



Università
della
Svizzera
italiana

swiss:finance:institute

Univ.-Prof. Dr. Eric Nowak

Direktor des Swiss Finance Institute Lugano

Università della Svizzera italiana, Lugano, Schweiz

Fellow, Center for Financial Studies, Frankfurt am Main

2. März 2020

**Stellungnahme zum Gesetzentwurf der Fraktion der AfD
Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes – Persönliche
Vorstandshaftung mit Managergehältern bei pflichtwidrigem Fehlverhalten
für die öffentliche Anhörung im Rechtsausschuss des Deutschen Bundestags
am 2. März 2020**

I. Schlussfolgerungen der Stellungnahme

Der Antrag thematisiert eine Regelungslücke des Aktienrechts, die der Gesetzgeber schließen sollte, ist in seiner jetzigen Form jedoch abzulehnen.

Ziel des Antrags (S. 1) ist die Verbesserung der „effektiven Handlungssanktionen bei schweren Pflichtverletzungen von Managern“. Der Antrag thematisiert somit ein wichtiges Problem, nämlich die unzureichenden Anreize für Aktionäre, Schadenersatzansprüche gegen schwere Pflichtverletzungen der Vorstände ihrer Gesellschaften Haftungsansprüche geltend zu machen. Zutreffend wird auf die asymmetrische Situation hingewiesen, dass Aktionäre, die im eigenen Namen Haftungsansprüche gegen den Vorstand geltend machen, zwar allein das Risiko der nicht unerheblichen Kosten der Rechtsverfolgung (Gerichts- und Anwaltskosten) tragen müssen, im Erfolgsfall der Klage aber nicht an den Zahlungen der beklagten Vorstände partizipieren, da diese sämtlich an die Gesellschaft fließen.

Eine funktionierende Organhaftung in Aktiengesellschaften ist wichtig für gute Unternehmensführung und den Anlegerschutz. Dabei steht weniger der Schadensausgleich als vielmehr die Schadensprävention im Vordergrund. Nach einer viel zitierten Studie von La Porta e al. (2006) ist die Möglichkeit, die Organe unmittelbar gegenüber den Aktionären haften zu lassen, sogar der effizienteste Weg, um den Kapitalmarkt vor Fehlverhalten durch Manager zu schützen.

Die vorgeschlagene Lösung, „die Aktionäre, die sich am Klagezulassungsverfahren beteiligen, für ihr Engagement zu belohnen, indem sie im Erfolgsfall der Klage zu einem bestimmten Prozentsatz [5%] an den Einnahmen beteiligt werden, die der Gesellschaft durch Zahlungen der beklagten Vorstände bzw. Aufsichtsratsmitglieder zufließen“, wäre zwar potentiell geeignet, die beschriebene Asymmetrie zu beseitigen. Jedoch ist die vorgeschlagene Belohnung in Höhe von „5 Prozent des Betrages, den die Gesellschaft nach Abzug der ihr entstandenen Kosten infolge der Klage oder eines zur Erledigung der Klage geschlossenen Vergleichs erlangt hat“,

ein überproportionaler Anreiz, der trotz Klagezulassungsverfahren zu einer Vielzahl von angestregten Klagen führen könnte. Der gewählte Wert von 5 Prozent ist nicht theoretisch begründbar, sondern arbiträr und steht dem Prinzip der Proportionalität gleicher Cashflow-Rechte je Aktie entgegen. In der Folge könnte eine solche Regelung mehr der anwaltlichen Beratungsindustrie als den Aktionären nützen.

Eine bessere Möglichkeit, um die asymmetrischen Anreizmängel für klagende Aktionäre zu beseitigen, wäre es, das hohe Kostenrisiko abzumildern. Die Kosten sollten dazu auf einen niedrigen Maximalstreitwert oder Regelstreitwert in Höhe von EUR 100'000 begrenzt werden. Im Erfolgsfall, wenn der Klage stattgegeben oder ein Vergleich geschlossen wird, sollten den Klägern hingegen dieselben hohen Honoraransätze erstattet werden wie es den durchschnittlichen Kosten der Rechtsberatung der Gesellschaften der von Ihnen beklagten Organe entspricht. Mit einer solchen Regelung würde auch „Waffengleichheit“ zwischen den hoch bezahlten Vorständen und den gegen sie klagenden Aktionären hergestellt.

Sinnvoll ist die vorgeschlagene Erweiterung des § 148 Absatz 1 Nummer 3 AktG auf alle Fälle der pflichtwidrigen Schadensverursachung durch Organmitglieder, da „Unredlichkeit“ oder „grobe“ Pflichtverletzung unangemessen einschränkend sind.

Ebenfalls sinnvoll ist der Vorschlag, das notwendige Quorum der klagewilligen Aktionäre abzusenken. Wichtiger wäre aber der Wegfall der übermäßig einschränkenden Klagevoraussetzung, dass die Aktionäre die Aktien vor dem Zeitpunkt erworben haben müssen, in dem sie oder im Falle der Gesamtrechtsnachfolge ihre Rechtsvorgänger von den behaupteten Pflichtverstößen oder dem behaupteten Schaden auf Grund einer Veröffentlichung Kenntnis erlangen mussten (§ 148 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 AktG). Da die klagewilligen Aktionäre im Sinne aller Aktionäre und der Gesellschaft selbst agieren, sollte diese Bedingung wegfallen.

II. Relevante Erkenntnisse aus der ökonomischen Forschung

Im internationalen Vergleich ist der deutsche Aktienmarkt unterentwickelt. Seit der ersten Studie der Harvard Universität (Djankov et al. 2008) zeigt auch der aktuelle Doing Business 2020 Report der Weltbank, dass der Schutz von Minderheitsaktionären in Deutschland im internationalen Vergleich noch immer unzureichend ist. In fast allen Kategorien liegt Deutschland unter dem Durchschnitt als eines der Schlusslichter der OECD. Der deutsche Kapitalmarkt weist aufgrund des nicht hinreichend gewährleisteten Schutzes von Minderheitsaktionären eine nur geringe Marktkapitalisierung, zu wenig an der Börse gelistete Firmen, zu wenige Neuemissionen relativ zum BIP und eine ungesund hohe Eigentümerkonzentration auf. Die relativ kleine Zahl feindlicher Übernahmen, eine geringe Zahl von Managementwechseln nach schlechter Performance und spektakuläre Unternehmenskrisen sind weitere Hinweise für einen unterentwickelten Aktienmarkt und ein ineffizientes Corporate-Governance-System (Nowak et al. 2020).

Grundsätzlich muss sich der Gesetzgeber entscheiden, ob er die aktive Rolle von Aktionären bei der Kontrolle der Verwaltungen deutscher Aktiengesellschaften fördern will, oder ob der Staat selbst diese notwendige Kontrollfunktion übernehmen soll. Die ökonomische Evidenz spricht dafür, dass (insbesondere institutionelle)

Aktionäre diese Funktion sehr gut und oft sehr viel besser wahrnehmen können als der Staat selbst durch die BaFin oder andere Instanzen (Nowak et al. 2017).

Wie schon Nowak und Petersen im Jahr 2005 konstatiert haben, ist es „eine Selbstverständlichkeit, dass jede unternehmerische Tätigkeit mit dem Risiko von falschen Markteinschätzungen verbunden ist. Dies nehmen die Aktionäre auch bewusst in Kauf, wenn sie sich an Unternehmen beteiligen. Was sie aber von jedem ihrer Angestellten erwarten, ist ein sorgfältiges Abwägen der Situation, dies gilt sowohl für den Vorstand, wie auch für jeden Angestellten. Grundsätzlich handelt es sich dabei um eine Selbstverständlichkeit. Da es sich um eine solche Selbstverständlichkeit handelt, haben solche Fälle bisher auch so gut wie nie die Gerichte beschäftigt und zwar selbst bei solchen (nicht börsennotierten) Gesellschaften nicht, bei denen es durchaus Großaktionäre gab, die schon nach dem heute geltenden Recht hätten klagen können. Bisher hat man in der Praxis immer mit den Vorgaben gearbeitet, die der Bundesgerichtshof in der ARAG/Garmenbeck-Entscheidung aufgestellt hat. Es geht bei allen diesen Dingen letztlich um die Frage, wann das unternehmerische Ermessen überschritten wird.“

Als alternative Lösungsmöglichkeit abzulehnen sind „freiwillige“ Regelungen über den Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK). Empirische Studien von Nowak et al. (2016) zeigen eindeutig, dass der DCGK keine Wirkung entfaltet, insbesondere dann nicht, wenn es darum geht, Vorstände und Aufsichtsräte dazu zu bewegen, für sie unangenehme Maßnahmen durchzuführen. Exemplarisch hat sich dies gezeigt bei der Offenlegung der individuellen Vorstandsvergütung, welche bekanntermaßen mangels Mitwirkung der Emittenten dann durch den Gesetzgeber erzwungen werden musste (VorstOG). Ein anderes Beispiel waren die bei den Organen unpopulären Selbstbehalte bei den Director & Officers (D&O)-Versicherungen, die aus ökonomischer Sicht aber sinnvoll sind. Der DCGK ist empirisch eindeutig unwirksam und eigentlich obsolet; ihn für schärfere Regelungen zur Vergütung und anstelle der persönlichen Haftung von Managern verwenden zu wollen, wäre nicht erfolgversprechend.

Literatur

Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, The Law and Economics of Self-Dealing, Journal of Financial Economics, Vol. 88 (3): 2008, 430-465.

La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Andrei Shleifer: What works in Securities Laws, Journal of Finance 61, 2006, 1-32.

Nowak, Eric, Kenneth A. Kim, John Nofsinger, Corporate Governance, 4. Auflage, Singapore: World Scientific, erscheint 2020.

Nowak, Eric, Ettore Croci, Olaf Ehrhardt, Minority Squeeze-out Regulation and Post-Deal Litigation, Managerial Finance, 2017, Vol. 43 (1), 95-123.

Nowak, Eric, Till Mahr, Roland Rott, The (Ir)relevance of Disclosure of Compliance with Corporate Governance Codes, Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE), 2017, Vol. 38, 476–497.

Nowak, Eric, Der Schutz von Minderheitsaktionären in Deutschland ist im internationalen Vergleich nicht wettbewerbsfähig, Die Aktiengesellschaft (AG-Report), Vol. 51, 16/2006, R378-380.

Nowak, Eric, Investor protection and capital market regulation in Germany, in: Krahen, Jan P. and Reinhard H. Schmidt (Eds.): The German Financial System, Oxford/New York: Oxford University Press, 2004, 425-449.

Nowak, Eric, Harald Petersen, Grenzüberschreitung in der Politikberatung - Lobbying und das Outsourcing von Gesetzgebungsarbeiten als Hemmnis wider besseren Anlegerschutz, in: Jens, Uwe and Hajo Romahn (Eds.): Glanz und Elend der Politikberatung, Marburg: Metropolis-Verlag, 2005, 107-125.

World Bank, Doing Business Report 2020, <https://www.doingbusiness.org/>, abgerufen am 29. Februar 2020.