

Diversifikation und Corporate Governance

Working Paper

Stand: 19.12.2018

Dr. Christoph Andreas Weber
Wiss. Mitarbeiter am Lehrstuhl für
Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht
(Prof. Dr. Mathias Habersack)
Ludwig-Maximilians-Universität München

Benedict Kebekus
Wiss. Mitarbeiter am
Lehrstuhl für Zivilprozess-
und Allgemeines Prozessrecht
(Prof. Dr. Reinhard Bork)
Universität Hamburg

I. Einleitung

Das Anliegen dieses Arbeitspapiers liegt darin, die zahlreichen Verbindungslinien zwischen dem kapitalmarkttheoretischen Phänomen der diversifizierten Geldanlage in Wertpapieren und dem Aktienrecht sowie der Corporate Governance der Aktiengesellschaft darzustellen.

II. Die moderne Portfoliotheorie als Hintergrund

Die auf *Markowitz* zurückgehende moderne Portfoliotheorie legt der Diversifikation von Geldanlagen entscheidende Bedeutung bei. Nach ihr kann ein Anleger das Risiko seiner Anlagen senken, ohne zugleich eine geringere Rendite hinnehmen zu müssen, indem diversifiziert, also anstelle einzelner oder stark miteinander korrelierter Wertpapiere eine hinreichend große Zahl in ihrer Wertentwicklung möglichst gering (oder sogar negativ) korrelierter Kapitalmarkttitel hält. Im Idealfall kann er das sog. unsystematische, einzelnen Aktien spezifisch anhaftende Risiko durch Diversifikation sogar vollständig eliminieren, so dass die Wertentwicklung seines Portfolios nur noch dem sog. systematischen Risiko des Gesamtmarktes unterliegt.¹

Der modernen Portfoliotheorie liegt eine Reihe von Prämissen zugrunde. Dies gilt zunächst für die als Kapitalmarkteffizienzhypothese in ihrer halbstrengen Form bezeichnete Annahme, dass alle öffentlich verfügbaren Informationen bereits in den Kurs eines am Kapitalmarkt gehandelten Wertpapiers eingepreist sind.² Hinzukommen die Rationalitätsannahme³ und die Prämisse, dass der Anleger an sich risikoavers ist, so dass der risikosenkende Effekt der Diversifizierung seinen Präferenzen entspricht.⁴ Wenngleich diese Prämissen nicht unproblematisch sind und zweifellos nicht in jeder Hinsicht zutreffen, bilden die moderne Portfoliotheorie und die auf ihr aufbauenden Ansätze einen brauchbaren gedanklichen Rahmen zur Analyse der hier interessierenden Zusammenhänge zwischen Risiko und Rendite.⁵

III. Risikoteilung zur Erleichterung der unternehmerischen Tätigkeit

Für die Corporate Governance der Aktiengesellschaft von besonderem Interesse ist die von der modernen Portfoliotheorie herausgestellte Möglichkeit, das unsystematische Risiko einzelner

¹ Grundlegend *Markowitz*, 7 J. Fin. 77 (1952); zusammenfassend *Brealey/Myers/Allen*, 196-218.

² *Fama*, 25 J. Fin. 383 (1970); *Brealey/Myers/Allen*, 340-61.

³ Dazu *Schäfer/Ott*, 95 ff. An dieser Stelle setzt die unter dem Stichwort *behavioral finance* diskutierte Kritik ein, die darauf verweist, dass Anleger u.a. ihre Fähigkeiten systematisch überschätzen, Wahrscheinlichkeiten nicht zutreffend einzuschätzen und zu deuten vermögen und die Bewertung von Kursbewegungen davon abhängig machen, ob es sich um Gewinne oder Verluste handelt, dazu *Brealey/Myers/Allen*, 355; grundlegend zu einigen der Effekte *Kahneman/Tversky*, 47 *Econometrica* 263 (1979).

⁴ *Markowitz*, 7 J. Fin. 77 (1952); *Brealey/Myers/Allen*, 217.

⁵ *Brealey/Myers/Allen*, 223; vgl. allgemein auch *Schäfer/Ott*, 102: Aus ökonomischer Sicht kommt es primär darauf an, inwieweit eine Theorie die Realität erklären kann und weniger darauf, zu welchem Grad die zugrunde liegenden Prämissen der Realität entsprechen.

Wertpapiere durch Diversifikation zu eliminieren: Der Aktionär kann sich gegen das Risiko selbst spektakulärer unternehmerischer Fehlentscheidungen des Vorstands einer einzelnen Gesellschaft immunisieren, indem er ein diversifiziertes Portfolio hält. In diesem Fall steht er unternehmerischen Entscheidungen in einzelnen Aktiengesellschaften risikoneutral gegenüber, obwohl er in Bezug auf sein Gesamtportfolio und sein Privatvermögen durchaus risikoavers ist.⁶ Ein Vorzug der börsennotierten Aktiengesellschaft liegt darin, dass sie die besondere Risikotragfähigkeit diversifiziert investierender Aktionäre (die noch dazu über die Börse ihr Risiko jederzeit anpassen können) für die unternehmerische Tätigkeit nutzbar macht.⁷ Dies ist – namentlich im Vergleich zu den durch Selbstorganschaft und persönliche Haftung wenigstens einiger Gesellschafter gekennzeichneten Rechtsformen – die positive Seite der viel beschriebenen Trennung von (Aktien-) Eigentum und Kontrolle, mit der bekanntlich aber auch der Prinzipal-Agent-Konflikt einhergeht.⁸

IV. Diversifizierung und korporative Haftungsbeschränkung

Darüber hinaus liefert der Gedanke, die Risikodiversifizierung zu erleichtern und damit die Risikotragfähigkeit der Gesellschafter zu verbessern, aus rechtsökonomischer Sicht eine wesentliche Rechtfertigung der Haftungsbeschränkung zugunsten der Gesellschafter.⁹ – Man stelle sich vor, welches Risiko mit der Mitgliedschaft in mehreren hundert offenen Handelsgesellschaften einherginge! Das Beispiel verdeutlicht zugleich den Zusammenhang zwischen Diversifizierung, passivem Aktionärsverhalten und der gesellschaftsrechtlichen Haftungsbeschränkung.¹⁰

V. Diversifizierung und Business Judgment Rule

Weil der Aktionär nach der modernen Portfoliotheorie unternehmensspezifische Risiken durch Diversifikation eliminieren kann, ist es ihm möglich, unternehmerische Entscheidungen in einzelnen zu seinem Portfolio gehörenden Gesellschaften risikoneutral zu bewerten.¹¹ Wer

⁶ *Easterbrook/Fischel*, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 641 (1985); *dies.*, The Economic Structure of Corporate Law, 340; *Brealey/Myers/Allen*, 196-206, 241-255; *Jungmann*, NZI 2009, 80, 82.

⁷ *Easterbrook/Fischel*, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 640-41 (1985) („The public corporation as an institution is designed to move risk away from managers and toward investors. The equity investors are purchasing risk; in exchange they obtain the residual returns of the venture. They have a comparative advantage as risk bearers because they can hold stock in many different firms at once“.); vgl. auch *dies.*, The Economic Structure of Corporate Law, 11, 42-44, 340.

⁸ *Manne*, 53 Va. L. Rev. 259, 260-61 (1967); *Easterbrook/Fischel*, 52 U. Chi. L. Rev. 89, 93-95 (1985); vgl. aus deutscher Sicht *Klöhn*, AcP 216 (2016), 282, 296 ff.

⁹ *Manne*, 53 Va. L. Rev. 259, 262 (1967); *Easterbrook/Fischel*, 52 U. Chi. L. Rev. 89, 94-95 (1985); *dies.*, The Economic Structure of Corporate Law, 11, 43.

¹⁰ Vgl. *Easterbrook/Fischel*, 52 U. Chi. L. Rev. 89, 93-95 (1985); ferner Sicht *Klöhn*, AcP 216 (2016), 282, 296 ff.

¹¹ *Gagliardi v. Trifoods Int'l Inc.*, 683 A.2d 1049, 1052 (Del. Ch. 1996); *Easterbrook/Fischel*, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 641 (1985); *dies.*, The Economic Structure of Corporate Law, 340; *Jungmann*, NZI 2009, 80, 82; vgl. auch *Wagner*, ZHR 178 (2014), 227, 253 f.

beispielsweise über Fonds an hunderten oder gar tausenden von Gesellschaften beteiligt ist, wird wegen der Insolvenz einer einzelnen Unternehmung kaum schlaflose Nächte verbringen. Demgegenüber attestiert die orthodoxe rechtsökonomische Literatur den Vorstandsmitgliedern eine vergleichsweise risikoaverse Haltung, weil sie ihr „Humankapital“ nicht auf eine größere Zahl von Gesellschaften verteilen können und beispielsweise die Aussicht, wegen Erfolglosigkeit abgelöst zu werden oder gar mit der Gesellschaft „Schiffbruch“ zu erleiden, durchaus geeignet ist, sie um den Schlaf zu bringen.¹² Auch den Arbeitnehmern der Gesellschaft und vielen ihrer Gläubiger und ihrer sonstigen externen Stakeholder kann typischerweise eine eher defensive Risikoeinstellung unterstellt werden.¹³

Die beschriebene Interessendivergenz zwischen diversifiziert anlegenden Aktionären und Geschäftsleitern im Hinblick auf das Eingehen von Risiken verschärft sich, wenn die Organwalter dem spürbaren Risiko ausgesetzt sind, wegen eines Verhaltens persönlich in die Haftung genommen zu werden, dessen Pflichtwidrigkeit nicht so evident ist, dass sie sich bei subjektiv aufrichtigem Verhalten ohne Weiteres sicher vermeiden lässt.¹⁴ Die z.T. existenzbedrohende Höhe zu ersetzenden Schadens, das Risiko, infolge des sog. Rückschaufehlers auf Seiten der Gerichte oder – dies ist aus deutscher Sicht zu ergänzen – infolge der Beweislastumkehr des § 93 Abs. 2 S. 2 AktG materiell zu Unrecht zum Schadensersatz verurteilt zu werden, tun ein Übriges.¹⁵

Indem die – hierzulande bekanntlich in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG normierte – Business Judgment Rule das Haftungsrisiko der Organwalter vermindert, dämpft sie deren Anreiz, im Widerspruch zu den Interessen diversifiziert anlegender Aktionäre risikoavers zu agieren.¹⁶ Diesem Fehlreiz lässt sich zwar auch durch anreizorientierte Vergütung und durch eine D&O-Versicherung

¹² *Easterbrook/Fischel*, 52 U. Chi. L. Rev. 611, 641 (1985); *dies.*, The Economic Structure of Corporate Law, 99 f., 340; *Jungmann*, NZI 2009, 80, 82; *Wagner*, ZHR 178 (2014), 227, 253 f.; vgl. auch *Spindler*, AG 2013, 889, 890, 903.

¹³ *Jungmann*, NZI 2009, 80, 83 ff. mit Hinweis, dass die Arbeitnehmer allerdings auch riskante Entscheidungen befürworten können, die die Chance mit sich bringen, Arbeitsplätze zu erhalten.

¹⁴ Vgl. *Gagliardi v. Trifoods Int'l Inc.*, 683 A.2d 1049, 1052 (Del. Ch. 1996) („Obviously, it is in the shareholders' economic interest to offer sufficient protection to directors from liability for negligence, etc., to allow directors to conclude that, as a practical matter, there is no risk that, if they act in good faith and meet minimal proceduralist standards of attention, they can face liability as a result of a business loss“); *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, 98 ff.; ferner *Spindler*, AG 2013, 889, 903.

¹⁵ Zum Rückschaufehler *Fischhoff/Beyth*, 13 *Organizational Behavior & Human Performance* 1 (1975); *Fleischer*, FS Wiedemann, 827, 832; zur Beweislastumkehr *Foerster*, ZHR 176 (2012), 221; *Meckbach*, NZG 2015, 580; zur Schadenshöhe *Wagner*, ZHR 178 (2014), 227, 277.

¹⁶ Aus US-amerikanischer Sicht *Gagliardi v. Trifoods Int'l Inc.*, 683 A.2d 1049, 1052 (Del. Ch. 1996); vgl. auch *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, 99-100; aus deutscher Sicht etwa *Jungmann*, NZI 2009, 80, 81 ff.

begegnen.¹⁷ Allerdings stellt sich hier die Frage nach den relativen Kosten dieser Lösungen im Vergleich zu einer wirksamen Begrenzung der Organhaftung durch eine nicht zu engherzig gehandhabte Business Judgment Rule: Schließlich deckt die D&O-Versicherung (zumindest ganz überwiegend) unternehmensspezifische Risiken ab, denen ein Aktionär mit diversifiziertem Portfolio konzeptionell ohnehin nicht ausgesetzt ist, während die Diversifizierung nicht davor schützt, dass in (ggf.: nahezu) allen zum Portfolio gehörenden Gesellschaften Versicherungsprämien anfallen.¹⁸

VI. Fazit

Die Folgen der Anteilsdiversifizierung spielen eine wichtige Rolle in der ökonomischen Analyse des Aktienrechts. Verbindungslinien lassen sich namentlich ziehen zur Risikotragfähigkeit und den Risikopräferenzen der Aktionäre, zu deren rationaler Apathie und dem Prinzipal-Agent-Konflikt, zur gesellschaftsrechtlichen Haftungsbeschränkung, zur Organhaftung, zur anreizorientierten Vergütung und zur D&O-Versicherung, wenngleich die genannten Phänomene damit selbstredend nicht vollständig beschrieben sind. So kommen (z.B.) bekanntlich nicht nur die Aktionäre börsennotierter Aktiengesellschaften in den Genuss der gesellschaftsrechtlichen Haftungsbeschränkung.

¹⁷ Vgl. *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 100 sowie *Tröger*, ZHR 179 (2015), 453, 460 Fn. 36.

¹⁸ Vgl. *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 100; *Coffee*, 52 *Geo. Wash. L. Rev.* 789, 805 (1984); *Heyers*, WM 2016, 581, 585 f.

Literaturverzeichnis

- Brealey, Richard A.;
Myers, Stewart C.;
Allen, Franklin Principles of Corporate Finance, New York, 10. Aufl. 2011
- Coffee, John C. Litigation and Corporate Governance: An Essay on Steering between Scylla and Charybdis, 52 Geo. Wash. L. Rev. 789 (1984)
- Easterbrook, Frank H.
Fischel, Daniel R. Optimal Damages in Securities Cases, 52 U. Chi. L. Rev. 611 (1985)
- Easterbrook, Frank H.
Fischel, Daniel R. The Economic Structure of Corporate Law, Cambridge, Mass., 1991
- Easterbrook, Frank H.
Fischel, Daniel R. Limited Liability and the Corporation, 52 U. Chi. L. Rev. 89 (1985)
- Fama, Eugene Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 J. Fin. 383 (1970)
- Fischhoff, Baruch
Beyth, Ruth "I knew it Would Happen". Remembered Probabilities of Once-Future Things, 13 Organizational Behavior & Human Performance 1 (1975)
- Fleischer, Holger Die "Business Judgment Rule" im Spiegel von Rechtsvergleichung und Rechtsökonomie, in: Festschrift Wiedemann, 2002, 827
- Foerster, Max Beweislastverteilung und Einsichtsrecht bei Inanspruchnahme ausgeschiedener Organmitglieder, ZHR 176 (2012), 221
- Heyers, Johannes Gestaltungsperspektiven aktienrechtlicher Organhaftung am Beispiel der Regressansprüche der Gesellschaft infolge von Kartellordnungswidrigkeiten. Eine rechtsökonomische und wertungsjuristische Analyse, WM 2016, 581
- Jungmann, Carsten Die Business Judgment Rule im Gesellschaftsinsolvenzrecht. Wider eine Haftungsprivilegierung im Regelinsolvenzverfahren und in der Eigenverwaltung, NZI 2009, 80
- Kahneman, Daniel
Tversky, Amos Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, 47 Econometrica 263 (1979)
- Klöhn, Lars Minderheitenschutz im Personengesellschaftsrecht, AcP 216 (2016), 281
- Manne, Henry G. Our Two Corporation Systems: Law and Economics, 53 Va. L. Rev. 259 (1967)

Markowitz, Harry	Portfolio Selection, 7 J. Fin. 77 (1952)
Meckbach, Anne	Organhaftung und Beweisrisiken, NZG 2015, 580
Schäfer, Hans-Bernd Ott, Claus	Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, Berlin u.a., 5. Aufl. 2012
Spindler, Gerald	Organhaftung in der AG – Reformbedarf aus wissenschaftlicher Perspektive, AG 2013, 889
Tröger, Tobias	Durchsetzung der Vorstandshaftung, ZHR 179 (2015), 453
Wagner, Gerhard	Organhaftung im Interesse der Verhaltenssteuerung. Skizze ei- nes Haftungsregimes, ZHR 178 (2014), 227