

***Short-termism* im Aktien- und Kapitalmarktrecht – Ideengeschichte, Rechtsvergleichung, Rechtsökonomie –**

Die ureigene Funktion der Aktiengesellschaft ist diejenige eines Kapitalsammelbeckens: Die AG soll private Ersparnisse in dauerhaft gebundenes, unternehmerisches Anlagekapital transformieren und dadurch kapitalintensive Projekte in privatwirtschaftlicher Verantwortung ermöglichen. Damit dies gelingt, muss der Investitions- und Planungshorizont der Geschäftsleitung, die ein auf Dauer angelegtes unternehmerisches Vorhaben betreibt, von demjenigen der Kapitalgeber entkoppelt werden, die typischerweise flexibel bleiben wollen. Zu diesem Zweck ermöglicht die Börsennotierung eine beliebig kurzfristige Anlage in unternehmenstragende Gesellschaften. Diese können gleichwohl – so das Konzept – langfristig agieren, denn die Übertragung von Aktien auf dem Sekundärmarkt beeinflusst, isoliert betrachtet, weder Kapitalausstattung noch Kreditwürdigkeit des Unternehmens. Dieser Entkopplungsmechanismus weist indes Sollbruchstellen auf, die sich insbesondere aus der laufenden Rechenschaft der Geschäftsleitung gegenüber Aktionären und Kapitalmarkt ergeben. Vor diesem Hintergrund bestehen in Rechtswissenschaft, Ökonomie und Politik seit dem Aufkommen der modernen kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft immer wieder große Sorgen, dass diese unter ein Diktat kurzfristiger Einflüsse gerät, zum Schaden von Wirtschaft und Gesellschaft.

Die vorliegende Arbeit will für die lebhafteste Debatte um diese Problematik, die man im anglo-amerikanischen Sprachraum bündig als *Short-termism* oder *myopia* bezeichnet, nicht schon abschließende Lösungen anbieten, sondern gerade der verbreiteten Neigung entgegenwirken, hier den zweiten Schritt vor dem ersten zu tun. Tatsächlich ist die wechselhafte juristische und ökonomische Auseinandersetzung mit *Short-termism* bislang weder national noch international systematisch untersucht. Die Arbeit schließt diese Lücke in der Grundlagenforschung, indem sie die Kontroverse um kurzfristige Orientierung und damit um den Schutz der Funktionsfähigkeit der Aktiengesellschaft als eine der *great debates in company law* erstmals gesamthaft rechts- und ideengeschichtlich, rechtsvergleichend und rechtsökonomisch ausleuchtet. Sie erzählt damit zugleich die Rezeptionsgeschichte eines international wirkmächtigen Regelungstopos im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht und zeigt auf, wie er im Zusammenspiel mit der Ökonomie entwickelt und für welche Rechtsfragen, Regelungsanliegen und Interessen er zu verschiedenen Zeiten dienstbar gemacht worden sowie heute bedeutsam ist. Ein solches vertieftes Verständnis bildet den Schlüssel zu einem sachgerechten Umgang mit der *Short-termism*-Problematik, weil es wesentlich dazu beiträgt, das oft stark zeitgeistgebundene Meinungsspektrum adäquat einzuordnen, Versuche der Vereinnahmung zu erkennen sowie das ökonomische und rechtsvergleichende Erfahrungsmaterial gewinnbringend zu nutzen.

Tatsächlich ist die Diskussion um *Short-termism* im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht nahezu so alt wie die moderne Aktiengesellschaft selbst. Dabei berühren sich Rechts- und Wirtschaftswissenschaft vielfältig und nahezu durchgängig. Die Auseinandersetzung in der Ökonomie weist ebenfalls eine lange Ideengeschichte auf, die die Arbeit bis zu *Adam Smith* zurückverfolgt. Sie weist nach, dass führende Ökonomen eine *Short-termism*-Problematik lange Zeit psychologisch begründeten, ehe institutionelle Faktoren in den Vordergrund rückten, wobei vor allem *Keynes* viele Beiträge der modernen Theorie inspirierte. Die

moderne Ökonomie hilft außerdem entscheidend bei der Problemdefinition, die aus juristischer Warte typischerweise unterbleibt (*1. Teil*).

Short-termism-Debatten bieten Einfallstore für heftige Machtkämpfe kollidierender Interessen um das geltende Recht, weil etwaige Kautelen gegen kurzfristige Einflüsse im Kapitalgesellschaftsrecht zugleich auf Belange wichtiger Anspruchsgruppen einwirken. Wirtschaftsgeschichtliche Ursachen, treibende Kräfte und kollidierende Interessen herauszuarbeiten ist daher essentiell, um das Verständnis des Problems zu schärfen, das manchem als „notably undefined“ und vom Auge des Betrachters abhängig erscheint. Zugleich verspricht es neue Erkenntnisse und Anregungen, die bisher diskutierten, eruierten und probierten Instrumente zur Abschirmung gegen kurzfristigen Druck sowie das damit verbundene Argumentationsmaterial und Erfahrungswissen rechtsvergleichend zu analysieren. Die Arbeit tut dies für Deutschland im europäischen Kontext beginnend mit der Zeit der Weimarer Republik, über die Vorstellung eines widerstreitenden neo-amerikanischen und rheinischen Kapitalismus, Debatten um das deutsche und europäische Übernahmerecht, das KonTraG des Jahres 1998 und die Heuschreckendebatte der 2000er. Das Vereinigte Königreich wird ab den 30er Jahren mit vielen einflussreichen Komitees und Reports sowie Kontroversen um institutionelle Investoren, Übernahmen, nicht-geschäftsführende (ggf. außenstehenden, unabhängigen) Direktoren sowie die Unternehmenszielbestimmung beleuchtet. In den Vereinigten Staaten gab es seit den 70er Jahren des 20. Jahrhunderts mehrere Diskussionswellen, die *Short-termism* als Managementfehler, investorenverantworteter Defekt und Ausdruck eines Regulierungsdefizits bzw. Theorieversagens behandelten (*2. Teil*).

Weiteren Erkenntnisgewinn verspricht die moderne ökonomische *Short-termism*-Theorie, die sich parallel zu und in engem Zusammenspiel mit der juristischen Debatte bis zur Finanzkrise entwickelt hat. Die Arbeit führt hier in ein faszinierendes Theorie-Multiversum, das die möglichen Einbruchstellen für kurzfristige Orientierung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht mit stringenter, mathematisch gestützter Gedankenführung offenlegt. Zugleich zeigt sich, dass die Ansätze, jeweils wichtigen Einschränkungen unterliegen. Sie ermöglichen es aber in einer Gesamtbetrachtung, anfällige und weniger anfällige Bereiche abzugrenzen (*3. Teil*).

Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise von 2007 gehört *Short-termism* weltweit zu den am häufigsten und heftigsten diskutierten Gegenwartsproblemen. Im „Regulierungstsunami“ nach der Finanzkrise bildet die Eindämmung exzessiv kurzfristiger Orientierung (*Short-termism*) erstmals weitgehend zeitgleich in verschiedenen Rechtskreisen einen, wenn nicht den, zentralen rechtspolitischen Topos im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Die Arbeit untersucht rechtsvergleichend und dogmatisch einordnend die Auseinandersetzungen in verschiedenen Rechtsordnungen, die jeweils ergriffenen Maßnahmen, ihre Hintergründe sowie die gewonnenen Erfahrungen als Grundlage für weitere Forschungen ebenso wie als Arbeitshilfe für die Rechtspolitik. Sie richtet den Blick hierzu insbesondere auf internationale Trendsetter und -verstärker, die Vereinigten Staaten (u. a. Anhörungen zum Dodd-Frank Act, weitergeführte Fronten der *takeover controversy*, Durchsetzung von *proxy access*), das Vereinigte Königreich (insb.: Walker Review, Kay Report, Stewardship Code), Frankreich (insb.: Ausweitung des zeitabhängigen Doppelstimmrechts und Reform des Übernahmerechts), das Unionsrecht (u. a. Reform der Transparenzrichtlinie und der

Aktionärsrechterichtlinie) sowie Deutschland (insb: Reform der Vorstandsvergütung, wechselhafte Geschichte der Quartalberichterstattung). All dies legt die Grundlagen, um in der weiteren Forschung einzelne Bausteine weiter auszudifferenzieren, deren Regelungsebenen aufgezeigt werden, und leistet zugleich erste Vorarbeiten für eine Theorie der Steuerung von Zeithorizonten im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (*4. Teil*).