

Corporate Governance vor einem Paradigmawechsel?

Neue Rolle des Aktionärs im Corporate Governance-System

1. St. Galler Corporate Management Forum vom 5.11.2010

Prof. Dr. Andreas Binder

© 2010



A. Gebot der Zeit: Langfristigkeit

- Grösste Wirtschaftskrise seit den Dreissigerjahren des letzten Jahrhunderts
- Enormer Vertrauensverlust in Unternehmen und Management
- Kurzfristigkeit des Denkens nach weit verbreiteter (liberaler) Überzeugung ein Hauptgrund der Krise:
 - „*Now for the long term.*“ (The Economist, The World in 2010)
 - "Die Wirtschaftskrise wurzelt in einer Werte-Krise: zu kurzfristiges Denken, ungenügend klare Haftung, Vernachlässigung des Kundennutzens, zu wenig Sorge um die politische Akzeptanz; *der markante Verlust an Langfristdenken hat unser Wirtschaftssystem grundlegend untergraben.*" (G. Schwarz, NZZ, 30./31.1.2010)



2

Gebot der Zeit: Langfristigkeit Deutscher Corporate Governance-Kodex

- Fassung 2008: "Der Kodex verdeutlicht die *Rechte* der *Aktionäre*, die der Gesellschaft das erforderliche Eigenkapital zur Verfügung stellen und das unternehmerische Risiko tragen."
- Fassung 2009: „Der Kodex verdeutlicht die *Verpflichtung* von *Vorstand* und *Aufsichtsrat*, im Einklang mit den Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft für den Bestand des Unternehmens und seine **nachhaltige Wertschöpfung** zu sorgen (Unternehmensinteresse)."

Gebot der Zeit: Langfristigkeit UK Corporate Governance Code

- Main principle 1 (Fassung 2008, Combined Code): "Every company should be headed by an effective board which is collectively responsible for the success of the company."
- Main principle 1 (Fassung 2010): "Every company should be headed by an effective board which is collectively responsible for the **long-term** success of the company."

Gebot der Zeit: Langfristigkeit Zwei Thesen

„Das System ist gut und bedarf keiner Anpassung. Einzig einzelne Führungskräfte haben moralisch versagt.“

„Das System fördert die Kurzfristigkeit des Denkens und Handelns und muss deshalb im Hinblick auf mehr Nachhaltigkeit justiert werden.“

B. System der Aktiengesellschaft

- Aktionär im Corporate Governance-System: Wirtschaftliche Verhaltenssteuerung
- Verwaltungsrat und Management im Corporate Governance-System: Rechtliche Verhaltenssteuerung

Aktionär im Corporate Governance-System: Wirtschaftliche Verhaltenssteuerung I

- Leitidee
 - Recht zur Wahrnehmung der eigenen Interessen
 - Keine Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse („dauerndes Gedeihen des Unternehmens“)
 - Keine Treuepflicht
- Verankerungen der Leitidee
 1. Der Aktionär ist Langfristinvestor, weshalb die eigenen Interessen in der Regel den Interessen aller Aktionäre und den Unternehmensinteressen entsprechen
 2. Wesentliche Kompetenzen in der AG sind zwingend dem Verwaltungsrat zugewiesen

Aktionär im Corporate Governance-System: Wirtschaftliche Verhaltenssteuerung II

- Mechanismen
 - Mitwirkung unter Wahrnehmung eigener Interessen („**voice**“): Mitbestimmungs-, Informations-, Klagerechte; beschränkt wegen fehlender Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse; der Aktionär wirkt via Wahl/Abwahl VR
 - Markt für Unternehmensüberwachung (Börse und Kapitalmarkt) (Marktsignale: "Die unsichtbare Hand des Marktes"; „**exit**“)
 - Markt für Unternehmenskontrolle (Übernahmerecht) („**change of control**“)

Verwaltungsrat und Management im Corporate Governance-System: Rechtliche Verhaltenssteuerung

- Leitidee
 - Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse („dauerndes Gedeihen des Unternehmens“), nicht auf das bloße Aktionärsinteresse
 - Treuepflicht
- Mechanismen
 - Umfassende Führungskompetenzen, unentziehbar durch GV und unübertragbar an GV (Paritätsprinzip)
 - Rechenschaftspflicht gegenüber Aktionären
 - Verwaltungsrat jederzeit abwählbar durch GV
 - Wirtschaftsprüfung als unabhängige Kontrollinstanz
 - Verantwortlichkeit bei Pflichtverletzungen

C. Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften vor einem Paradigmawechsel?

Bisherige Sicht

Basis der Corporate Governance-Debatte: Der Aktionär ist der Eigentümer des Unternehmens



Principal-Agent-Theorie: Trennung von Eigentum und Führung im Unternehmen



Gegengewicht: Kontrolle von Verwaltungsrat und Management

- Transparenz
- Machtverlagerung zu Aktionären (z.B. Vinkulierung; Kompetenzverschiebung im Übernahmekampf)

Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften vor
einem Paradigmawechsel?
Neue Entwicklung

Trennung von wirtschaftlichem Eigentum (economic ownership) und Stimmrecht (voting power)

ohne Transparenz



- ⇒ Empty voting
 - Stimmrecht, aber weniger/null/negatives wirtschaftliches Eigentum (Putoptionen oder Securities Lending)
- ⇒ Hidden ownership
 - Ökonomisches Interesse, kein Stimmrecht, aber Möglichkeit zum Erwerb des Stimmrechts (Calloptionen)
- ⇒ Exaggerating ownership
 - Darstellung eines übertriebenen wirtschaftlichen Eigentums (Calloptionen mit hohem Ausübungspreis)
- ⇒ Stichwort: Shareholder activism

Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften vor
einem Paradigmawechsel?
Wachsende Zahl unfreundlicher Übernahmeversuche I

- Wachsende Zahl unfreundlicher Übernahmeversuche
- Wachsende Zahl erfolgreicher unfreundlicher Übernahmeversuche
- Zahlreiche nicht erfolgreiche unfreundliche Übernahmeversuche, welche zu einem Kontrollwechsel führen
- „The age of hostility - The new merger wave may bring more hostile takeovers than ever.“ (The Economist online, 15.9.2009)

Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften vor
einem Paradigmawechsel?

Wachsende Zahl unfreundlicher Übernahmeversuche II

- **Saia-Burgess:** Angriff von Sumida, Erfolg von Johnson Electric
- **Leica Geosystems:** Angriff von Hexagon, Weisser Ritter Danaher, Erfolg von Hexagon
- **Forbo:** Angriff von CVC Capital Partners, Erfolg von Herrn Pieper
- **Unaxis:** Angriff und Erfolg von Victory
- **Saurer:** Angriff von Laxey, Erfolg von Unaxis/Oerlikon
- **SIG:** Angriff von Ferd und CVC Capital Partners, Erfolg von Rank
- **Sulzer:** Angriff von Victory, Erfolg von Renova
- **Implenia:** Angriff von Laxey, nach hartem Kampf abgewehrt (Spezialfall wegen Lex Koller)

Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften vor
einem Paradigmawechsel?

Zunehmende Bedeutung des regulatorischen Rahmens

- **Nationalistische Schutzmassnahmen**
 - Gesetze: RUS, FRA, GER, USA
 - Politischer Einfluss auf M&A-Transaktionen
 - FRA: Sanofi-Aventis
 - ESP: Endesa/E.On (Gas Natural; Enel/Acciona)
 - LUX/FRA: Arcelor/Mittal
 - ITA: Autostrade/Abertis (Fusion abgesagt "wegen unüberwindbarer Hindernisse durch die italienische Regierung")
 - ITA: Telecom Italia (Telefonica/Italienische Banken)
 - USA: Port of New York/Investoren aus Dubai (Kongress)
- Trend zu **rigoroserer Praxis vieler Wettbewerbsbehörden** (GER: Sonova-Resound-Fusion weltweit verboten)
- Einschätzung / Verhalten **parastaatlicher Investoren?**

Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften vor
einem Paradigmawechsel?
Der neue Aktionär im Corporate Governance-System I

⇒ **Infragestellung der Verankerung der Leitidee!**

- Entkopplung von wirtschaftlichem Eigentum und Stimmrecht:
Der Aktionär ist nicht mehr Investor in der Gesellschaft
- Kurzfristiger Aktionärsaktivismus: Der Aktionär ist nicht mehr
Langfristinvestor
- Somit gilt nicht mehr, dass die eigenen Interessen in der
Regel den Interessen aller Aktionäre und den
Unternehmensinteressen entsprechen

Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften vor
einem Paradigmawechsel?
Der neue Aktionär im Corporate Governance-System II

⇒ **Infragestellung der Mechanismen?**

- Voice (Gesellschaftsrecht)
These 1: „Der weltweite Trend der Machtverlagerung zum
Aktionär ist kritisch zu hinterfragen.“
- Change of control (Übernahmerecht)
These 2: „Die strikte Neutralitätspflicht der Leitungsorgane
ist neu zu diskutieren.“
These 3: „Die Einräumung der Parteistellung an Aktionäre
mit 2% Aktienbesitz ist überschüssend.“

Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften vor
einem Paradigmawechsel?
Der neue Aktionär im Corporate Governance-System III

⇒ **Infragestellung der Leitidee?**

- These 4: „Neue Aufgaben kommen auf den Aktionär zu.“
 - UK 2010: Stewardship Code for Institutional Shareholders
 - OECD-Grundsätze der Corporate Governance 2010: 5 von 25 Empfehlungen betreffen Verhalten der Aktionäre
- These 5: „Über die Pros und Cons der Einführung neuer Aktionärspflichten ist ein Diskurs nötig.“
 - Meldepflicht bezüglich rechtlichem und wirtschaftlichem Eigentum?
 - Pflicht zur Wahrnehmung der Aktionärsrechte?
 - Treuepflicht?
- These 6: „Gewisse Aktionärsrechte sollten an Aktien-Haltedauern gekoppelt werden.“
 - US (SEC, 2010): Vereinfachtes Nominierungsrecht für Aktionäre mit Aktienbesitz von mindestens 3% seit mindestens 3 Jahren

Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften vor
einem Paradigmawechsel?
Der neue Aktionär im Corporate Governance-System IV

⇒ **Infragestellung der Leitidee?**

„Wer ist der wirtschaftliche Eigentümer der Aktien?“

Phänomen der „separation of ownership from ownership“



⇒ **Principal-Agent-Diskussion höherer Ebene!**

Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften vor einem Paradigmawechsel?

Sechs Thesen

- These 1: „Der weltweite Trend der Machtverlagerung zum Aktionär ist kritisch zu hinterfragen.“
- These 2: „Die strikte Neutralitätspflicht der Leitungsorgane ist neu zu diskutieren.“
- These 3: „Die Einräumung der Parteistellung an Aktionäre mit 2% Aktienbesitz ist überschüssend.“
- These 4: „Neue Aufgaben kommen auf den Aktionär zu.“
- These 5: „Über die Pros und Cons der Einführung neuer Aktionärspflichten ist ein Diskurs nötig.“
- These 6: „Gewisse Aktionärsrechte sollten an Aktien-Haltedauern gekoppelt werden.“

Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften vor einem Paradigmawechsel?

UK: Stewardship Code for Institutional Investors 2010

- Seven principles
- Institutional investors should
 1. publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities
 2. have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed
 3. monitor their investee companies
 4. establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value
 5. be willing to act collectively with other investors where appropriate
 6. have a clear policy on voting and disclosure of voting activity
 7. report periodically on their stewardship and voting activities