

GASTBEITRAG - Der stille Niedergang der Aktiengesellschaft - RTRS

16-Nov-2012 14:00

Frankfurt, 16. Nov (Reuters) - Von Finanzinvestoren geführte Unternehmen haben es nach Ansicht zweier erfahrener Wirtschaftsanwälte besser als börsennotierte Aktiengesellschaften. Manager dieser Firmen hätten eher die Chance, langfristige Entscheidungen zu treffen, als Vorstände von Publikumsgesellschaften, die von Quartal zu Quartal denken und fordernde Aktionäre befriedigen müssten, schreiben Hans-Jochen Otto und Gabriele Fontane in einem Gastbeitrag für die Nachrichtenagentur Reuters. Sie sind Gründer der Anwaltskanzlei Otto Mittag Fontane in Frankfurt und beraten seit rund 20 Jahren schwerpunktmäßig Finanzinvestoren und deren Manager bei Übernahmen. Gabriele Fontane lehrt auch an der Frankfurt School of Finance über Private Equity.

- von Dr. Hans-Jochen Otto und Dr. Gabriele Fontane, Kanzlei OttoMittagFontane -

1989 veröffentlichte der amerikanische Harvard-Ökonom Michael Jensen in der "Harvard Business Review" einen zwölfseitigen Artikel mit dem Titel "Eclipse of the Public Corporation". In diesem ebenso einflussreichen wie kontrovers diskutierten Beitrag stellte er die Hypothese auf, dass bis zur Jahrtausendwende Private-Equity-geführte Unternehmensstrukturen die börsennotierte Publikumsgesellschaft als dominante gesellschaftsrechtliche Organisationsform ablösen würden.

Entscheidend hierfür sei, dass die Corporate Governance solcher inhabergeführter Unternehmen mit effizienter Kapitalstruktur, in welchen das Management in gleichem Maße kontrolliert wie incentiviert wird, derjenigen von Publikumsgesellschaften mit breit gestreutem Aktionärskreis überlegen sei. Besser als bei den von kurzfristigen Markterwartungen in Bezug auf eine stetige Steigerung der Quartalergebnisse unter Druck gesetzten Publikumsgesellschaften könnten in den neuen, inhabergeführten Organisationsformen längerfristige Investmententscheidungen umgesetzt werden. Für Großinvestoren wie Versicherungen und Pensionsfonds böten diese wesentlich interessantere Anlagemöglichkeiten, da sie sich hier mehr wie Eigentümer und weniger wie Händler verhalten können.

Insolvenzen einiger Private-Equity-geführter Unternehmen zu Beginn der 90er-Jahre und der anschließende IPO-Boom von "New Economy"-Gesellschaften schienen Jensens Annahmen zwar zunächst komplett zu widerlegen. Heute, im Jahr 2012, ist seine These jedoch so aktuell wie nie zuvor. Prominente Kritiker leisten Abbitte und die Zeitschrift "The Economist" bewertet in einem Leitartikel den Niedergang der Publikumsgesellschaft und den komplementären Aufstieg von Private Equity sowie anderer inhabergeführter Unternehmensformen als einen neuen Megatrend.

Dies wird belegt durch das hierzulande überhaupt noch nicht wahrgenommene Ausmaß des Rückgangs börsennotierter Unternehmen in den USA um dramatische 38 Prozent seit 1997 (England: minus 48 Prozent) und des Einbruchs bei IPOs um nahezu 70 Prozent zum Vergleichszeitraum 1980-2000. Was ist geschehen?

Das von Jensen in den Mittelpunkt seiner Analyse gestellte "Principal-Agent-Problem" der Publikumsgesellschaft - das heißt die Divergenz zwischen den oft mehr an Größe als an Effizienz des Unternehmens ausgerichteten Managementinteressen einerseits und den Renditeinteressen der Eigentümer andererseits - hatte immer größere Ausmaße angenommen: Einige der bedeutendsten amerikanischen Publikumsgesellschaften wurden Opfer nicht nur ineffizienter, sondern massiv krimineller Geschäftsführung ihres Managements (Enron, WorldCom, Tyco und andere).

Die als Reaktion erheblich verschärfte staatliche Regulierung (u.a. Sarbanes Oxley Act von 2002) verteuerte nicht nur den Compliance-Aufwand der Unternehmen. Vielmehr bindet die Einhaltung der regulatorischen Anforderungen nach Aussage vieler Unternehmensführer so viele Management-Kapazitäten, dass operatives Geschäft und insbesondere die längerfristige Planung stark in Mitleidenschaft gezogen werden. Der Blick des Managements über den Zeitraum der Quartalsberichterstattung hinaus wird zusätzlich durch Aktivitäten von Hedgefonds abgelenkt, die sich eine oft aggressive Wahrnehmung von Eigentümerinteressen auf die Fahnen geschrieben haben, dabei aber nicht selten nur sehr kurzfristige Anlageinteressen verfolgen. So werden die zur Überwindung des Principal-Agent-Dilemmas aufgefahrenen Abwehrwaffen sowohl des Staates wie auch der Eigentümer ihrerseits zum Teil des Problems.

All diese Entwicklungen sind angesichts der Vernetzung der internationalen Kapitalmärkte auch schon in Deutschland deutlich spürbar, wenngleich wegen der hier stärker mittelständisch geprägten Wirtschaft noch in abgeschwächter Form. Ausmaß und Richtung der zugrundeliegenden Dynamik werden jedoch bisher kaum wahrgenommen. Im Gegenteil gibt es gesetzgeberische Aktivitäten, die auf eine Entmutigung ausgerechnet der hierzulande noch unterentwickelten Private-Equity-Alternative abzielen. Ein Beitrag zur Bewahrung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft ist dies sicher nicht.

(Kontakt: Alexander Hübner; bearbeitet von Till Weber)