

BUCHBESPRECHUNGEN

Buchbesprechung: Chao Xi, Corporate Governance and Legal Reform in China. - London: Wildy, Simmonds & Hill Publishing 2009, 298 S.

*Knut Benjamin Pißler*¹

Das chinesische Gesellschaftsrecht entstand nach Ausrufung der Politik der „Reform und Öffnung“ seit Ende der 1970er Jahre zunächst als Recht der Gemeinschaftsunternehmen (joint ventures) mit chinesischer und ausländischer Beteiligung. Das Recht der rein chinesischen Gesellschaften wurde erst 1993 durch Verabschiedung des „Gesellschaftsgesetzes der Volksrepublik China“ normiert. Auf diese Weise entstand ein Rechtsdualismus im chinesischen Gesellschaftsrecht: Während die Gemeinschaftsunternehmen dem angloamerikanischen Modell der eingliedrigen Unternehmensführung mit einem Verwaltungsrat (board of directors) folgen, sieht das chinesische Gesellschaftsgesetz für rein chinesische Gesellschaften neben einem Vorstand auch einen Aufsichtsrat vor. Man sollte daher erwarten können, dass in China die entsprechenden Erfahrungen vorhanden sind, um die für beide Modelle erforderlichen Mechanismen einer guten Unternehmensführung (Corporate Governance) zu finden.

1. Chao Xi, Professor an der Chinese University of Hong Kong, stellt in seinem Buch die Probleme bei der Unternehmensführung in der Volksrepublik China zunächst in den Kontext der Wirtschaftsreformen, insbesondere der Umstrukturierung staatseigener Unternehmen. Er zeigt auf, dass im Zuge der Reformen Unternehmensformen nach westlichem Vorbild eingeführt wurden, um mehr Effizienz und Rentabilität zu erreichen, diese Rechtstransplantation jedoch durch solche ideologisch begründete Vorbehalte erheblich beeinträchtigt wurde (S. 6-35), die Xi als unverhandelbare „bottom line“ bezeichnet. Insbesondere geht Xi hier auf die Dominanz des Staatseigentums und den Führungsanspruch der kommunistischen Partei ein, der sich in der Rolle des Parteikomitees in chinesischen Gesellschaften zeigt, dem Xi auch und gerade unter dem Gesellschaftsgesetz aus dem Jahr 1993 (und nach der Revision des Gesetzes im Jahr

2005) eine wichtige Rolle in der Unternehmensführung beimisst.² Im Hinblick auf die Dominanz des Staatseigentums unterscheidet Xi vier Perioden: In einer ersten Phase von 1949 bis 1978 zeigt sie sich dadurch, dass alle bestehenden Industrieunternehmen in staatseigene Unternehmen umgewandelt worden waren. Sie wurden Teil des staatlichen Verwaltungsapparates und staatlich beaufsichtigt. Bei den Unternehmen selbst verblieben kaum Entscheidungsbefugnisse, was in der Praxis zu Ineffizienz und geringer Produktivität führte. Aus diesem Grund zog sich der Staat in der zweiten und dritten Phase von 1978 bis 1984 und 1984 bis 1992 allmählich aus dem unmittelbaren Management von Unternehmen zurück, während das Eigentum an den Unternehmen grundsätzlich noch vollständig in staatlicher Hand verblieb. Dem Gesellschaftsgesetz, das im Jahr 1993 verabschiedet wurde und die letzte Phase einleitete, misst Xi besonderes Gewicht zu, da hiermit die (unabhängige) Rechtsfähigkeit der Unternehmen gesetzlich anerkannt worden sei. Die Dominanz des Staatseigentums drückte sich in dieser Phase laut Xi erstens in (dem juristisch kaum verständlichen) § 4 Abs. 3 Gesellschaftsgesetz aus, nach dem „das Eigentum an staatlichem Vermögen in der Gesellschaft dem Staat gehört“.³ Zweitens wurden unterschiedliche Kategorien von Aktien geschaffen, um bei Aktiengesellschaften eine unkontrollierte Privatisierung zu verhindern, indem die der Kategorie der staatseigenen Aktien zugehörenden Anteile an Gesellschaften im Gegensatz zu den Publikumsaktien nicht über die Börsen handelbar sind. So gelang es, die dominante Position des staatlichen Eigentums (in Form einer staatlichen Mehrheitsbeteiligung an Gesellschaften) auch nach der Einführung börsennotierter Gesellschaften in China zu erhalten. Hieraus ergibt sich zugleich eine wesentliche Schlussfolgerung im Hinblick auf die Unternehmensführung in China: Das chinesische Gesellschaftsrecht betont den Schutz des Mehrheitsaktionärs (da zumeist Staat) und vernachlässigt den Schutz des Minderheitenaktionärs. So kommt es, dass der Hauptversammlung in China vergleichsweise starke Entscheidungsbefugnisse zukommt. Die Hauptversammlung, nicht der

² Allerdings begründet Xi seine Annahmen nur mit theoretischen Ausführungen über einschlägige Normen. Es fehlt insoweit der Hinweis auf empirische Untersuchungen, so dass die praktische Bedeutung des Parteikomitees als Organ der Unternehmensführung chinesischer Gesellschaften nicht deutlich wird.

³ Wie diese Vorschrift mit dem Prinzip der Rechtsfähigkeit in Einklang zu bringen ist, erläutert Xi ebenso wenig wie die Frage, welche Bedeutung der (stillschweigende) Wegfall dieser Vorschrift nach der Revision des Gesellschaftsgesetzes im Jahr 2005 hat.

¹ Dr. iur. Knut B. Pißler, M.A. (Sinologie), ist wissenschaftlicher Referent am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg (pissler@mpipriv.de).

Aufsichtsrat, bestellen die Mitglieder des Vorstands und berufen diese ab. Damit fehlt dem chinesischen Aufsichtsrat aber eine entscheidende Waffe, um seine Kontrollfunktion gegenüber dem Vorstand ausüben zu können. Xi sieht in dieser Struktur chinesischer Gesellschaften auch das politische System der Volksrepublik China widergespiegelt: Wie alle Staatsorgane und -gewalten dem Nationalen Volkskongress unterstellt sind, sind innerhalb chinesischer Gesellschaften alle anderen Organe der Hauptversammlung unterstellt.

2. Die Beteiligungsstruktur in chinesischen Gesellschaften mit dem Staat als Mehrheitsaktionär prägt dementsprechend auch die Regelungen zur Unternehmensführung, auf die Xi im darauffolgenden Kapitel eingeht (S. 36 - 62). Er zeigt zunächst den Rechtsrahmen der Unternehmensführung auf und geht auf die Befugnisse der Organe in chinesischen Gesellschaften ein. Xi zeigt rechtsvergleichend unter Berücksichtigung einschlägiger Literatur⁴ die Gemeinsamkeiten und Besonderheiten des chinesischen Modells zwischen dem eingliedrigem und zweigliedrigem Modell der Unternehmensführung auf, wobei er auf diese Mechanismen der internen Corporate Governance vertiefend noch in einem späteren Kapitel eingeht. Anschließend widmet sich Xi dem Umfeld der externen Corporate Governance durch Unternehmensübernahmen auf dem Kapitalmarkt. Er beleuchtet die Funktion des chinesischen Kapitalmarktes, die lange allein darin bestand, eine Finanzierungsquelle heruntergewirtschafteter Staatsunternehmen zu erschließen, und zeigt die Probleme auf, die bei der Umwandlung staatseigener Unternehmen in Aktiengesellschaften mit anschließender Aktienemission und Börsennotierung entstanden: Dem chinesischen Sprichwort „verheirate die hässliche Tochter zuerst“ folgend sorgten die Lokalregierungen unter dem so genannten Quotensystem⁵ dafür, dass gerade die staatseigenen Unternehmen als erste börsennotiert wurden, welche die größten finanziellen Probleme hatten. Um die gesetzlichen Voraussetzungen hierfür zu schaffen, waren die Lokalregierungen in Einzelfällen sogar bereit, erforderliche Unterlagen zu fälschen. Außerdem belegt Xi in diesem Kapitel noch einmal durch

statistische Untersuchungen die hohe Konzentration des Anteilseigentums an börsennotierten Gesellschaften in den Händen weniger Aktionäre, wobei ganz überwiegend letztlich der Staat als Inhaber fungiert. Hiermit zusammenhängend beschäftigt sich Xi anschließend mit den Interessenkonflikten, die innerhalb einer Gesellschaft auftreten können. Er unterscheidet – neuerer Literatur folgend⁶ – die Interessenkonflikte zwischen den Aktionären und dem Management (so genannte vertikale Interessenkonflikte) von den Interessenkonflikten zwischen Minderheitsaktionären und dem Mehrheitsaktionär (so genannte horizontale Interessenkonflikte), wobei letztere in China (wie in Deutschland) eine größere Rolle spielen als etwa in den USA oder Großbritannien, wo der Aktienbesitz breiter gestreut ist. Xi deckt eine Reihe von Methoden („tunnelling“) auf, mit denen der staatliche Mehrheitsaktionär (häufig das staatseigene Unternehmen, aus welchem die börsennotierte Gesellschaft entstanden ist) seine Stellung ausnutzt, um die Gesellschaft zum Nachteil der Minderheitsaktionäre auszubeuten. Aber auch die Interessenkonflikte zwischen den Aktionären und dem Management spielen in China eine Rolle, obwohl man doch annehmen können müsste, dass der (staatliche) Mehrheitsaktionär auch wegen der vergleichsweise weiten Befugnisse der Hauptversammlung das Management zu kontrollieren in der Lage ist. Dass dies jedoch nicht der Fall ist, führt Xi darauf zurück, dass der Staat als Mehrheitsaktionär seine Befugnisse in China nur durch eine Reihe von hintereinandergeschalteten Stellvertretern ausüben kann, wobei die Stellvertreter der untersten Ebene, die letztlich die Aktionärsrechte des Staates wahrnehmen, laut Xi weder über die erforderlichen Fähigkeiten noch über ausreichend Informationen verfügten, um zu verhindern, dass das Management gegen die Interessen der Aktionäre handelt. Xi führt zwar an, dass im Jahr 2002 ein neues zentralstaatliches Aufsichtsorgan – die State-owned Assets Supervision and Administration Commission, SASAC – und entsprechende Abteilungen auf lokaler Ebene gegründet wurden, denen die Aufgabe zukommt, die Rechte des staatlichen Aktionärs wahrzunehmen. Derzeit sei jedoch noch nicht abzusehen, ob der Staat als Mehrheitsaktionär zukünftig seine Interessen besser vertreten kann. Insgesamt bewertet Xi die in der Praxis zu Tage getretenen Probleme, die durch Interessenkonflikte zwischen den Aktionären und dem Management entstanden sind, im Vergleich zu den massiven Fällen der Ausbeutung der Gesellschaft durch den Mehrheitsaktionär als erheblich geringer.

⁴ Etwa Klaus J. Hopt/Eddy Wymeersch (Hrsg.), *Comparative Corporate Governance - Essays and Materials*. - Berlin und New York: de Gruyter 1997; Klaus J. Hopt (Hrsg.), *Comparative Corporate Governance - the State of the Art and Emerging Research*. - Oxford: Oxford University Press 1998; Reinier Kraakman [u.a.], *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. - Oxford: Oxford University Press 2004.

⁵ Das Quotensystem sah vor, dass jährlich von der Zentralregierung eine Zahl zu emittierender Aktien festgelegt wurde, die dann auf die Lokalregierungen verteilt und von diesen an Unternehmen weitergereicht wurde. Dieses System benachteiligte private Unternehmen, die deswegen lange Zeit keinen Zugang zur Finanzierungsmöglichkeit über die Börsen hatten.

⁶ Henry Hansmann/Reinier Kraakman, *What is Corporate Law?*, in: Reinier Kraakman [u.a.], a.a.O. (Fn. 3), S. 1 ff. (22).

3. Mit dem Fokus auf dem Interessenkonflikt zwischen Mehrheitsaktionär und Minderheitsaktionär leitet Xi dann auch über zum nächsten Kapitel, in dem er sich mit Unternehmensübernahmen beschäftigt (S. 63-107). Er zeigt zunächst auf, wie sich der Markt für Unternehmensübernahmen in China entwickelt hat, und stellt fest, dass dort auch wegen des konzentrierten Anteilseigentums bei wenigen (zumeist staatlichen) Aktionären der Kontrollerwerb durch private Vereinbarung zwischen dem Mehrheitsaktionär und dem Bieter (und nicht etwa ein Erwerb über die Börsen oder durch ein öffentliches Übernahmeangebot) dominiert. Gerade bei dieser Form der Unternehmensübernahme ergeben sich unterschiedliche Interessen primär zwischen dem Minderheitsaktionären und dem Mehrheitsaktionär, denn letzterer könnte seinen Mehrheitsbesitz an einen Bieter veräußern, der nicht im Interesse der Minderheitsaktionäre handelt, indem er beispielsweise die Zielgesellschaft ausschachtet. Xi identifiziert diese Möglichkeit des Ausschachtens dann auch als einen wesentlichen Grund für den Bieter, ein Unternehmen zu übernehmen, und untersucht die Maßnahmen, die für die Lösung dieses Problems nach dem chinesischen Übernahmerecht zur Verfügung stehen: Die Einführung von Treuepflichten des Mehrheitsaktionärs (Verkäufers) und des Bieters sowie das Festschreiben eines Pflichtangebots. Im Hinblick auf die Treuepflichten, deren Ursprung Xi im US-amerikanischen Übernahmerecht sieht, kommt der Autor zu dem Ergebnis, dass diese wegen ihrer vagen Ausgestaltung und fehlenden Durchsetzungsmechanismen zumindest bis zum Erlass revidierter Übernahmeregelungen im Jahr 2006 kaum zur Lösung des Problems beigetragen haben. Für die Zeit danach, in der mit unabhängigen Beratern (*financial advisors*), die vom Bieter und vom Vorstand der Zielgesellschaft zu beauftragen sind, eine neue Kontrollinstanz geschaffen wurde, wagt Xi mit dem Hinweis auf fehlende empirische Befunde noch keine Bewertung, ist aber im Hinblick auf Interessenkonflikte auch dieser unabhängigen Berater eher skeptisch. Im Hinblick auf das Pflichtangebot mit Ursprung im englischen Recht, welches den Minderheitsaktionären zum Zeitpunkt des Kontrolltransfers ein Austrittsrecht zu denselben Konditionen wie dem Bieter einräumt, stellt Xi die Entwicklung seit seiner Einführung im Jahr 1993 dar. Er kommt zu dem Ergebnis, dass das Pflichtangebot in China seine Funktion zur Lösung der Interessenkonflikte zwischen Mehrheitsaktionär und Minderheitsaktionär nicht entfalten konnte, da die chinesische Wertpapieraufsichtskommission (*China Securities Regulatory Commission*, CSRC) bis 2006 in den allermeisten Fällen eine Befreiung von der Pflicht zur Abgabe eines Ange-

bots erteilte. Xi bemerkt, dass die Voraussetzungen für die Erteilung der Befreiung mit der Revision der Übernahmeregelungen im Jahr 2006 konkretisiert und erhöht wurden. Zugleich wurde die Funktion des Pflichtangebots jedoch ausgehöhlt durch die Zulassung von Teilpflichtangeboten, das auf den Erwerb von mindestens 5% der ausgegebenen Aktien gerichtet sein muss. Als Grund für die Zulassung von Teilpflichtangeboten führt Xi an, dass die bisherige Regelung (wäre sie in die Praxis umgesetzt worden) einen Großteil der Unternehmensübernahmen wirtschaftlich undurchführbar machte und damit dem erklärten Ziel der chinesischen Regierung im Weg stand, über den Markt für Unternehmensübernahmen Gesellschaften zu restrukturieren und wettbewerbsfähig zu machen. Außerdem hat ein funktionierender Markt für Unternehmensübernahmen eine wichtige Funktion in der (externen) Corporate Governance. Diesen Argumenten habe die chinesische Regierung letztlich mehr Bedeutung zugesprochen als dem Schutz der Minderheitsaktionäre.

4. Da Xi somit in den vorangegangenen Kapiteln zu dem Ergebnis kommt, dass Minderheitsaktionäre in China der Gefahr ausgeliefert sind, durch den Mehrheitsaktionär und den Bieter bei einer Unternehmensübernahme übervorteilt zu werden, geht der Autor im nächsten Kapitel der Frage nach, ob ein Schutz durch institutionelle Anleger erreicht werden kann (S. 108-149). Xi stellt dabei zunächst die in China im Kapitalmarkt agierenden institutionellen Anleger vor, geht im Folgenden jedoch nur auf die Frage ein, ob Investmentfonds bei der Corporate Governance in China eine Rolle spielen. Auf der Grundlage von gut recherchierten Einzelfällen zeigt er, dass die Fonds in der Tat durch die Ausübung von Stimmrechten und durch das Einreichen von Beschlussvorlagen die Minderheitsaktionäre gegen eine Übervorteilung der durch den Mehrheitsaktionär schützen konnten. Allerdings macht der Autor anschließend auch die Grenzen solcher Aktivitäten deutlich: die normierte Begrenzung, dass Fonds nur 10% der Anteile einer börsennotierten Gesellschaft halten dürfen, verhindere, dass diese institutionellen Anleger wirkungsvollen Schutz erreichen. Nachvollziehbar ist auch, wenn Xi anführt, dass Investmentfonds selbst in Interessenkonflikte geraten könnten, da sie überwiegend Töchtergesellschaften von Investmentbanken sind, die börsennotierten Gesellschaften ihre Dienstleistungen bei der Ausgabe neuer Aktien oder bei der Vermögensverwaltung anbieten. Investmentfonds würden sich vor diesem Hintergrund schwerlich gegen den Wunsch der Muttergesellschaft wehren können, die Aktionärsrechte gegen die Interessen des Mehrheitsaktionärs einer Gesellschaft auszuüben, der Kunde der Muttergesellschaft ist.

5. In den letzten zwei Kapiteln beschäftigt sich Xi fokussiert mit der Überwachung des Managements durch gesellschaftsinterne Mechanismen (S. 150-184) und mit der Frage, welche Faktoren dafür verantwortlich zu machen sind, dass in der Volksrepublik China eine Kombination aus der zweitgliedrigen Unternehmensführung mit Aufsichtsrat und Vorstand mit dem eingliedrigem Modell aus einem Verwaltungsrat mit unabhängigen Mitgliedern entstanden ist (S. 185-212). Bei den gesellschaftsinternen Kontrollmechanismen stellt er zunächst fest, dass der Aufsichtsrat die Überwachungsfunktion nicht übernehmen kann, da dieser nicht mit ausreichenden Befugnissen (keine Bestellung und Abberufung der Vorstandsmitglieder) und Informationen ausgestattet ist. Xi ist auch skeptisch, ob die unabhängigen Vorstandsmitglieder, die zunächst durch die CSRC im Jahr 2001 eingeführt und bei der Revision des Gesellschaftsgesetzes im Jahr 2005 eine gesetzliche Grundlage erhielten, effizient das Management kontrollieren werden. Er führt zwar einige Beispielfälle an, in denen es unabhängigen Vorstandsmitgliedern gelang, Fehlverhalten des Managements aufzudecken. Xi kommt jedoch letztlich zu dem Ergebnis, dass die unabhängigen Vorstandsmitglieder, bei denen es sich laut empirischen Erhebungen häufig um Professoren und Wissenschaftler, aber nur selten um Unternehmer handele, kaum praktische Erfahrungen mitbringen, im Hinblick auf ihre Kontrollfunktion nicht die Kosten wert seien, die durch sie entstehen, und das Vorhandensein von unabhängigen Vorstandsmitgliedern sich weder positiv auf den Aktienkurs noch auf die Unternehmensleistung ausgewirkt habe.

Zu der Frage, warum es zu dem besonderen chinesischen Model der internen Corporate Governance gekommen ist, beschreibt Xi den im Jahr 1993 mit der Verabschiedung des Gesellschaftsgesetzes gewählten Ansatz der zweitgliedrigen Unternehmensführung als eine Kopfgeburt eines kleinen Kreises von Akademikern und Beamten. In der Einführung unabhängiger Vorstandsmitglieder sieht Xi eine Annäherung an das angloamerikanische Gesellschaftsrecht, was Xi auch auf den Wettbewerb der Rechtsordnungen zurückführt, in dem der US-amerikanische Kapitalmarkt auch auf chinesische Gesellschaften lange Zeit eine große Anziehungskraft hatte. Diese Annäherung führte jedoch nicht zu einer vollständigen Angleichung, da das Nebeneinander von Vorstand und Aufsichtsrat beibehalten wurde. Das Aufrechterhalten des Aufsichtsrats, dem Xi nach seiner eigenen Analyse keine ausreichende Kontrollfunktion zuschreibt und insofern verzichtbar sei, hat seinen Grund nach dem Autor darin, dass hier auch andere Interessengruppen (stakeholders) – insbesondere die Arbeit-

nehmervertreter – vertreten sind, was dem Prinzip des „demokratischen Managements“, welches nicht nur im Gesellschaftsgesetz, sondern auch in der chinesischen Verfassung verankert ist, besser entspreche.

6. Mit seinem Buch legt Xi zum ersten Mal ein Werk vor, in dem aus einer Hand Aspekte sowohl der internen als auch der externen Corporate Governance in China unter der Geltung des revidierten Gesellschafts- und Wertpapiergesetzes beleuchtet werden. Dem Autor gelingt es, die chinesischen Ansätze zur guten Unternehmensführung vor dem Hintergrund der Wirtschaftsreformen rechtsvergleichend einzuordnen und sie auf ihre Durchsetzbarkeit zu testen. Die Beschränkung der Darstellung auf die Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften wird belohnt durch eine Fülle empirischer Untersuchungen, die zu diesem Teil der in China zur Verfügung stehenden Unternehmensformen vorliegt, mit denen der Autor seine Aussagen zur Praxis belegen konnte. Teilweise muss Xi jedoch trotzdem auf Einzelfälle zurückgreifen, die er der chinesischen Presse entnimmt, was aber dem Leser einen sehr anschaulichen Blick in die Rechtsrealität im chinesischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht eröffnet. Xi versagt es sich, dem chinesischen Gesetzgeber eine Handlungsanleitung in die Hand zu geben, wie die weiterhin bestehenden Probleme zukünftig gelöst werden könnten. Insofern ist das Buch eine gelungene Bestandsaufnahme, die den Leser mit Spannung erwarten lässt, wie sich das chinesische Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht weiterentwickelt.