

Die Steuerung des Vorstandshandelns

Eine rechtsökonomische Untersuchung der Principal-Agent-Problematik in Publikumskapitalgesellschaften

von
Prof. Dr. Arnd Arnold

1. Auflage

Die Steuerung des Vorstandshandelns – Arnold

schnell und portofrei erhältlich bei beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:

Gesamtdarstellungen



Verlag C.H. Beck München 2007

Verlag C.H. Beck im Internet:

www.beck.de

ISBN 978 3 406 56111 5

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XV
§ 1 Anlaß, Gegenstand und Aufbau der Untersuchung	1
§ 2 Die Agency-Problematik in der AG	13
I. Grundlagen der Agency-Theorie	13
1. Kennzeichen einer Agency-Beziehung	13
2. Wohlfahrtsverluste durch Agency-Konflikte	15
3. Normative und positive Agency-Theorie	16
II. Agency-Theorie und die Theorie des Unternehmens	18
1. Die Agency-Problematik bei Publikumsgesellschaften	18
2. Andere ökonomische Theorien der Unternehmung	23
a) Transaktionskostentheorien	23
b) Property-Rights-Ansätze	25
c) Das Unternehmen als Kommunikationsnetzwerk	28
3. Verhältnis der einzelnen Ansätze	29
4. Die Berechtigung einer Ausrichtung an den Aktionärsinteressen	30
a) Bindung an die Interessen der stakeholder?	30
b) Insbesondere: Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen und Mitbestimmung	32
aa) Ökonomische Argumente gegen eine Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen	32
bb) Ansätze zur Rechtfertigung der Mitbestimmung	34
cc) Stellungnahme	37
c) Ergebnis	39
III. Relevanz der Agency-Problematik für das deutsche Aktienrecht	40
1. Das Problem: Das Leitungsermessen des Vorstands	40
2. Gewinnmaximierung und Shareholder Value	41
3. Pflicht zur Berücksichtigung der Interessen anderer Beteiligter?	43
a) Problemstellung	43
b) Der Meinungsstand	43
aa) Annahme eines eigenständigen Unternehmensinteresses	43
bb) Beschränkung auf das Gesellschaftsinteresse	46
cc) Freiheit des Vorstands bei der Berücksichtigung verschiedener Interessen	47
c) Stellungnahme	47
IV. Fälle möglicher Interessenkonflikte zwischen Management und Eigentümern	51
1. Einführung	51
2. Mangelndes Anstrengungsniveau und fehlende Eignung	51
3. Treuwidriges Verhalten	53
4. Verfolgung anderer Ziele, insbesondere Rücksichtnahme auf Arbeit- nehmer	54
5. Falsches Investitionsverhalten	55
a) Wahl manager-spezifischer und öffentlichkeitswirksamer Investitio- nen	55

b) Zu geringe Risikobereitschaft	55
aa) Die These: Zu vorsichtige Investitionspolitik von Vorständen	55
bb) Zulässigkeit einer Beschränkung auf die Interessen diversifizierter Aktionäre?	56
(1) Die Argumente des Shareholder Value-Ansatzes	56
(2) Effizienz von Kapitalmärkten?	57
(3) Bedeutung der Aktionärsstruktur	59
cc) Praxisrelevanz	60
dd) Zusammenfassung	61
c) Wahl eines zu kurzen Zeithorizonts	61
d) Mangelnde Orientierung am Aktienkurs	63
e) Einbehaltung freien Kapitals, insbesondere zur unwirtschaftlichen Diversifikation	63
6. Sonstige positionale Konflikte	65
7. Zusammenfassende Bewertung	66
8. Irrelevanz der Agency-Konflikte für die Aktionäre?	67
V. Zusammenfassung und Schlußfolgerungen	68
§ 3 Gesellschaftsinterne Kontrollmechanismen	73
I. Ausgangspunkt: Das Problem der kollektiven Aktion	73
II. Der Aufsichtsrat als Kontrollorgan	74
1. Die Funktion des Kontrollorgans	74
2. Monistisches oder dualistisches System?	75
3. Voraussetzungen für eine effektive Kontrolle	78
a) Das Fehlen betriebswirtschaftlicher Modelle	78
b) Unabhängigkeit	79
c) Fachliche Eignung und Professionalisierung	81
d) Größe	82
e) Beeinträchtigungen durch Mitbestimmung	82
III. Die Hauptversammlung	83
1. Beschränkung auf Grundlagenentscheidungen	83
2. Ausdehnung der Entscheidungsbefugnisse?	84
3. Maßnahmen zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz	85
IV. Kontrolle durch aktive Aktionäre	89
1. Die These	89
2. Rechtliche Konsequenzen	91
3. Kritische Analyse	92
a) Eignung institutioneller Investoren zur Kontrolle?	92
b) Ausreichende Anreize für eine aktive Strategie?	93
c) Agency-Problematik innerhalb des institutionellen Investors	95
d) Beeinträchtigung der Minderheitsaktionäre?	97
4. Fazit	99
V. Jahresabschluß und Abschlußprüfung	99
1. Der Nutzen des Jahresabschlusses für die Aktionäre	99
2. Die Stellung des Abschlußprüfers	100
3. Die Steuerung des Prüferverhaltens	101
4. Die Unabhängigkeit des Abschlußprüfers	102
a) Die These: Falschtestate zum Erhalt von Prüfungs- und Beratungsaufträgen	102
b) Die ökonomische Theorie: der Quasirentenansatz	104

c) Mögliche gesetzliche Maßnahmen zur Sicherung der Unabhängigkeit	106
aa) Gesetzliche Festlegung der Prüferhonorare	106
bb) Prozentgrenze bei Aufträgen	106
cc) Rotation	107
dd) Trennung von Prüfung und Beratung	109
5. Fazit	110
VI. Zusammenfassung und Schlußfolgerungen	111
§ 4 Die Vergütung als Lösung und Ausdruck der Agency-Problematik ..	115
I. Überblick: Die Diskussion über die Vorstandsvergütungen	115
II. Die These: Lenkung des Vorstands durch Vergütungsanreize	116
1. Der theoretische Ausgangspunkt	116
2. Ausgestaltung der Vergütung	118
a) Grundsätze der Vergütung	118
b) Festgehalt	119
c) Tantiemen	119
d) Aktienkursabhängige Vergütung	119
aa) Beteiligung am Aktienvermögen	119
bb) Aktienoptionen	120
cc) Virtuelle Gestaltungen	121
3. Die Auswirkungen auf die deutsche Rechtslage	122
4. Der neue Streit um die Vorstandsvergütungen	123
III. Die Grundlage: Die Principal-Agent-Theorie	124
1. Das Grundmodell	124
2. Optimales Vergütungsschema bei beobachtbarem Einsatz des Agenten	126
3. Optimales Vergütungsschema bei nicht beobachtbarem Einsatz des Agenten	127
4. Erweiterungen des Grundmodells	128
5. Kritische Würdigung	129
IV. Eignung von Vergütungsanreizen zur Eindämmung des Agency-Konflikts? ..	131
1. Bekämpfung der tatsächlichen Manager/Aktionärskonflikte	131
a) „Arbeitscheu“ von Managern?	131
b) Gehaltsanreize gegen treuwidriges Verhalten und Verfolgen eigener Interessen	132
c) Verhinderung risikoaversen Verhaltens?	132
d) Gehaltsanreize gegen kurzsichtiges Verhalten und „empire building“	133
e) Verhinderung sonstiger positionaler Konflikte	134
2. Bestehen ausreichend leistungsfähiger Erfolgsparameter?	134
3. Zwischenergebnis	136
4. Exkurs: Verlustbeteiligung des Vorstands?	137
V. Vorstandsvergütung als Agency-Problem	138
1. Die Diskussion in den USA	138
a) Vergütungsschemata als Ausdruck von Managermacht	138
b) Kritik	140
c) Relevanz für Deutschland	143
2. Neuere Entwicklungen in Deutschland und auf europäischer Ebene ..	144
3. Mögliche gesetzliche Vorgaben	146
a) Feste Vergütungsobergrenze	146

b) Verbot bestimmter Gestaltungen	147
c) Beteiligung der Hauptversammlung bei Vergütungsentscheidungen?	149
aa) Vorherige Zustimmung bei Vergütungsentscheidungen	149
bb) Nachträgliche Bestätigung des Vergütungskonzepts	149
cc) Hauptversammlungszuständigkeit für einzelne Maßnahmen	150
d) Berichtspflichten und Offenlegung	152
VI. Anreize durch Insidergeschäfte?	153
VII. Leistungsabhängige Vergütung von Aufsichtsräten?	155
1. Die deutsche rechtswissenschaftliche Diskussion	155
2. Ökonomische Analyse	159
3. Rechtliche Konsequenzen	162
VIII. Zusammenfassung und Schlußfolgerungen	162
§ 5 Pflichtenstandards und Haftung	165
I. Überblick: Die deutsche Diskussion über die Organhaftung	165
II. Die Haftung des Vorstands	167
1. Ansatzpunkte der Vorstandshaftung	167
2. Die Sorgfaltpflicht	170
a) Funktionen der Haftung für Sorgfaltpflichtverletzungen	170
b) Die business judgement rule	172
aa) Ausgangspunkt und Ausprägungen	172
bb) Ökonomische Rechtfertigung und Kritik an der business judgement rule	174
cc) Einzelprobleme	176
(1) Unternehmerische Entscheidung	176
(2) Angemessene Information	177
(3) Fazit	179
c) Mangelnde Identifizierbarkeit der Pflichtverletzung	179
d) Konsequenz: Entbehrlichkeit der Haftung wegen Sorgfaltpflichtverletzung?	180
3. Die Treuepflicht	181
4. Haftungsfreistellung für Vorstände?	182
III. Die Haftung des Aufsichtsrats	186
IV. Die Durchsetzung der Haftungsansprüche	188
1. Geltendmachung durch den Aufsichtsrat	188
2. Verfolgung aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung	190
3. Verfolgung durch neutrale Dritte	191
4. Verfolgung durch einzelne Aktionäre (Aktionärsklage)	192
a) Anreize zur Klageerhebung	192
b) Mißbrauchsrisiken	196
aa) Theoretische Grundlagen	196
bb) Die Diskussion in den USA	197
cc) Gesellschaftsschädigende Klagen?	198
dd) Aussichtslose Klagen und mißbräuchliche Vergleiche	199
c) Konsequenzen für die Zulässigkeit von Aktionärsklagen	200
aa) Beschränkung auf bestimmte Arten von Pflichtverletzungen?	200
bb) Anforderungen an die Kläger	202
cc) Notwendigkeit eines Vorverfahrens	203
dd) Kontrolle von Vergleichen	205

d) Fazit	206
e) Exkurs: Abwehrklage der Aktionäre?	206
V. Zusammenfassung und Schlußfolgerungen	208
§ 6 Kontrolle durch Fremdkapital	211
I. Die These: Managementsteuerung durch Insolvenzgefahr	211
1. Selbstbindung durch Insolvenzgefahr	211
2. Dividendenzahlung zur Minderung der Agency-Kosten	212
3. Agency Costs of free cash flow	212
4. Information durch Fremdkapital	213
5. Rechtliche Konsequenzen	214
II. Kritische Analyse	216
1. Vorüberlegung: Theorien zur Kapitalstruktur	216
2. Kosten der Fremdkapitalaufnahme	218
3. Effiziente Steuerung durch Fremdkapital?	220
4. Kollision mit der Förderung feindlicher Übernahmen	222
III. Zusammenfassung und Schlußfolgerungen	223
§ 7 Kontrolle durch den Markt	225
I. Vorbemerkung	225
II. Kontrolle durch den Absatzmarkt	226
1. Die These: Der marktbedingte Zwang zu effizientem Wirtschaften ..	226
2. Abhängigkeit der Kontrollintensität von der Marktstruktur?	226
3. Effektive Kontrolle durch den Markt?	228
4. Kontrolle aller möglichen Agency-Konflikte?	231
5. Ergebnis	231
III. Kontrolle durch den Arbeitsmarkt für Manager	231
1. Die These: Der Arbeitsmarkt für Manager als Kontrollmechanismus ..	231
2. Theoretische Einwände	232
3. Praktische Einwände	234
4. Ergebnis	234
IV. Der Markt für Unternehmenskontrolle	235
1. Die These: Managementdisziplinierung durch Übernahmedrohung ..	235
2. Rechtliche Konsequenzen	237
a) Neutralitätspflicht des Vorstands bei Übernahmeangeboten	237
b) Verbot von Abwehrstrategien vor einem Übernahmeangebot	239
c) Höchst- und Mehrstimmrechte	241
d) Verhinderung von Trittbrettfahrerverhalten der Aktionäre	242
e) Gleichbehandlung der Aktionäre	243
3. Kritische Analyse	244
a) Zum Wert empirischer Argumentationen	244
b) Die Vielgestaltigkeit von Übernahmemotiven	245
c) Negative Effekte von Übernahmen	247
aa) Schädigung der Aktionäre der Zielgesellschaft	247
bb) Schädigung der Arbeitnehmer?	248
cc) Schädigung der Gläubiger und der Allgemeinheit	248
dd) Schädigung der Aktionäre der Bietergesellschaft	249
d) Zur Effizienz des Kontrollmechanismus	250

aa) Umfassende Bekämpfung aller Konflikte zwischen Aktionären und Managern?	250
bb) Das Informationsproblem	252
cc) Nachteilige Auswirkungen auf die Zielgesellschaft	253
4. Fazit	254
V. Zusammenfassung und Schlußfolgerungen	254
§ 8 Ergebnis	257
Literaturverzeichnis	263
Stichwortverzeichnis	289

