Stimmrecht) emittieren, mit der Funktion, Stimmrechte vom Kapitalanteil zu lösen. Dies vergrößert die Kontrollmöglichkeiten von Großaktionären. Beispiele sind das Unternehmen Porsche, bei dem die Familien Porsche und Piech ein Stimmrecht von 100%, jedoch nur einen geringen Prozentsatz von Cash-Flow-Rechten haben, und ING in den Niederlanden, dessen Anteile von einem Investmentfonds (Administratie Kantoor) gehalten werden, der wiederum nicht-stimmberechtigte Anteilsscheine begibt.

Übernahmegesetz kodifizierte Status quo der Einflussrechte

Disziplinierung durch Exit und Voice der institutionellen Investoren



Selbst wenn keine Stimmenmehrheit besteht, kann es Hürden für eine externe Kontrolle geben. Diese bestehen in Form von Bestimmungen gegen Unternehmensübernahmen sowie Beschränkungen in Bezug auf die Ernennung und den Austausch von Vorstandsmitgliedern.

Welche Konsequenzen ergeben sich aus diesen Analyseergebnissen? Welche Auswirkungen haben die Eigentums- und Kontrollstruktur auf die CG und die Leistungskraft eines Unternehmens? Folgende Einschätzung ist vorherrschend: Erstens, die CG nach dem angelsächsischen Modell ist dem in den EU-Ländern bestehenden System vorzuziehen; zweitens, große Aktienpakete sind mit Sondervorteilen der Großaktionäre verbunden; drittens, es ist von entscheidender Bedeutung, dass der Schutz von Minderheitsaktionären verstärkt wird und ein Markt für Unternehmenskontrolle geschaffen wird; viertens, das in den EU-Ländern bestehende System befindet sich im Auflösungsprozess und wird durch Marktsysteme ersetzt.

Mayer vertritt die Auffassung, dass die CG viel komplexer ist, als diese konventionelle Argumentation vermuten lässt. Erstens, es gibt kein rein angelsächsisches bzw. kontinentaleuropäisches System. Es bestehen deutliche Unterschiede zwischen Großbritannien und den USA, und es gibt in mancher Hinsicht größere Parallelen zwischen den USA und den EU-Ländern. Zweitens, der Zusammenhang zwischen der Eigentumsstruktur und der wirtschaftlichen Leistung eines Unternehmens ist unklar (s. Gugler 2001). In einer britischen Studie kamen Julian Franks, Luc Renneboog und Colin Mayer (Franks et al. 2001) zu dem Ergebnis, dass keine Beziehung zwischen einem hohen Konzentrationsgrad in der Eigentümerstruktur und der Disziplinierung eines schlechten Managements besteht. Weder die Konzentration noch die Struktur der Unternehmenskontrolle stehen im ursächlichen Zusammenhang mit der Vorstandsfluktuation in Unternehmen mit schwacher Performance. In der entsprechenden Analyse zu Deutschland kommen die Autoren exakt zu dem gleichen Ergebnis. Trotz des viel höheren Konzentrationsgrads des Anteilsbesitzes in Deutschland führt dies weder zu einer größeren noch zu einer geringeren Disziplinierung eines schlechten Managements. Große Aktienpakete haben weder eine gute noch eine schlechte CG zur Folge.

Eine andere Studie kommt zu dem Ergebnis, dass der Übernahmemarkt – der Markt der Unternehmenskontrolle – keine Disziplinierung einer schlechten Unternehmensführung zur Folge hat. Feindliche Übernahmen sind nicht speziell auf Unternehmen ausgerichtet, die eine besonders schwache Wirtschaftsleistung aufweisen. Deshalb sind Unterschiede in der Eigentums- und Kontrollstruktur nicht primär vor dem Hintergrund einer guten oder schlechten CG zu sehen.

Dies wirft die Frage auf, ob sie deshalb von untergeordneter Bedeutung sind. Dies ist keineswegs der Fall. Sie scheinen eher mit den wirtschaftlichen Aktivitäten von Unternehmen als mit ihrer Kontrolle in Zusammenhang zu stehen. Der wirkliche Unterschied zwischen den Systemen besteht in der Flexibilität, auf Neuentwicklungen und Chancen reagieren zu können, was sich im Anstieg von Beteiligungskapital in Großbritannien und den USA widerspiegelt. Dieser Flexibilität stehen jedoch die von den Unternehmen einzugehenden Verpflichtungen gegenüber. Die von Gesellschaften im Streubesitz erzielten Flexibilitätserfolge gehen auf der anderen Seite durch eine fehlende Selbstbindung verloren. Dies wird im allgemeinen auf das Problem des kurzen Zeithorizonts zurückgeführt. Für bestimmte Geschäftsaktivitäten, insbesondere bei großen Industrieunternehmen, sind langfristige Engagements mehrerer Parteien von entscheidender Bedeutung. Bei an-



Große Unterschiede zwischen USA und U.K.

Zusammenhang zwischen Konzentration und Leistung nicht klar

Kein Zusammenhang zwischen Übernahmen und Disziplinierung

Unterschiede bedeutsam für die wirtschaftlichen Aktivitäten:

- **Flexibilität versus Selbstbindung**

deren Wirtschaftsaktivitäten, besonders im Bereich der Spitzentechnologie, hat es höheren Stellenwert, flexibel auf technologische Veränderungen zu reagieren. Die komplexen Verschachtelungen in der Eigentumsstruktur von Unternehmen in den EU-Ländern, auf die in dem o.g. Buch konkret eingegangen wird, tragen zum Aufbau langfristiger Beziehungen zwischen mehreren verschiedenen Aktionären bei.

Deshalb sind für unterschiedliche wirtschaftliche Aktivitäten verschiedene Systeme geeignet. Ob sie adäquat sind, richtet sich auch nach der wirtschaftlichen Entwicklungsperiode. Ein hoher Konzentrationsgrad in der Eigentumsstruktur mag für die Entwicklung der europäischen Industrie in der 2. Hälfte des 20. Jahrhunderts geeignet gewesen sein. Dies gilt für die viel weiter entwickelten europäischen Wirtschaftsnationen des 21. Jahrhunderts mit ihren technologischen Innovationen möglicherweise in viel geringerem Maße. Dies ist der zentrale Themenkomplex, dem sich die europäischen Politiker z. B. im Rahmen von Diskussionen über die Übernahme-Richtlinie zuwenden müssen. Mayer führte aus:

„Entscheidend ist nicht, dass Unternehmensübernahmen eine bessere Form der CG sind als große Aktienpakete. Einem Bericht zufolge hat die britische Regierung vor kurzem vor japanischem Publikum die Vorteile des britischen Systems der Unternehmenskontrolle herausgestellt. Die „Verherrlichung“ bestimmter CG-Systeme ist zum modernen Äquivalent der religiösen und politischen Kreuzzüge der Vergangenheit geworden.

Von zentraler Bedeutung ist hingegen die Frage, ob die Eigentums- und Kontrollstrukturen in den EU-Ländern nicht mehr zeitgemäß sind. Sollte dies der Fall sein, könnte der von Winter³ vorgebrachte Vorschlag große Vorteile aufweisen. Danach sollte es Unternehmen, die Firmenaufkäufe vornehmen, erlaubt sein, die bestehenden Übernahmehindernisse auszuräumen, indem verschiedene Aktiengattungen gleichgestellt werden.

Wenn die technologische Revolution jedoch nur kurzlebig ist und eine Rückkehr zu traditionelleren Geschäftsaktivitäten erfolgt, könnten sich die bestehenden Strukturen als überlegen erweisen. Es ist jedoch extrem schwierig vorauszusagen, welches Modell die Oberhand gewinnen wird, und die einzelnen Mitgliedsländer sollten nicht versuchen, ein bestimmtes System durchzusetzen.“

Prof. Marco Becht (ULB, Brüssel, Director ECGI) stellte die Ergebnisse seiner Untersuchung zur CG in den Vereinigten Staaten vor (Becht 2001). Zunächst stellte er fest, dass die Kontrolle durch bedeutende Aktionäre in den USA die Ausnahme darstellt. Aktionäre mit mehr als 5 Prozent der Stimmrechte an börsennotierten Gesellschaften sind in den USA in weniger als der Hälfte der an der NASDAQ bzw. der NYSE gelisteten US-Unternehmen anzutreffen. 92 Prozent der Unternehmen der NYSE weisen zudem keinen Aktionär mit mehr als 25 Prozent der Stimmrechte auf. Aktienpakete werden häufig von Fonds gehalten, die sich aber in der Regel nicht aktiv an der CG beteiligen. Der Einfluss von bedeutenden Minderheitsaktionären und Großaktionären kann jedoch in den Einzelfällen spürbar sein.

- Industrialisierung versus Innovation

CG-Debatte ideologisch

Zweckmäßigkeit der Eigentumsstrukturen relevant?

Mitgliedstaaten sollten Modell selbst wählen können

Kontrolle durch große Anteilseigner in den USA untypisch

³ Anmerkung: Mayer bezog sich auf die Empfehlungen der "High Level Group of Company Law Experts" vom 10. Januar 2002 zur Vorbereitung der zweiten Vorlage einer europäischen Übernahmerrichtlinie durch die EU-Kommission unter Leitung von Jaap Winter (Unilever).

Becht erläuterte, dass auch die Kontrolle durch „feindliche Übernahmen“ seit den späten achtziger Jahren stark abgenommen hat. Dies liegt daran, dass durch Änderungen in den rechtlichen Rahmenbedingungen (defensives Einzelstaatenrecht) und durch aktive Gestaltung seitens der Leitungsorgane zahlreiche Barrieren gegen öffentliche Übernahmen errichtet worden sind. Satzungsmaßige „Giftpillen“, zeitlich gestaffelte Verträge für Board-Mitglieder (erschwert den Austausch des Managements nach einer Übernahme), die Ausgabe von Vorzugsaktien und viele andere Maßnahmen spielen eine bedeutende Rolle. Die Wirksamkeit von Übernahmen in den USA im Sinne einer Steigerung der Effizienz des übernommenen Unternehmens ist auch anderweitig bereits in Zweifel gezogen worden (Gugler 2001: S. 40). CG in den USA beruht daher hauptsächlich auf der Kontrolle durch Information, Transparenz und Offenlegung, d.h. direkt durch den Kapitalmarkt.

Dr. Marc Goergen (UMIST, Manchester) referierte zum Zusammenhang der Aktivitäten der britischen Pensionsfonds und der CG (auf der Basis verschiedener Forschungen, u.a. Goergen 2002). Er kommt zu dem Ergebnis, dass bei der Eigentums- und Kontrollstruktur in Großbritannien eine hohe Zersplitterung vorliegt – wenn auch in etwas geringerem Ausmaß als in den USA. Dem größten Aktionär steht ein zweiter Anteilseigner mit einem relativ umfangreichen Aktienpaket gegenüber. Dieses System unterscheidet sich von den EU-Ländern. Bei den börsennotierten britischen Unternehmen sind institutionelle Investoren, hauptsächlich Investment- und Pensionsfonds, die größten (Minderheits-) Aktionäre. Die zweitgrößten Aktienbeteiligungen befinden sich in der Hand von Board-Mitgliedern.

Auf den ersten Blick weist das britische System große Parallelen zu den USA auf. Es bestehen jedoch große Unterschiede. In Großbritannien gibt es einen größeren Übernahmemarkt als in den USA. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Übernahmehürden wie z. B. stimmrechtslose Aktien und satzungsmäßige „Giftpillen“ selten sind. Außerdem gibt es nur wenige Hindernisse für einen Austausch des Vorstands.

Institutionellen Investoren, der Hauptgruppe von Großaktionären in Großbritannien, wurde der Vorwurf eines passiven Anlageverhaltens gemacht. Was könnte der Grund für ihre Passivität sein? Erstens, den Treuhändern der Pensionsfonds mangelt es an der ausreichenden Erfahrung. Zweitens, das Abstimmungsverfahren ist komplex, da die Stimmrechtsermächtigungen bei Intermediären und nicht bei den Fondsmanagern und Treuhändern liegen. Es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass die institutionellen Investoren diesbezüglich zunehmend aktiv werden. Zudem spricht einiges dafür, dass die institutionellen Anleger beginnen, miteinander zu kooperieren. Es gibt jedoch bisher keinen Hinweis darauf, dass sie den Firmenwert verbessern.

Dr. Klaus Gugler (Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Universität Wien) stellte die zentralen Ergebnisse des Forschungsvorhabens eines Autorenteam zum Zusammenhang von CG und Unternehmenserfolg vor (Gugler 2001). Im Gegensatz zum angelsächsischen System differiert das System der Unternehmenskontrolle in Kontinentaleuropa und Japan deutlich. In Deutschland, Österreich oder Italien üben Großaktionäre die strategische Kontrolle aus. Die Eigentümerstruktur ist konzentriert, und mehrheitlicher Streubesitz ist selbst bei großen Unternehmen eher die Ausnahme denn die Regel. Märkte, insbesondere Aktienmärkte, spielen eine untergeordnete Rolle, sowohl was die Kontrollfunktion als auch die Finanzierung von Investitionen betrifft. Die Gläubiger verfügen im Konkursfall über weit reichende Rechte, während Kleinaktionäre schlechter gestellt sind.

Kontrolle von Unternehmen durch Kapitalmarkt gering

Vielzahl an Übernahmehürden

Kontrolle durch Information

Aktionärsstruktur in U.K. nicht so zersplittert

Institutionelle Investoren sind bedeutendste Anteilseigner

Feindliche Übernahmen sind häufig in U.K., ...

... aber Fonds üben kaum Kontrolle aus

Großaktionäre und Gläubiger in Kontinentaleuropa einflussreich

In der Studie konnte festgestellt werden, dass höhere Eigentümerkonzentration im Durchschnitt zu einer Verbesserung des Unternehmenserfolges führt. Allerdings muss diese Aussage dahingehend qualifiziert werden, dass es (1) länderspezifische Unterschiede gibt, (2) die Identität des Großeigentümers eine Rolle spielt und (3) der Konflikt zwischen Großeigentümern und breit gestreuten Eigentümern besonders in Kontinentaleuropa ausgeprägt ist. In der Mehrzahl der Studien stellt sich heraus, dass Intransparenz der Unternehmensvorgänge und rechtliche Schlechterstellung von Kleinaktionären (z.B. verglichen mit dem US-System) verhindern, dass Kleinaktionäre davon ausgehen können, am Unternehmenserfolg fair partizipieren zu können. Dies führt wiederum zu einer geringeren Bereitschaft, in Aktien zu investieren, und zu einem geringen Anteil an Kleinaktionären in den Unternehmen bzw. zu illiquiden Aktien- und Finanzmärkten. Eine wichtige Voraussetzung der Reform der europäischen Aktien- bzw. Finanzmärkte scheint demnach die Erhöhung der Transparenz von Unternehmensentscheidungen bzw. die rechtliche Besserstellung von Kleinaktionären zu sein.

Diskussion

F: Eine erste Frage bezog sich auf den Grad der Konzentration des Anteilsbesitzes. „Wie sähe der Zusammenhang zwischen Konzentration und privaten Sondervorteilen aus?“, fragte ein Teilnehmer.

A: Mayer sagte, im allgemeinen werde zwar angenommen, dass eine hohe Konzentration des Anteilsbesitzes zu Sondervorteilen führe und somit negativ zu beurteilen sei. Seiner Meinung nach trifft dies jedoch nicht uneingeschränkt zu. Er nannte die Beispiele von Siemens und den britischen Firmen Boot's und Unilever, in denen die Sondervorteile letztlich allen Anteilseignern zugute gekommen seien.

Er war auch skeptisch, ob ein Markt für Unternehmenskontrolle, der ja im Zentrum vieler derzeitiger Bemühungen um eine bessere CG stehe, wirklich so positiv zu bewerten sei. Die Forschungsergebnisse seien keineswegs eindeutig; vor diesem Hintergrund seien auch die im Vortrag von Becht geschilderten Abwehrmechanismen, mit denen sich mittlerweile viele US-amerikanische Firmen vor einer feindlichen Übernahme zu schützen versuchen, zu betrachten. Auch in den USA funktionieren der Markt für Kontrolle nur begrenzt.

A: Gugler wies darauf hin, dass der Zusammenhang zwischen Konzentrationsgrad des Anteilsbesitzes und Unternehmensperformance nicht linear sei; der negative Zusammenhang bei hoher Konzentration sei auf die Ausnutzung von Sondervorteilen zurückzuführen.

F: Ein Teilnehmer stellte die Frage, welche Akteure am Aktienmarkt aktiv seien, wenn sich selbst die institutionellen Investoren, wie im Vortrag von Goergen deutlich geworden war, passiv verhielten. Seiner Meinung nach seien es Hedge Funds, die den Markt antrieben. Sie seien trotz ihres Wachstums in jüngerer Zeit zwar noch recht klein, hätten aber einen überproportionalen Einfluss auf die Kursbewegungen: da sie nicht als Index-Tracker aufträten und auch nicht an relativer, sondern an absoluter Performance interessiert seien, unternähmen sie größere Anstrengungen, um sich über die Unternehmen zu informieren. Andere Marktteilnehmer wüssten von den besseren Informationen der Hedge Funds, folgten diesen und verstärkten so deren Einfluss am Markt.

A: Mayer stimmte zu und ergänzte, dass dieser Mechanismus nicht nur für Hedge Funds, sondern auch für sogenannte Vulture Funds wirksam sei. Beide vereinten nur wenige Stimmrechte auf sich, hätten jedoch einen großen Einfluss auf die Kursbildung.

Konzentrierter Anteilsbesitz führt im Schnitt zu besserer Leistung, ...

... aber die Länder und die Großaktionäre unterscheiden sich

... und der Konflikt mit Kleinaktionären ist bedeutsam

Begrenzte Aktieninvestments der Kleinanleger und illiquide Märkte sind die Folge

Stärkung von Transparenz und Aktionärsschutz entscheidend

Führt Anteilskonzentration zu Sondervorteilen?

Nur in manchen Fällen ein Problem

Leistungsfähigkeit der Kontrolle durch Übernahmen zweifelhaft

Kein linearer Zusammenhang zwischen Konzentrationsgrad und Kontrolle

Hedge Funds treibende Kraft im Markt?

Treibende Kräfte ohne internen Einfluss

F: Schließlich wurde gefragt, ob der im Vortrag von Becht exemplarisch geschilderte recht große Einfluss des Boards in den USA die Regel sei.

A: Becht antwortete, dass das von ihm gewählte Beispiel in der Tat typisch sei. Es gebe jedoch auch eine gewisse Vielfalt – nicht alle Unternehmen seien in Delaware beheimatet. Pensionsfonds seien in den USA verpflichtet, ihre Stimmrechte auszuüben. Ob eine solche Regelung sinnvoll ist, sei angesichts des Einstiegs in eine verstärkt kapitalgedeckte Altersvorsorge eine auch für Deutschland relevante Frage.

F&A: Es wurde die Frage nach der Bedeutung freundlicher Übernahmen, die schließlich bei weitem die Mehrheit ausmachten, aufgeworfen. Mayer antwortete, dass selbst bei einer Übernahme im Konsens, mit der Skaleneffekte ausgenutzt werden sollen, etwa die Hälfte der Vorstandsmitglieder des übernommenen Unternehmens innerhalb von zwei Jahren aus dem dann gemeinsamen Vorstand ausschieden; bei einer feindlichen Übernahme würden knapp 90% der Vorstandsmitglieder in demselben Zeitraum gekündigt. Es sei somit kein Zufall, dass sich der Vorstand so sehr vor einer (feindlichen) Übernahme zu schützen trachte. Mayer hob nochmals generell hervor, dass der Markt für Übernahmen den Forschungen zufolge nur begrenzt Kontrolle ausübe, da Zielgesellschaften nicht typischerweise schlecht geführte Unternehmen, sondern Unternehmen mit durchschnittlicher Leistung seien.

Session IV: Wirtschaftliche Kräfte und Regulierungstendenzen

Hilmar Kopper (Vorsitzender des Aufsichtsrats, Deutsche Bank AG) führte zu Beginn des Symposiums aus, dass die Diskussion über die Reform der Leitungsorgane von Aktiengesellschaften auch nach der Veröffentlichung des Deutschen Corporate Governance Kodex nicht ad acta gelegt werden könne.⁴ Die Institutionen seien nach wie vor reformbedürftig.

Kopper betonte, dass für das Funktionieren der CG in Deutschland der rechtzeitige, umfassende und vertrauliche Gedankenaustausch zwischen dem Vorstandsvorsitzenden bzw. –sprecher einerseits und Aufsichtsratsvorsitzenden andererseits über die bedeutsamen strategischen Fragen des Unternehmens entscheidend sei. Dieser Informationsaustausch würde in der politischen Diskussion nicht ausreichend gewürdigt.

Hinsichtlich des Vorstands argumentierte Kopper, dass in international tätigen Unternehmen die Kollektivverantwortung des Vorstands nur schwer mit Leben zu füllen sei, da bei zunehmender Komplexität nur die jeweils zuständigen Vorstände die spezifischen Fachfragen in voller Breite und Tiefe verstünden und verantworten könnten. Deutsche Vorstände seien jedoch entgegen einem verbreiteten Bild nicht übermäßig an Konsensregeln gebunden; in strittigen Fragen werde durchaus kontrovers abgestimmt. Mit Blick auf die Diskussion über die Unterschiede zwischen dem US-amerikanischen und dem deutschem Aktienrecht verwies Kopper darauf, dass das deutsche Aktienrecht keinen weisungsbefugten CEO zulasse und eine als erforderlich angesehene Straffung von Entscheidungsstrukturen daher auf anderen Wegen erfolgen müsse. Die Deutsche Bank habe mit der Schaffung eines

Viele US-Unternehmen durch Satzungen und institutionelle Arrangements vor Übernahmen geschützt

Auch Übernahmen im Konsens führen zu Personalaustausch im Vorstand

Schutzinteresse von Vorständen daher nachvollziehbar

Reform der Institutionen wünschenswert

Strategischer Dialog von Vorstand und Aufsichtsrat

Kollegialprinzip schwer mit Leben zu füllen

Straffung der Entscheidungsstruktur

⁴ Siehe dazu die Presseberichterstattung: „Kopper warnt vor Scheinheiligkeit bei der Debatte um Unternehmenskontrolle“, Handelsblatt, 4.3.2002, „Kopper: Vorstand und AR schlecht konstruiert“, Börsen-Zeitung vom 2.3.2002, sowie „Cromme allein zu Haus“, Financial Times Deutschland, 5.3.2002.

Group Executive Committees auf diese Notwendigkeit reagiert. Die Verantwortung für die Führung der Deutsche Bank AG läge aber selbstverständlich nur bei dem Konzernvorstand.

Kopper betonte, dass der deutsche mitbestimmte Aufsichtsrat eine international gesehen noch speziellere Institution darstelle. Seiner Ansicht nach sei das deutsche Gremium durch eine zu große Teilnehmerzahl geprägt. Eine Rückführung der Zahl der Mitglieder auf acht bis zehn Personen sei im Dienste einer zielgerichteten Diskussion notwendig. Die fachliche Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder auf Seiten der Arbeitnehmer wie der Kapitalvertreter sei derzeit oftmals nicht ausreichend. Es gebe schlicht nicht genügend qualifizierte Aufsichtsräte, welche die Vielzahl der Mandate kompetent wahrnehmen könnten. Auch die Mandatshäufung erfahrener Aufsichtsräte sei eine Folge dieser Situation. Durch eine Verkleinerung der Räte könne Abhilfe geschaffen werden.

Der Deutsche Corporate Governance Kodex könne diese Probleme nicht lösen, sei aber dennoch wertvoll, da er das deutsche System der Leitungsorgane u.a. für Ausländer transparent mache und zugleich sinnvolle Empfehlungen insbesondere, aber nicht nur, für börsennotierte Gesellschaften enthalte. Es werde ein Wettbewerb der Unternehmen um eine vorbildliche Umsetzung der Empfehlungen einsetzen, der sehr zu begrüßen sei. Dies werde durch die gesetzliche Anforderung der „Entsprechens-Erklärung“ sinnvoll gestützt.

Prof. Dr. Ulrich Seibert (Referatsleiter Gesellschaftsrecht, Bundesministerium für Justiz) führte aus, dass der deutsche Gesetzgeber bereits in der 13. Wahlperiode mit dem Gesetz über die Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) einen Meilenstein auf dem Weg zu einer besseren CG gesetzt habe. Dies sei in der 14. Legislaturperiode unter der Regierung von SPD und Grünen mit dem Namensaktiengesetz, der Steuerreform 2000, insbesondere der Freistellung von Veräußerungsgewinnen, und den Bemühungen im Rahmen der Baums- und Cromme-Kommissionen um eine rechtliche Stärkung der CG fortgesetzt worden.

Die Baums-Kommission habe rund 150 Vorschläge unterbreitet, die teils gesetzlich, teils durch den Deutschen Corporate Governance Kodex umgesetzt werden würden. Der Kodex stelle überschaubar und knapp geltendes Recht dar. Dies sei eine ganz wichtige Funktion, da die deutschen gesetzlichen Regelungen für ausländische Investoren nicht immer leicht aufzufinden und leicht zu interpretieren seien. Zudem enthalte der Kodex 50 Vorschläge zu besserem unternehmerischen Verhalten. Eine gesetzliche Sanktionierung des unternehmerischen Verhaltens sei ganz bewusst nicht vorgesehen; die Urteilsbildung solle am Kapitalmarkt erfolgen.

Einige der Vorschläge der Baums-Kommission würden vom Gesetzgeber und der Bundesregierung noch in der laufenden 14. Legislaturperiode im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zum Transparenz- und Publizitätsgesetz aufgegriffen. In der nächsten Legislaturperiode sollten Themen angegangen werden wie das Anfechtungsrecht auf Hauptversammlungen, die Anpassung des Organhaftungsrechts an internationale Standards, eventuell die „virtuelle Hauptversammlung“ sowie ggf. ein zentrales Unternehmensregister.

Dr. Anne d'Arcy (Corporate Center Controlling, Deutsche Bank AG) stellte die Aktivitäten der Deutsche Bank AG auf diesem Gebiet vor und hob hervor, dass dieses Unternehmen derzeit eine Vorreiterrolle mit eigenen Standards einnehme (Deutsche Bank 2001). Es gebe nicht nur

Deutsche Aufsichtsräte zu groß

Knappheit guter Aufsichtsratsmitglieder

Verkleinerung angemessen

Deutscher Kodex wertvoll

Wettbewerb der Unternehmen setzt ein

Fortschritte im gesetzlichen Rahmen der CG

Kodex hat auch eine erläuternde Funktion für ausländische Investoren

Umsetzung der Verhaltensempfehlungen soll vom Kapitalmarkt überwacht werden

Weitere gesetzliche Regelungen in Arbeit:

- **Transparenz- und Publizitätsgesetz**
- **Weitere Bereiche in nächster Legislaturperiode**

Deutsche Bank mit Umsetzung eigener Standards befasst

einen verantwortlichen Konzernvorstand, sondern auch zahlreiche Umsetzungsverfahren innerhalb des Unternehmens. Dabei hat sich herausgestellt, dass die Berücksichtigung von Interessenkonflikten, Offenlegungspflichten und eine größere externe Transparenz bedeutend ist. Das US-Listing stellte einen weiteren Schritt in der Stärkung der Corporate Governance der Deutsche Bank AG dar.

Dr. Rainer Geiger (Stellvertretender Direktor für Finanz-, Steuer- und Unternehmensfragen bei der OECD) stellte in seinem abschließenden Vortrag die internationalen Bezüge des Themas her. Im Zuge der Internationalisierung des Anlagevermögens, der weltweiten Privatisierungswelle und der zunehmenden Regelssetzung im internationalen System habe die OECD mit den 1999 verabschiedeten Grundsätzen der CG (OECD 1999) einen multilateralen, nicht bindenden, kooperativen und evolutiven Weg der Standardsetzung beschritten. Neben den Grundrechten der Aktionäre und dem Schutz von Minderheitsaktionäre werden die Rolle der Unternehmensbeteiligungen, Fragen der Transparenz und Publizität sowie die Verantwortung von Leitungsorganen behandelt.

Geiger verwies in seinem Ausblick auf zentrale Aufgaben in den nächsten Jahren auf die Herausbildung regionaler Netzwerke der CG, auf Reformen des Gesellschaftsrechts und auf die Umsetzung der Grundsätze in Schwellen- und Transformationsländern. Besondere Schwierigkeiten sah er in der Ausgestaltung von Prinzipien der Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung, wie Enron gezeigt habe, in Maßnahmen gegen den Missbrauch von Offshore-Zentren, in der Ausarbeitung von fairen Regeln für Unternehmensübernahmen und in der fachlichen und ethischen Qualifikation von Mitgliedern in unternehmerischen Leitungsorganen weltweit.

Diskussion

Prof. Dr. Norbert Walter (Geschäftsführung, DB Research) zog Schlussfolgerungen aus den Erörterungen des Tages. Er bemerkte, dass zwar nach Prof. Schmidt „reine“ CG-Systeme den Mischformen vorzuziehen seien, dass aber nicht klar sei, welches der beiden „reinen“ Systeme, das „angelsächsische“ oder das „rheinische“, generell überlegen sei. Im Laufe der Veranstaltung, und insbesondere auf der vom ECGI organisierten Sitzung, sei aber deutlich geworden, dass nur in Großbritannien die CG eindeutig auf den Kapitalmarkt ausgerichtet sei. Wenn überhaupt, diene also Großbritannien, und nicht die USA, als Vorbild für Kontinentaleuropa.

Ferner sei festzuhalten, dass der Gesetzgeber dazu aufgerufen sei, die Dominanz von Privatinteressen, die ab einem gewissen Konzentrationsgrad des Anteilsbesitzes einträte, zu unterbinden. Dies gelte seiner Meinung nach auch für Familienunternehmen; auch diese müssten sich, sobald sie sich dem Kapitalmarkt öffneten, seinen Regeln unterwerfen. Im Hinblick auf eine kapitalgedeckte Altersvorsorge und somit eine in Zukunft größere Bedeutung institutioneller Anleger bemerkte er, dass die ohnehin großen Risiken dieser Form der Altersvorsorge noch größer würden, wenn diese Anleger zu große Anteile an einzelnen Unternehmen hielten. CG sei eben nur eines von mehreren Zielen. Die derzeit oft mangelnde Kompetenz der Trustees von Pensionsfonds sehe er nicht als grundlegendes Problem an; auch diese hätten schließlich ihre Beraterstäbe.

F&A: Böhmer kam auf die Frage zurück, wie wirksam ein Kodex ohne die gesetzliche Möglichkeit zur Sanktionierung sei. In Krisen könne es sich lohnen, gegen den Kodex zu verstoßen. Frühere Fälle des Insider-

OECD hat Weg gewiesen

Vieles bleibt zu tun:

- Reformen des Gesellschaftsrechts
- Umsetzung in Schwellenländern
- Rechnungslegung
- Übernahmerecht

Sonderrolle Großbritanniens: CG durch den Kapitalmarkt

Vorbildfunktion für andere Staaten?

Regulierung des Anteilsbesitzes erforderlich?

Große Aktienpakete in Händen institutioneller Investoren nicht ohne Probleme

Kodex ohne Biss?

handels in Deutschland hätten gezeigt, dass sich ein derartiges Fehlverhalten nicht verhindern ließe, wenn der Schuldige keine Bestrafung in Form einer persönlichen Haftung zu befürchten habe.

F&A: Ein Teilnehmer vertrat die Meinung, generell solle man von der öffentlichen Meinung nicht zu viel erwarten; nur von einigen bekannten DAX-30 Unternehmen werde überhaupt Notiz genommen, von anderen selbst im DAX-30 und erst recht im MDAX oder SDAX jedoch kaum oder gar nicht. Er stellte die Frage, warum die Börse ein Unternehmen, das gegen den Kodex verstieße, nicht direkt strafen könne?

F&A: Seibert stellte fest, dass es bei bewusstem Belügen und falschen Kodexerklärungen bereits eine Haftungsregelung gebe. Die Frage sei vielmehr, wie bei Fahrlässigkeit zu reagieren sei. Seiner Meinung nach solle man nicht immer nach dem Gesetzgeber rufen; eine flexible Lösung sei vorzuziehen. Dass der Kapitalmarkt brutal strafen könne, zeigten die Fälle einiger US-Firmen, die Unregelmäßigkeiten in der Rechnungslegung einräumen mussten. Zu den angesprochenen kleineren Unternehmen bemerkte er, dass der Kodex gerade für diese eine Erleichterung bieten könne: Sie müssten in Zukunft nicht mehr ständig auf Einzelfragen antworten, sondern könnten einmal pro Jahr mit einer „Scorecard“ allen Interessierten darlegen, wie es die Firma mit den Bestimmungen des CG-Kodex hielte.

F&A: Dass ein Kodex nützlich sei, bestätigte Becht. Erfahrungen aus anderen europäischen Ländern hätten gezeigt, dass erst durch einen solchen Kodex eine Beschäftigung mit den Fragen der CG angeregt worden sei. Analysten beschäftigten sich dann nicht mehr nur mit Cash Flows, sondern nähmen zur Kenntnis, dass ein Unternehmen auch Manager habe.

F: Es wurde ferner die Frage aufgeworfen, ob es nicht negative Auswirkungen habe, wenn im Jahr 2002 kein einziges Unternehmen eine Entsprechens-Erklärung abgeben könne, weil es den Kodex ja erst seit dem Februar 2002 gebe.

A: Seibert stimmte zu, dass dies problematisch sein könnte. Man könne dem aber eventuell mit einer Übergangsregelung begegnen, nach der die Ersterklärung nur für die Zukunft gelte und eine „volle“ Erklärung erst ab 2003 zu liefern sei.

F: Ein Teilnehmer fragte, wie sich der deutsche CG-Kodex zu den von Geiger vorgestellten OECD-Grundsätzen verhielte und ob eine EU-weite Regelung in Arbeit sei.

A: Seibert sagte dazu, dass sich die OECD vor allem an Gesetzgeber, in erster Linie in Schwellenländern, richte, und weniger an Unternehmen oder Investoren. Ein vergleichbarer europäischer „Code of Best Practice“ lohne sich seiner Meinung nach jedoch nicht.

F&A: Zu den CG-Grundsätzen der Deutschen Bank wurden einige Bemerkungen gemacht. Dass die Bank in der CG in Deutschland einer der Vorreiter sei, läge nicht zuletzt an der Übernahme der US-Firmen Bankers Trust sowie am Listing an der NYSE; auch Kritik seitens der SEC sei förderlich gewesen. Sicher habe die Bank in Deutschland Vorbildfunktion, aber rein national ausgerichtete Unternehmen würden sich nicht an der Deutschen Bank orientieren.

F&A: Ein anderer Teilnehmer stellte diese Vorbildfunktion in Frage: Die Deutsche Bank sei vielmehr typisch für das deutsche System der CG. Sei nicht auch der von der Bank vertretene „Vierklang“, d.h. die Ausrichtung des Unternehmens an den Interessen nicht nur der Aktionäre, sondern auch der Mitarbeiter, der Kunden und der Gesellschaft, typisch

Öffentliche Meinung nur für die größten Unternehmen von Bedeutung

Keine gesetzlichen Sanktionen, sondern Überwachung durch Kapitalmärkte

„Entsprechens-Erklärung“ erleichtert Überwachung

CG-Kodizes führen zu Überwachungsaktivitäten

CG-Grundsätze der Deutschen Bank

für Deutschland? Zugleich warnte er davor, alles als CG zu bezeichnen. Manches gehöre schlicht zur Öffentlichkeitsarbeit oder zu den Investor Relations.

A: d'Arcy antwortete, dass der „Vierklang“ weiterhin von Bedeutung sei und dass das US-Listing einen Einfluss auf die Entwicklung der CG-Grundsätze der Bank gehabt habe, allerdings sei das, was die SEC gefordert habe, ohnehin geplant gewesen. Es stelle sich also die müßige Frage, was denn nun zuerst da gewesen sei, die Henne oder das Ei. Die Deutsche Bank habe nicht zuletzt deshalb ein großes Interesse an CG, weil sie eine bedeutende Investment-Bank sei und sich mit ihren Wettbewerbern messen lassen müsse und wolle.

Dr. Klaus Günter Deutsch, DB Research – Büro Berlin,
+49-30-3407-3682 (klaus.deutsch@db.com)
unter Mitarbeit von Holger Stichnoth

Literaturhinweise

- Barca, Fabrizio und Marco Becht (Hrsg.) (2001): *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press.
- Baums, Theodor (Hrsg.) (2001): *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts*, Köln: Otto Schmidt.
- Becht, Marco (2001): *Beneficial Ownership in the United States*, in: Fabrizio Barca und Marco Becht (Hrsg.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press, S. 285-299.
- Becht, Marco und Ekkehart Böhmer (2001): *Ownership and Voting Power in Germany*, in: Fabrizio Barca und Marco Becht (Hrsg.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press, S. 128-153.
- Becht, Marco und Colin Mayer (2001): *Introduction*, in: Fabrizio Barca und Marco Becht (Hrsg.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press, S. 1-45.
- Bhattacharya, U. und H. Daouk (2001): *The World Price of Insider Trading*, *Journal of Finance* 57, S. 75-108.
- Böhmer, Ekkehart (2000): *Business Groups, Bank Control and Large Shareholders: An Analysis of German Takeovers*, *Journal of Financial Intermediation* 9 (2), S. 117-148.
- (2001): *Germany*, in: Klaus Gugler (Hrsg.), *Corporate Governance and Economic Performance*, Oxford: Oxford University Press, S. 96-120.
- Börsen-Zeitung (2002): *Kopper: Vorstand und AR schlecht konstruiert*, Nr. 43 vom 02.03.02, S.6.
- Bundesregierung der Bundesrepublik Deutschland (2001): *Regierungsentwurf eines Gesetzes zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz) vom 6.2.2002*, verfügbar unter <http://www.bmj.bund.de>.
- Deutsch, Klaus Günter, Frank Nassauer und Jörn Quitzau (2001): *Abschied von der „Deutschland AG“?*, Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen, Nr. 218, Frankfurt/M.
- (2002): *Unternehmensübernahmen in Deutschland und ihre neue gesetzliche Regelung*, Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen, Nr. 226, Frankfurt/M.
- Deutsche Bank AG (2001): *Corporate Governance Grundsätze*, Frankfurt/M.
- DWS Investment GmbH und Deminor Rating, S.A. (2001): *European Corporate Governance Ranking Report - Euro STOXX 50*, Frankfurt/M.
- Financial Times Deutschland (2002): *Cromme allein zu Haus*, vom 03.03.02, S.29.
- Franks, Julian, Colin Mayer und Luc Renneboog (2001): *Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies*, *Journal of Financial Intermediation* 10 (3/4), S. 209-248.
- Goergen, Marc C. (1998): *Corporate Governance and Financial Performance: A Study of German and UK Initial Public Offerings*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- und Luc Renneboog (2001a): *Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK*, in: Fabrizio Barca und Marco Becht (Hrsg.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press, S. 259-284.
- und Luc Renneboog (2001b): *Belgium*, in: Klaus Gugler (Hrsg.), *Corporate Governance and Economic Performance*, Oxford: Oxford University Press, S. 85-95.
- und Luc Renneboog (2001c): *United Kingdom*, in: Klaus Gugler (Hrsg.), *Corporate Governance and Economic Performance*, Oxford: Oxford University Press, S.184-200.
- , Luis Correia da Silva und Luc Renneboog (2002a, i.E.): *Corporate Governance and Dividend Policy*, Oxford: Oxford University Press.
- und Luc Renneboog (2002b, i.E.): *Prediction of Control Concentration in German and UK Initial Public Offerings*, in: J. McCahery und L. Renneboog (Hrsg.), *Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets*, Oxford: Oxford University Press.
- , S. Espenlaub und A. Khurshed (2002c, i.E.): *Lock-in Agreements in Venture Capital Backed UK IPOs*, in: J. McCahery und Luc Renneboog (Hrsg.), *Venture Capital Contracting and the Valuation of High Tech Projects*, Oxford: Oxford University Press.
- , A. Khurshed, J. McCahery und L. Renneboog (2002d, i.E.): *New Issues on the European New Markets: A Preliminary Study*, in: J. McCahery und L. Renneboog (Hrsg.), *Venture Capital Contracting and the Valuation of High Tech Projects*, Oxford: Oxford University Press.

- Gugler, Klaus (Hrsg.) (2001): *Corporate Governance and Economic Performance*, Oxford: Oxford University Press.
- Handelsblatt (2002): Kopper warnt vor Scheinheiligkeit bei Debatte um Unternehmenskontrolle, Nr. 44 vom 04.03.02, S. 5.
- Heinrich, Ralph P. (2001): *Corporate Governance – Die Bedeutung komplementärer Elemente für konsistente Reformen*, *Die Weltwirtschaft*, Heft 4, S. 379-404.
- Jenkinson, Tim und Alexander Ljungqvist (2001): *The Role of Hostile Stakes in German Corporate Governance*, *Journal of Corporate Finance* 4 (7), S. 397-446.
- Köke, Jens (2001): *Control Transfers in Corporate Germany: Their Frequency, Causes, and Consequences*, ZEW Discussion Paper, Mannheim.
- (2002a): *Determinants of Acquisition and Failure: Evidence from Corporate Germany*, ZEW Discussion Paper, Mannheim.
- (2002b): *Corporate Governance, Market Discipline, and Productivity Growth*, ZEW Discussion Paper, Mannheim.
- Nassauer, Frank (2000): „Corporate Governance“ und die Internationalisierung von Unternehmen, Frankfurt/M: Lang.
- OECD (1999): *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris.
- Prigge, Stefan (1998): *A Survey of German Corporate Governance*, in: K. J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch, S. Prigge (Hrsg.), *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, Oxford: Oxford University Press, S. 943-1044.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance-Kodex (2002): *Deutscher Corporate Governance-Kodex*, verfügbar unter <http://www.corporate-governance-code.de>.
- Schmidt, Hartmut und Stefan Prigge (2002a): *Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Die Betriebswirtschaft*, 62. Jg. (2002), Heft 3, im Erscheinen
- (2002b): *Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Working Paper, Universität Hamburg (Version vom 13.03.02).
- Schmidt, Reinhard H. und Andreas Hackethal (2000): *Finanzsystem und Komplementarität, Kredit und Kapital*, Schwerpunktheft 15, S. 53-102.
- , Andreas Hackethal und Marcel Tyrell (2002): *The Convergence of Financial Systems in Europe*, *Schmalenbach Business Review*, im Erscheinen.
- Steiger, Max (2000): *Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.

Internet

Veröffentlichungen von Ekkehart Böhmer zum Thema Corporate Governance sind – größtenteils im Volltext – erhältlich unter http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=38106.

Kontakt

Dr. Anne Christine d'Arcy

Deutsche Bank AG
Corporate Center Controlling
Head of European Accounting and Disclosure Regulation
Taubusanlage 12
60325 Frankfurt am Main
Tel.: +49 69 / 910-43035
Fax: +49 69 / 910-47532
E-Mail: anne.darcy@db.com

Dr. Ekkehart Böhmer

Director of Research
New York Stock Exchange, Inc.
11, Wall Street
New York, NY 10005
USA
E-Mail: eboehmer@nyse.com

Dr. Marc Goergen

Manchester School of Management
UMIST
PO Box 88
Manchester M60 1QD
United Kingdom
Tel.: +44 161 200-3456
E-Mail: marc.g.goergen@umist.ac.uk

Dr. Tim Jenkinson

Professorial Fellow
Said Business School
Park End Street
Oxford OX1 1HP
United Kingdom
Tel.: +44 0 1865-2889-16
E-Mail: tim.jenkinson@sbs.ox.ac.uk

Hilmar Kopper

Vorsitzender des Aufsichtsrats
Deutsche Bank AG
Taubusanlage 12
60325 Frankfurt am Main

Prof. Marco Becht

Solvay Business School and Law Faculty
Université Libre de Bruxelles
Avenue Franklin D. Roosevelt 50
CP 114
B-1050 Brüssel
Belgien
Tel.: +32 2 650-4466
Fax: +32 2 650-4466
E-Mail: mbecht@ulb.ac.be

Dr. Klaus Günter Deutsch

Deutsche Bank Research
Büro Berlin
Unter den Linden 13/15
10117 Berlin
Tel.: +49 30 / 3407-3682
Fax: +49 30 / 3407-3680
E-Mail: klaus.deutsch@db.com

Dr. Rainer Geiger

Stellvertretender Direktor
Direktorat für Finanzen, Steuern und Unternehmensfragen
OECD
2, rue André Pascal
F-75775 Paris Cedex 16
Frankreich
E-Mail: rainer.geiger@oecd.org

Dr. Klaus Gugler

Department of Economics
Center for Business Studies
University of Vienna
Room: II / 237 (AE 15)
Brünner Straße 72
A - 1210 Wien
Tel.: + 43 1 4277-37467
Fax: + 43 1 4277-37498
E-Mail: klaus.gugler@univie.ac.at

Dr. Jens Köke

Mannheim Research Institute for the Economics of Aging
Universität Mannheim
L 13,17
D-68131 Mannheim
Tel.: +49 621 1235-190
Fax: +49 621 1235-223
E-Mail: koeke@zew.de

Dr. Frank Nassauer

Deutsche Bank AG
Grundsatz Kapitalmarkt
Taunusanlage 12
60325 Frankfurt am Main
Tel.: +49 69 910-38164
Fax: +49 69 910-39238

E-Mail: frank.nassauer@db.com

Prof. Dr. Reinhard H. Schmidt

Wilhelm Merton-Professur für BWL, insb. Internationales Bank- und Finanzwesen
Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main
Mertonstr. 17
Raum 319 B
60054 Frankfurt am Main
Tel.: +49 69 798-28269,
Fax: +49 69 798-28272

E-Mail: rschmidt@wiwi.uni-frankfurt.de

Dr. Max Steiger

Deutsche Bank AG
Grundsatz Kapitalmarkt
Taunusanlage 12
60325 Frankfurt am Main
Tel.: +49 69 910-38941
Fax: +49 69 910-39238

E-Mail: max.steiger@db.com

Prof. Dr. Norbert Walter

Mitglied der Geschäftsführung
Deutsche Bank Research
Große Gallusstraße 10-14
60311 Frankfurt am Main
Tel.: +49 69 910-31810
Fax: +49 69 910-31826

E-Mail: norbert.walter@db.com

Prof. Colin Mayer

Saïd Business School
Park End Street
Oxford OX1 1HP
United Kingdom
Tel.: +44 0 1865-2-88919

E-Mail: colin.mayer@sbs.ox.ac.uk

Dr. Stefan Prigge

Wissenschaftlicher Assistent
Universität Hamburg
Fachbereich Wirtschaftswissenschaften
Institut für Geld- und Kapitalverkehr
-Arbeitsbereich Kapitalmärkte-
Von-Melle-Park 5
20146 Hamburg
Tel.: +49 40 42838-2763
Fax: +49 40 42838-5512

E-Mail: prigge@bigfoot.com

Prof. Dr. Ulrich Seibert

Referatsleiter Gesellschaftsrecht
Bundesministerium der Justiz
Mohrenstr. 37
10117 Berlin

E-Mail: seibert-ul@bmj.bund.de

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite www.dbresearch.de.
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-mail eintragen.

© 2002. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60272 Frankfurt am Main, Bundesrepublik Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Deutsche Bank AG noch ihre assoziierten Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Die Deutsche Banc Alex Brown Inc. hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten übernommen. Die Deutsche Bank AG London, die mit ihren Handelsaktivitäten im Vereinigten Königreich der Aufsicht durch die Securities and Futures Authority untersteht, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts im Vereinigten Königreich übernommen. Die Deutsche Bank AG, Filiale Sydney, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in Australien übernommen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg.

Print:ISSN 1615-956X / Internet: ISSN 1616-0428 / E-Mail: ISSN 1615-9683