

Studien zum
Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

170

Serdar Inci

Shareholder Engagement

Chancen, Risiken und Kompatibilität
mit der deutschen Corporate Governance



Nomos

Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Barbara Dauner-Lieb

Prof. Dr. Mathias Habersack

Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago)

Begründet von Prof. Dr. Klaus J. Hopt, Prof. Manfred Lieb
und Prof. Dr. Harm Peter Westermann

Band 170

Serdar Inci

Shareholder Engagement

Chancen, Risiken und Kompatibilität
mit der deutschen Corporate Governance



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Köln, Univ., Diss., 2017

u.d.T.: „Shareholder Engagement – Eine Lösung des Principal-Agent- und Short-Termism-Problems in der Publikumsaktiengesellschaft? Zugleich eine kritische Auseinandersetzung mit dem Vorschlag zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG“

ISBN 978-3-8487-4570-8 (Print)

ISBN 978-3-8452-8822-2 (ePDF)

1. Auflage 2018

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2018. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die Arbeit lag der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln im Sommersemester 2017 als Dissertation vor. Für die Veröffentlichung wurde der Stand der Literatur und Rechtsprechung bis Juni 2017 berücksichtigt.

Die Arbeit wurde gefördert durch ein Promotionsstipendium der Studienstiftung des deutschen Volkes.

Der Abschluss einer Forschungsarbeit ist niemals allein das Verdienst des Autors. Ihre Veröffentlichung gibt mir Gelegenheit, den Menschen zu danken, ohne die es dieses Buch nicht geben würde.

Mein besonderer Dank gebührt meiner geschätzten Doktormutter, Frau Prof. Dr. Barbara Grunewald. Ihr danke ich für die Anregungen zum Thema, die tatkräftige Unterstützung bei der Bewerbung um ein Promotionsstipendium, die wertvollen Hinweise bei der Korrektur der Arbeit und für die Betreuung meiner Dissertation. Ich hätte mir keine bessere Betreuerin wünschen können.

Meinen Dank möchte ich ferner Herrn Prof. Dr. Dan Wielsch, LL.M. (Berkeley) aussprechen. Bedanken möchte ich mich insbesondere für die mir gewährten Freiräume als wissenschaftlicher Mitarbeiter, die vielen lebendigen Diskussionen am und außerhalb des Lehrstuhls sowie die Einbindung in die Forschungsschwerpunkte des Lehrstuhls. Die Tätigkeit am Lehrstuhl hat mich sehr bereichert und mich auch für andere Rationalitäten als die des Rechts sensibilisiert.

Danken möchte ich des Weiteren Prof. Lucian A. Bebchuk, der mir während meines einjährigen Forschungsaufenthalts an der Harvard Law School als Academic Advisor zur Verfügung stand und dessen Kurse ich besuchen durfte. Durch ihn habe ich viele interessante Einsichten in die Bereiche Finance und Economics gewinnen können, die für die Fertigstellung dieser Arbeit sehr förderlich waren.

Herrn Prof. Dr. Haimo Schmack und der Studienstiftung Ius Vivum danke ich für die Gewährung eines Forschungsstipendiums, welches mit dem Aufenthalt an der Harvard Law School ermöglicht hat.

Herrn Prof. Dr. Joachim Hennrichs danke ich für die zügige Zweitkorrektur und die nützlichen Korrekturhinweise.

Vorwort

Herrn Ruben Dillmann gebührt Dank für die Durchsicht des Manuskripts.

Schließlich möchte ich meinen Eltern danken. Sie haben mir durch ihre moralische und finanzielle Unterstützung das Studium und die Promotion erst ermöglicht und mich immer darin bestärkt, meinen eingeschlagenen Weg weiter zu gehen. Ihnen gilt mein ganz besonderer Dank, ihnen widme ich daher diese Arbeit.

New York (NY), den 15.10.2017

Serdar Inci

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1: Einleitung	15
A. Gegenstand der Untersuchung	15
B. Gang der Untersuchung	19
Kapitel 2: Rechtspolitischer Hintergrund	21
A. Das Principal-Agent-Problem	21
I. Ausgangspunkt	21
II. Definition einer Principal-Agent-Beziehung	22
III. Voraussetzungen einer Principal-Agent-Beziehung	22
1. Vertragsverhältnis	22
2. Exogene Störfaktoren	23
3. Informationsasymmetrien	24
4. Interessendivergenz	25
IV. Principal-Agent-Problem	26
1. Definition des Principal-Agent-Problems	26
2. Moral Hazard („Moralisches Risiko“)	27
3. Agency-Kosten („Agenturkosten“)	28
4. Relevanz des Agency-Problems	29
a) Trennung von Eigentum und Kontrolle	29
b) Bedeutung für Deutschland	32
c) Agency-Theorie der Unternehmen	33
aa) Hintergrund	33
bb) Annahmen	34
5. Lösungsansätze für das Agency-Problem	37
B. Das Short-Termism-Problem	39
I. Definition von Short-Termism	39
1. Begriffsbestimmung	39
2. Verwandtschaft zum Gesellschaftsrecht	40
3. Abgrenzung zu „Sustainability“	42
II. Relevanz des Short-Termism-Problems	43
1. Short-Termism als Interessenkonflikt	43
2. Bedeutung in der Investmentkette	43

III. Ausdrucksformen von Short-Termism	45
1. Corporate Short-Termism	45
2. Investment Short-Termism	46
IV. Validität von Short-Termism	51
1. Divergierende Ansichten	51
a) Herrschende Meinung	51
b) Auffassung <i>Bebchuks</i>	54
c) Vorteile von Short-Termism?	55
d) Stellungnahme	57
aa) Kritik an <i>Bebchuk</i>	57
bb) Earnings Management	59
cc) Umweltschäden	64
dd) Exzessiver Risikoappetit	67
ee) Makroökonomische Folgen	68
2. Schlussfolgerung	69
V. Lösungsansätze für das Short-Termism-Problem	70
C. Shareholder Engagement	71
I. Definition von Shareholder Engagement	71
1. Kein einheitliches Begriffsverständnis	71
2. Eigene Definition	73
II. Sinn und Zweck von Shareholder Engagement	73
1. Principal-Agent-Problem	73
a) Angestrebtes Ziel	73
b) Offene Fragen	76
c) Mögliche Antworten	79
d) Würdigung	83
2. Short-Termism-Problem	85
3. Konnexität beider Probleme	86
III. Träger von Shareholder Engagement	87
1. Aktionäre	87
a) Aktionäre als „Eigentümer“ der Gesellschaft	88
b) Aktionäre als „residual claimants“ bzw. „risk bearers“	90
2. Aktive und aktivistische Aktionäre	94
a) Aktive Aktionäre	94
b) Aktivistische Aktionäre	95
c) Bedeutung für Shareholder Engagement	97
3. Institutionelle Aktionäre als aktive Aktionäre	99
a) Begriff der institutionellen Aktionäre	99

b) Eignung zur Kontrolle des Managements	101
IV. Beweggründe für Shareholder Engagement	104
1. Wertsteigerung in den Beteiligungsgesellschaften	105
2. Soziale Verantwortung von Beteiligungsgesellschaften	107
V. Instrumente von Shareholder Engagement	109
1. Formelle Instrumente	110
a) Rechte in der Hauptversammlung	110
aa) Stimmrecht, §§ 12, 133 ff. AktG	110
bb) Beschlussantragsrecht, § 126 AktG	118
cc) Auskunftsrecht, § 131 AktG	119
b) Rechte im Vorfeld der Hauptversammlung	121
aa) Einberufung außerordentlicher Hauptversammlungen, § 122 Abs. 1 AktG	121
bb) Ergänzung der Tagesordnung, § 122 Abs. 2 AktG	122
c) Rechte außerhalb der Hauptversammlung	122
aa) Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen, §§ 241 ff. AktG	123
bb) Gerichtliche Bestellung des Aufsichtsrats, § 104 AktG	124
2. Informelle Instrumente	125
a) Persönliche Gespräche	125
b) Öffentlichkeitswirksames Auftreten	128
c) Koalitionen mit anderen Aktionären	130
3. Schlussfolgerung	132
VI. Rechtliche Würdigung von „Shareholder Engagement“	132
1. Vereinbarkeit mit dem Aktienrecht	133
a) Leitungskompetenz des Vorstands, § 76 AktG	133
b) Keine „Kompetenzkompetenz“ der Hauptversammlung, § 119 Abs. 2 AktG	134
c) Organhaftung der Mitglieder des Vorstands, §§ 93 Abs. 2 S. 1, 2 AktG	137
d) Überwachungskompetenz des Aufsichtsrats, § 111 Abs. 1 AktG	137
e) Haftung der Mitglieder des Aufsichtsrats, §§ 93 Abs. 2 S. 1, 2, 116 S. 1 AktG	140
f) Gleichbehandlungsgebot der Aktionäre, § 53 a AktG	141
g) Aktionärsinformation über die Hauptversammlung, § 131 Abs. 1 AktG	143
h) Nachinformationsanspruch aus § 131 Abs. 4 AktG	144

i) Nebenleistungsfreiheit der Aktionäre, § 54 AktG	145
j) Ungeschriebenes Recht auf unternehmerisches Desinteresse	146
2. Schlussfolgerung	147
D. Ergebnis	147
Kapitel 3: Änderungsvorschläge der RL	150
A. Anwendungsbereich	150
I. Regelungsadressaten	150
II. Zielgesellschaften	153
B. Verbindlichkeit	154
C. Regelungsprobleme	156
I. Zwischen Aktionären und Vorstand	156
II. Zwischen institutionellen Aktionären und wirtschaftlich Berechtigten	156
III. Zwischen institutionellen Aktionären und Vermögensverwaltern	157
D. Einzelne Regelungsvorschläge	159
I. Einbeziehungspolitik, Art. 3 f der RL	159
1. Regelungszweck	159
2. Regelungsvorschlag	160
3. Kommentierung	164
II. Anlagestrategie, Art. 3 g der RL	169
1. Regelungszweck	169
2. Regelungsvorschlag	169
3. Kommentierung	171
III. Transparenz, Art. 3 h der RL	171
1. Regelungszweck	171
2. Regelungsvorschlag	172
3. Kommentierung	173
E. Durchsetzung („Enforcement“)	176
I. Public Enforcement	176
II. Private Enforcement	177
1. Auswirkungen auf das Stimmrecht	177
2. Auswirkungen auf die einzelne Stimmabgabe	178
3. Schadensersatzpflichten	178

III. Schlussfolgerung	179
Kapitel 4: Bewertung der Änderungsvorschläge der EU-Kommission	180
A. Principal-Agent-Problem	180
I. Eignung der Vorschriften zur Überwindung von Shareholder Passivity	181
1. Gründe für Shareholder Passivity	181
a) Kosten-Nutzen-Erwägungen	181
b) Trittbrettfahrerproblem	182
c) Interessenkonflikte	185
d) Fehlende Ressourcen und Anreize	187
e) Geringe Beteiligungsgröße	189
f) Passive Anlagestrategien	191
g) Fehlender Sachverstand über Engagement	193
h) Verschiebung des Agency-Problems	196
i) Liquidität vs. Kontrolle	199
j) „Acting in concert“-Vorschriften	202
2. Weitere Gründe für die Ineffektivität der Vorschriften	203
a) Begrenzter Anwendungsbereich der Vorschriften	203
b) „Comply-or-Explain“-Ansatz	204
c) Fehlende Aufsichtsbehörde	205
3. Ergebnis	207
II. Alternative Wege zur Überwindung von Shareholder Passivity	208
1. Denkbare Maßnahmen	208
a) Verpflichtung zur Ausübung von Aktionärsrechten?	208
aa) Vorschlag im Einzelnen	208
bb) Kritische Würdigung	210
b) Stärkung von Aktionärsrechten?	215
aa) Das Konzept von Shareholder Empowerment	215
bb) Vorschlag von Bebchuk	216
cc) Kritische Würdigung	217
c) Treuepflichten institutioneller Aktionäre?	225
d) Aufwendungsersatz durch Beteiligungsgesellschaft?	226
e) Lockerung der Diversifikationsvorgaben?	229
f) Anhebung der Kontrollschwelle?	231
g) Einführung von Engagement-Dividenden	232

2. Ergebnis	238
III. Regulierungsvorschlag einer Engagement-Dividende	239
1. Fakultative oder obligatorische Dividende	239
2. Voraussetzungen für Bezugsberechtigung	241
a) Bezugsberechtigtes Verhalten	241
b) Bezugsberechtigte Personen	246
aa) Institutionelle Aktionäre	246
bb) Stimmberechtigte institutionelle Aktionäre	247
cc) Materiell- oder formell-berechtigte institutionelle Aktionäre?	248
3. Gesetzlicher Anknüpfungspunkt	251
a) Engagement-Prämie als Aufwand	251
aa) Verbot der Einlagenrückgewähr, § 57 Abs. 1 S. 1 AktG	252
bb) Betriebliche Notwendigkeit der Zuwendung?	253
cc) Änderung des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG?	255
dd) Schlussfolgerung	256
b) Engagement-Prämie als disquotale Gewinnverteilung, § 60 Abs. 3 AktG	256
aa) Verstoß gegen § 58 Abs. 4 AktG	257
bb) Mehrheitserfordernisse für Änderungsbeschluss	257
cc) Vereinbarkeit mit § 139 AktG	258
dd) Sonderbeschluss nach § 141 Abs. 1 AktG	261
ee) Zustimmungserfordernis nach § 179 Abs. 3 AktG	262
ff) Schlussfolgerung	262
c) Engagement-Prämie als „andere Verwendung“ i.S.v. § 58 Abs. 3 S. 2 AktG	263
aa) Fehlende Anreizfunktion einer Satzungsermächtigung	263
bb) Begriff der „anderen Verwendung“	265
cc) Verstoß gegen § 139 Abs. 1 AktG	269
dd) Mehrheitserfordernis für Satzungsverpflichtung	269
ee) Sonderbeschluss nach § 141 Abs. 1 AktG	272
ff) Zustimmungserfordernis nach § 179 Abs. 3 AktG	273
gg) Gebot der Gleichbehandlung, § 53 a AktG	273
hh) Schlussfolgerung	277
4. Modelle einer Engagement-Prämie	278
5. Vorschlag einer Satzungsregelung	280
IV. Zusammenfassung	280

B. Short-Termism-Problem	281
I. Eignung der Vorschriften zur Überwindung von Short-Termism	281
1. Gründe für Investment Short-Termism	281
a) Vergütungs- und Bewertungsstrukturen	281
b) Rolle der Markteffizienzhypothese	286
c) Aktive Anlagestrategien	289
d) Geringere Transaktionskosten	290
e) Intransparente Anlagestrategien	292
f) Kurzer Zeithorizont	293
g) Herdenverhalten	296
2. Gründe für Corporate Short-Termism	297
a) Vergütungsstrukturen	297
b) Druck durch Investoren	302
c) Rolle von Quartalsberichten	303
aa) Ausgangspunkt	304
bb) Rechtliche Grundlagen	305
cc) Earnings Guidance	307
dd) Einfluss auf Short-Termism	314
ee) Reaktion der EU-Organe	315
d) Reputation und Mandatszeit	316
e) Shareholder-Value-Ansatz	319
aa) Dimensionen des Shareholder-Value-Konzepts	320
bb) Keine Anknüpfung im Recht	323
cc) Einfluss auf Short-Termism	356
dd) Reaktion der EU-Organe	356
3. Ergebnis	356
II. Alternative Wege zur Überwindung von Investment Short-Termism	357
1. Denkbare Maßnahmen zur Überwindung von Investment Short-Termism	358
a) Zwingende Mindesthaltedauern?	359
b) Einschränkung des Stimmrechts?	360
c) Einführung einer Short-Termism-Steuer?	362
d) Treuepflichten gegenüber wirtschaftlich Berechtigten?	369
e) Treuepflichten gegenüber der Gesellschaft?	373
f) Begünstigung passiver Anlagestrategien?	377
g) Zwingende Eigenbeteiligungen an Fonds?	379

h) Gewährung von Loyalitätsdividenden	381
i) Einräumung von Loyalitätsaktien	384
j) Einführung von Loyalitätsstimmrechten	386
aa) Vorschlag	386
bb) Möglichkeiten der Umsetzung	386
cc) Argumente für Loyalitätsstimmrechte	387
dd) Einwände gegen Loyalitätsstimmrechte	388
k) Veränderung der Vergütungssysteme	391
2. Schlussfolgerung	393
III. Alternative Wege zur Überwindung von Corporate Short-Termism	394
1. Denkbare Maßnahmen zur Überwindung von Corporate Short-Termism	395
a) „Befreiung“ des Managements?	395
b) Errichtung von „Shareholder Advisory Committees“?	397
c) Veränderung der Vergütungssysteme	399
d) Konkretisierung der Treuepflicht des Vorstands	400
aa) Vorschlag	400
bb) Argumente für eine Konkretisierung	401
cc) Einwände gegen die Treuepflicht	401
e) Reformierung der Leitungsmaxime des Vorstands	405
aa) Vorschläge zur Anpassung	405
bb) Argumente für eine Anpassung	406
cc) Einwände gegen eine Anpassung	407
dd) Stellungnahme	410
f) Konkretisierung der Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats	414
g) Abschaffung von Earnings Guidance	414
2. Schlussfolgerung	417
IV. Ergebnis	418
Kapitel 5: Fazit	420
A. Gesamtergebnis	420
B. Schlussbetrachtung	423
C. Ausblick	428
Literaturverzeichnis	431

Kapitel 1: Einleitung

A. Gegenstand der Untersuchung

„When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you’ve got to get up and dance. We’re still dancing.“¹ Kein anderes Zitat beschreibt das verantwortungslose Verhalten von Banken im Vorfeld der Finanzkrise von 2008 so akkurat wie das von Charles O. Prince, dem Vorstandsvorsitzenden von *Citigroup* Inc. Diese Aussage ist fast zehn Jahre alt. Seitdem haben sich viele Gesetzgeber mit den Ursachen für das unverantwortliche Verhalten der Banken und ihrer Angestellten vor der Finanzkrise von 2008 beschäftigt. Drei Aspekte standen dabei im Mittelpunkt: Das Verhalten der Manager², die Corporate Governance der Banken³ und deren Risikomanagement⁴. Zu diesen gängigen Begründungsmustern der Kritik ist seit einiger Zeit ein viertes hinzutreten: das Verhalten der institutionellen Anleger.⁵ Ihnen wird eine Mitverantwortung an der Finanzkrise zugeschrieben. Dabei wird ihnen weniger ein positives Tun, als vielmehr ein Unterlassen vorgeworfen. Sie seien, so lautet der Vorwurf, untätig geblieben und hätten die Verwaltungsorgane der Banken, an denen sie beteiligt waren, nicht genügend zur Rechenschaft gezogen. Sie hätten deren Risikoappetit sogar zusätzlich verschärft, indem sie Druck auf sie ausgeübt hätten, kurzfristige Gewinne zu maximieren.⁶

Dieser Vorwurf ist diesseits des Atlantiks erstmals von Lord Paul Myners, dem ehemaligen UK *Financial Services Secretary*, im Jahr 2009 erhoben worden. Auf der Jahreskonferenz der *Association of Investment Companies* in London erklärte er, dass zu den Problemen, die die Finanzkrise aufgedeckt habe, auch ein fehlendes bzw. nicht ausreichendes Aktio-

1 Financial Times vom 07. Juli 2007.

2 Böttcher, NZG 2009, 1047, 1047 ff; Krause, BB 2009, 1370, 1370 ff.

3 Hellwig, NJW-Beil. 2010, 94, 96; Kindler, NJW 2010, 2465, 2466.

4 Schäfer/Zeller, BB 2009, 1706, 1706 ff.

5 Bassler, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 27.

6 Europäische Kommission, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik, KOM (2010) 284, S. 8-9.

närsengagement gehört habe.⁷ Nur die wenigsten Investmentfirmen hätten die Kreditinstitute, zu deren Aktionären sie gehörten, beaufsichtigt und ihre Stimmrechte in wichtigen Belangen der Gesellschaft, wie Unternehmensübernahmen oder Vergütungsangelegenheiten, effektiv ausgeübt. Sie hätten sich wie abwesende Gutsbesitzer⁸ („absentee landlords“), nicht aber wie verantwortliche Unternehmenseigner verhalten.

Im Vereinigten Königreich kulminierte diese Aussage im Stewardship Code, einem Kodex, der erstmals 2010 von dem *Financial Reporting Council (FRC)*⁹ verabschiedet und 2012 überarbeitet wurde. Der Kodex sieht Wohlverhaltensregeln für institutionelle Investoren und Vermögensverwalter vor, die sie auf sog. *Comply or Explain*-Basis zu verfolgen haben. Der Stewardship Code und die ihm vorausgegangene Diskussion hatten auch Austrahlungswirkung auf die EU.¹⁰ Die EU-Kommission erließ zwei Grünbücher und einen Aktionsplan, in denen sie feststellte, dass „Aktionäre [...] ihrer Rolle als Unternehmenseigner nicht immer einwandfrei gerecht geworden“¹¹ sind, dass sich die „Mehrheit der Aktionäre passiv [verhalten hat] und oftmals lediglich an kurzfristigen Gewinnen interessiert [war]“¹² und „dass es am Interesse der Aktionäre [gemangelt hat], die Unternehmensführung für ihre Entscheidungen und Maßnahmen verantwortlich zu machen.“¹³

Auf diese Defizite hat die EU-Kommission im April 2014 mit dem Vorschlag zur Änderung der Aktionärsrechte-RL reagiert. Der Vorschlag hat zum Ziel, die institutionellen Investoren zu „aktivieren“. Mit Aktivierung ist gemeint, dass Investoren dazu animiert werden sollen, von ihren Instrumenten Gebrauch zu machen und die Verwaltungsorgane ihrer Beteiligungsgesellschaften zu kontrollieren. Die Kommission hofft, hierdurch nicht nur die Corporate Governance von Finanzinstituten, sondern von al-

7 *Myners*, Rede vom 21. April 2009 abrufbar unter http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20100407010852/http://www.hm-treasury.gov.uk/speech_fsst_210409.htm (zuletzt besucht am 13. Juni 2016).

8 *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 222.

9 Die *Financial Reporting Council* ist eine halbstaatliche Behörde für Corporate Governance im Vereinigten Königreich. Sie überwacht neben der Einhaltung des Stewardship Code auch die Compliance mit dem UK Corporate Governance Code.

10 *Chiu*, ERA FORUM 2016, 31, 35.

11 KOM (2010) 284 endgültig, S. 2.

12 Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, KOM (2011) 164/3, S. 3.

13 Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance, S. 3.

len börsennotierten Unternehmen in Europa zu stärken.¹⁴ Dabei soll die Aktivierung durch Transparenz- und Informationspflichten erreicht werden. Dem liegt die Vorstellung zugrunde, dass Publizität ein wirkungsvolles Mittel gegen die rationale Apathie der institutionellen Investoren ist. Als Fernziel ist mit der Aktivierung der Investoren die Lösung des Principal-Agent-Problems zwischen Aktionären und Managern in der Publikumsaktiengesellschaft beabsichtigt.

Im Prinzip ist die Debatte um die Etablierung der institutionellen Investoren als weiteres Kontroll- und Überwachungsinstrument in der Publikumsaktiengesellschaft nicht neu. Diese Idee kam schon Ende der 1980er Jahre auf, als die institutionellen Investoren in den USA erstmals einen Bedeutungsaufstieg erlebt haben.¹⁵ Schnell mehrten sich damals Stimmen in der Wissenschaft und Praxis, die sich von den neuen Akteuren eine aktivere Rolle in der Corporate Governance von Publikumsaktiengesellschaften erhofft haben. Dass diese Erwartung sich nicht erfüllt hat, ist hinlänglich bekannt.¹⁶ Genauso wie Kleinaktionäre sind auch die institutionellen Investoren passiv geblieben.¹⁷ In zwei Punkten unterscheidet sich das Vorhaben der EU-Kommission jedoch von der damaligen Diskussion.

Unter dem Eindruck der Lehren aus der Finanzkrise von 2008 will die EU-Kommission es *erstens* nicht länger hinnehmen, dass institutionelle Investoren sich gegenüber ihren Beteiligungsgesellschaften apathisch verhalten. Wenn sie nicht schon von sich aus aktiv werden, dann sollen sie hierzu zumindest regulatorisch angehalten werden.¹⁸ *Zweitens* dient die Aktivierung nicht bloß der Verhinderung von opportunistischem Verhalten von Vorstandsmitgliedern, sondern verfolgt noch einem anderen Zweck: Institutionelle Investoren sollen das Short-Termism-Problem beseitigen. Dahinter steht die Überlegung, dass institutionelle Investoren wie z.B. Pensionsfonds aufgrund ihrer Verbindlichkeiten einen langfristigen Horizont haben. Aktiviere man solche Investoren, so der Gedanke, könnte man die Vorstandsmitglieder dazu anhalten, gleichfalls eine langfristige Anlagpolitik zu verfolgen.

14 KOM (2011) 164/3, S. 3.

15 *Jensen*, Harvard Business Review 1989, 61, 61.

16 *Fleischer/Strothotte*, AG 2011, 221, 224; *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung, S. 897.

17 *Black*, UCLA Law Review 1992, 811, 813.

18 *Strand*, Columbia Journal of European Law 2015, 15, 21; *Chiu*, ERA FORUM 2016, 31, 35.

In dieser Arbeit sollen die Reformbestrebungen der EU-Kommission einer kritischen Prüfung unterzogen werden. Beantwortet werden soll die Frage, ob die vorgeschlagenen Transparenz- und Informationspflichten tatsächlich in der Lage sind, die angesprochenen Regelungsprobleme zu lösen. Mit Blick auf alternative Maßnahmen soll sodann ein Blick darauf geworfen werden, inwieweit sich die Ziele der EU-Kommission auch auf andere Weise erreichen ließen. Dabei soll auch auf die Frage eingegangen werden, ob die institutionellen Investoren überhaupt dazu geeignet sind, das Principal-Agent und das Short-Termism-Problem zu reduzieren. Dieser Teil der Arbeit soll vordringlich ökonomisch geprägt sein.

Daneben soll auch eine rechtliche Analyse vorgenommen werden. Herausgearbeitet werden soll, ob das Konzept des aktiven Paketaktionärs, der sich in die Angelegenheiten der Unternehmensleitung einmischen und die Unternehmenspolitik mitbestimmen soll, mit dem deutschen Recht vereinbar ist. Die Beantwortung dieser Frage ist schon deshalb von Wichtigkeit, weil das Leitbild des deutschen Aktienrechts der *inaktive* Aktionär ist. Auf dieses Leitbild ist die gesamte Unternehmensverfassung im dualistischen System aufgebaut und fortentwickelt worden.¹⁹ Wenn diesem System nach den Vorstellungen der EU-Kommission mit dem Konzept von Shareholder Engagement nun als neuer Funktionsträger der *aktive Paketaktionär* aufgezungen werden soll, so könnte es sein, dass die dualistische Unternehmensverfassung angepasst werden muss.²⁰ Dies gilt auch deshalb, weil Shareholder Engagement nicht vom dualistischen System der Unternehmensleitung bestehend aus Vorstand und Aufsichtsrat gedacht ist, sondern nach dem Vorbild des britischen Stewardship Code aus dem monistischen Board-System entwickelt wurde.²¹

Die Untersuchung – so viel sei an dieser Stelle verraten – wird zeigen, dass die Regelungsvorschläge der EU-Kommission ihr Ziel weitestgehend verfehlen werden. Stärkere Transparenz, zumal auf *Comply-* und *Explain-*Basis, ist nur bedingt geeignet, das exzessive Kurzfristenken am Kapitalmarkt einzudämmen und die Investoren zu einem Aktivwerden in ihren Beteiligungsgesellschaften zu bewegen. Sofern es die EU-Kommission mit der Lösung der Regelungsprobleme ernst meint, bedarf es anderer

19 Hommelhoff, in: Hüffer, u.a. (Hrsg.), Liber amicorum für Martin Winter, S. 255, 258.

20 Hommelhoff, in: Hüffer, u.a. (Hrsg.), Liber amicorum für Martin Winter, S. 255, 258.

21 Seibt, DB 2014, 1910, 1910.

Maßnahmen. Wie diese Arbeit zeigen wird, liegt eine solche alternative Maßnahme in der „Engagement“- bzw. „Loyalitätsdividende“ – das sind Dividenden, die institutionelle Investoren für ein Aktivwerden in den Beteiligungsgesellschaften im Sinne eines längerfristiges Engagement belohnen würden.

Die Arbeit stellt die These auf, dass institutionelle Investoren die Corporate Governance von Unternehmen stärken würden und dass ihre Aktivierung daher prinzipiell gutzuheißen ist. Ihr Nutzen läge in der Unterstützung des Aufsichtsrats bei der Überwachung der Geschäftsführung, mit der die institutionellen Investoren die Agency-Kosten weiter reduzieren würden. Den mit der Aktivierung von Investoren verbundenen Nachteilen (wie z.B. Short-Termism) ließe sich durch eine richtige Anreizsetzung („incentives“) begegnen. Dem steht nach Ansicht des Verfassers das deutsche Aktienrecht nicht entgegen. Zu Friktionen käme es nur bzgl. des Überwachungsmonopols des Aufsichtsrats. Diese legislativen Hindernisse ließen sich aber, wie zu zeigen sein wird, durch eine Anpassung des AktG beheben.

B. Gang der Untersuchung

Die Untersuchung ist in vier Kapitel untergliedert. In Kapitel 2 werden zunächst die für diese Arbeit grundlegenden Regelungsprobleme erörtert, welche der RL-Vorschlag adressiert. Dabei wird als erstes auf das Principal-Agent-Problem eingegangen, das im Zentrum des Regelungsvorhabens steht. Nachdem dessen wirtschaftswissenschaftliche Grundlagen sowie seine Bedeutung für das Aktienrecht dargestellt wurden, wird auf das zweite Regelungsproblem eingegangen: Short-Termism. Folgend schließt sich eine Beschäftigung mit dem Konzept von Shareholder Engagement an, das die EU-Kommission zur Lösung beider Regelungsprobleme vorschlägt. Danach wird in Kapitel 3 herausgearbeitet, durch welche Regelungen die EU-Kommission dem Konzept von Shareholder Engagement Leben einhauchen will. Sodann werden diese Regelungsvorschläge in Kapitel 4 einer kritischen Bewertung unterzogen. Die Bewertung erfolgt in zwei Schritten. Zunächst wird untersucht, was die Regelungsvorschläge der EU-Kommission taugen; ob sie also halten, was sie versprechen oder ob sie ihren Regelungszweck nicht zu erreichen vermögen. In einem zweiten Schritt wird dann geprüft, welche alternativen Maßnahmen denkbar sind, um die Regelungsprobleme zu adressieren. Den Abschluss der Un-

Kapitel 1: Einleitung

tersuchung bildet schließlich Kapitel 5, das neben einer Zusammenfassung der Ergebnisse eine Schlussbetrachtung enthält und einen Ausblick darauf gibt, wie das weitere Gesetzgebungsverfahren in Sachen Änderung der Aktionärsrechte-RL aussehen könnte.

Kapitel 2: Rechtspolitischer Hintergrund

A. Das Principal-Agent-Problem

I. Ausgangspunkt

Das erste Regelungsproblem, das die EU-Kommission mit dem RL-Vorschlag zu lösen beabsichtigt, ist das Principal-Agent-Problem zwischen Aktionären und Vorstandsmitgliedern.²² Dieses Problem ist zwar altbekannt, dennoch beschäftigt es immer wieder Wissenschaft und Praxis. Virulent wird es stets dann, wenn bestehende Corporate Governance-Grundsätze versagen bzw. die gegenwärtigen Systeme von „Checks and Balances“ gute Unternehmensführung nicht mehr gewährleisten.²³ So verhielt es sich in der Finanzkrise von 2008. Mit Bezug auf die Corporate Governance von Finanzinstituten offenbarten sich Defizite sowohl beim Aufsichtsrat, als auch bei den Aktionären. Die Aufsichtsräte versagten darin, die Manager von Finanzinstituten wirksam zu kontrollieren und eine kontradiktorische Analyse der ihnen zur Genehmigung vorgelegten Maßnahmen und strategischen Orientierungen vorzunehmen.²⁴ Auf Seiten der Aktionäre mangelte es an der Bereitschaft, sich in die Belange der Finanzinstitute einzumischen und die Verwaltungsorgane zur Verantwortung zu ziehen. Aktionäre waren nicht an nachhaltiger Geschäftsentwicklung interessiert, sondern konzentrierten sich überwiegend auf kurzfristige Gewinnmaximierung.²⁵ Dieses beidseitige Versagen ließ das System der Sicherungs- und Kontrollinstrumente in Finanzinstituten ins Wanken geraten

22 Wirft man einen Blick auf die Begleitunterlagen des RL-Vorschlags, so stellt man schnell fest, dass das Hauptanliegen der EU-Kommission in der Beseitigung des Principal-Agent-Problems zwischen Aktionären und Managern liegt, insoweit exemplarisch Arbeitsunterlagen der Kommissionsdienststellen zum RL-Vorschlag, SDW (2014) 126 final, S. 2.

23 *Keasey, u.a.*, in: *Keasey, u.a.* (Hrsg.), *Corporate Governance : Economic and Financial Issues*, S. 1, 1.

24 Dies gilt auch für deutsche Aufsichtsräte von Finanzinstituten. Über alle Zweifel sind auch sie nicht erhaben, wenn man die Fälle Hypo Real Estate, IKB, WestLB, BayernLB und HSH Nordbank berücksichtigt.

25 KOM (2010) 284, S. 8-9.

und rückte einmal mehr das klassische *Principal-Agent-Problem* zwischen Aktionären und Vorstand in den Mittelpunkt.

II. Definition einer Principal-Agent-Beziehung

Dem Begriff „Principal-Agent-Problem“ lässt sich am Besten über den Begriff „Principal-Agent-Beziehung“ nähern. Jedes Principal-Agent-Problem setzt nämlich eine Principal-Agent-Beziehung voraus. Eine Principal-Agent-Beziehung ist ein Vertragsverhältnis zwischen zwei Akteuren (1), das die Beauftragung eines Agents zum Inhalt hat und mit der Delegation von Entscheidungsmacht verbunden ist. Entscheidungsmacht wird dabei vom Principal auf den Agenten übertragen, der im Interesse des Principals tätig wird.²⁶ Dieses Auftragsverhältnis ist gekennzeichnet durch exogene Störfaktoren (2), Informationsasymmetrien (3) und Interessendivergenzen (4).²⁷

III. Voraussetzungen einer Principal-Agent-Beziehung

1. Vertragsverhältnis

Die Grundlage für eine Principal-Agent-Beziehung ist ein Vertrag. Es geht dabei nicht um einen juristischen, sondern ökonomischen Vertrag; man spricht insoweit auch vom Agency-Vertrag. Von einem juristischen Vertrag unterscheidet sich der Agency-Vertrag insofern, als er einen anderen, sehr viel weiteren Vertragsbegriff zugrunde legt. Ein Vertrag im juristischen Sinne ist ein Rechtsgeschäft, das aus inhaltlich korrespondierenden, mit Bezug aufeinander abgegebenen Willenserklärungen von mindestens zwei Personen besteht. Dagegen meint ein Agency-Vertrag sämtliche Regelungskomplexe, die geeignet sind, die Entscheidung eines Agent zu de-

26 *Jensen/Meckling*, *Journal of Financial Economics* 1976, 305, 308; weitergehend *Pratt/Zeckhauser*, in: Pratt (Hrsg.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, S. 1, 2.

27 *Hart/Holmström*, in: Bewley (Hrsg.), *Advances in Economic Theory: Fifth World Congress*, S. 71, 76-77; *Arrow*, in: Pratt (Hrsg.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, S. 37, 38; *Saam*, *Prinzipale, Agenten und Macht*, S. 18-21; *Alparslan*, *Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie*, S. 17 ff.

finieren, zu beeinflussen oder zu koordinieren. Die Regelungskomplexe können z.B. die Entscheidungskompetenzen des Agent betreffen, aber ebenso sein Recht, einen bestimmten Preis als Gegenleistung vom Principal zu verlangen.²⁸

Ein Agency-Vertrag entsteht, wenn ein Auftraggeber (Principal) einen Auftragnehmer (Agent) damit beauftragt, eine Tätigkeit auszuführen, die der Principal entweder aus Kostengründen nicht selbst ausführen möchte oder die er mangels hinreichenden Sachverstands nicht selbst ausführen kann.²⁹ Da es sich bei der durchzuführenden Tätigkeit um keine bloßen Botengänge oder Kurierdienste handelt, hat die Beauftragung außerdem zum Inhalt, dass der Principal dem Agent Entscheidungsbefugnisse überträgt, die er im Interesse des Principals wahrzunehmen hat.³⁰ Als Gegenleistung für die Durchführung des Auftrags verspricht der Principal dem Agent ein Entgelt. Diese Leistung und Gegenleistung konstituieren aus ökonomischer Sicht den Agency-Vertrag zwischen Principal und Agent.

2. Exogene Störfaktoren

Für das Vertragsverhältnis zwischen Principal und Agent sind mehrere Eigenschaften charakteristisch. Als erstes sind die sog. exogenen Störfaktoren zu nennen.³¹ Die exogenen Störfaktoren betreffen den Kausalzusammenhang zwischen der Durchführung des Auftrags und dem Auftragsergebnis. Sie bringen zum Ausdruck, dass die konkrete Vertragserfüllung nicht zwangsläufig das Resultat der Tätigkeit des Agenten sein muss, sondern dass auch andere Faktoren in das Auftragsergebnis hineinspielen können. Was diese Faktoren im Einzelnen sind und wie sie sich gestalten, lässt sich pauschal nicht sagen. Im Allgemeinen wird davon ausgegangen, dass sich aufgrund ihrer Verschiedenartigkeit und Verflechtungen keine präzise Voraussage über sie treffen lässt.³² Daher wird regelmäßig nicht

28 *Alparslan*, Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie, S. 14.

29 *Saam*, Prinzipale, Agenten und Macht, S. 19.

30 *Klinkert*, Rational Choice und Organisation: Zur Reichweite des Agency-Ansatzes, S. 121; *Alparslan*, Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie, S. 16.

31 *Arnold*, Die Steuerung des Vorstandshandelns, S. 14.

32 *Alparslan*, Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie, S. 18; *Saam*, Prinzipale, Agenten und Macht, S. 21; *Zhu*, Rationales Herdenverhalten und seine Auswirkungen auf Investitionsentscheidungen, S. 102-103.

der Versuch unternommen, sie zu identifizieren oder zu systematisieren.³³ Stattdessen werden sie innerhalb der Principal-Agent-Theorie als ein monolithischer Block behandelt.³⁴ Der Umwelteinfluss wird dann in der Form einer Zufallsvariable konzeptualisiert.³⁵

3. Informationsasymmetrien

Neben den Störfaktoren zeichnet sich ein Agency-Vertrag durch Informationsasymmetrien aus.³⁶ Das heißt Informationen, die die Durchführung des Auftrags betreffen, sind in der Beziehung zwischen Principal und Agent ungleich verteilt. Während der Principal grundsätzlich einem Informationsdefizit unterliegt, befindet sich der Agent hinsichtlich bestimmter Umstände innerhalb der Vertragsbeziehung in einem Informationsvorteil.³⁷ Bei den Informationsvorteilen, die in der Regel von Bedeutung sind, handelt es sich um die Fälle „Hidden Action“ und „Hidden Information“.³⁸ Hidden Action beschreibt die Situation, dass der Principal zwar das Ergebnis der Auftragsdurchführung beobachten kann, nicht aber die Handlungen, die der Agent zur Erfüllung des Auftrags vorgenommen hat.³⁹ Auch hat er keinen Einblick in die exogene Störgröße, da er mit der Aufgabendurchführung nicht betraut ist.⁴⁰ Dagegen meint Hidden Information den Fall, dass der Principal die Handlung des Agents beobachten kann, aber nicht in der Lage ist, diese vollständig zu verstehen und zu beurtei-

33 *Alparslan*, Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie, S. 18.

34 *Saam*, Prinzipale, Agenten und Macht, S. 21; *Alparslan*, Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie, S. 18.

35 *Alparslan*, Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie, S. 18.

36 *Jost*, in: *Jost* (Hrsg.), Die Principal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, S. 11, 16; *Ebers/Gotsch*, in: *Kieser/Ebers* (Hrsg.), Organisationstheorien, S. 195, 209.

37 *Zhu*, Rationales Herdenverhalten und seine Auswirkungen auf Investitionsentscheidungen, S. 102 ff.

38 *Hart/Holmström*, in: *Bewley* (Hrsg.), Advances in Economic Theory: Fifth World Congress, S. 71, 76; *Arrow*, in: *Pratt* (Hrsg.), Principals and Agents: The Structure of Business, S. 37, 38.

39 *Ebers/Gotsch*, in: *Kieser/Ebers* (Hrsg.), Organisationstheorien, S. 195, 212; *Zhu*, Rationales Herdenverhalten und seine Auswirkungen auf Investitionsentscheidungen, S. 106; *Welge/Eulerich*, Corporate-Governance-Management, S. 15.

40 *Jost*, in: *Jost* (Hrsg.), Die Principal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, S. 11, 25.

len.⁴¹ Hierfür fehlt es ihm an Sachverstand und an Erfahrung. Darüber hinaus hat er auch hier keinen Einblick in die Ausprägung der exogenen Störfaktoren. Der Grund ist hier ebenfalls, dass er vom unmittelbaren Kontext der Aufgabendurchführung entfernt ist.⁴² (Faustformel: „Er sieht es nicht oder er versteht es nicht.“)

4. Interessendivergenz

Schließlich ist für das Vertragsverhältnis zwischen Principal und Agent eine Interessendivergenz kennzeichnend. Darunter ist zu verstehen, dass Principal und Agent gegensätzliche Interessen haben, weswegen eine Auftragsdurchführung im besten Interesse des Auftraggebers im Prinzip ausgeschlossen ist.⁴³ Dies beruht auf zwei Annahmen: Zunächst wird vorausgesetzt, dass beide Parteien Nutzenmaximierer sind.⁴⁴ Der Nutzen des Agent liegt basierend auf dem Agency-Vertrag in der Entlohnung, die er für die Ausführung des Auftrags erhält. Er möchte die vereinbarte Entlohnung durch möglichst wenig Arbeit erlangen.⁴⁵ Dagegen sieht der Principal seinen Nutzen in einem hohen Ertrag, der durch eine möglichst hohe Arbeitsleistung des Vertragspartners erreicht werden soll.⁴⁶

Als zweites wird angenommen, dass die Parteien zur Erreichung ihrer eigenen Interessen opportunistisch handeln. Die Annahme von Opportunismus geht über die Annahme der Nutzenmaximierung hinaus.⁴⁷ Sie unterstellt, dass der Agent die Verhaltensspielräume, die sich ihm bei der Durchführung des Auftrags eröffnen, dahingehend ausnutzt, dass er in strategischer Verfolgung seiner individuellen Interessen Arglist anwendet, täuscht und unehrlich ist in dem Sinne, dass er seine Präferenzen ver-

41 Arrow, in: Pratt (Hrsg.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, S. 37, 38; Zhu, *Rationales Herdenverhalten und seine Auswirkungen auf Investitionsentscheidungen*, S. 105; Ebers/Gotsch, in: Kieser/Ebers (Hrsg.), *Organisationstheorien*, S. 195; 212.

42 Alparslan, *Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie*, S. 23.

43 Jost, in: Jost (Hrsg.), *Die Principal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre*, S. 11, 16; Ebers/Gotsch, in: Kieser/Ebers (Hrsg.), *Organisationstheorien*, S. 195, 209.

44 Alparslan, *Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie*, S. 17.

45 Saam, *Prinzipale, Agenten und Macht*, S. 20.

46 Saam, in: Degele, u.a. (Hrsg.), *Soziologische Beratungsforschung*, S. 15, 21.

47 Saam, in: Degele, u.a. (Hrsg.), *Soziologische Beratungsforschung*, S. 15, 17.

schleiert, Daten verdreht und Fakten mit Absicht durcheinanderbringt.⁴⁸ Bei dieser Verhaltensannahme handelt es sich nicht um eine Aussage über ein allgemeines Menschenbild, sondern um eine situationsbezogene Prämisse.⁴⁹ Es wird lediglich davon ausgegangen, dass „manche Menschen zeitweilig opportunistisch sind und dass unterschiedliche Vertrauenswürdigkeit selten im Vorhinein klar erkennbar ist“.⁵⁰ Dahinter steht die Vorstellung, dass nicht alle menschlichen Eigenschaften „anziehend oder lobenswert“⁵¹ sind, sondern dass Individuen sich zum Teil auch durch weniger positive Eigenschaften auszeichnen.⁵²

IV. Principal-Agent-Problem

1. Definition des Principal-Agent-Problems

Das Streben nach individueller Nutzenmaximierung unter Einsatz opportunistischen Verhaltens führt bei unterschiedlichen Interessen zu Zielkonflikten, die einer ordnungsgemäßen Aufgabenerfüllung entgegenstehen.⁵³ Der Principal läuft Gefahr, systematisch vom Agent ausgenutzt zu werden.⁵⁴ Diese Gefahr bezeichnet man als „Principal-Agent-Problem“.⁵⁵

Damit diese Gefahr virulent wird, müssen die zuvor genannten Voraussetzungen kumulativ vorliegen. Liegt z.B. keine Interessendivergenz vor, sind aber Informationsasymmetrien gegeben und es besteht Unkenntnis über die exogenen Störfaktoren, so ist nicht davon auszugehen, dass der Agent sich auf Kosten des Principals selbst bereichert. Die Selbstbereicherung kommt nicht in Frage, weil der Principal dieselben Interessen ver-

48 *Erlei, u.a.*, Neue Institutionenökonomik, S. 203; *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 5-6; *Smith*, in: Hill/McDonnell (Hrsg.), Research Handbook on the Economics of Corporate Law, S. 52, 56.

49 *Saam*, Prinzipale, Agenten und Macht, S. 12.

50 *Williamson*, Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus, S. 73.

51 *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 5.

52 Kritisch z.B. *Paul*, Praxisorientierte Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 62; *Kley*, in: *Siegert, u.a.* (Hrsg.), Eigenkapital – Kapitalmarkt und Unternehmenssteuerung, 65. Deutscher Betriebswirtschaftler-Tag 2011, S. 57, 57.

53 *Saam*, Prinzipale, Agenten und Macht, S. 20; *Alparslan*, Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie, S. 17.

54 *Alparslan*, Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie, S. 24-25.

55 *Pratt/Zeckhauser*, in: *Pratt* (Hrsg.), Principals and Agents: The Structure of Business, S. 1, 3.

folgt wie der Agent. Ebenso steht die Ausnutzung des Principals außer Frage, wenn zwar eine Interessendivergenz vorliegt und der Einblick in die exogenen Störfaktoren verschlossen ist, das Informationsniveau zwischen Principal und Agent jedoch gleichmäßig verteilt ist. Hier steht einem Principal-Agent-Problem entgegen, dass der Agent in der Lage ist, ein opportunistisches Verhalten zu erkennen und den Principal entsprechend zu Rechenschaft zu ziehen. Schließlich ist die Gefahr der systematischen Ausnutzung des Agent auch dann nicht gegeben, wenn zwar eine Interessendivergenz gegeben ist und die Informationen ungleich verteilt sind, der Agent aber Kenntnis über die exogenen Störgröße hat. In diesem Fall kann der Agent nämlich im Falle eines schlechten Auftragsergebnisses, das auf den Principal zurückzuführen ist, und das dieser mit exogenen Störfaktoren erklärt, die Entschuldigung des Principals aufgrund seiner Kenntnis über die Ausprägung der Störgröße zurückweisen und den Agent disziplinieren.⁵⁶

2. Moral Hazard („Moralisches Risiko“)

Wenn regelmäßig von „einem“ oder „dem“ Principal-Agent-Problem gesprochen wird, darf freilich nicht der Eindruck entstehen, es gäbe es nur einen Typus von Principal-Agent-Problemen. Im Gegenteil gilt es abhängig davon, welche Art von Informationsasymmetrie vorliegt, mehrere Probleme zu unterscheiden.⁵⁷ Für den Fall der oben beschriebenen Hidden-Action- sowie Hidden-Information-Modelle lautet das in Frage kommende Agency-Problem „Moral Hazard“⁵⁸ (zu Deutsch: moralisches Risiko). Daneben gibt es den Fall von „Adverse Selection“, der für das Verhältnis zwischen Aktionären und Managern allerdings nicht von Bedeutung ist.

Im Falle von Hidden Action äußert sich das moralische Risiko vor dem Hintergrund, dass der Principal weder die Handlungen des Agents bei der Auftragsdurchführung noch die exogene Störgröße beobachten kann. Er hat bloß Einblick in das Auftragsergebnis. Begründet ein Agent nun ein schlechtes Auftragsergebnis mit dem Einfluss ungünstiger Störfaktoren,

56 *Alparslan*, *Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie*, S. 24-25.

57 *Heyd/Beyer*, in: *Heyd/Beyer* (Hrsg.), *Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Finanzwirtschaft: Analysen und Anwendungsmöglichkeiten in der Praxis*, S. 30 ff.

58 *Hart/Holmström*, in: *Bewley* (Hrsg.), *Advances in Economic Theory: Fifth World Congress*, S. 71, 76.

obwohl er hierfür selbst verantwortlich ist, z.B. weil er eine geringere als die geschuldete Leistung erbracht hat, so kann der Principal diese Erklärung mangels Kenntnis über die Ausprägung der exogenen Störgröße nicht zurückweisen und muss den Agent vollständig vergüten. Er unterliegt mit anderen Worten einem moralischen Risiko.

Das moralische Risiko wird auch im Falle von Hidden Information relevant. In diesem Zusammenhang erlangt es Bedeutung, wenn der Principal die Aktion des Agent beobachten, nicht aber seinen Erfolg einschätzen kann, weil ihm die hierfür notwendigen Fähigkeiten und Kenntnisse sowie das Wissen über die Ausprägung der exogenen Störgröße fehlen. Hier besteht gleichermaßen die Gefahr, dass der Agent nach der Auftragsdurchführung behauptet, das schlechte Auftragsergebnis sei auf die Störgröße und nicht auf seine Performance zurückzuführen.⁵⁹ Da der Principal die Störgröße wieder nicht beobachten kann, läuft er abermals Gefahr, die angeführte Rechtfertigung nicht zurückweisen zu können und den Agent trotz des schlechten Auftragsergebnisses vollständig vergüten zu müssen.⁶⁰

3. Agency-Kosten („Agenturkosten“)

Dass der Agent die ihm übertragene Aufgabe nicht im besten Interesse des Principals ausführt, erzeugt aus Sicht des Principals neben suboptimalen Auftragsergebnissen zusätzlich Agency-Kosten.⁶¹ Den größten Kostenfaktor machen dabei die Monitoring-Kosten aus.⁶² Unter Monitoring-Kosten fallen alle Kosten, die durch die Überwachung des Agents beim Principal anfallen. Das sind Kosten der Verhaltensüberwachung und -beurteilung sowie alle Kosten, die durch den Einsatz von Instrumenten entstehen, die ein ungewünschtes Verhalten des Agents ex ante verhindern sollen (z.B. Vergütungsanreize).

Monitoring-Kosten liegt die Vorstellung zugrunde, dass ein Principal, der vom „Moral Hazard“ weiß, sicherstellen wird, dass der mit der Auf-

59 Jost, in: Jost (Hrsg.), Die Principal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, S. 11, 31.

60 Alparslan, Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie, S. 27-28.

61 Armour, u.a., in: Kraakman, u.a. (Hrsg.), The Anatomy of Corporate Law, S. 35, 36.

62 Jensen/Meckling, Journal of Financial Economics 1976, 305, 308.

tragsdurchführung betraute Agent in seinem Interesse handelt. Er wird daher Maßnahmen zur Kontrolle und Überwachung des Agents ergreifen. Eine Überwachung hat für den Principal den Vorteil, dass ein opportunistisches Verhalten des Principals unterbunden wird. Ein Agent, der nämlich damit rechnen muss, dass er kontrolliert und im Falle eines Fehlverhaltens zur Rechenschaft gezogen wird, wird es a priori unterlassen, sich auf Kosten des Principals selbst zu bereichern.

Das Ziel der Principal-Agent-Theorie ist es, diese Kosten auf ein Mindestmaß zu senken. Dabei wird angenommen, dass dies nicht nur dem Agent, sondern auch allen anderen Beteiligten zugute kommt. Daraus wiederum wird die Schlussfolgerung gezogen, dass die Reduktion von Agency-Kosten unmittelbar dem normativen Ziel sozialer Wohlfahrtssteigerung dient.⁶³

4. Relevanz des Agency-Problems

a) Trennung von Eigentum und Kontrolle

Die Agency-Theorie lässt sich auch für Unternehmen fruchtbar machen. Hier erlangt sie im Kontext der „Trennung von Eigentum und Kontrolle“ Bedeutung. Die Begriffe Eigentum und Kontrolle sind an dieser Stelle nicht im klassischen juristischen Sinne zu verstehen. Eigentum meint nicht juristisches, sondern wirtschaftliches Eigentum.⁶⁴ Es bezieht sich auf die von den Gesellschaftern in das Unternehmen eingebrachten Gelder. Kontrolle dagegen bezieht sich auf die Befugnis, über den Einsatz der bereitgestellten Gelder zu bestimmen. Man spricht insoweit auch von der Verfügungsgewalt. Klassischerweise fallen Eigentum und Verfügungsgewalt in Unternehmen zusammen. Wer sein Kapital im Wirtschaftsprozess riskiert, soll die wirtschaftlichen Entscheidungen zur Verwaltung dieses Kapitals festlegen und die Folgen dieser Entscheidungen tragen.⁶⁵ Das fordert das

63 *Armour, u.a.*, in: *Kraakman, u.a.* (Hrsg.), *The Anatomy of Corporate Law*, S. 35, 37.

64 *Ott*, *Recht und Realität der Unternehmenskorporation*, S. 178; *Vögtl*, *Aktionärsdemokratie*, S. 29.

65 *Schreyögg*, in: *Kumar, u.a.* (Hrsg.), *Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs*, S. 159; 161; offenbar legt auch der Deutsche Bundestag dieses Prinzip zugrunde, hierzu siehe BT-Drucks. 17/14239, S. 2.

wirtschaftsliberale Grundprinzip der Einheit von Risiko, Kontrolle und Gewinn.⁶⁶ In der Aktiengesellschaft jedoch gilt dieses Prinzip nicht ohne weiteres. Hier können Eigentum und Kontrolle auch auseinanderfallen. Dabei ist es noch nicht schon die Drittorganschaft, also die Delegation von Leitungsmacht an Dritte, die für das Auseinanderfallen von Eigentum und Kontrolle verantwortlich ist, sondern vielmehr die Anteilseignerstruktur. Verfügt ein Aktionär über die Mehrheit der Aktien in einer Gesellschaft, so wird das Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle *nicht* relevant. Aufgrund der Kapitalgröße kann der Mehrheitsaktionär trotz der Drittorganschaft bestimmenden Einfluss auf die Gesellschaftsgeschicke ausüben und damit kapitalbezogene Entscheidungen weiterhin beeinflussen. Etwas anderes gilt aber für Gesellschaften mit weit gestreutem Anteilsbesitz, die keinen Aktionär mit Mehrheitsbesitz haben; die Rede ist von der Publikumsaktiengesellschaft. Hier haben Anteilseigner aufgrund ihrer geringen Beteiligungsgröße keinen merklichen Einfluss auf die Belange der Beteiligungsgesellschaft.⁶⁷

Welche Gefahren aus dieser Trennung von Eigentum und Kontrolle resultieren, hat bereits Adam *Smith* 1789 in seinem berühmten Werk „Der Wohlstand der Nationen“ erkannt und formuliert:⁶⁸

„Von den Direktoren einer solchen Gesellschaft, die ja bei weitem eher das Geld anderer Leute als ihr eigenes verwalten, kann man [...] nicht gut erwarten, dass sie es mit der gleichen Sorgfalt einsetzen und überwachen würden, wie es die Partner in einer privaten Handelsgesellschaft mit dem eigenen zu tun pflegen. (...) Daher müssen Nachlässigkeit und Verschwendung in der Ge-

66 *Pross*, Manager und Aktionäre in Deutschland, S. 165.

67 *Passow*, Die Aktiengesellschaft: Eine wirtschaftswissenschaftliche Studie, S. 324; *Kirsch*, Manager – Herrscher ohne Auftrag, S. 30; *Bornschier*, in: Holzhey/Kohler (Hrsg.), Eigentum und seine Gründe, S. 161, 163; *Bassler*, Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen, S. 454; *Spillmann*, Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften, S. 194; *Schreyögg/Steinmann*, ZfB 1981, 533, 535; *Immen-ga*, Aktiengesellschaft, Aktionärsinteressen und institutionelle Anleger, S. 10.

68 *Kallfass*, (Hrsg.), Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, S. 277, 277; 692, *Marks*, in: Bouckaert/De Geest (Hrsg.), Encyclopedia of Law and Economics, Vol. III: The Regulation of Contracts, S. 692, 692-693; *Mackensen*, Institutionelle Anleger im Unternehmensrecht Deutschlands und der USA, S. 29; *Keasey, u.a.*, in: *Keasey, u.a.* (Hrsg.), Corporate Governance : Economic and Financial Issues, S. 1, 2.