



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

„Externe Corporate Governance und ineffiziente Kapitalmärkte“

Dissertation vorgelegt von Peter Klormann

Erstgutachter: Prof. Dr. Dres. h.c. Werner F. Ebke

Zweitgutachter: Prof. Dr. Christoph Kern

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

Externe Corporate Governance und ineffiziente Kapitalmärkte

Peter Sebastian Klormann, LL.M. (Univ. of Chicago)

Schriftenreihe „Deutsches, Europäisches und Vergleichendes Wirtschaftsrecht“,
Nomos Verlag, Baden-Baden 2015

A. Teil 1: Einführung

Ausgangspunkt für die vorliegende Untersuchung ist eine der Grundfragen der Corporate-Governance-Diskussion: Kann eine effiziente Unternehmens(leiter)kontrolle börsennotierter Aktiengesellschaften dem freien Spiel der Marktkräfte überlassen werden (*externe Corporate Governance*) oder sind zum Schutz der Aktionärsinteressen rechtlich zwingende Eingriffe in die Organisationsstruktur der Unternehmen (*interne Corporate Governance*) erforderlich? Die externe Corporate Governance bezieht sich dabei in erster Linie auf die auf die Unternehmen(sleiter) einwirkenden Wettbewerbs- und Marktkräfte, allen voran auf die Verhalten steuernden Mechanismen des Kapitalmarkts. An erster Stelle steht insoweit der Markt für Unternehmenskontrolle („*market for corporate control*“), der die Steuerungswirkung von Unternehmensübernahmen auf potenzielle Zielgesellschaften zum Gegenstand hat.

Aus Sicht der dem Gesetzgeber zur Verfügung stehenden Regulierungsinstrumente ist die Frage nach der Gewichtung von interner und externer Corporate Governance im Wesentlichen die Wahl zwischen inhaltlicher Regulierung (staatliche Eingriffe in die Unternehmensverfassung) und der Schaffung eines die (Kapital-)Marktkräfte unterstützenden Rahmenrechts. Bei ausreichender Leistungsfähigkeit der externen Corporate Governance könnte der Gesetzgeber seine Tätigkeit möglicherweise darauf reduzieren, den institutionellen und informatorischen Rahmen zur Ausschöpfung der Marktmechanismen sicherzustellen. Zentrale Aufgabe wäre dabei neben der Schaffung eines übernahmefreundlichen Rechtsrahmens die Sicherstellung ausreichender Transparenz durch Publizität, damit die Unternehmens(leiter)leistung in den Aktienkursen zum Ausdruck kommen und der *market for corporate control* seine Überwachungswirkung entfalten kann. Diese unterschiedlichen Regulierungsstrategien sind auch Grundlage für den Systemvergleich (und -wettbewerb) zwischen kontinentaleuropäischer (traditionell eher interne Überwachung) und U.S.-amerikanischer Corporate Governance (starkes Vertrauen auf Information und Marktkräfte).

Anlass für eine aktuelle Beleuchtung des kapitalmarktlichen Steuerungspotenzials gibt die in den Jahren 2007 und 2008 ausgebrochene Finanzmarktkrise. Sie könnte insbesondere über die Gültigkeit der finanzökonomischen Hypothese preiseffizienter Kapitalmärkte (*Efficient Capital Market Hypothesis – ECMH*) Aufschluss geben, die sich auf die Qualität in Form von Geschwindigkeit und Rationalität der Preisbildung auf dem Kapitalmarkt bezieht. Ihr liegt die zunächst einfach zu formulierende Vorstellung zugrunde, dass auf einem preiseffizienten Markt Wertpapierkurse stets alle verfügbaren Informationen zutreffend widerspiegeln und Börsenkurse daher dem rationalen „wirklichen“ Wert der gehandelten Anteile entsprechen. Damit werden sie tagesaktuelle Maßstäbe für die Unternehmens(leiter)leistung. Diese Qualität der Aktienkurse als zuverlässige Wert- und Leistungsindikatoren ist eine der wichtigsten Funktionsvoraussetzungen

der externen Corporate Governance und ihre Fähigkeit, zwingendes Organisationsrecht zu substituieren.

Über die Gültigkeit der *ECMH* wird aufgrund ihrer weitreichenden ökonomischen und juristischen Implikationen seit vielen Jahren eine scharfe Kontroverse geführt, welche sich mit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise in den Jahren 2007 und 2008 beträchtlich zugespitzt hat. Eine tief schürfende wissenschaftliche Aufarbeitung der Krisenereignisse, ihre Bedeutung für die *ECMH* und die daraus zu ziehenden Schlüsse für die Leistungsfähigkeit kapitalmarktgeleiteter Corporate Governance hat bislang jedoch weder im rechts- noch im wirtschaftswissenschaftlichen Schrifttum stattgefunden. Die Steuerungs- und Kontrollmechanismen des Kapitalmarktes sind im deutschsprachigen Raum insgesamt noch wenig erforscht worden, obwohl sie hierzulande sowohl bei der gesetzgeberischen Gestaltung als auch rechtstatsächlich in der jüngeren Vergangenheit stark an Bedeutung gewonnen haben.

Die vorliegende Untersuchung will diese Lücke schließen. Die Arbeit geht der Frage nach, welche Erkenntnisse sich aus der Finanzmarktkrise über die Preiseffizienz des Kapitalmarkts gewinnen lassen und welche Bedeutung sie für die externe Unternehmens(leiter)kontrolle haben. Über die Auswertung des Krisengeschehens hinaus ist es zudem Ziel der Analyse, unter Rückgriff auf den aktuellen Stand der empirischen und theoretischen Forschung eine Einschätzung der Leistungsfähigkeit externer Corporate Governance und ihre Fähigkeit, zwingendes Organisationsrecht zu ersetzen, abzugeben. Dabei ist die Analyse im Wesentlichen in drei Dimensionen der (externen) Corporate Governance beschränkt, nämlich hinsichtlich des zu untersuchenden Mechanismus (Markt für Unternehmenskontrolle), der Zielrichtung (Schutz der Aktionärsinteressen) sowie der relevanten Organisationsform (börsennotierte Publikumsaktiengesellschaften).

B. Gang und wesentliche Ergebnisse der Untersuchung

I. Teil 2

In Teil 2 der Arbeit werden zunächst die theoretischen Grundlagen der kapitalmarktgeleiteten Unternehmens(leiter)kontrolle offen gelegt.

Die Theorie externer Corporate Governance und ihre rechtspolitischen Schlussfolgerungen sind verankert in der ökonomischen Analyse des Rechts. Diese stellt Marktprozesse in das Zentrum rechts(setzungs)wissenschaftlicher Forschung und zeigt deren Potenzial auf, selbstständig, das heißt ohne staatliche Eingriffe, das wohlfahrtsökonomische Effizienzziel zu erreichen.

Der erste Abschnitt verschafft zunächst einen Überblick über die Grundüberlegungen der ökonomischen Analyse und ihrer Anwendung auf das hier interessierende Recht der börsennotierten Publikumsaktiengesellschaft. Dabei diagnostiziert die ökonomische Analyse die aus der Trennung von wirtschaftlichem Eigentum und der Verfügungsmacht des Managements folgende Konfliktlage und den Bedarf für Unternehmens(leiter)kontrolle zur Erhaltung der Aktiengesellschaft als effiziente Kapitalsammelstelle. Daraus ist das Verständnis der (externen) Corporate Governance zu entwickeln, das der weiteren Untersuchung zugrunde liegt. Dieses baut im Wesentlichen auf zwei mit einander verbundene theoretische Säulen auf, nämlich zum einen auf die In-

formationsfunktion der Aktienkurse (*ECMH*) und zum anderen auf die daran anknüpfende Verhaltenssteuerung durch den *market for corporate control*. Dabei wird aufgezeigt, wie gerade das Zusammenspiel von Informationsgehalt der Kurse und der Kontrollwirkung des Übernahmemarktes aus Sicht der ökonomischen Analyse inhaltlich zwingende Vorgaben für die interne Corporate Governance (theoretisch) ersetzen kann.

In den dann folgenden beiden Abschnitten werden die Grundlagen der beiden Säulen „Information“ und „kapitalmarktliche Verhaltenssteuerung“ näher beleuchtet. Der zweite Abschnitt enthält eine Einführung in das Konzept des Marktes für Unternehmenskontrolle. Die Informationsfunktion der Aktienkurse wird getragen von der Hypothese preiseffizienter Kapitalmärkte (*ECMH*). Die Einführung in das Konzept der Preiseffizienz erfolgt in dem dritten Abschnitt. In dem vierten Abschnitt wird schließlich die Verbindung der beiden Säulen analysiert und die Bedeutung der *ECMH* als notwendige Bedingung für das Kontrollmarkt-konzept herausgearbeitet.

II. Teil 3

Ausgestattet mit diesen Grundlagen kann in Teil 3 eine vertiefte ökonomische Untersuchung des kontrollmarktlichen Steuerungspotenzials erfolgen.

Der erste Abschnitt widmet sich dem empirischen Nachweis der Steuerungswirkung des *market for corporate control*. Wenn sich nämlich die Kapitalmarktdisziplin in der Realität nicht nachweisen ließe, wäre die Theorie externer Corporate Governance leicht zu verwerfen. Deshalb gilt es, den empirischen, vorwiegend aus amerikanischen, ökonometrischen Studien bestehenden Forschungsstand zu systematisieren und auszuwerten. Bei dieser Auswertung zeigt sich, dass der Übernahmemarkt tatsächlich eine Verhalten steuernde Wirkung auf die amtierenden Unternehmensleiter zu entfalten scheint. Allerdings können die Studien aufgrund von methodischen und konzeptionellen Schwächen nicht klären, wie stark die Steuerungswirkung auf einem konzeptgerecht regulierten Übernahmemarkt ausfallen würde. Unklar bleibt vor allem, ob die Steuerungswirkung effektiv genug wäre, um staatliche Eingriffe in die Unternehmensverfassung (interne Corporate Governance) zu substituieren.

Der zweite Abschnitt enthält die Überprüfung der theoretischen Plausibilität allumfassender Verhaltenssteuerung, wie sie von Protagonisten der externen Corporate Governance postuliert wird. Diese Auseinandersetzung spart dabei noch eine nähere Befassung mit der Kritik an der *ECMH* aus. An dieser Stelle stehen zunächst die Nebenargumente im Vordergrund, die im Schrifttum gegen die Thesen von der allumfassenden Kapitalmarktsteuerung entwickelt worden sind. Dabei ist auf die im zweiten Teil herausgearbeiteten Grundlagen zurückzugreifen. Eine nähere Betrachtung lässt erkennen, dass viele der Argumente letztlich in den Zweifeln gegenüber der Preiseffizienzhypothese aufgehen und keine selbstständige Kritik an dem Kontrollmarkt-konzept begründen können. Abseits von Zweifeln gegenüber der *ECMH* können lediglich die Existenz von Transaktionskosten sowie die erheblichen Risiken einer Übernahme gewisse Bedenken gegen das Feinsteuerungspotenzial des *market for corporate control* hervorrufen. Wie sich diese auswirken, ist schwierig abzuschätzen. Plausibel erscheint eine Mindestschwelle von einem etwa zehnprozentigen Kursverlust, bevor die kontrollmarktliche Steuerung einsetzt. Letztlich lassen sich daraus aber noch keine nachhaltigen Zweifel gegenüber dem kapitalmarktlichen Steuerungspotenzial ableiten, die so weit gehen, dass staatliches Einschreiten zum Schutz der Aktionärsinteressen zwingend erforderlich er-

scheint. Die weitere Beurteilung steht und fällt daher mit der Gültigkeit der *ECMH*. Sie bildet das alles stützende Rückgrat der Theorie externer Corporate Governance.

III. Teil 4

Teil 4 enthält die vertiefte Untersuchung zu der *ECMH* und zu der Finanzmarktkrise.

Hierbei gilt es zunächst in dem ersten Abschnitt, Grundfragen der Überprüfung der *ECMH* zu klären, und sodann in dem zweiten Abschnitt, die Grundzüge der Kritik an der Hypothese preiseffizienter Kapitalmärkte, insbesondere aus der Forschungsrichtung der *Behavioral Finance*, zu erörtern. Daraufhin erfolgt in dem dritten Abschnitt ein kurzer historischer Abriss der empirischen Kapitalmarktforschung. Dieser mündet in ein Zwischenergebnis (Vorkrisen-Stand der Forschung), bevor die Finanzmarktkrise selbst zu untersuchen ist.

Die der *ECMH* zugrunde liegende Vorstellung, dass in den Kapitalmarktpreisen stets alle den Marktteilnehmern zur Verfügung stehenden Informationen im Rahmen einer rationalen Bewertung zum Ausdruck kommen, ist seit den 1970er Jahren Gegenstand einer kontrovers geführten Diskussion. Ein Überblick über die Entwicklung der finanzökonomischen Forschungsergebnisse macht deutlich, dass die *ECMH* ihre ursprüngliche Hegemonie inzwischen bereits eingebüßt hat. Zunehmende Kritik rührt vor allem aus der Forschungsrichtung der *Behavioral Finance*, die – gestützt auf Erkenntnisse aus der kognitiven Psychologie – insbesondere die Rationalität der Marktteilnehmer in Zweifel zieht (erstes Standbein). Sie begründet außerdem Bedenken gegenüber den kapitalmarktlichen Arbitrageprozessen, welche die Preise trotz irrationalen *noise trading* theoretisch stets nahe an ihrem fundamental-gerechtfertigten Niveau halten sollen (zweites Standbein). Dabei kommt es entscheidend auf die Tätigkeit professioneller Marktteilnehmer an, welche die Einflüsse der vielen irrationalen *noise traders* ausgleichen sollen.

Viele Jahrzehnte empirischer Forschung haben zwar eine unüberschaubare Zahl von Studien zur *ECMH*, aber bis heute noch keine abschließende Einigkeit unter den Finanzökonomen hervorgebracht. Zu einem großen Teil dürfte dies an der schwierigen empirischen Überprüfbarkeit der *ECMH* liegen, die quantitativ anhand von statistischen Messungen nur sehr indirekt möglich ist und solche Studien daher stets methodisch angreifbar und Spielräume für Interpretationen lassen. Ungleich aufschlussreicher ist bei diesem Stand der Forschung deshalb die qualitative Befassung mit spektakulären Einzelereignissen wie dem Kurssturz von 1987, der Internetblase aus den 2000er Jahren und eben der jüngsten Finanzmarktkrise. In ihnen könnte der Schlüssel für ein besseres Verständnis moderner Kapitalmärkte und einer realistischeren Einschätzung ihrer Rationalität liegen. Denn die Betrachtung der dramatischen Ereignisse kann „im Großen“ aufdecken, was „im Kleinen“ auf dem täglichen Marktgeschehen vor sich geht. Sie können so Aufschluss über die Funktionsfähigkeit der rationalen Preisbildungsmechanismen geben und damit über die Plausibilität eines hohen Grades an Preiseffizienz. Diese Auseinandersetzung erlangt umso größere Bedeutung, je ambivalenter die Ergebnisse der quantitativen Tests ausfallen.

Im Rahmen der sodann folgenden Untersuchung zu der Finanzmarktkrise liegt das Augenmerk zunächst auf der amerikanischen Immobilienpreisblase, deren Platzen im Jahr 2007 bei der Krisenentstehung eine zentrale Rolle gespielt hat. Die Verbindung zu dem Kapitalmarkt erfolgt sodann in einer tief gehenden Auseinandersetzung mit dem Markt

für hypothekenbesicherte Wertpapiere (sog. *mortgage-backed securities* – *MBS*). Im Fokus stehen dabei solche Wertpapiere, die mit Hypotheken aus dem risikoreichen *sub-prime*-Segment besichert waren. Dieser Markt erreichte im Zuge der Aufblähung der Immobilienpreisblase ein astronomisches Volumen. Investoren weltweit hatten *massiv* in diese Wertpapiere investiert. Mit dem Einbruch der Immobilienpreise im Jahr 2007 wurden viele der Wertpapiere scheinbar plötzlich wertlos und verursachten großflächige, Existenz bedrohende Verluste unter den Investoren. Diese Verluste führten letztlich zu der Krise auf den internationalen Finanzmärkten, deren Folgen wir noch heute zu bewältigen haben.

Der exotisch anmutende Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere verspricht den größten Erkenntnisgewinn für die Diskussion um die *ECMH*. Folglich steht dieses Marktsegment regelmäßig im Mittelpunkt der Nachkrisen-Diskussion um die Preiseffizienz der Kapitalmärkte. Grund dafür ist, dass auf dem *MBS*-Markt nahezu ausschließlich professionelle Investoren tätig waren und Informationsintermediäre (insbesondere Ratingagenturen) eine wichtige Rolle gespielt haben. Von diesen Akteuren hat man sich bislang die besten Fähigkeiten zur Informationsverarbeitung und beständige Rationalität erhofft. Viel versprechend sind insbesondere Erkenntnisse zu der für die Theorie externer Corporate Governance entscheidenden Kapazität der Kapitalmarktakteure, vergleichsweise komplexe Informationen schnell und rational zu verarbeiten. Dabei werden Einsichten aus der *Behavioral Finance*, welche die Rationalität der Marktteilnehmer in Zweifel ziehen, fruchtbar gemacht und anhand konkreter Beispiele aus dem (Vor-)Krisengeschehen exemplifiziert.

Die Analyse führt zu dem Ergebnis, dass die Immobilienpreisblase einen weiteren, eindrucksvollen Beleg dafür geliefert hat, dass die (Massen-)Psychologie des Marktes Preise langfristig und in gravierendem Ausmaß von einem rationalen Niveau hinweg führen kann. Die (Vor-)Krisenereignisse auf dem Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere haben zudem in bislang ungeahnter Weise sichtbar gemacht, dass selbst professionelle, rational geglaubte Kapitalmarktakteure nicht immer willens und in der Lage sind, alle ihnen zur Verfügung stehenden Informationen schnell und rational zu verarbeiten und durch ihren gewichtigen Einfluss die Preise stets nahe an ihrem effizienten Niveau zu halten. Vielmehr unterliegen auch professionelle Investoren psychologisch erklärbaren Entscheidungsanomalien, Anreizen, mit der Herde zu ziehen, statt einem preisineffizienten Trend entgegenzuwirken, und sie stoßen vielfach an äußere Grenzen bei ihrer Heil bringenden Arbitragetätigkeit. Beide Standbeine der *Behavioral Finance* erhalten dadurch nachhaltige Stützkraft.

C. Schluss

An der Gültigkeit der Hypothese preiseffizienter Kapitalmärkte (*ECMH*) als einer der wichtigsten Funktionsbedingungen informations- und kapitalmarktgeleiteter (externer) Corporate Governance sind daher große Zweifel berechtigt. Finden jedoch Informationen über die Managementleistung und die Binnenorganisation der Unternehmen nur unzureichend Ausdruck in den Kapitalmarktpreisen, ist die Theorie der externen Corporate Governance in ihren Grundfesten erschüttert. Der Gesetzgeber kann sich demnach nicht darauf verlassen, dass die Steuerungswirkung des Kapitalmarkts stets die effizientesten Satzungsgestaltungen für die Bewältigung der Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht in der börsennotierten Publikumsgesellschaft hervorbringt. Für den Schutz der Aktionärsinteressen und zu der Erhaltung der Aktiengesellschaft als effizien-

te Kapitalsammelstelle sind mithin zwingende staatliche Vorgaben für die Unternehmensverfassung gerechtfertigt.

So lautet die zentrale rechtspolitische Schlussfolgerung der vorliegenden Untersuchung: Die Binnenorganisation einer börsennotierten Publikumsaktiengesellschaft bedarf zwingender, stabiler Spielregeln, die nicht dem spontanen, stimmungsanfälligen Treiben des Marktes ausgesetzt sind, wie es sich im Rahmen der Finanzmarktkrise auf dramatische Art und Weise manifestiert hat. Denn das Steuerungspotenzial des *market for corporate control* kann sich – so elegant und intuitiv überzeugend die Theorie auch sein mag – in der Realität (auf preisineffizienten Kapitalmärkten) nur unzureichend entfalten. In dem deutschen Recht der Corporate Governance hat jedoch bereits vor vielen Jahren ein Systemwandel nach U.S.-amerikanischem Vorbild eingesetzt, welcher dem Kapitalmarkt eine immer größer werdende Rolle bei der Überwachung unternehmerischer Leitungstätigkeit zuschreibt. Dies entspricht auch der Entwicklung in der Regelungsphilosophie des europäischen Rechts (Stichwort: Informationsmodell). Unter dem Eindruck der Finanzmarktkrise ist es jedoch höchste Zeit, die Grenzen des kapitalmarktlichen Steuerungspotenzials zu erkennen.