

Aufstand der Aktionäre bei Disney

Proseminararbeit

Institutsdirektor:

Prof. Dr. Claudio Loderer

Betreuende Assistenten

David Belz, lic. rer. pol.

Diego Liechti, lic. rer. pol.

Verfasser:

Demian Berchtold
Zürich/Solothurn
Matrikelnummer: 02-112-829
Waldheimstrasse 43
3012 Bern
E-Mail demian@students.unibe.ch

Thomas Marras
Widnau SG
Matrikelnummer: 02-118-735
Bernstrasse 58
3018 Bern
E-Mail t.marras@bluewin.ch

Adrian Rentsch
Trub BE
Matrikelnummer: 02-131-621
Dorf 42c
3438 Lauperswil
E-Mail arentsch@DEC-online.ch

Mario Siegenthaler
Trubschachen
Matrikelnummer: 02-137-065
Sonnmatrasse 4
3415 Hasle-Rüegsau
E-Mail msiegenthaler@gmx.ch

Bern, 3. Juni 2005

I. Executive Summary

Ausgangslage

Ende November 2003 verlassen Roy Disney und dessen Freund Stanley Gold den Verwaltungsrat des Disney Konzerns. Einerseits muss Disney aufgrund der Alterslimite gehen, andererseits waren beide mit der Unternehmensstruktur und Unternehmensführung nicht mehr einverstanden. Um dem entgegenzuwirken, organisieren sie einen Aktionärsaufstand gegen den CEO Michael Eisner.

Ziel

Es wird im ersten Schritt dargestellt, wie es zum Aufstand gegen das Management gekommen ist, um in einem zweiten Schritt die Fallstudie anhand der Corporate Governance zu analysieren.

Ergebnisse

Michael Eisner, der 1984 den Posten als CEO übernimmt, leistet bis 1994 hervorragende Arbeit und bestätigt sich als wertvoller, einzigartiger Manager. Als Folge dieser guten Leistungen erhöht sich seine Macht im Verwaltungsrat. 1994 gelingt es ihm schliesslich, zusätzlich das Mandat als Chairman zu besetzen. Die Unabhängigkeit des Verwaltungsrates vom Management ist dadurch nicht mehr genügend gross, um ihn nach Jahren der mässigen Performance und umstrittenen Entscheidungen (Managemententlohnung, Führungsstil) zu ersetzen. Daraufhin beginnen Roy Disney und Stanley Gold, einen Aktionärsaufstand zu organisieren. Er führt letztlich dazu, dass Michael Eisner seinen Posten als CEO aufgrund des Vertrauensverlustes bei den Aktionären im September 2005 abgeben wird.

Fazit

Der Verwaltungsrat als Element der Corporate Governance hat versagt und liess Michael Eisner zu lange im Amt des CEOs. Durch den organisierten Aufstand der Aktionäre jedoch hat die Corporate Governance doch noch funktioniert.

II. Inhaltsverzeichnis

I.	Executive Summary	I
II.	Inhaltsverzeichnis	II
III.	Abbildungsverzeichnis	III
IV.	Abkürzungsverzeichnis	III
1.	Einleitung	1
2.	Die Walt Disney Company	2
2.1	Eckdaten der Walt Disney Company.....	2
2.2	Vorgeschichte zur Fallstudie von 1984 bis 2003	2
3.	Fallstudie	4
3.1	Die Rolle von Roy Disney	5
3.2	Die Generalversammlung und ihre Resultate	6
4.	Analyse des Falles anhand von Corporate Governance	7
4.1	Kontrolle des CEO durch den Verwaltungsrat	8
4.2	Kontrolle des Verwaltungsrates durch die Aktionäre	9
4.3	Beurteilung der Corporate Governance.....	10
5.	Fazit	11
	Literaturverzeichnis	12

III. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Aktienkurs der WDC ab 1962 verglichen mit dem Dow Jones Index dieser Zeit.....	4
Abbildung 2: Kursentwicklung der WDC-Aktie im Jahr 2004.....	7
Abbildung 3: Prinzipal-Agent Beziehungen in einem Unternehmen.....	8

IV. Abkürzungsverzeichnis

CEO	Chief Executive Officer
CG	Corporate Governance
COO	Chief Operating Officer
DIS	Kürzel für die Aktie der WDC an der NYSE
jun.	Junior
NYSE	New York Stock Exchange
P-A 1 bzw. 2	Prinzipal-Agent-Beziehung
sen.	Senior
TV	Television
USA	(engl.) United States of America
USD	US-Dollar
WDC	Walt Disney Company
z. B.	Zum Beispiel

1. Einleitung

Ziel dieser Arbeit ist es, die Geschehnisse in der Walt Disney Company (WDC) von Ende 2003 und Anfang 2004, welche im Aktionärsaufstand gegen das Management einen Höhepunkt fanden, anhand der Corporate Governance (CG) zu analysieren.

Das Interesse für diese Arbeit entstand aufgrund von diversen Bilanzskandalen in grossen und renommierten Unternehmen wie Enron und WorldCom und der damit verbundenden Thematisierung von CG in den Medien. So stand auch die WDC durch die *Machtakkumulation des Chief Executive Officers (CEO) Michael Eisner* in den Schlagzeilen. Doch setzten die Aktionäre mit einem Misstrauensvotum während einer Generalversammlung ein starkes Zeichen, als die Situation durch öffentliche Kritik von Roy Disney an Eisner zu eskalieren drohte. Dieses seltene Phänomen einer koordinierten Zusammenarbeit der normalerweise stark verstreuten Shareholder gilt es nun, genauer unter die Lupe zu nehmen.

Wir stellen in einem ersten Schritt die WDC und ihre Geschichte bis November 2003 vor.

In einem zweiten Schritt konzentrieren wir uns auf die Geschehnisse von Ende 2003 und Anfang 2004. Denn Ende des Jahres 2003 verliess Roy Disney den Verwaltungsrat und übte öffentlich Kritik am CEO und Chairman Michael Eisner aus. Wir untersuchen die Motivation von Roy Disney für diese Kampagne und beschreiben den daraus entstandenen Konflikt. Dazu betrachten wir die Ergebnisse der Generalversammlung im März 2004.

Als Abschluss analysieren wir anhand der Theorie zur CG den Aufstand der Shareholder bei der WDC und halten fest, inwiefern die Theorie die Vorkommnisse zu erklären vermag.

Ein Fazit fasst die wichtigsten Erkenntnisse zusammen.

2. Die Walt Disney Company

Das folgende Kapitel stellt die WDC vor und beschreibt deren Marktumfeld. Die Vorgeschichte von 1984 bis 2003 zeigt dabei Entwicklungen auf, welche später mitunter Gründe für den Aufstand der Aktionäre sind.

2.1 Eckdaten der Walt Disney Company

Die WDC wurde 1923 als kleines Cartoon Studio in Kansas City durch die Brüder Walt und Roy Disney sen. gegründet. Mit den Zeichentrickfilmen Pinocchio (1940), Cinderella (1950), Dschungelbuch (1967) und Lion King (1994) sowie diversen Fernsehserien und Kinofilmen entwickelte sich die WDC zu *einem der grössten Medienunternehmen der Welt*. Heute gliedert sich das Unternehmen in die vier Hauptdivisionen Studio Entertainment (Filme), Parks and Resorts (z. B. Disney-World in Florida), Consumer Products (Merchandising) und Media Networks (TV, Radio und Internet).¹ Der Marktwert aller Aktien beläuft sich im Mai 2005 auf rund 58.5 Milliarden USD.²

2.2 Vorgeschichte zur Fallstudie von 1984 bis 2003

♥ 1984 ist die Öffentlichkeit der Meinung, dass die Aktien im Verhältnis zu den im Besitz der Unternehmen befindlichen Anlagen stark unterbewertet seien. Zwei Corporate Raiders starten deshalb gemeinsam einen Übernahmever such. Mit der Einstellung von Michael Eisner (ehemaliger Chief Operating Officer [COO] von Paramount Pictures Corp.³) als CEO und Frank Wells als Chairman kann die Übernahme abgewendet werden. Die Ernennung dieser beiden geschieht auf Empfehlung des Verwaltungsrates, Hauptaktionärs und Mitglieds der Gründerfamilie *Roy Disney jun.*. Das neue Management-Team leitet umgehend neue Wege ein, um den Unternehmenswert zu steigern. Sie gründen mit dem Disney Channel ein eigenes Kabelfernsehprogramm.⁴

♥ 1986 ändert der Firmename von Walt Disney Productions zu *Walt Disney Company*.⁵

¹ Vgl. The Walt Disney Company (2005a).

² Die Börsenkaptalisierung ergibt sich aus dem Quotienten von Market Value of Equity 2004 und dem Stock Price 09.2004 (vgl. Fact Book [2004, S. 97]) multipliziert mit dem Kurs Ende Mai 2005.

³ Vgl. Academy of Achievement (2005).

⁴ Vgl. The Walt Disney Company (2005a).

⁵ Vgl. Columbia Journalism Review (2005).

- ♥ 1989 startet das Unternehmen die erfolgreiche Zusammenarbeit mit den Filmemachern George Lucas and Francis Coppola. Aus dieser Kooperation entstehen in Walt Disney World (Orlando/Florida) die zwei Hauptattraktionen Star Tours und Splash Mountains. Die *Erlebnisparks* werden zu einer wichtigen Einnahmequelle.⁶
- ♥ 1994 übernimmt die WDC das Unternehmen Miramax Films. Weitere *Übernahmen von ESPN und Capital Cities/ABC* folgen, wobei ABC zu dieser Zeit das grösste TV-Network in den USA ist. Der Kauf von ABC kostet die WDC rund 19 Milliarden USD und ist somit die zweitgrösste Übernahme in der amerikanischen Geschichte.⁷
- ♥ 1994 stirbt Frank Wells bei einem Helikopterabsturz. Aufgrund eines persönlichen Disputs bei der Nachfolgeregelung zwischen Michael Eisner und Jeffrey Katzenberg wird letzterer durch Eisner entlassen. Michael Eisner übernimmt neben dem CEO Posten auch noch das *Mandat als Chairman*. Katzenberg verklagt darauf hin die WDC, um seine noch ausstehenden Ansprüche geltend zu machen. Eisner steht so zum ersten Mal in den Negativschlagzeilen.⁸
- ♥ 1995 startet die WDC eine vertraglich vereinbarte, zehnjährige Zusammenarbeit mit *Pixar*. Der Vertrag regelt die Produktion von fünf Filmen, welcher der WDC als Distributor einen Umsatzanteil von 12.5 % garantiert. Die Zusammenarbeit bringt Erfolge wie *Toy Story*, *A Bugs Life*, *Toy Story 2*, *Finding Nemo* und *The Incredibles*.⁹
- ♥ 2000 wird *Robert Iger* (CEO ab September 2005¹⁰) zum Präsidenten der WDC und zum COO ernannt.¹¹
- ♥ 2003 übertrifft die WDC als erstes Studio die Drei-Milliardengrenze bei den Filmeinnahmen (z. B. mit *The Pirates of the Carribean*, *Finding Nemo*).¹²

⁶ Vgl. The Walt Disney Company (2005a).

⁷ Vgl. The Walt Disney Company (2005a).

⁸ Vgl. Academy of Achievement (2005).

⁹ Vgl. Pixar (2005).

¹⁰ Vgl. The Walt Disney Company (2005b).

¹¹ Vgl. Columbia Journalism Review (2005).

¹² Vgl. The Walt Disney Company (2003).

Michael Eisner hat es geschafft, das im 1984 kurz vor einer fremden Übernahme stehende Traditionsunternehmen umzustrukturieren und den Aktienwert von 1984 bis ca. ins Jahr 2001 um ein vielfaches zu erhöhen (Abbildung 1).

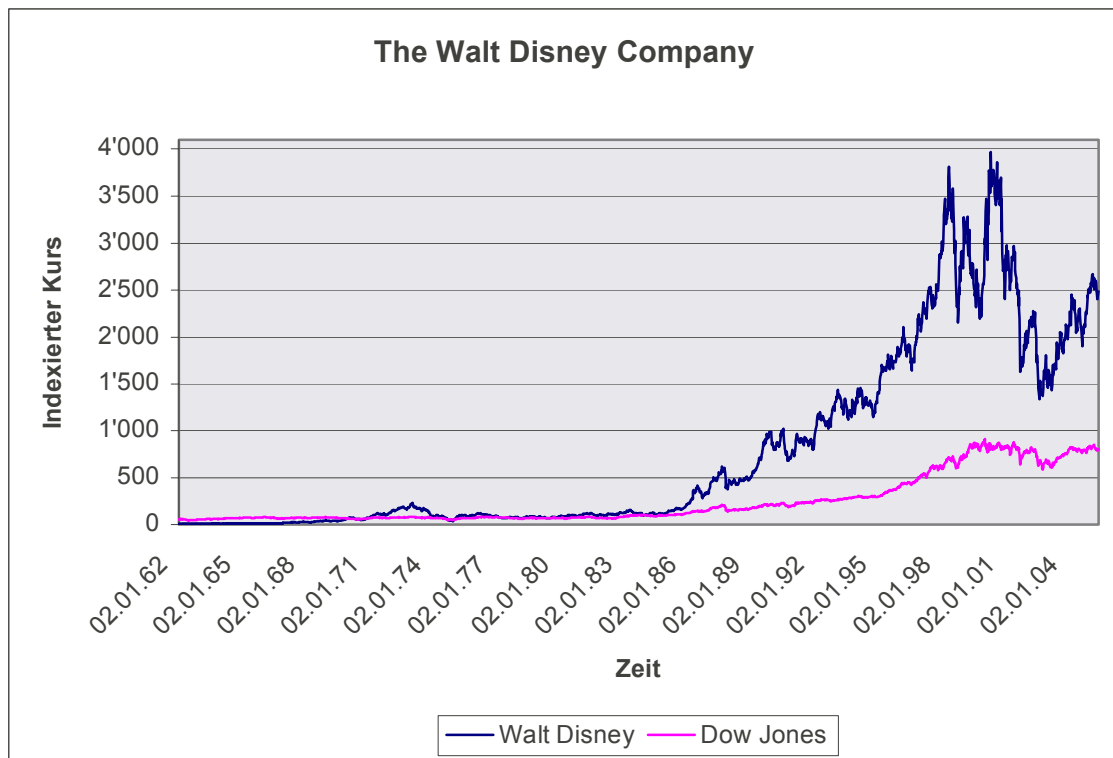


Abbildung 1: Aktienkurs der WDC ab 1962 verglichen mit dem Dow Jones Index dieser Zeit ¹³

Einher mit dieser Wertsteigerung geht aber auch eine *stetige Machtakkumulation Eisners* innerhalb des Unternehmens, welche sich am stärksten in seiner Personalunion von CEO und Chairman ab 1994 ausdrückt. Er stösst damit nicht nur bei seinen eigenen Mitarbeitern auf Abneigung, sondern wird auch immer mehr von den Medien mit kritischem Blick verfolgt.¹⁴

3. Fallstudie

In diesem Kapitel gehen wir der Frage nach, wie es zum Aufstand der Aktionäre kam und welche Auswirkungen er auf die WDC hatte. Dazu untersuchen wir zunächst die Motivation von Roy Disney, diesen Zusammenschluss der Aktionäre zu organisieren. Die Betrachtung

¹³ Darstellung der Verfasser gemäss Kursdaten DIS auf Yahoo! Finance (<http://finance.yahoo.com>). Die Werte sind splittbereinigt und per 1984 auf den Indexwert 100 normiert.

¹⁴ Vgl. Die Zeit (2002).

der Resultate der Generalversammlung vom März 2004 werden abschliessend Aufschluss geben, ob er seine Ziele erreicht hat.

3.1 Die Rolle von Roy Disney

Ende November 2003 verlassen das letzte Mitglieder der Gründerfamilie Disney sowie ein weiteres Ratsmitglied den Verwaltungsrat der WDC. Als Hauptgrund für ihren *Rücktritt* nennen Roy Disney¹⁵ und Stanley Gold die unterschiedliche Auffassung bezüglich Führungsstile und Strategieweise zwischen ihnen und Michael Eisner. Sie loben Eisner in offenen Briefen für die erfolgreiche Arbeit als Chairman und CEO bis 1994, kritisieren ihn aber wegen Führungsschwäche in jüngster Zeit.¹⁶

♥ *Ernsthafte Mängel in der Corporate Governance*

Gemäss Disney sind der Verwaltungsrat und das Management nicht unabhängig voneinander. V. a. in der Personalunion von Chairman und CEO Eisner sieht er Probleme. Die Tatsache, dass die Zeitschrift *Corporate Library* den Verwaltungsrat der WDC als eines der zehn schlechtesten Boards der rund 1,700 US-Aktiengesellschaften bezeichnet, stützt ihn in seiner Ansicht.¹⁷

♥ *Exzessive Managemententschädigungen*

Die rund 70 Millionen USD an Entschädigungsgelder für das Management in den Jahren 2001 bis 2003 betrachtet Disney als unangebracht, da das Unternehmen selbst in dieser Zeit mehr als 35 % an Nettoeinkommen eingebüsst hat.

♥ *Verlust von strategischem Fokus, Kreativität und Talent*

Gemäss Disney hat es Eisner verpasst, gezielte Investitionen in neue und bestehende Erlebnisparks zu tätigen. Ebenso erkannte Eisner das grosse Potential der neuen 3D-Filme nicht, mit welchen die WDC in Zusammenarbeit mit Pixar in vergangener Zeit grosse Erfolge erzielen konnte.

So fordern beide, dass Eisner zurücktritt und einem neuen, frischen Management Platz machen soll. Da dieser der Aufforderung nicht nachkommt, entschliessen sie sich, seine Wie-

¹⁵ Roy Disney wurde zudem zum Rücktritt gezwungen, weil er die Alterslimite überschritten hatte.

¹⁶ Vergleiche zu diesem Kapitel Savedisney (2003a), Savedisney (2003b) und Savedisney (2004a).

¹⁷ Vgl. *The Corporate Library* (2003).

derwahl an der nächsten Generalversammlung zu verhindern. Um dieses Ziel zu erreichen, gründen Disney und Gold mit *Savedisney.com* eine Internetplattform, wo sich gleichgesinnte Gross- und Kleinaktionäre zu einer Interessensgemeinschaft gegen Eisner zusammenschliessen können.

Als schliesslich Pixar Anfangs 2004 die Zusammenarbeit mit der WDC kündigt¹⁸ und auf ein Übernahmeangebot durch Comcast Corp. nicht eingegangen wird¹⁹, sieht Roy Disney die Zukunft der WDC erst recht in Gefahr. Er intensiviert deshalb die Suche nach Shareholderstimmen gegen Eisner und hält persönlich Vorträge an verschiedenen Institutionen in den ganzen USA. Nach eigenen Angaben gelingt es ihm, nahezu 87 % der jeweils anwesenden Aktienstimmen für sein Anliegen zu gewinnen.²⁰

3.2 Die Generalversammlung und ihre Resultate

Am 3. März 2004 treffen sich die Aktionäre der Walt Disney Company in Philadelphia zu ihrer jährlichen Generalversammlung. Nicht weniger als 11 Verwaltungsratsmitglieder stellen sich der Wiederwahl. Roy Disney kann als Kritiker der aktuellen Unternehmensstruktur und Unternehmensführung vier von ihnen nicht unterstützen und fordert deshalb öffentlich, folgende bisherigen Mitglieder *nicht wiederzuwählen*²¹:

- ♥ Michael Eisner: Schlechte Führung/schlechtes Management seit 1994
- ♥ George Mitchel: Schlechte Governance als „Presiding Director“
- ♥ John Bryson: Fehlende Unabhängigkeit
- ♥ Judith Estrin: Unterstützt zu hohe Managemententschädigungen

„This is without a doubt the most withholding of support for a CEO of a major company that I have ever seen. It’s really an expression of dissatisfaction.“²² Mit diesen Worten beschreibt ein Analyst im Anschluss an die Generalversammlung die Geschehnisse vor Ort. Schliesslich unterstützen nach angeregten Diskussionen nicht nur viele Kleinaktionäre die Anliegen Roy Disneys, sondern auch grössere Pensionskassen sprechen ihr *Misstrauen gegenüber Eisner* aus.²³ Die 41 % Stimmen gegen Eisner und die anderen Verwaltungsratsmitglieder reichen

¹⁸ Vgl. Isidore (2004a).

¹⁹ Vgl. Isidore (2004b).

²⁰ Vgl. La Monica (2004a).

²¹ Genaue Ausführungen zu den Gründen für eine Nicht-Wiederwahl finden sich bei Savedisney (2004b).

²² Kevin Calabrese (Analyst bei Argus Research), zitiert in La Monica (2004a).

²³ Vgl. La Monica (2004a).

zwar zur Abwahl nicht aus, setzen aber ein klares Zeichen, dass eine grosse Anzahl der Aktionäre mit der momentanen Unternehmensführung nicht einverstanden ist.²⁴

Eine direkte *Auswirkung auf die Strukturen* hat das geschlossene Auftreten der Aktionäre gegen die Unternehmensführung also nicht. Der Aktienkurs fällt jedoch bis Mitte 2004 auf einen Jahrestiefstwert (Abbildung 2), bevor er sich allmählich wieder erholt. Man kann die Aktion von Roy Disney dennoch als Erfolg bezeichnen, da die oben genannten, diversen Kritikpunkte thematisiert und diskutiert worden sind. Ebenso ist der Verwaltungsrat aufgrund des klaren Misstrauensvotums nun gefordert, Reformen einzuleiten und so mehr Transparenz zu schaffen.

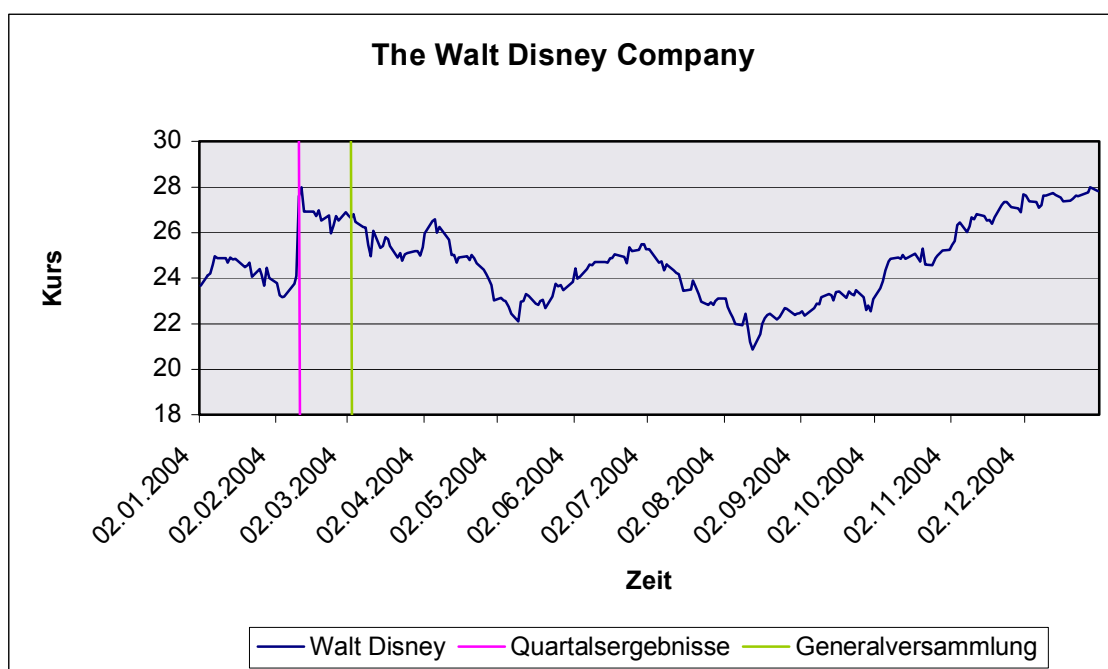


Abbildung 2: Kursentwicklung der WDC-Aktie im Jahr 2004²⁵

4. Analyse des Falles anhand von Corporate Governance

Hat die CG bei der WDC funktioniert? Um diese Frage zu beantworten, betrachten wir die beiden zentralen Prinzipal-Agent-Beziehungen innerhalb eines Unternehmens (Abbildung 3). Zuerst gehen wir auf die Beziehung zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung (P-A 2) und in einem zweiten Schritt auf diejenige zwischen den Aktionären und dem Verwaltungsrat (P-A 1) ein.

²⁴ Vgl. Byrd (2004).

²⁵ Darstellung der Verfasser gemäss Kursdaten DIS auf Yahoo! Finance (<http://finance.yahoo.com>).

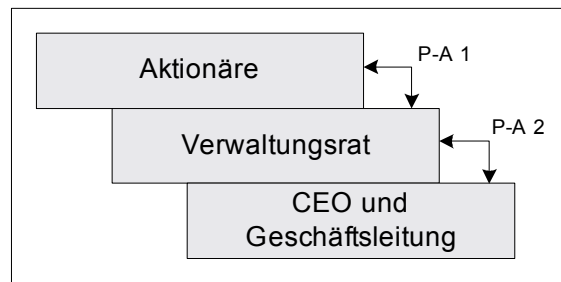


Abbildung 3: Prinzipal-Agent Beziehungen in einem Unternehmen²⁶

4.1 Kontrolle des CEO durch den Verwaltungsrat

Wie bei jeder Aktiengesellschaft, haben auch bei der WDC die Kapitalgeber die Kontrolle über das Unternehmen an den CEO delegiert. 1984 gingen die Aktionäre mit Michael Eisner eine *Prinzipal-Agent Beziehung*²⁷ ein und übergaben ihm die Entscheidungsrechte. Daraus resultierten Agency Probleme und Agency Kosten, die es zu beheben gilt. Eine funktionierende CG verhindert Agency Probleme.²⁸ Aber sie versagte und Geldentwendungen in Form von grosszügigen Honoraren konnten nicht verhindert werden. Wäre es die Aufgabe der Aktionäre gewesen, Eisner zu überwachen? Nein, denn die Aktionäre sind geplagt von dem Free-Rider Problem und zu wenig gut informiert, um die Entschädigung des Managers festlegen und überwachen zu können. Dies obliegt dem Verwaltungsrat, indem er die *Kontrollfunktion* in der CG übernimmt.²⁹ Doch Eisner gelang es, den Verwaltungsrat als Element der CG auszuschalten.

Seit 1984 erzielte Eisner eine ausgezeichnete Performance und bestätigte sich somit als *einzigartigen Manager* (siehe Kapitel 2.2). Dadurch stieg seine Verhandlungsmacht und die Unabhängigkeit des Verwaltungsrates nahm ab, wie es Hermalin und Weisbach (2003) in ihrem Modell vorhersagen.³⁰ 1994 versagte die CG zum ersten mal, als es Eisner gelang, den Posten als Chairman zu übernehmen und somit ein *Doppelmandat* zu führen. Der Verwaltungsrat hätte dies verhindern müssen, um seine Unabhängigkeit nicht weiter zu gefährden. Doch Eis-

²⁶ Nach Hermalin und Weisbach (2003), S.10. Die weiteren Prinzipal-Agent-Beziehungen auf tieferen Ebenen werden hier vernachlässigt.

²⁷ Vgl. Jensen und Meckling (1976), S. 308.

²⁸ Vgl. Denis und McConnell (2003), S. 1 f.

²⁹ Vgl. Hermalin und Weisbach (2003), S.10.

³⁰ Vgl. Hermalin und Weisbach (2003), S. 10 f.

ners Macht war bereits zu gross und jedes Mitglied hätte bei einer Konfrontation um seine Wiederwahl bangen müssen. So erging es Katzenberg 1994, der kurzerhand von Eisner entlassen wurde, weil er ebenfalls um den Posten als Chairman kämpfte. Die Aufgabe des Verwaltungsrates, den CEO anhand der Performance zu überwachen und nötigenfalls zu ersetzen, konnte nicht mehr wahrgenommen werden.

Bis 1994 war dies nicht weiter schlimm, da Eisner eine hervorragende Arbeit leistete. Doch nachdem seine Leistungen kontinuierlich abnahmen, die Managemententschädigungen dennoch stiegen und sein Führungsstil in Kritik geriet, hätte der Verwaltungsrat seine Unabhängigkeit benötigt, um Michael Eisner als CEO zu entlassen. Durch die Machtakkumulation Eisners jedoch konnte der Verwaltungsrat die Agency Probleme nicht verhindern und die CG versagte. Die letzten unglücklichen Jahre der WDC hätten verhindert werden können und der Aufstand der Aktionäre wäre nicht notwendig geworden.

4.2 Kontrolle des Verwaltungsrates durch die Aktionäre

Der Verwaltungsrat konnte seine Kontrollfunktion aufgrund der dominanten Position von Eisner nicht mehr wahrnehmen. Damit ist die Wahrung der Interessen der Aktionäre gegenüber der operativen Führung des Unternehmens nicht mehr sichergestellt. Die grundsätzlich einzige Eingriffsmöglichkeit des Aktionärs ins Unternehmen ist der Austausch seines Agenten, also des Verwaltungsrates³¹. Manche Autoren bestreiten aber, dass die Anteilseigner tatsächlich fähig sind, einen solchen Schritt durchzuführen³², da bei grossen Unternehmen die Aktien oft sehr breit gestreut sind. Somit sind die *Koordinationskosten* hoch und der Aufwand des einzelnen Aktionärs steht in einem schlechten Verhältnis zum Wert seiner Beteiligung.

Der Fall Disney zeigt, dass die Aktionäre sehr wohl fähig sind sich zu organisieren, einem mächtigen CEO und Chairman gegenüberzutreten und ihn zu einer Verhaltensänderung zu zwingen. Insbesondere die grossen Pensionskassen übten einen *beträchtlichen Druck* auf Eisner und den Verwaltungsrat aus. Dies führte zum Rücktritt von Eisner als Chairman im März 2004 und zur Ankündigung seines Rücktrittes als CEO auf September 2005. Offen bleibt aber die Frage, ob die Aktionäre auch ohne den grossen persönlichen Einsatz von Roy Disney und

³¹ Grossaktionäre können allerdings unter Umständen auch direkt durch Gespräche mit Verwaltungsrat und CEO Einfluss nehmen.

³² Vgl. Monks und Minow (2004), S. 115 f.

Stanley Gold zustande gekommen wäre. Sie handelten nicht nur aus finanziellen Interesse, sondern auch aus einer emotionalen Verbundenheit mit dem Unternehmen heraus.

Neben dem eigentlichen Aufstand der Aktionäre ist im Fall Disney ein zweites Instrument der CG zum Einsatz gekommen: der *Markt für Corporate Control*³³. Comcast war der Ansicht, dass mit den Ressourcen von Disney ein grösserer Wert geschaffen werden kann, als dies zum damaligen Zeitpunkt der Fall war. Deshalb machten sie ein Angebot mit einem 8% Aufschlag gegenüber dem Börsenpreis. Allerdings stand für Comcast bei der Übernahme wohl die Synergiewirkung von der WDC als Content-Provider für die eigenen Netzwerke im Vordergrund und der Zeitpunkt des Angebotes war lediglich wegen des relativ tiefen Aktienkurses so gewählt. Die Aktion war daher nicht in erster Linie gegen das Management gerichtet. Trotzdem erhöhte dieses Angebot den Druck auf das Disney-Management indem sich dieses bewusst wurde, dass bei anhaltender schlechter Performance und mangelhafter CG weitere Übernahmeveruche folgen würden.³⁴

4.3 Beurteilung der Corporate Governance

Bei der WDC hat die CG trotz der Machtakkumulation Eisners auf Stufe der Aktionäre gut funktioniert, jedoch nicht auf Stufe des Verwaltungsrates. Das Problem ist aber, dass die Aktionäre erst relativ spät und nach anhaltend schlechter Performance eingegriffen haben. Somit ist in der Zwischenzeit die Chance auf eine stärkere Erhöhung des Firmenwertes vergeben worden. Das späte Eingreifen lässt sich mit den hohen Agency- und Koordinationskosten für den einzelnen Aktionär erklären.

Die von der WDC nach der Generalversammlung im März 2004 ergriffenen Massnahmen zur Verbesserung der Corporate Governance, insbesondere der Rücktritt von Eisner als Chairman und die Ankündigung seines Rücktrittes per September 2005, werden von der Börse honoriert (vgl. Abbildung 2). Roy Disney kritisiert allerdings, dass sein designierter Nachfolger, der bisherige COO Robert Iger, Eisner sehr nahe steht.³⁵

³³ Vgl. Becht, Bolton und Röell (2002), S. 69.

³⁴ Vgl. La Monica (2004b).

³⁵ Vgl. Savedisney (2005).

5. Fazit

Die WDC gehört zu einer der *grössten Aktiengesellschaften der USA*. Es ist eine Herausforderung, bei dieser Grösse den heterogenen Bedürfnissen der einzelnen Anspruchsgruppen gerecht zu werden. Eine *funktionierende CG* stellt Instrumente zur Erreichung dieses Ziels bereit. Sie schafft die nötige Transparenz, damit die Anspruchsgruppen ihre persönlichen Bedürfnisse mit den Zielen des Unternehmens abstimmen und bei Bedarf eingreifen können.

Wir haben aufgezeigt, dass die CG bei der WDC in den 90er-Jahren nicht funktionierte. Durch die überdurchschnittlich gute Unternehmensperformance erhielt die Meinung des CEOs Michael Eisner immer mehr Gewicht bei täglichen Entscheidungen. Als er ab 1994 zusätzlich noch den Posten als Chairman inne hatte, ist die *Unabhängigkeit des Verwaltungsrates* vom Management nicht mehr gegeben. Der Verwaltungsrat kann so die Kontrollaufgabe als Prinzipal gegenüber dem Management nicht mehr effizient wahrnehmen (siehe Beziehung P-A 2 in Abbildung 3). Da sich in folgender Zeit niemand an dieser Tatsache störte, baute Eisner seine Position an der Unternehmensspitze aus, genehmigte sich hohe Entschädigungen und traf umstrittene Entscheidungen.

Weiter konnten wir aber feststellen, dass in der ersten Hälfte des Jahres 2004 sich grossen *Widerstand* gegen die aktuelle Unternehmensführung und ihre Entscheidungen anbahnte. Die designierten Verwaltungsräte Roy Disney und Stanley Gold vereinigten zahlreiche Aktionäre, um bei der kommenden Generalversammlung die Wiederwahl einiger Verwaltungsräte zu verhindern. Sie nehmen ihre Kontrollaufgabe als Prinzipal wahr (siehe Beziehung P-A 1 in Abbildung 3) und fordern von ihren Agenten klare Reformen. Die CG funktionierte schliesslich doch.

Es ist demnach wichtig, dass die CG unabhängig der Zeit und der Leistung eines Unternehmens von allen beteiligten Parteien ausgeübt werden muss. Wir sehen darin für die Zukunft die grosse Chance für Unternehmen, *Transparenz und Vertrauen* zu schaffen, um so den Firmenwert nachhaltig steigern zu können.

Literaturverzeichnis

Academy of Achievement, 2005. Michael D. Eisner biography -- Academy of achievement, www.achievement.org/autodoc/page/eis0bio-1, 24. Mai.

Becht, M., Bolton, P., Röell, A., 2003. Corporate governance and control. In: Constantinides, G., Harris, M., Stulz, R. (Eds.), *The handbook of the economics of finance*, Elsevier North-Holland, Amsterdam.

Byrd, A., 2004. Disney: Notes from the front line. www.fool.com/news/commentary/2004/commentary040304ab.htm, 24. Mai.

Columbia Journalism Review, 2005. Who owns what: The Walt Disney Company corporate timeline, www.cjr.org/tools/owners/disney-timeline.asp, 24. Mai.

Denis, D. K., McConnell, J. J., 2003. International corporate governance. ECGI Finance Working Paper No. 05/2003.

Die Zeit, 2002. Die Zeit – Media: Ein Drehbuch ohne Happy End, zeus.zeit.de/text/2002/36/200236_disney_aol_xml, 30. Mai.

Fact Book, 2004. The Walt Disney Fact Book, corporate.disney.go.com/investors/fact_books/2004/disney_fb04.pdf, 30. Mai.

Hermalin, B. E., Weisbach, M. S., 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature, *Economic Policy Review* 9, 7-26.

Isidore, Ch., 2004a. Disney could gain from Pixar loss. money.cnn.com/2004/01/30/technology/disney_without_pixar/index.htm, 24. Mai.

Isidore, Ch., 2004b. Comcast: Disney now too costly. money.cnn.com/2004/02/17/news/companies/comcast_disney/index.htm, 24. Mai.

Jensen, M. C., Meckling, W. H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

- La Monica, P. R., 2004a. Eisner out as Disney chair.
money.cnn.com/2004/03/03/news/companies/disney/index.htm, 24. Mai.
- La Monica, P. R., 2004b. Comcast bids for Disney.
money.cnn.com/2004/02/11/news/companies/comcast_disney/index.htm, 30. Mai.
- Monks, R. A. G., Minow, N., 2004. Corporate Governance. Blackwell Publishing, Malden.
- Pixar, 2005. Articles - Pixar – Wikipedia, www.healwater.com/articles/Pixar, 24. Mai.
- Savedisney, 2003a. SaveDisney.com - Letter: Roy E. Disney's letter of resignation from the Walt Disney Company, www.savedisney.com/letters/red_resign_letter.asp, 24. Mai.
- Savedisney, 2003b. SaveDisney.com - Letter: Stanley Gold's letter of resignation from the Walt Disney Company, www.savedisney.com/letters/spg_resign_letter.asp, 24. Mai.
- Savedisney, 2004a. SaveDisney.com - Vote no on the re-election of Eisner, Mitchell, Estrin, and Bryson, www.savedisney.com/letters/just_say_no.asp, 24. Mai.
- Savedisney, 2004b. SaveDisney.com - Please exercise your right to vote,
www.savedisney.com/business/letter030104.1.asp, 1. Juni.
- Savedisney, 2005. SaveDisney - Roy Disney and Stanley Gold on Disney Earnings - Do the Math: Growth is Over for 2004, www.savedisney.com/news/press_release031305.1.asp, 30. Mai.
- The Corporate Library, 2003. Press release,
www.thecorporatelibrary.net/products/ratings_press_release.html, 24. Mai.
- The Walt Disney Company, 2003. History of the Walt Disney Company,
www.moultoncommerce.com/disney/pdfs/Disney_History03.pdf, 24. Mai.
- The Walt Disney Company, 2005a. The Walt Disney Company - Company history,
corporate.disney.go.com/corporate/complete_history_4.html, 24. Mai.
- The Walt Disney Company, 2005b. The Walt Disney Company - Corporate press releases - March 13, 2005, corporate.disney.go.com/news/corporate/2005/2005_0313_iger_ceo.html, 27. Mai.