

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	IX
Abkürzungsverzeichnis.....	XXIX
Einführung.....	1

1. Teil:

Ursprünge und Problemdefinition

§ 1 Schlaglichter aus der Geschichte der Ökonomie.....	17
§ 2 Problemdefinition der modernen Ökonomie.....	64

2. Teil:

Ideengeschichte – unerwünschte Kurzfrist-Orientierung als Regelungsstoppel des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts zwischen Recht und Ökonomie

§ 1 Angloamerikanischer Rechtskreis.....	79
§ 2 Deutschland im europäischen Kontext	275
§ 3 Fazit: Die <i>Short-termism</i> -Diskussion bis zur Finanzkrise.....	376

3. Teil:

Moderne ökonomische *Short-termism*-Forschung

§ 1 Einführung	383
§ 2 Moderne <i>Short-termism</i> -Theorie	388
§ 3 Schlussfolgerungen	533
§ 4 Empirische Evidenz.....	567
§ 5 Diskussion der Befunde.....	712

4. Teil:

Die *Short-termism*-Diskussion und
rechtliche Bewältigungsstrategien nach der Finanzkrise

§ 1	Private Trendsetter und -verstärker	730
§ 2	OECD & G20.....	736
§ 3	Vereinigte Staaten von Amerika	741
§ 4	Vereinigtes Königreich.....	780
§ 5	Frankreich	810
§ 6	Europäische Union	858
§ 7	Deutschland im europäischen Kontext	919
§ 8	<i>Short-termism</i> : Von nationalen Debatten zu einem globalen Thema des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts?	973

5. Teil:

Schlussbetrachtung

§ 1	Zusammenfassung und Auswertung: <i>Short-termism</i> als eine der „Great debates in company law“	1007
§ 2	Lehren und Regulierungsstrategien zur <i>Short-termism</i> -Debatte.....	1028
	Literatur- und Materialienverzeichnis.....	1035
	Stichwortverzeichnis	1153
	Personenregister.....	1181

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Abkürzungsverzeichnis.....	XXIX
Einführung	1
I. Themenstellung.....	1
II. Wirtschaftliche und gesellschaftliche Relevanz	4
III. Forschungsprogramm.....	6
1. Ökonomische Ideengeschichte im rechtshistorischen Kontext	7
2. Funktional-ökonomische Problemdefinition und -abgrenzung	8
3. Ideengeschichte bis zur Finanzkrise: Wirtschaftsgeschichte, Rechtsvergleichung und Dogmatik	8
4. Moderne ökonomische <i>Short-termism</i> -Theorie	10
5. Empirische Forschung zu <i>Short-termism</i>	11
6. Bewältigungsstrategien nach der Finanzkrise: Rechtsvergleichende und dogmatische Analyse.....	13

1. Teil:

Ursprünge und Problemdefinition

§ 1 <i>Schlaglichter aus der Geschichte der Ökonomie</i>	17
I. Die klassische Schule der Ökonomie: <i>Short-termism</i> zur Zeit der Urformen moderner Aktiengesellschaften.....	17
1. Die Handelskompanien in Adam Smiths <i>Wealth of Nations</i>	17
a) Rechtsgeschichtliche Grundlagen.....	17
b) Wettbewerbswirkung, Agency-Problematik und kurzfristige Governance	21
2. Kurzsichtiges Wirtschaften und Anfänge verhaltensorientierter Ökonomie: Adam Smiths <i>Theory of Moral Sentiments</i>	25
3. Kurzfristiges Verhalten allgemein vs. in Handelskompanien: ein „Adam-Smith-Problem“?	30
II. Neoklassische Mikroökonomie	31
1. Kurzsichtiges Verhalten in der neoklassischen Konsumtheorie: William Stanley Jevons und Alfred Marshall.....	31

2.	Kurze vs. lange Frist in der neoklassischen Preistheorie: Alfred Marshall	34
3.	Kurzfristiges Verhalten in der neoklassischen Wohlfahrtsökonomie: Arthur Cecile Pigou	35
a)	Kurzsichtige Orientierung als prinzipielles Problem der Marktwirtschaft	35
b)	Potenzielle Korrektur durch den Kapitalmarkt und Gegenmaßnahmen	37
c)	Die Bedeutung unvollständigen Wissens	38
d)	Einordnung in den rechtshistorischen Kontext und die <i>Short-termism</i> -Debatte	40
4.	Kurzfristiges Verhalten in der Zins- und Kapitaltheorie österreichischer bzw. neoklassischer Ökonomen	43
5.	Kritische Zusammenschau und Rezeption in der weiteren <i>Short-termism</i> -Debatte	47
III.	<i>Short-termism</i> und Weltwirtschaftskrise: John Maynard Keynes	50
1.	<i>Short-termism</i> in Keynes General Theory	50
a)	Einführung	50
b)	Produktionstheorie: Aktuelle Ergebnisse als Bestimmungsgrund kurzfristiger Erwartungen	51
c)	Konsumneigung: Kurzsichtigkeit als nachrangiger Faktor	52
d)	Investitionsanreize: Primat des Aktuellen und der kurzen Frist im battle of wits	52
2.	Einordnung aus heutiger Sicht	57
a)	Zeit- und rechtshistorischer Kontext	57
b)	Rezeption in der modernen <i>Short-termism</i> -Debatte	61
§ 2	<i>Problemdefinition der modernen Ökonomie</i>	64
I.	I know it when I see it	64
II.	Definitionsversuche	64
1.	Allgemeine Definitionen	64
a)	Ansatz und Formulierung	64
b)	Praktische versus theoretische Operationalisierung	66
2.	Spezifische Definitionen	69
III.	Fazit: Drei Merkmale und ihre Schwierigkeiten	72
IV.	Abgrenzung	74

2. Teil:

Ideengeschichte – unerwünschte Kurzfrist-Orientierung als Regelungstopos des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts zwischen Recht und Ökonomie

§ 1	<i>Angloamerikanischer Rechtskreis</i>	79
I.	Vereinigte Staaten von Amerika	79
1.	Hintergrund: Abnehmender relativer wirtschaftlicher Erfolg der angloamerikanischen Volkswirtschaften und Übernahmewellen	79
2.	Diskussionswellen und -themen	86

3. <i>Short-termism</i> -Diskussion der 1980er und frühen 1990er Jahre.....	89
a) Managementfehler	89
aa) Von „Managing our Way to Economic Decline“	89
bb) ... über „The Next American Frontier“	92
cc) ... „Out of crisis“	93
dd) ... zu „Relevance Lost“.....	94
b) Investorenverantworteter Defekt?	98
aa) Die <i>takeover controversy</i>	98
(1) Übernahmen als Disziplinierungsinstrument	100
(2) Übernahmen als Treiber kurzfristigen Denkens.....	102
bb) Gesetzgeberische Reaktionen im föderalen System	109
(1) Bundesebene.....	109
(2) Ebene der Bundesstaaten.....	117
c) Scheitelpunkt.....	119
aa) Zusammenfassende Aufbereitung und Corporate-Governance- Vergleichung („Capital choices“ u. a.)	119
bb) Mainstream und erstarkende Gegenstimmen	124
cc) Meinungswechsel des Competitiveness Policy Council	127
d) Fazit aus heutiger Sicht.....	130
4. <i>Short-termism</i> -Diskussion der frühen 2000er Jahre: Bilanzskandale und Dotcom-Blase	139
a) Regulierungsdefizit.....	139
b) Corporate-Governance-Missstände	140
aa) Administration und Legislative	141
bb) Schrifttum.....	146
c) Theorieversagen?.....	148
aa) Effizienzmarkthypothese und Markt für Unternehmens- kontrolle	148
bb) Shareholder-Value.....	152
d) Fazit aus heutiger Sicht.....	158
II. Vereinigtes Königreich.....	160
1. Hintergrund	160
2. Vorläufer der <i>Short-termism</i> -Debatte	167
a) 1930er Jahre: Macmillan Gap	167
b) 1970er Jahre: Wilson Review.....	172
aa) Überblick.....	172
bb) Finanzierung und <i>Short-termism</i>	176
cc) Interessengruppengetriebene Polarisierung der <i>Short-</i> <i>termism</i> -Debatte.....	178
c) Fazit	179
3. <i>Short-termism</i> -Diskussion ab Mitte der 1980er und frühen 1990er Jahre.....	180
a) Parallelen und Besonderheiten im Vergleich zu den USA	180
aa) <i>Declinism</i> und Corporate Governance	181
bb) Übernahmen und institutionelle Investoren: City vs. Industry ..	183
cc) Rezeption US-amerikanischer Beiträge	186

b)	Etablierung des Themas ab 1987	187
aa)	Interessenverbände	188
bb)	Ökonomie	196
(1)	Volkswirtschaftliche Dokumentation und Analyse des <i>decline</i>	196
(2)	Managementforschung	196
(3)	Institutionelle Investoren, Investitionsbewertung und Analystenverhalten	198
(4)	Übernahmen	202
(5)	Umfragestudien zur Managersicht, Managervergütung	208
cc)	Rechtswissenschaft	210
(1)	Der Pionier: J. Parkinsons „Corporate Power and Responsibility“	210
(2)	Die nachfolgende Diskussion	215
(a)	Übernahmen	215
(b)	Nicht geschäftsführende Direktoren	215
(c)	Institutionelle Aktionäre	217
(d)	Unternehmenszielbestimmung	223
(3)	Corporate-Governance-Systemvergleich im Wandel der Zeit	224
(a)	„Keeping good Company“ 1994	224
(b)	„Keeping better Company“ 2005	228
dd)	<i>Short-termism</i> als Thema von Exekutive und Legislative 1985–1994	231
c)	Private Reaktion im Schatten drohender Regulierung: Corporate- Governance-Kodizes	237
aa)	Rechtspolitische Ausgangslage	237
bb)	Cadbury Report 1992	240
cc)	Greenbury Report 1995	243
dd)	Hampel Report 1998	244
ee)	Myners Report 2001	245
ff)	Higgs Report 2003	248
gg)	Zusammenfassung	250
4.	<i>Short-termism</i> in der Entstehungsgeschichte des Companies Act 2006 ..	252
a)	Einführung und Vorgeschichte	252
b)	<i>Short-termism</i> als Thema der CLR Steering Group (1999–2001)	253
c)	<i>Short-termism</i> als Thema der Regierungsantwort und des parla- mentarischen Gesetzgebungsprozesses	257
aa)	White Paper 2002	257
bb)	White Paper 2005	259
cc)	Company Law Reform Bill 2005	263
5.	Zusammenfassung und Fazit aus heutiger Sicht	268
III.	Schlussbetrachtung: <i>Short-termism</i> -Debatte und Corporate-Governance- Systemvergleich im angloamerikanischen Rechtskreis	270

§ 2	<i>Deutschland im europäischen Kontext</i>	275
I.	Aktienrechtliche Reformdiskussion in der Weimarer Republik bis zum AktG 1937.....	275
1.	Hintergrund: Wirtschaftliche Achterbahnfahrt, Hyperinflation und Auswirkungen internationaler Finanzströme.....	275
2.	Die aktienrechtliche Reformdiskussion.....	279
a)	Leitmotiv der inneren und äußeren Überfremdung durch spekulatives Kapital.....	279
b)	„Gute“ Verwaltung und langfristige Aktionäre vs. „schlechte“ kurzfristige Aktionäre	282
aa)	Walther Rathenau „Vom Aktienwesen“	282
bb)	Rezeption im Lichte der „Lehre vom Unternehmen an sich“ ...	285
cc)	33. Deutscher Juristentag 1924	286
dd)	34. Deutscher Juristentag 1926	287
ee)	DJT-Kommission: Generalbericht	291
ff)	Reformvorschläge im Schrifttum	292
gg)	Wirtschaftsenquete-Generalbericht	297
hh)	Konsultation des Reichsjustizministeriums	298
ii)	Der Gesetzentwurf von 1930	300
c)	Die Bekämpfung kurzfristiger Einflüsse zwischen Weimarer Republik und NS-Ideologie.....	302
d)	Das Aktiengesetz 1937	313
e)	Erkenntniswert für die heutige Diskussion.....	316
II.	1990er Jahre: Kapitalismus vs. Kapitalismus (Michel Albert)	317
1.	Die These	317
a)	Der kurzfristige neoamerikanische Kapitalismus.....	319
b)	Das langfristige <i>modèle rhénan</i>	320
c)	Trend und Empfehlung.....	321
2.	Zeitgeschichtlicher Kontext und spätere Entwicklung	322
3.	Heutiger Stellenwert	324
III.	<i>Short-termism</i> und Übernahmerecht.....	327
1.	Innerdeutsche Diskussion ab 1985	327
a)	Frühe Rezeption der <i>US takeover controversy</i> mit <i>Short-termism</i> -Kritik	327
b)	... und baldiges Reenactment.....	329
aa)	Auslöser.....	329
bb)	Gegner	330
cc)	Befürworter	331
dd)	Praktische Bedeutung, insbesondere die Kontroverse um Höchststimmrechte	333
c)	Die Haltung des WpÜG-Gesetzgebers	336
2.	Geschichte der Übernahmerrichtlinie: Mittelbare Eruption?.....	337
a)	Konfliktlinien mit Parallelität zur <i>Short-termism</i> -Debatte	337
b)	Die Übernahmerrichtlinie als Ausdruck von „Capitalisme contre Capitalisme“?	341
3.	Zusammenfassung und Fazit	345

IV.	KonTraG 1998: Einzug des Shareholder-Value?.....	347
1.	Dreifache Stärkung des Kapitalmarkteinflusses auf AGs.....	348
2.	Hinwendung zum Shareholder-Value-Konzept?	350
3.	Vierfache Stärkung kontroverser Treiber kurzfristigen Denkens	353
V.	Mitte der 2000er Jahre: Heuschreckendebatte	354
1.	Heuschreckenmetapher in der Politik: Ursprung und Erfolgsgeschichte .	354
2.	Rechtspolitischer Hintergrund.....	358
a)	Herausforderungen nach Auflösung der Deutschland AG	358
b)	Schädliche kurzfristige Orientierung durch Private Equity und Hedgefonds in Deutschland?	361
3.	Juristische Auseinandersetzung.....	363
a)	Rechtspolitische Vorschläge zur Differenzierung „guter“ und „schlechter“ Aktionäre	363
b)	Gesetzgeberische Reaktion, insbesondere: Das Risikobegrenzungs- gesetz	368
c)	Die weitere Diskussion.....	373
§ 3	<i>Fazit: Die Short-termism-Diskussion bis zur Finanzkrise.</i>	376
I.	Exemplarischer Charakter der herausgearbeiteten Linien und Themen	376
1.	Angloamerikanischer Rechtskreis	376
2.	Kontinentales Zentraleuropa	376
a)	Parallelen zu Weimar: Schweiz, Österreich	376
b)	Jüngere Parallelen: Frankreich, Niederlande	380
II.	Prägende Züge der herkömmlichen Diskussionen um kurzfristige Orien- tierung.....	380

3. Teil:

Moderne ökonomische *Short-termism*-Forschung

§ 1	<i>Einführung</i>	383
I.	Verbindungslinien und Erkenntnisinteresse.....	383
II.	Akteure im Zentrum von <i>Short-termism</i> -Debatten.....	384
1.	<i>Short-termism</i> auf Aktionärs-/Investorenseite	384
2.	<i>Short-termism</i> aufseiten der Vorstände/Manager	386
§ 2	<i>Moderne Short-termism-Theorie</i>	388
I.	Herangehensweise	388
II.	Systematisierung der Erklärungen.....	389
1.	Systematisierung nach Märkten	389
2.	Systematisierung nach Personen	390
3.	Systematisierung nach modelltheoretischer Einordnung	391
4.	Systematisierung nach Ursachen	392
III.	Grundmechanismus und bestimmende Faktoren.....	394

IV.	Allokationsineffiziente Aktien- bzw. Kapitalmärkte	398
1.	Informationsasymmetrien bzgl. der Rentabilität von Unternehmen	398
a)	Takeover-Threats-Hypothese	398
aa)	Grundmodell von Stein (1988).....	398
bb)	Erklärungskraft.....	399
b)	Signal-Jamming-Hypothese	402
aa)	Grundmodell von Stein (1989).....	402
bb)	Erklärungskraft und verwandte Modelle	403
c)	Zwischenbefund und Wohlfahrtsimplikationen	406
d)	Einschränkungen und Kritik.....	407
aa)	Sensitivität für Annahmen	407
bb)	Stabilität der Effekte	408
cc)	Interpretation der Ursachen von <i>myopia</i>	409
2.	Informationsasymmetrie auch bzgl. der Arbitrageure	412
a)	Costly trade theory von Shleifer/Vishny (1990)	412
b)	Erklärungskraft und verwandte Modelle	414
c)	Fazit und Schlussfolgerungen	417
3.	Externe Effekte	418
a)	Mikroebene: Breach-of-Trust-Hypothese	418
aa)	Grundmodell von Shleifer/Summers (1988).....	418
bb)	Kritik und Einschränkungen	421
cc)	Rechtspolitische Schlussfolgerungen	422
b)	Makroebene: Positive externe Effekte langfristiger Investments	427
aa)	Grundproblem.....	427
bb)	Ideengeschichtliche Bedeutung	428
cc)	Einordnung und Bewertung.....	428
V.	Ineffizienz des Managerarbeitsmarktes	430
1.	Career-Concerns-Hypothese	430
a)	Managerinduzierter <i>Short-termism</i>	431
aa)	Grundmodell von Narayanan (1985).....	431
bb)	Aufnahme und Kritik.....	433
cc)	Verallgemeinerung	434
dd)	Grenzen der Aussagekraft	435
b)	Aktionärsinduzierter <i>Short-termism</i>	436
aa)	Grundmodell von Thakor (2016)	436
bb)	Reichweite und Grenzen der Aussagekraft.....	437
c)	<i>Short-termism</i> durch Managerfluktuation (<i>horizon problem</i>).....	439
aa)	Modell von Palley (1997).....	439
bb)	Verallgemeinerung und Verbindungslinien	440
d)	Rechtstatsächlicher Hintergrund.....	442
2.	Hold-up-Losses-Theorie	445
a)	Grundmodell von Noe/Rebello.....	445
b)	Folgerungen im Kontrast zu anderen Modellen	447
c)	Erklärungskraft.....	448

3. Fazit	449
a) Treiber von <i>Short-termism</i> und ihre Erklärungskraft für die Debatte	449
b) Gegenmaßnahmen	451
VI. Fluid capital	452
1. Brennpunkte der These früher und heute	452
2. Beteiligungsstruktur und <i>Short-termism</i>	453
3. Projektqualität und -finanzierung über den Investitionshorizont	454
a) Exogene Informationsasymmetrien	454
aa) Grundmodell von v. Thadden	454
bb) Erweiterung: Auswirkung von Überwachung (Monitoring)	455
b) Endogene Informationsasymmetrien, adverse Selektion	456
aa) Modell von Milbradt/Oehmke	456
bb) Fazit, theoretische Einordnung und Schlussfolgerungen	458
4. Erklärungskraft und Bedeutung für die <i>Short-termism</i> -Debatte	459
VII. Unzulänglichkeiten des Managements	460
1. Investition: Mindestrenditen und Amortisationsdauer	460
a) Hintergrund und Argumentation	460
b) Empirische Basis	462
aa) Renditehürden über den Kapitalkosten	462
bb) Unklarer Einfluss von DCF auf das Investitionsvolumen	463
cc) Kritische Interpretation	463
c) Theoretische Kritik	464
aa) Optimale Investitionsplanung im Zeitverlauf	464
bb) Folgen von Hürden für Amortisationsdauer und Rendite	465
d) Zusammenfassung und Fazit	468
2. Organisation: Steuerung divisionaler Strukturen	469
a) Wirtschaftsgeschichtlicher Hintergrund	470
b) U-form vs. M-form: Pro und Contra	473
c) Fazit und heutige Bewertung	475
3. Kultur	478
a) Einordnung in die <i>Short-termism</i> -Debatte	478
b) <i>Short-termism</i> und gesellschaftliche Kultur	480
c) <i>Short-termism</i> und Unternehmenskultur	482
aa) Schwierigkeiten des Forschungsfelds	482
bb) Entwicklung und Stand der Forschung	485
cc) Bewertung und Fazit	488
VIII. Verhaltensökonomische Faktoren	491
1. Einführung	491
2. Verlustaversion: Das Aktienprämien-Rätsel	493
a) Verhaltensökonomische Grundlagen	493
b) Einfluss auf <i>Short-termism</i> ?	495
c) Offene Fragen und Kritik	497
aa) Reichweite der zugrunde liegenden Konzepte	497
bb) Gemischte empirische Belege	498
cc) Verhaltenstheoretische versus rationaltheoretische Ursachen?..	499
dd) Ausgleichende verhaltensökonomische Effekte	500

3. Hyperbolisches Diskontieren, Präferenzumkehr	500
a) Verhaltensökonomische Grundlagen.....	500
b) Einfluss auf <i>Short-termism</i> ?	502
aa) ... der Manager und Investoren	502
bb) ... über das Sparverhalten	504
4. Verfügbarkeitsheuristik: <i>Short-termism</i> als Fata Morgana?	504
a) Verhaltensökonomische Grundlagen.....	504
b) Einfluss auf <i>Short-termism</i> ?	506
aa) ... der Unternehmensmanager	506
bb) ... der Investoren	508
cc) ... in der öffentlichen Wahrnehmung.....	509
dd) Wirkung.....	510
c) Kritische Bewertung	510
aa) Vorzüge der Erklärungskraft.....	510
bb) Fehlende Überprüfbarkeit und Eigenständigkeit der Hypothese	511
5. <i>Overconfidence</i>	512
a) Verhaltensökonomische Grundlagen.....	512
b) Einfluss auf <i>Short-termism</i> ?	515
aa) Als Auslöser.....	515
bb) Als Argument gegen und für <i>Short-termism</i> -Bekämpfung.....	517
c) Reichweite und Probleme der Erklärungskraft.....	518
aa) Internationale und soziale Verallgemeinerungsfähigkeit?.....	519
bb) <i>Overconfidence</i> als Kurzfristigkeits- oder Langfristigkeits-	
treiber?	519
cc) Diametrale normative Implikationen.....	520
6. Einschätzung und offene Fragen.....	521
a) Rückblick und Ausblick: Probleme von Verhaltensökonomie und	
<i>Short-termism</i>	521
b) Wirkung individueller Heuristiken und Bias im organisationalen	
Kontext	522
c) Zusammenspiel mehrere Bias, insbesondere: Gegengiftthese	525
d) Fazit	528
IX. Interaktionen und Ambivalenzen.....	529
1. Verstärkung mehrerer <i>Short-termism</i> -Treiber	529
2. Ambivalente Wirkungen einzelner <i>Short-termism</i> -Treiber	529
3. Feedback-Schleifen	530
§ 3 Schlussfolgerungen	533
I. Das <i>Short-termism</i> -Theorie-Multiversum	533
II. Theoretisch anfällige Bereiche für <i>Short-termism</i>	534
1. Sichtbare vs. unsichtbare Investitionen.....	534
2. Reife vs. junge Unternehmen.....	536
3. Große börsennotierte vs. geschlossene Gesellschaften, insbesondere	
Familiengesellschaften.....	538

III.	Angloamerikanischer vs. kontinentaleuropäischer Rechtskreis?	544
1.	<i>Short-termism</i> als Nachteil angloamerikanischer Corporate Governance?	545
a)	Die herkömmliche Sicht.	545
b)	Die herkömmliche Charakterisierung der Corporate-Governance-Systeme	546
c)	Die herkömmliche Bewertung des deutschen Systems	549
2.	<i>Short-termism</i> als allgemeines Corporate-Governance-Problem	550
a)	Struktur des Aktionariats	550
b)	Übliche Amtszeit der Unternehmensleitung.	553
c)	Vergütungspraktiken	555
3.	Stellungnahme	561
IV.	Potenzielle Nachteile von <i>Short-termism</i>	564
§ 4	Empirische Evidenz	567
I.	Probleme der empirischen Messung	568
1.	Datenzugang	568
a)	Langfristiges Investieren und langfristige Investoren	568
b)	<i>Short-termism</i> als „unsichtbare“ Unterinvestition	568
c)	Stellvertretervariablen (Proxys) für langfristige Investitionen	570
aa)	Ausgaben für Forschung & Entwicklung	571
(1)	Begründung.	571
(2)	Problematik.	573
bb)	Patente als Indikator für langfristig ausgerichtete Innovation.	577
2.	Methodik	580
a)	Schätzung langfristiger abnormaler risikoadjustierter Renditen	580
b)	Endogenität: Herausforderungen durch Wechselwirkungen in der Corporate Governance.	581
c)	Interdisziplinarität: Mangelndes Rechtsverständnis bei Datenkodierung und Modellspezifikation	585
aa)	Beispiel 1: Gestaltungen zur Abwehr von Übernahmen	585
bb)	Beispiel 2: Corporate-Governance-Indizes	588
cc)	Fazit.	590
3.	Aggregation und Interpretation.	590
a)	Mittelwerte: Vereinfachung versus Irreführung	591
aa)	Grundlagen.	591
bb)	Beispiel 1: Auswirkungen von Hedgefonds-Aktivismus.	592
cc)	Beispiel 2: Länderdurchschnitte statt Firmendaten	594
b)	Atypische Fälle: Bedeutung in Ökonomie und Recht	595
c)	Tobin's Q als Kennzahl.	596
aa)	Bedeutung und Einsatz	596
bb)	Berechnungsschwierigkeiten und Messfehler	598
cc)	Verkennung kurzfristiger Unterinvestitionen	599
d)	Definition von „lang“ und „kurz“	601
II.	Populäre allgemeine Evidenz?	602
1.	Haltedauern, Handelsvolumina	602
a)	Die Argumentation	602

b)	Kritische Würdigung	604
aa)	Haltedauern im Ländervergleich im Spiegel der <i>Short-termism</i> -Debatte	604
bb)	Interpretation von Haltedauern und Handelsaktivität	605
(1)	Berechnungsweise, Ursachen und Aussagekraft der Umschlagsrate	605
(2)	Verzerrender Einfluss des Hochfrequenzhandels	607
cc)	Folgen sinkender durchschnittlicher Haltedauern	608
(1)	Kein zuverlässiger Indikator für kurzfristigen Druck auf Unternehmen	608
(2)	Ambivalenter Einfluss auf fundamentale Genauigkeit der Preisbildung	611
(3)	Erste empirische Forschung zum Zusammenhang von Liquidität und <i>Short-termism</i>	612
2.	Hochfrequenzhandel	614
a)	Definition	614
b)	Meinungsstand in der <i>Short-termism</i> -Debatte	616
c)	Kritische Würdigung möglicher <i>Short-termism</i> -Quellen	617
aa)	Abschreckung fundamentaler Händler?	617
bb)	Verdrängung von Investitionen in fundamentale Analyse?	619
cc)	Erhöhung der Volatilität?	620
dd)	Beeinträchtigung der Finanzierungsfunktion des Aktienmarktes für KMU?	620
d)	Fazit	621
3.	Aktienrückkäufe	623
a)	Zeichen von <i>Short-termism</i> ?	623
b)	Gegenposition	624
c)	Fazit	625
4.	Zwischenbefund	625
III.	„Mikrostudien“: <i>Short-termism</i> in bestimmten Konstellationen (Modellen)	625
1.	Umfragestudien	626
a)	Inter-Unternehmensstudien	627
aa)	1990er Jahre	627
(1)	Angloamerikanischer Rechtskreis	627
(2)	Vergleich mit anderen Ländern	630
bb)	2000er Jahre	630
(1)	Angloamerikanischer Rechtskreis	630
(2)	Deutschland	632
(3)	Skandinavien	635
cc)	Nach der Finanzkrise 2007	636
(1)	Angloamerikanischer Rechtskreis	636
(2)	Deutschland	637
(3)	Skandinavien	638
b)	Intra-Unternehmensstudien	639
c)	Bewertung und Kritik	640
2.	Verhaltensexperimente	642

3. F & E-Studien	643
a) Marktbewertung von F & E-Ausgaben	645
b) Marktbewertung von F & E-Einsparungen	645
c) Kurzfristige Vergütungsanreize vs. längerfristige Ausgaben, insbesondere für F & E.....	648
d) Übernahmehindernisse und F & E-Investitionen bzw. Innovation	650
aa) Theoretischer Hintergrund.....	650
bb) Entwicklung des Meinungsstands in den USA	650
cc) Zusammenfassung und Fazit.....	655
e) Übernahmen und Investitionen	657
f) Investitionen bei börsennotierten und geschlossenen Gesellschaften	659
aa) Theoretischer Hintergrund.....	659
bb) Pionierstudie zum Vereinigten Königreich	660
cc) Aktuelle Forschung, insbesondere zu den USA	661
dd) Gegenläufige Befunde für Europa	663
ee) Berücksichtigung des externen Kapitalbedarfs	666
ff) Verfeinerungen des Befundes	666
g) Folgen steigender Aktienliquidität	667
h) Folgen sinkender Kosten für langfristige Spekulation.....	670
i) Folgen stärkerer Analystenbeobachtung	672
j) Folgen aktionärszentrierter Corporate Governance.....	674
4. Studien zu Aktionärsaktivismus, vor allem von Hedgefonds	676
5. Studien zu kurzen oder verkürzten CEO-Entscheidungshorizonten	679
a) Folgen steigenden Alters von CEOs	679
b) Folgen längerer im Vergleich zu kürzerer Amtsdauer von CEOs	682
c) Cliffs bei variabler Vergütung, Vergütungskürzung	684
6. Folgen eines kurzfristigen Aktionariats.....	684
a) Grundüberlegungen zur Investorenklassifikation (insbesondere Müller-Erzbach, Porter)	684
b) Empirische Operationalisierung	686
aa) Der US-Pionier: Brian Bushee.....	687
(1) Umsetzung der Porterschen Klassifikation.....	687
(2) Empirische Befunde	688
(3) Schwächen und Einschränkungen	690
(a) Betrachtungsebene und Verlässlichkeit der Daten	690
(b) Interpretation der Befunde.....	693
bb) Alternative: Portfolioumschlagsrate und Investorenumschlag ..	694
cc) Alternative: Gewichtete Umschlagsrate einer Aktie (<i>stock</i> <i>duration</i>)	698
dd) Alternative: Kommerzielle Datenbanken	700
c) Gegenteilige Studien	702
IV. „Makrostudien“: <i>Short-termism</i> auf dem gesamten Aktienmarkt.....	704
1. Einführung.....	704
2. Die 1990er Jahre bis zur Jahrtausendwende	705
a) Großbritannien und USA.....	705
b) Vergleichung verschiedener Volkswirtschaften.....	706

3. Aktuelle Arbeiten	707
a) Großbritannien und USA	707
b) Westeuropa	709
§ 5 Diskussion der Befunde	712
I. Zusammenfassung zur empirischen Evidenz	712
II. Einordnung und Interpretation	713
1. <i>Short-termism</i> und anekdotischer <i>Long-termism</i> ?	714
a) Der Einwand: Gelegentliche Überbewertung, Internetwirtschaft	714
b) Kritische Würdigung	715
2. <i>Short-termism</i> und systematischer <i>Long-termism</i> ?	716
a) Der Einwand: Bewertungsblasen	716
b) Kritische Würdigung	716
3. <i>Short-termism</i> trotz Finanzierung von Wachstumsunternehmen am Aktienmarkt?	718
4. <i>Short-termism</i> am Aktienmarkt versus am Managerarbeitsmarkt	720
III. Einschränkungen	721
1. Korrekturmechanismen	722
a) Argumentation	722
b) Kritische Würdigung	722
2. <i>Short-termism</i> oder technologisch bedingte Verkürzung wirtschaft- licher Zyklen	725
a) Argumentation	725
b) Kritische Würdigung	726

4. Teil:

Die *Short-termism*-Diskussion und rechtliche Bewältigungsstrategien nach der Finanzkrise

§ 1 <i>Private Trendsetter und -verstärker</i>	730
§ 2 <i>OECD & G20</i>	736
I. Bis zur Finanzkrise: Skepsis	736
II. Kehrtwende	736
III. Förderung langfristigen Investierens	737
§ 3 <i>Vereinigte Staaten von Amerika</i>	741
I. Behörden, Corporate-Governance-Gesetzgebung und Politik	741
1. <i>Short-termism</i> vor dem Kongress und in der Politik	741
a) Dodd-Frank Act und parallele Hearings	741
b) Shareholder Bill of Rights Act 2009	744
c) Vorwahlkampf der Democratic Party: Kampagne der Siegerin Hillary Clinton	746
d) Weitere Entwicklung: Back to the 80s?	747

2.	<i>Short-termism</i> vor der SEC und anderen Behörden	747
a)	<i>Proxy access</i>	747
aa)	Restriktiver Ansatz bis 2008	747
bb)	Security Holder Director Nominations: <i>proxy access</i> für langfristige Aktionäre	749
cc)	Aufhebung und Wiederbelebung	752
dd)	Empirische Aufarbeitung	757
b)	Rulemaking-Petition zur Verschärfung der Beteiligungstransparenz	758
c)	US-Einlagensicherung FDIC	759
II.	Richterschaft, Anwaltschaft und Rechtswissenschaft	760
1.	Unmittelbar vor der Finanzkrise: <i>Short-termism</i> als Argument im Streit um Aktionärs Einfluss und <i>proxy access</i>	760
2.	Seit der Finanzkrise: <i>Short-termism</i> als eigenständiges Hauptthema	762
a)	Stimmen aus der Richterschaft Delawares	763
b)	Breite und spezifische Ansätze zu <i>Short-termism</i> im Schrifttum	766
c)	Aktionärsfreundliche Stimmen und Initiativen	770
III.	Populärwissenschaftliche Sachbücher	775
§ 4	<i>Vereinigtes Königreich</i>	780
I.	Corporate Governance Reviews	780
1.	Interessengruppen als Antreiber	780
2.	Walker Review und Stewardship Code	781
a)	Engagement als Maßnahme gegen kurzfristige Orientierung	781
b)	Inhalt, Umsetzung und Kritik des Stewardship Code	784
c)	Internationale Wirkung	787
3.	Kay Report	788
a)	Vorgeschichte, Kernaussagen und Empfehlungen	788
b)	Aufnahme und Umsetzung	791
c)	Kritik in Großbritannien	794
d)	Internationale Wirkung	797
II.	<i>Short-termism</i> -Initiative und -Forschung der Bank of England	798
III.	Wirtschaftssachbücher	801
IV.	Weitere Reformen im Lichte des Brexit	803
1.	Fortgesetzter Reformdruck nach dem Kay Report	803
2.	Reformprogramm von Regierung und Parlament	804
3.	Reform des UK Corporate Governance Code	807
4.	Vorläufige Einschätzung	808
§ 5	<i>Frankreich</i>	810
I.	Bestrebungen zur Belebung des Wirtschaftswachstums und Reform der Corporate Governance	810
II.	Loi Florange	816
III.	Aufnahme in der Wissenschaft	821
1.	Doppelstimmrecht als Standardregel	821
a)	Historische Einordnung	821
b)	Rechtsprobleme der Neuregelung	824
c)	Bewertung der Wirksamkeit	828

d) Rechtspolitische und -ökonomische Bewertung im französischen Schrifttum.....	832
e) Aufnahme in der Praxis und im Ausland.....	835
2. Absenkung der Pflichtangebotsschwelle.....	838
3. Mindestannahmeschwelle für die Wirksamkeit eines Übernahmeangebots.....	840
4. Abschaffung der Neutralitätspflicht.....	843
a) Eckpunkte der Reform.....	843
b) Rechtsfragen im Zuge der Neuregelung.....	846
c) Rechtspolitische und -ökonomische Bewertung im Schrifttum.....	849
5. Schwelle für Gratisaktien an die Gesamtbelegschaft.....	851
6. Einbindung des Betriebsrates bei Übernahmen.....	853
a) Eckpunkte der Reform.....	853
b) Rechtspolitische und -ökonomische Bewertung im Schrifttum.....	855
IV. Zusammenfassung.....	856
§ 6 Europäische Union.....	858
I. Startschuss: De-Larosière-Bericht.....	858
1. Bezüge zu Corporate Governance und kurzfristiger Orientierung.....	858
2. Vorsichtiger Regulierungsauftrag und entschiedene Annahme durch die Kommission.....	859
II. Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik.....	859
III. Reflection Group on the Future of European Company Law.....	861
1. Ursachen kurzfristiger Orientierung.....	861
2. Rechtspolitische Strategie und Vorschläge.....	862
IV. Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen.....	863
V. Evaluation der Übernahmerichtlinie.....	865
1. <i>Short-termism</i> in der Evaluationsstudie vs. im Kommissionsbericht.....	865
2. Kritik.....	866
VI. Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance ..	867
VII. Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft.....	868
1. Ausrichtung.....	868
2. <i>Short-termism</i> -relevante Einzelziele.....	868
a) Kanalisierung langfristiger Finanzierung, ELTIF-VO.....	869
b) Querschnittsfaktoren: Transparenz-RL, CSR-RL, Acting in Concert.....	869
3. Weitere Umsetzung.....	870
a) Acting in Concert und CSR-RL.....	870
b) Transparenzrichtlinie.....	871
VIII. Reform der Transparenzrichtlinie und <i>Short-termism</i>	872
1. Kommissionsposition und Meinungsstreit 2003/2004.....	872
2. Richtlinienevaluation 2009–2010.....	873
3. Kommissionsposition bei der Richtlinienreform 2011.....	874
4. <i>Short-termism</i> in der Evaluation von Übernahme- und Transparenzrichtlinie.....	876
5. <i>Short-termism</i> durch Quartalsberichterstattung im EU-Mehrebenen-system im Wandel der Zeit.....	877

IX.	Mitteilung langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft	879
1.	Ausbau von Kanälen langfristiger Finanzierung (Solvabilität II, EbAV, Arbeitnehmerbeteiligung)	879
2.	Allgemeiner Rahmen für nachhaltige Finanzierung (Aktionärsrechte-richtlinie, ESG-Berichterstattung, Zeitwertbilanzierung)	880
X.	Reform der Aktionärsrechterichtlinie	880
1.	Großzügiges Verständnis des <i>Short-termism</i> -Problems	880
2.	Zentrale Regelungen	881
3.	Veränderungen im Rechtsetzungsverfahren	883
4.	Kompromiss	884
XI.	Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion	888
1.	<i>Short-termism</i> im Grünbuch	888
2.	<i>Short-termism</i> im Arbeitspapier	889
3.	Einordnung	889
XII.	Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion	890
1.	<i>Short-termism</i> in der Mitteilung	890
2.	<i>Short-termism</i> im Arbeitsdokument	891
3.	Einordnung	891
XIII.	Reflektion des <i>Short-termism</i> -Aspekts im Schrifttum	891
1.	Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungs-politik	892
2.	Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen	893
3.	Aktionsplan Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance	897
4.	Grünbuch Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft: Reform der Transparenzrichtlinie	899
5.	Kommissionsentwurf der Aktionärsrechterichtlinie	901
a)	Regelungsziel	901
b)	Maßnahmen	902
aa)	Aktivierung der Aktionäre	902
bb)	Erleichterung der Stimmrechtsausübung	906
cc)	Grenzüberschreitende Aktionärsidentifikation	907
dd)	Say on Pay	908
XIV.	Zusammenfassende Schlussfolgerungen: Der Kurzfristigkeitsstopos in der „Reform in Permanenz“ des europäischen Gesellschaftsrechts	909
1.	<i>Short-termism</i> -Regulierung in Finanz- und Realwirtschaft	909
2.	<i>Short-termism</i> als Treibstoff für Regulierungsmomentum	910
3.	<i>Short-termism</i> und Aktionärsleitbild	911
4.	Langfristige Orientierung gegen <i>Short-termism</i> als auslegungsrelevan-tes Leitbild des europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts ...	913
§ 7	<i>Deutschland im europäischen Kontext</i>	919
I.	Überblick	919
II.	Quartalsberichterstattung	920
1.	1950er bis 1980er Jahre: Regulierungs- statt Kurzfristigkeitskritik	920
2.	Späte 1990er Jahre bis 2002: Privatrechtlicher Siegeszug der Quartals-berichterstattung	924

3.	Ab 2003: öffentlich-rechtlich vermittelter Siegeszug	928
4.	Aufkommende <i>Short-termism</i> -Kritik	931
5.	Gesetzgeberische Übernahme der jeweiligen Unionslinie	935
a)	Umsetzung der Transparenzrichtlinie 2006	935
b)	Umsetzung der Änderung der Transparenzrichtlinie 2015	937
6.	Selbstregulierung der Börsen und Unternehmenspraxis im Kielwasser der Legislative	938
a)	2003 bis 2015: Scheinbar gefestigte Verhältnisse im Einklang mit der Kommissionslinie	938
b)	2015: Unerwarteter Umschwung parallel zur neuen Linie von EU und deutschem Gesetzgeber	941
c)	Annahme in der Praxis	944
7.	Fazit	946
III.	Managervergütung	948
1.	Das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz	948
2.	Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung	952
a)	Entstehungsprozess	952
b)	Das Nachhaltigkeitsgebot in Wissenschaft und Praxis	956
c)	§ 87 I 2 AktG nach dem VorstAG als Norm des Funktionenschutzes	962
3.	Der Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Kontrolle der Vorstandsvergütung (VorstKoG)	965
IV.	Wirtschaftssachbücher	968
V.	Zusammenfassung	971
§ 8	<i>Short-termism: Von nationalen Debatten zu einem globalen Thema des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts?</i>	973
I.	Unterschiede: Pfadabhängigkeiten und Triebkräfte der Debatten	973
II.	Gemeinsamkeiten: Linien und Themen	975
1.	Überblick	975
2.	Parallelitäten im kontinentalen Zentraleuropa: Niederlande, Italien, Österreich	976
3.	Die Globalisierung des Stewardship-Konzepts	979
a)	Europa	979
aa)	Niederlande, Schweden, Italien	979
bb)	Schweiz	980
cc)	Frankreich	981
dd)	Aktionärsrechterichtlinie	982
ee)	Dänemark	983
ff)	Deutschland	984
b)	Südafrika	986
c)	Asien	987
aa)	Japan	987
bb)	Malaysia	992
cc)	Hongkong	993
dd)	Taiwan	993
ee)	Thailand	994

ff) Singapur, Südkorea, Indien	996
gg) Australien	997
d) Nord- und Südamerika	999
aa) Kanada	999
bb) USA	999
cc) Brasilien	1002
e) Fazit	1003
aa) Motive und Grenzen der Rezeption von Stewardship	1003
bb) Die ambivalente Rolle privater Multiplikatoren	1004

5. Teil: Schlussbetrachtung

§ 1 Zusammenfassung und Auswertung: <i>Short-termism als eine der „Great debates in company law“</i>	1007
I. Ökonomische Ideengeschichte	1008
II. Problemdefinition der modernen Ökonomie	1009
III. <i>Short-termism</i> -Debatten vor der Finanzkrise	1009
1. USA	1009
2. Großbritannien	1011
3. <i>Short-termism</i> im angloamerikanischen Rechtskreis	1013
4. Deutschland	1013
a) Weimarer Republik	1013
b) Bundesrepublik Deutschland im europäischen Kontext	1014
5. Gemeinsame Züge in den Rechtskreisen	1015
IV. Moderne ökonomische <i>Short-termism</i> -Forschung	1016
1. <i>Short-termism</i> -Theorie	1016
a) Allokationsineffiziente Aktien- und Kapitalmärkte	1016
b) Ineffizienzen des Managerarbeitsmarktes	1017
c) <i>Fluid capital</i>	1018
d) Unzulänglichkeiten des Managements	1018
e) Verhaltensökonomische Faktoren	1018
f) Wechselwirkungen	1019
g) Schlussfolgerungen	1019
2. Empirische Evidenz	1019
a) Schwierigkeiten der Messung von <i>Short-termism</i>	1020
b) Populäre allgemeine Evidenz	1021
c) Mikrostudien	1021
d) Makrostudien	1022
e) Diskussion der Befunde	1022
V. Die <i>Short-termism</i> -Debatte nach der Finanzkrise	1023
1. Trendsetter und allgemeine Beobachtungen	1023
2. USA	1024
3. Großbritannien	1025
4. Frankreich	1025
5. Europäische Union	1026

6. Deutschland.....	1026
7. Globalisierungstendenzen.....	1027
§ 2 <i>Lehren und Regulierungsstrategien zur Short-termism-Debatte</i>	1028
I. Grundlage und Umgang mit der Debatte	1028
II. Regulierungsstrategien und weiterer Forschungsbedarf im Spiegel von Rechtsvergleichung, Ideengeschichte und Ökonomie.....	1029
1. Regelungsebenen und Rechtsmaterien.....	1029
2. Regulierungsstrategien.....	1030
a) Aktionärsebene.....	1031
b) Vorstandsebene.....	1032
c) Unternehmensberichterstattung.....	1033
Literatur- und Materialienverzeichnis.....	1035
I. Literaturverzeichnis.....	1037
II. Materialienverzeichnis.....	1123
Stichwortverzeichnis	1153
Personenregister.....	1181