

Betriebs Berater

BB

35 | 2022

RegE UmRUG ... Tax Compliance ... Corporate Governance ... Arbeitsbedingungen ... Recht ... 29.8.2022 | 77. Jg.
Seiten 1921–1984

DIE ERSTE SEITE

Mirko von Bieberstein, LL.M., RA

Der Ablauf der Evaluierungsperiode zur deutschen außenwirtschaftsrechtlichen Investitionskontrolle – Hoffen auf mehr Klarheit und Erleichterungen für die Praxis

WIRTSCHAFTSRECHT

Prof. Dr. Florian Drinhausen, LL.M., RA, und **Astrid Keinath**, RAin

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Umwandlungsrichtlinie – Teil II: Ausweitung des Spruchverfahrens und weitere Änderungen des innerstaatlichen Umwandlungsrechts | 1923

Dr. Christian Mock, RA

Unlimited Growth – Besonderheiten bei der Überschuldungsprüfung bei Start-up-Unternehmen? | 1929

STEUERRECHT

Hartmut T. Renz, RA, und **Prof. Dr. Tanja Leibold**

Maßstäbe für ein effektives und ganzheitliches Compliance Management System unter Einbeziehung der Tax Compliance | 1943

BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

Prof. Dr. Christopher Koch und **Maximilian Kneflowski**, M.Sc.

Umgang mit Zielkonflikten in der Praxis – „New Corporate Governance“ als Lösungsmöglichkeit? | 1963

ARBEITSRECHT

Markus Ettliger, RA/FAArbR

Vorsicht bei Neuverträgen ab 1.8.2022 – Umsetzung der Arbeitsbedingungenrichtlinie | 1972

Prof. Dr. Christopher Koch und Maximilian Kneflowski, M.Sc.

Umgang mit Zielkonflikten in der Praxis – „New Corporate Governance“ als Lösungsmöglichkeit?

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) hat neu die Empfehlung aufgenommen, dass in der Unternehmensstrategie neben den langfristigen wirtschaftlichen Zielen auch ökologische und soziale Ziele angemessen berücksichtigt werden sollen. Idealerweise können diese verschiedenen Ziele in Einklang gebracht werden. Dies ist aber in der Realität nicht immer möglich, sodass regelmäßig Zielkonflikte entstehen. Wie die Unternehmensleitung Entscheidungen im Fall von Zielkonflikten treffen soll, ist im DCGK nicht eindeutig geregelt. Ein in den USA viel diskutiertes Konzept zum Umgang mit Zielkonflikten haben die Ökonomen *Oliver Hart* (Harvard University) und *Luigi Zingales* (University of Chicago) entwickelt („New Corporate Governance“). Ziel des nachfolgenden Beitrags ist es, dieses Konzept vorzustellen und auf Anwendbarkeit für deutsche Unternehmen zu prüfen. An einem Praxisbeispiel wird verdeutlicht, wie die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit unternehmerischer Vorhaben bei bestehenden Zielkonflikten mit Hilfe dieses Konzepts erfolgen kann. Außerdem werden Implikationen für die Hauptversammlung, die Berichterstattung und die Vorstandsvergütung unter Berücksichtigung des deutschen Rechtsrahmens abgeleitet.

I. Problemstellung

Unternehmen haben neben langfristigen wirtschaftlichen Zielen auch ökologische und soziale Ziele angemessen zu berücksichtigen. Eine entsprechende Empfehlung hat der DCGK in seiner neu überarbeiteten Fassung aufgenommen (A.1 DCGK). Handlungsdruck ergibt sich auch aus den verschiedenen Initiativen der Europäischen Union rund um die nachhaltige Unternehmensfinanzierung (green finance)¹ und der zunehmenden Bedeutung institutioneller Investoren, die ökologische und soziale Faktoren in ihren Anlageentscheidungen und ihrer Mitwirkungspolitik zunehmend berücksichtigen.²

Idealerweise können wirtschaftliche, ökologische und soziale Ziele in Einklang gebracht werden („doing well by doing good“). So sollte die Unternehmensleitung möglichst Maßnahmen identifizieren, die positive Auswirkungen auf Mensch und Umwelt haben und gleichzeitig wirtschaftlich vorteilhaft sind („business case for CSR“).³ So können bspw. durch die Vermeidung von Abfall Kosten gespart oder durch die Entwicklung neuer umweltfreundlicher Produkte zusätzliche Umsätze generiert werden. Daneben können das Image des Unternehmens durch Corporate-Social-Responsibility-(CSR-)Maßnahmen verbessert und dadurch die Kundenloyalität und die Mitarbeitermotivation gestärkt werden.

Aus ökonomischer Sicht kommt es bei einer umfassenden Integration ökologischer und sozialer Ziele in die Unternehmensstrategie allerdings regelmäßig zu Zielkonflikten.⁴ *Oliver Hart* und *Luigi Zingales* veranschaulichen diese anhand verschiedener Beispiele von US-amerikanischen Unternehmen.⁵ Beispielsweise hat das Handelsunternehmen Costco über den Einsatz von Antibiotika in der Aufzucht von Hühnern zu entscheiden. Der Einsatz von Medikamenten macht die

Tierhaltung zwar profitabel, erhöht aber das Risiko einer Antibiotikaresistenz in der Gesellschaft.⁶ Der Chemiekonzern DuPont könnte die Produktion von Plastik reduzieren und damit umweltfreundlicher werden, müsste dafür aber Umsatz- und Gewinneinbußen hinnehmen.⁷ Auch deutsche Unternehmen werden regelmäßig mit Zielkonflikten konfrontiert sein. Das Biotechnologieunternehmen BioNTech hat beispielsweise zu entscheiden, in welchem Umfang es Impfdosen kostenlos oder vergünstigt an ärmere Länder abgeben möchte.⁸ Positive soziale Auswirkungen sind hier gegenüber den niedrigeren finanziellen Erträgen abzuwägen.

Für die Unternehmensleitung stellt sich die Frage, wie mit solchen Zielkonflikten umgegangen werden soll. Der Kodex betont nur die angemessene Berücksichtigung der verschiedenen Ziele und gibt somit keine eindeutige Antwort. Ein in den USA viel diskutiertes Konzept der „New Corporate Governance“ widmet sich dieser Fragestellung und entwickelt Leitlinien zum strukturierten Umgang mit Zielkonflikten.⁹ In diesem Beitrag wird das Konzept vorgestellt, anhand eines Praxisbeispiels illustriert und auf Anwendbarkeit für deutsche Unternehmen überprüft.

II. „New Corporate Governance“

1. Konzeption der „New Corporate Governance“

Die Ökonomen *Oliver Hart* und *Luigi Zingales* haben kürzlich in einem Beitrag das Konzept der „New Corporate Governance“ vorgestellt.⁹ In dem Beitrag wird herausgearbeitet, dass selbst eine Unternehmensführung mit strikter Ausrichtung auf das Aktionärsinteresse die Berücksichtigung ökologischer und sozialer Auswirkungen erfordert. Es wird zudem ein Maßstab zur Abwägung finanzieller, ökologischer und sozialer Auswirkungen im Falle von Zielkonflikten entwickelt. Die Autoren zeigen außerdem auf, wie sich das Konzept praktisch umsetzen lässt.

1 Vgl. Europäische Kommission, Nachhaltige Finanzierung, abrufbar unter https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_de (Abruf: 15.7.2022).

2 Vgl. *Hartzmark/Sussman*, Journal of Finance 2019, 2789.

3 Vgl. *Carroll/Shabana*, International Journal of Management Review 2010, 86.

4 Vgl. *Battilana et al.*, Academy of Management Review 2022, 238, vgl. *Bebchuk/Tallarita*, Cornell Law Review 2020, 119 f.

5 Vgl. *Hart/Zingales*, Working Paper 2022, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=44094175> (Abruf: 24.8.2022), S. 8.

6 Vgl. World Health Organization, Stop using antibiotics in healthy animals to prevent the spread of antibiotic resistance, 7.11.2017, abrufbar unter <https://www.who.int/news/item/07-11-2017-stop-using-antibiotics-in-healthy-animals-to-prevent-the-spread-of-antibiotic-resistance> (Abruf: 20.6.2022).

7 Vgl. *Lauria*, Investors call for DuPont to report on plastic pollution, Delaware Business Times, 9.7.2021, abrufbar unter <https://delawarebusinesstimes.com/news/duPont-reports-plastic-pollution/> (Abruf: 4.6.2022).

8 Vgl. BioNTech, Pfizer und BioNTech erzielen Vereinbarung mit COVAX für Vorabkauf von Impfstoff zur Bekämpfung von COVID-19, 22.1.2022, abrufbar unter <https://tinyurl.com/mvmswrwm> (Abruf: 20.06.2022).

9 Vgl. *Hart/Zingales*, Working Paper 2022, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=44094175> (Abruf: 24.8.2022), S. 1.

9 Vgl. *Hart/Zingales*, Working Paper 2022, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=44094175> (Abruf: 24.8.2022), S. 2 f.

Die in früheren Artikeln entwickelten Vorüberlegungen der Autoren zur „New Corporate Governance“ fanden insbesondere in den USA ein breites Echo.¹⁰

Das Konzept der „New Corporate Governance“ beruht darauf, dass Aktionäre im Rahmen ihrer Anlageentscheidung nicht nur finanzielle, sondern auch soziale Präferenzen besitzen. Für Aktionäre sind daher nicht nur der finanzielle Profit des Unternehmens, sondern auch die damit verbundenen Auswirkungen des Unternehmens auf Mensch und Umwelt von Bedeutung. Dies erscheint naheliegend, da Aktionäre in ihrem täglichen Leben regelmäßig soziale und ökologische Aspekte in ihren Konsumententscheidungen berücksichtigen.¹¹ Auch bei Anlageentscheidungen spielen diese Aspekte eine Rolle, wie dies in der steigenden Bedeutung von Environmental-Social-Governance-(ESG-)Fonds deutlich wird.¹² Ganz konkret zeigt sich die soziale Präferenz der Aktionäre in der zunehmenden Anzahl erfolgreicher Aktionärsanträge zu ökologischen und sozialen Themen.¹³

Wenn Aktionäre soziale Präferenzen besitzen, ist die alleinige Maximierung des Unternehmenswerts (Shareholder-Value-Ansatz) nicht im Interesse der Aktionäre. Stattdessen hat die Unternehmensleitung auch die ökologischen und sozialen Auswirkungen des Handelns zu berücksichtigen, um den Nutzen der Aktionäre aus deren Unternehmensbeteiligung umfassend abzubilden. Der Nutzen der Aktionäre setzt sich hierbei zusammen aus dem finanziellen Erfolg und den mit den sozialen Präferenzen gewichteten Auswirkungen des Handelns auf Mensch und Umwelt. Diesen Gesamtnutzen der Aktionäre, auch Aktionärswohlfahrt genannt, hat eine im Aktionärsinteresse handelnde Unternehmensleitung zu maximieren (sog. Shareholder-Welfare-Ansatz).¹⁴

Welche Anforderungen ergeben sich aus dem Ziel der Maximierung der Aktionärswohlfahrt nach der „New Corporate Governance“ für das Vorstandshandeln? Zunächst ist festzuhalten, dass die Unternehmensleitung idealerweise einen Einklang von finanziellen, sozialen und ökologischen Auswirkungen anstreben sollte (win-win). Neue Anforderungen ergeben sich für den Fall, dass ein solcher Einklang auch bei langfristiger Perspektive nicht erreicht werden kann und somit Zielkonflikte vorliegen. In diesem Fall hat die Unternehmensleitung die negativen finanziellen Auswirkungen gegen die positiven externen Auswirkungen abzuwägen. Kernüberlegungen der „New Corporate Governance“ ist nun, dass für diese Abwägung die sozialen Präferenzen der Aktionäre eine entscheidende Rolle spielen sollen. Eine Maßnahme ist dann durchzuführen, wenn die mit den sozialen Präferenzen der Aktionäre gewichteten und in monetären Einheiten gemessenen Auswirkungen auf Mensch und Umwelt größer sind als die negativen finanziellen Auswirkungen.¹⁵

Folglich sind nach dem Konzept der „New Corporate Governance“ unternehmerische Vorhaben nicht allein nach der finanziellen Vorteilhaftigkeit zu beurteilen. Stattdessen ist als Beurteilungsmaßstab die Aktionärswohlfahrt heranzuziehen, welche sich vereinfacht wie folgt berechnen lässt:

$$\Delta \text{Aktionärswohlfahrt} = \text{Finanzielle Auswirkung} + \lambda * \text{Externe Auswirkungen}$$

Das Symbol λ steht für die sozialen Präferenzen der Aktionäre bei der Beurteilung von Entscheidungen. Es liegt annahmegemäß zwischen 0 und 1, wobei auch die Ausprägungen 0 (nur finanzielle Präferenzen) und 1 (reiner Altruismus) möglich sind. Die externen Auswirkungen

beziehen sich auf die ökologischen und sozialen Folgen der Unternehmensaktivitäten.

Es ist zudem kritisch zu prüfen, ob das Unternehmen bei der Durchführung der Maßnahmen einen komparativen Vorteil gegenüber dem Aktionär besitzt. Ein solcher Vorteil liegt meist dann vor, wenn die Maßnahmen eng mit den Unternehmensaktivitäten verknüpft sind. Beispiele hierfür wären der Einsatz umweltfreundlicher Technologien bei der Produktion oder die Nutzung bestehender wirtschaftlicher und politischer Macht für soziale oder nachhaltige Zwecke. Entsprechende Maßnahmen können Anteilseigner nicht selbst durchführen und sind auch durch Spenden kaum replizierbar.

Die Beurteilung von Vorhaben anhand des Maßstabs der Aktionärswohlfahrt stellt hohe Informationsanforderungen.¹⁶ Neben Daten zu den finanziellen Auswirkungen ist auch eine Kenntnis der sozialen Präferenzen der Aktionäre und eine Abschätzung der externen Auswirkungen erforderlich. Dies stellt eine gewisse Schwäche des Ansatzes dar. Dem ist allerdings entgegenzuhalten, dass das Konzept der „New Corporate Governance“ auch bei nicht exakt quantifizierbaren Inputgrößen einen Beitrag zum strukturierten Umgang mit Zielkonflikten bieten kann. Auch ermöglicht die Umsetzung des Konzepts den Aktionären, ihre sozialen Präferenzen zu äußern und legitimiert die Unternehmensführung, diese Interessen ggf. auf Kosten der Rentabilität umzusetzen.

2. Abgrenzung der „New Corporate Governance“ zu bestehenden Ansätzen

Die „New Corporate Governance“ weist Gemeinsamkeiten, aber auch Unterschiede zum Shareholder-Value-Ansatz und dem Stakeholder-Ansatz auf. Eine Abgrenzung des neuen Konzepts zu den bestehenden Ansätzen macht dessen Möglichkeiten und Grenzen deutlich.

In der akademischen Theorie und in der US-amerikanischen Praxis hat der Shareholder-Value-Ansatz eine lange Tradition.¹⁷ Nach diesem Ansatz sind Unternehmen so zu führen, dass der Unternehmenswert und damit das Vermögen der Aktionäre maximiert wird. In dem klassischen Beitrag von *Milton Friedman* wird diese Zielsetzung damit begründet, dass die Vorstände implizit von den Aktionären zur Unternehmensleitung beauftragt wären und damit eine direkte Verantwortung gegenüber diesen besitzen würden.¹⁸ Dabei besteht die Verantwortung gegenüber den Aktionären darin,

„das Unternehmen in Übereinstimmung mit ihren Interessen zu führen, die im Allgemeinen darin bestehen, so viel Geld wie möglich zu verdienen und dabei die grundlegenden Regeln der Gesellschaft einzuhalten, die sowohl im Gesetz als auch in ethischen Normen verankert sind.“¹⁹

10 Vgl. *Hart/Zingales*, Journal of Law, Finance, and Accounting 2017, 247 u. *Hart/Zingales*, HBR 2017, 2.

11 Vgl. *Hart/Zingales*, Journal of Law, Finance, and Accounting 2017, 248.

12 Vgl. *Raghunandan/Rajgopal*, Review of Accounting Studies 2022, 2; vgl. PricewaterhouseCoopers, Nachhaltige Fonds im Aufwind, 2021, abrufbar unter <https://www.pwc.de/de/finanzdienstleistungen/asset-management/nachhaltige-fonds-im-aufwind.html> (Abruf: 2.6.2022).

13 Vgl. *Hart/Zingales*, Working Paper 2022, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=44094175> (Abruf: 24.8.2022), S. 1 f.

14 Vgl. *Hart/Zingales*, Working Paper 2022, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=44094175> (Abruf: 24.8.2022), S. 3.

15 Vgl. *Hart/Zingales*, Working Paper 2022, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=44094175> (Abruf: 24.8.2022), S. 15 ff.

16 Das Konzept der „New Corporate Governance“ thematisiert lediglich den Umgang mit entsprechenden Zielkonflikten. Ex-post-Auswirkungen bspw. auf die Berichterstattung oder Anreizsetzung wurden bisher nicht näher erörtert.

17 Vgl. *Bénabou and Tirole*, *Economica* 2010, 1; *Krüger*, Journal of Financial Economics 2015, 304 f.

18 Vgl. *Friedman*, New York Times Magazine 1970, 1.

19 *Friedman*, New York Times Magazine 1970, 1 (eigene Übersetzung).

Folglich zeigt sich nach dem Shareholder-Value-Ansatz ein klarer Vorrang der Aktionärsinteressen (shareholder primacy).²⁰ Alle anderen Interessensgruppen sollen hingegen insbesondere durch Gesetze oder Individualverträge geschützt werden.

Der Shareholder-Value-Ansatz und der Shareholder-Welfare-Ansatz i. S. d. der „New Corporate Governance“ haben somit als wichtige Gemeinsamkeit die Ausrichtung am Aktionärsinteresse. Beide Ansätze erkennen an, dass die Aktionäre in ihrer Rolle als Risikokapitalgeber als impliziter Auftraggeber des Vorstands angesehen werden können und daher eine besondere Rolle einnehmen. Der Schutz der übrigen Stakeholder ist nach beiden Ansätzen primäre Aufgabe des Staats, der dieser Aufgabe über die Gesetzgebung und die Durchsetzung vertraglicher Ansprüche nachkommt. Ein bedeutender Unterschied zwischen den beiden Ansätzen ist allerdings, dass beim Shareholder-Value-Ansatz externe Effekte grundsätzlich keine Rolle spielen, während diese beim Shareholder-Welfare-Ansatz explizit zu berücksichtigen sind. Entsprechend sind nach dem Shareholder-Value-Ansatz nur finanziell rentable Maßnahmen durchzuführen, während nach dem Shareholder-Welfare-Ansatz außerdem finanziell unrentable Investitionen durchgeführt werden dürfen, sofern diese die Aktionärswohlfehlheit erhöhen.

Nach dem Stakeholder-Ansatz hat der Vorstand die Interessen aller Stakeholder zu berücksichtigen.²¹ Stakeholder sind hierbei alle Gruppen, die vom Handeln der Unternehmensleitung betroffen sind und daher legitime Ansprüche gegenüber dem Unternehmen besitzen.²² Ziel sollte daher sein, Lösungen zu erarbeiten, die möglichst von allen Stakeholdern mitgetragen werden. Bei Zielkonflikten ist eine Abwägung der Interessen erforderlich, die entweder von der Unternehmensleitung vorzunehmen ist oder im Falle der Mitbestimmung Ergebnis eines politischen Prozesses sein kann.²³

Der Stakeholder-Ansatz und der Shareholder-Welfare-Ansatz haben als Gemeinsamkeit, dass nach beiden Ansätzen die externen Effekte des unternehmerischen Handelns zu berücksichtigen sind. Damit verbunden erkennen beide Ansätze an, dass Zielkonflikte zwischen den verschiedenen Stakeholder-Gruppen bestehen können. Unterschiede ergeben sich in der Auflösung dieser Zielkonflikte. Während im Stakeholder-Ansatz die Gewichtung der Interessen im pflichtgemäßen Ermessen des Vorstands steht oder in einem politischen Prozess ausartiert wird, ergibt sich diese im Shareholder-Welfare-Ansatz aufgrund der Ausrichtung am Aktionärsinteresse aus den sozialen Präferenzen der Aktionäre.

Das Konzept der „New Corporate Governance“ kann als Mittelweg zwischen den beiden genannten Ausrichtungen angesehen werden. Einerseits wird ein Vorrang der Aktionärsinteressen anerkannt, andererseits sind aber auch die Auswirkungen des Unternehmens auf Mensch und Umwelt zu berücksichtigen.²⁴ Ähnlich zum Shareholder-Value-Ansatz stellt der Unternehmenswert weiterhin eine relevante Größe dar, dessen Bedeutung jedoch durch die sozialen Präferenzen der Aktionäre gemindert wird. Analog zum Stakeholder-Ansatz bietet sich die Möglichkeit, Zielkonflikte sozial und ökologisch vertretbar aufzulösen, wenngleich die Interessen der Stakeholder nur indirekt über die Aktionärsinteressen zum Tragen kommen.

3. Vereinbarkeit der „New Corporate Governance“ mit dem Handeln im Unternehmensinteresse

Bei der deutschen Aktiengesellschaft besteht die Anforderung an den Vorstand, zum Wohle des Unternehmens (§ 93 Abs. 1 S. 2 AktG) bzw.

im Unternehmensinteresse zu handeln.²⁵ Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) formuliert dies als Verpflichtung der Unternehmensleitung, für den Bestand und die nachhaltige Wertschöpfung des Unternehmens unter Berücksichtigung der Belange von Aktionären, Mitarbeitern und sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder) zu sorgen.²⁶ Zudem betont der Kodex, dass Unternehmenstätigkeiten Auswirkungen auf Mensch und Umwelt haben, die bei der Führung und Überwachung unter Wahrung des Unternehmensinteresses zu berücksichtigen sind.²⁷

Es ist nun zu beurteilen, ob ein Handeln i. S. d. „New Corporate Governance“ im Einklang mit der Anforderung des Handelns im Unternehmensinteresse angesehen werden kann. Die „New Corporate Governance“ nimmt zunächst an, dass das Handeln am Aktionärsinteresse auszurichten ist. Aus juristischer Sicht ist es strittig, ob das Aktionärsinteresse generell stärker als die Interessen der übrigen Stakeholder gewichtet werden kann.²⁸ Es gibt aber zumindest Stimmen, die dem Aktionärsinteresse einen „gemäßigten Vorrang“ einräumen.²⁹ Die „New Corporate Governance“ schlägt als Maßstab für die Auflösung von Interessenskonflikten die soziale Präferenz der Aktionäre vor. Dem steht nach deutschem Recht die Auflösung von Interessenskonflikten nach dem pflichtgemäßen Ermessen des Vorstands gegenüber.³⁰ Die Orientierung an den sozialen Präferenzen dürfte einem Vorstand bei der Ausübung seines Ermessens zumindest als Referenzpunkt möglich sein, wobei hiervon ausgehend auch die Interessen der übrigen Stakeholder in die Überlegungen einzubeziehen sind. Zudem ist sicherzustellen, dass der Fortbestand und eine ausreichende Rentabilität des Unternehmens gegeben sind.³¹

III. Anwendung des Konzepts der „New Corporate Governance“ in der Praxis

1. Entscheidungssituation und Hauptversammlung

Der Vorstand eines Unternehmens steht vor der Entscheidung, Antibiotika in der Tierzucht in dem bisherigen – gesetzlich erlaubten – Umfang einzusetzen oder hierauf zu verzichten. Annahmegemäß würde ein Verzicht auf den Einsatz einen negativen finanziellen Effekt von 50 haben, gleichzeitig aber das Risiko von Antibiotikaresistenzen reduzieren und dadurch einen gesellschaftlichen Mehrwert von 500 schaffen. Dabei können die finanziellen Effekte anhand von Auswertungen des Rechnungswesens bzw. Controlling bestimmt werden,

20 Vgl. bspw. *Rock*, *The Business Lawyer* 2021, 363.

21 Vgl. *Hill/Jones*, *Journal of Management Studies* 1992, 133; vgl. *Donaldson/Preston*, *The Academy of Management Review* 1995, 67 ff.

22 Vgl. *Dmytriiev/Freeman/Hörisch*, *Journal of Management Studies* 2021, 1444.

23 Vgl. *Freeman*, Cambridge University Press 1984, 53 ff.

24 Vgl. *Rock*, *The Business Lawyer* 2021, 383.

25 Vgl. *Fleischer*, *ZGR* 2018, 704 f.

26 Vgl. Regierungskommission DCGK, Deutscher Corporate Governance Kodex i. d. F. vom 28.4.2022, abrufbar unter https://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/220627_Deutscher_Corporate_Governance_Kodex_2022.pdf (Abruf: 15.6.2022), S. 2.

27 Vgl. Regierungskommission DCGK, Deutscher Corporate Governance Kodex i. d. F. vom 28.4.2022, abrufbar unter https://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/220627_Deutscher_Corporate_Governance_Kodex_2022.pdf (Abruf: 15.6.2022), S. 2.

28 Vgl. *Fleischer*, in: *Spindler/Stilz* (Hrsg.), *Beck-online Großkommentar*, Stand: 1.7.2022, § 76 AktG, Rn. 27, m. w. N.

29 Vgl. *Fleischer*, in: *Spindler/Stilz* (Hrsg.), *Beck-online Großkommentar*, Stand: 1.7.2022, § 76 AktG, Rn. 28, 34.

30 Vgl. *Spindler*, in: *Goette/Habersack/Kals* (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 5. Aufl. 2019, § 76 AktG, Rn. 64.

31 Vgl. *Koch*, *Aktiengesetz*, 16. Aufl. 2022, § 76 AktG, Rn. 34.

und die Daten für die Ermittlung der in monetären Einheiten gemessenen externen Auswirkungen können aus der CSR-Berichterstattung oder Studien von Non Governmental Organizations (NGO) stammen.

Nach der „New Corporate Governance“ hat sich der Vorstand bei der Beurteilung der Vorteilhaftigkeit der Entscheidung an der Aktionärswohl-fahrt zu orientieren. Diese würde sich wie folgt verändern, wenn das Unternehmen auf den Einsatz von Antibiotika verzichtet:

$$\Delta \text{Aktionärswohl-fahrt (kein Einsatz von Antibiotika)} = -50 + \lambda \cdot 500$$

Entscheidend sind nun die sozialen Präferenzen der Aktionäre. Haben die Aktionäre keine sozialen Präferenzen ($\lambda = 0$), ist die Aktionärswohl-fahrt aus einem Verzicht negativ (-50), und die Unternehmensleitung sollte die Maßnahme nicht umsetzen. Haben die Aktionäre eine sehr hohe soziale Präferenz ($\lambda = 1$), ist die Aktionärswohl-fahrt aus einem Verzicht positiv (450), und eine Umsetzung dieser Maßnahme wäre trotz negativer finanzieller Auswirkungen im Aktionärsinteresse. Indifferenz würde vorliegen, wenn die Aktionäre soziale Präferenzen von $\lambda = 0,1$ besitzen würden:

$$\Delta \text{Aktionärswohl-fahrt (kein Einsatz von Antibiotika)} = -50 + 0,1 \cdot 500 = 0$$

Die soziale Präferenz der Aktionäre kann auf der Hauptversammlung zum Ausdruck kommen. Steht der Einsatz von Antibiotika zur Abstimmung und spricht sich eine Mehrheit für den Verzicht aus, so zeigt dies, dass Aktionäre, die zusammen die Mehrheit der Aktien besitzen, trotz der negativen finanziellen Auswirkungen einen Nutzen aus dieser Maßnahme erfahren. Ein Handeln im Sinne der „New Corporate Governance“ erfordert somit die Umsetzung des Beschlusses. Weiterhin lässt sich ableiten, dass die Aktionäre, die für den Verzicht von Antibiotika gestimmt haben, eine soziale Präferenz von $\lambda > 0,1$ besitzen. Diese Untergrenze für die soziale Präferenz der Aktionäre hat der Vorstand nach der „New Corporate Governance“ zu berücksichtigen, wenn erneut Entscheidungen mit Zielkonflikten zu treffen sind.

Eine Abstimmung über die Geschäftspolitik zum Einsatz von Antibiotika ist bei der AG über zwei Wege denkbar: Zum einen können Vorstände deutscher Unternehmen auf Verlangen die Hauptversammlung über Fragen der Geschäftsführung abstimmen lassen (vgl. § 119 Abs. 2 AktG).³² Zum anderen könnten Aktionäre mit sozialen Präferenzen ihr Recht zur Ergänzung der Tagesordnung nutzen, um entsprechende Vorhaben bei der Hauptversammlung zur Abstimmung zu stellen (§ 122 Abs. 2 AktG). Hierbei ist allerdings zu beachten, dass der Vorstand als gesetzlicher Vertreter der Gesellschaft ein solches Verlangen zurückweisen kann, wenn sich der vorgeschlagene Abstimmungspunkt auf Geschäftsführungsfragen bezieht.³³

Eine praktische Herausforderung liegt darin festzulegen, welche Vorhaben der Vorstand bei der Hauptversammlung zur Abstimmung vorlegen soll. Die Vorlage einer Vielzahl von Vorhaben erscheint nicht sinnvoll, da dies die Entscheidungsprozesse verlangsamen, die Unternehmensleitung zu sehr einschränken und zudem die Aktionäre überfordern würde. Eine wichtige Voraussetzung für die Vorlage auf der Hauptversammlung sollte zunächst sein, dass das Unternehmen bei der Umsetzung des Vorhabens einen klaren komparativen Vorteil besitzt.³⁴ Darüber hinaus sind als weitere Filter die Wesentlichkeit des Vorhabens und dessen Eilbedürftigkeit denkbar.

Eine Abstimmung auf der Hauptversammlung zum genannten Antibiotika-Fall wäre demnach sachgemäß. So liegt ein komparativer Vorteil des Unternehmens vor, da die Frage den originären Geschäftsbetrieb des Unternehmens betrifft und durch die einzelnen Aktionäre bspw. durch Spenden nicht einfach repliziert werden könnte. Sowohl die finanziellen als auch die externen Auswirkungen dürften als wesentlich einzustufen sein. Eine besondere Eilbedürftigkeit ist hingegen nicht erkennbar.

2. Berichterstattung

Ein Handeln im Sinne der „New Corporate Governance“ bringt in vielfältiger Hinsicht neue Berichterstattungserfordernisse mit sich. Die damit verbundenen Auswirkungen für die Praxis lassen sich wiederum anhand des Antibiotika-Beispiels veranschaulichen.

Zunächst sind die Aktionäre umfassend über geplante Vorhaben zu informieren, die zur Abstimmung auf der Hauptversammlung vorgelegt werden. Hierzu hat die Unternehmensleitung sowohl die finanziellen Konsequenzen (z.B. Verlust von 50) als auch die externen Effekte (z.B. Einsparungen im Gesundheitswesen in Höhe von 500) aufzuzeigen und möglichst genau zu quantifizieren. Dies ist erforderlich, um den Aktionären eine informierte Abstimmung zu ermöglichen. Nach deutschem Recht hat eine solche prospektive Berichterstattung grundsätzlich in schriftlicher Form beispielsweise in der Tagesordnung zur Hauptversammlung zu erfolgen, sofern diese Maßnahmen zur Abstimmung gestellt werden.³⁵

Zur Überwachung der erfolgreichen Umsetzung von Maßnahmen ist außerdem über deren Ergebnis ex post zu berichten. Die Unternehmensleitung hat hierbei deutlich zu machen, dass durch die umgesetzten Aktivitäten tatsächlich die prognostizierten positiven ökologischen und sozialen Effekte erreicht wurden, die zur Kompensation der geringeren finanziellen Erträge in Aussicht gestellt wurden. Im Beispiel zum Antibiotika-Einsatz wären also sowohl die finanziellen Folgen eines Verzichts als auch die positiven Auswirkungen auf das Gesundheitswesen nachzuverfolgen und zu messen. Auch der Vorstand selbst dürfte Anreize an einer solchen Berichterstattung besitzen, da dieser ansonsten für die schwächere finanzielle Entwicklung verantwortlich gemacht werden könnte.

Grundlegend sollte der Vorstand die Aktionäre über die Strategie zum Umgang mit Zielkonflikten informieren. Hierbei sollte die Unternehmensleitung offenlegen, ob die Bereitschaft besteht, negative finanzielle Konsequenzen in Kauf zu nehmen, sofern dies die Realisierung positiver externer Effekte erfordert.³⁶ Außerdem sollte möglichst konkret aufgezeigt werden, wie finanzielle und externe Effekte gewichtet werden. Dadurch kann das Unternehmen Anleger zur Investition bewegen, deren eigene soziale Präferenzen im Einklang mit der Unternehmensstrategie stehen. Im Sachverhalt zum Antibiotikum-Einsatz könnte der Vorstand im Nachgang zur Hauptversammlung veröffentlichen, dass die Bereitschaft zur Durchführung finanziell nachteiliger Projekte besteht, sofern die hierbei resultierenden positiven externen Effekte deutlich größer sind als die negativen finanziellen Folgen.³⁷

32 Vgl. Dietz-Vellmer, NZG 2014, 722.

33 Vgl. Harnos/Holle, AG 2021, 862.

34 Vgl. Hart/Zingales, Working Paper 2022, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=44094175> (Abruf: 24.8.2022), S. 18 f.

35 Vgl. Dietz-Vellmer, NZG 2014, 721, 723.

36 Vgl. Hart/Zingales, Journal of Law, Finance, and Accounting 2017, 259 f.

37 Bei einer sozialen Präferenz von $\lambda \geq 0,1$ sind Maßnahmen durchzuführen, bei denen die positiven externen Effekte zumindest zehnmal größer sind als die finanziellen Nachteile.

In Deutschland haben große kapitalmarktorientierte Unternehmen mit mehr als 500 Mitarbeitern im Rahmen der nichtfinanziellen Erklärung (vgl. §§ 289b–e, §§ 315b–c HGB) u. a. über Umwelt-, Arbeitnehmer- und Sozialbelange zu berichten.³⁸ Dabei sind auch Angaben zu den verfolgten Konzepten zu machen (§ 289c Abs. 3 Nr. 1 AktG; § 315c Abs. 2 AktG). Diese Angabepflicht könnte für den Hinweis genutzt werden, dass das Unternehmen die sozialen Präferenzen der Aktionäre bei der Auflösung von Zielkonflikten berücksichtigt. Außerdem ist auf die Ergebnisse der Umsetzung der Konzepte einzugehen, bedeutsame nichtfinanzielle Leistungsindikatoren sind anzugeben, und es ist auch – soweit erforderlich – auf Beträge im Jahresabschluss zu verweisen (§ 289c Abs. 3 Nr. 2, 5, 6 AktG; § 315c Abs. 2 AktG). Diese Angabepflichten stehen im Einklang mit einer Gegenüberstellung der finanziellen, sozialen und ökologischen Auswirkungen der umgesetzten Maßnahmen. Unternehmen können folglich die Berichterstattung so gestalten, dass Informationen vermittelt werden, die gemäß der „New Corporate Governance“ relevant sind.

3. Vorstandsvergütung

Zuletzt stellt sich die Frage nach der Ausgestaltung der Vorstandsvergütung im Sinne der „New Corporate Governance“. Eine ausschließliche Vergütung auf der Basis des Gewinns oder des Aktienkurses wäre problematisch, da dies dem Vorstand Anreize setzen würde, die sozialen Präferenzen der Aktionäre zu vernachlässigen. Umgekehrt ist aber auch sicherzustellen, dass der Vorstand die Durchführung von sozialen Projekten nicht als vorgeschobenen Grund für die Erklärung finanzieller Verluste nutzt.³⁹

Als Bemessungsgrundlage für die Anreizsetzung kommen verschiedene Alternativen in Frage: Zunächst bietet sich das zuvor definierte Maß der Aktionärswohlfaht als Grundlage für die Bemessung der gewählten (monetären) Anreize an. Die Herausforderung besteht jedoch in der Messbarkeit der Aktionärswohlfaht als gewichteter Nettogröße der finanziellen, ökologischen und sozialen Auswirkungen. Alternativ könnte das Vergütungssystem sowohl finanzielle als auch ökologische und soziale Bemessungsgrundlagen vorsehen, wobei die Herausforderung in der richtigen Gewichtung der verschiedenen Faktoren liegt.⁴⁰ Es wird daher auch vertreten, dass bei bestehenden Zielkonflikten die Vergütungsstruktur eher flach ausgestaltet werden sollte und stattdessen implizite Anreize, wie bspw. Reputationseffekte, eine größere Rolle spielen sollten.⁴¹

Bei dem angesprochenen Sachverhalt wäre eine alleinige Vergütung auf der Basis finanzieller Kennzahlen kontraproduktiv, da dies Anreize für den weiteren Einsatz von Antibiotika setzen würde. Es ist stattdessen sicherzustellen, dass dem Vorstand kein Nachteil entsteht, wenn dieser Maßnahmen umsetzt, die die Aktionärswohlfaht erhöhen. Dies könnte durch eine Vergütung anhand der Aktionärswohlfaht erfolgen, indem die finanziellen Kennzahlen um die mit sozialen Präferenzen der Aktionäre gewichteten externen Effekte angepasst werden. Alternativ könnte neben finanziellen auch nichtfinanzielle Größen (z.B. Effekte aus dem Verzicht auf Antibiotika) vorgesehen werden.

Die vorgestellten Ausgestaltungsmöglichkeiten dürften nach den aktienrechtlichen Vorgaben umsetzbar sein. Die Berücksichtigung ökologischer und sozialer Ziele erfüllt die Anforderung der Ausrichtung der Vergütungsstruktur auf eine nachhaltige Entwicklung der Gesellschaft (§ 87 Abs. 2 AktG).⁴² Aber auch eine reine Festvergütung zur Umsetzung einer flachen Anreizstruktur ist gesetzlich weiterhin zulässig.⁴³

IV. Zusammenfassung

1. Das kürzlich vorgestellte und in den USA viel diskutierte Konzept der „New Corporate Governance“ entwickelt einen Praxisleitfaden zum strukturierten Umgang mit Zielkonflikten. Grundgedanke des Ansatzes ist es, dass Aktionäre neben finanziellen auch soziale Präferenzen besitzen können. Daher hat selbst eine Unternehmensleitung, die sich maßgeblich dem Aktionärsinteresse verpflichtet fühlt, ökologische und soziale Auswirkungen bei der Ausgestaltung der Unternehmensstrategie zu berücksichtigen.
2. Das Konzept beschreitet einen Mittelweg zwischen dem Shareholder-Value-Ansatz und dem Stakeholder-Ansatz. So sind die Auswirkungen der Geschäftstätigkeit auf alle Stakeholder zu berücksichtigen, wobei für deren Berücksichtigungen in der unternehmerischen Entscheidungsfindung die (sozialen) Präferenzen der Aktionäre eine zentrale Rolle spielen. Auch der Vorstand deutscher Aktiengesellschaften, der dem Unternehmensinteresse verpflichtet ist, kann sich grundsätzlich an diesem Konzept im Rahmen seines pflichtgemäßen Ermessens orientieren. Ergänzend ist aber sicherzustellen, dass die Interessen relevanter Stakeholder weiterhin ausreichend berücksichtigt werden.
3. Die „New Corporate Governance“ hat Konsequenzen für die Hauptversammlung, die Berichterstattung und die Vorstandsvergütung: Zunächst liefert das Konzept eine Erklärung für die zunehmende Anzahl erfolgreicher Aktionärsinitiativen zu ökologischen und sozialen Fragen. Für den Vorstand ergibt sich zudem die Aufforderung, entsprechende Vorhaben zur Abstimmung zu stellen. Weiterhin betont das Konzept den Nutzen einer Verknüpfung der finanziellen und der nichtfinanziellen Berichterstattung. Zuletzt ergibt sich aus dem Konzept eine neue Begründung für die Aufnahme von ESG-Faktoren als Leistungskriterien für die Vorstandsvergütung, wobei gleichzeitig angesichts der bestehenden Zielkonflikte ein zurückhaltender Einsatz von variablen Vergütungsbestandteilen nahegelegt wird.

Prof. Dr. Christopher Koch ist Inhaber des Lehrstuhls für Corporate Governance und Wirtschaftsprüfung an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz. Er ist Lehrbeauftragter an der Mannheim Business School und Mitglied im Arbeitskreis „Corporate Governance Reporting“ der Schmalenbach-Gesellschaft e. V.



Maximilian Kneflowski, M.Sc., ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Corporate Governance und Wirtschaftsprüfung der Johannes Gutenberg-Universität Mainz.



³⁸ Vgl. Council of the European Union, New rules on corporate sustainability reporting, 21.6.2022, abrufbar unter <https://tinyurl.com/2n8xakhs> (Abruf: 19.7.2022).

³⁹ Vgl. *Bénabou/Tirole*, *Economica* 2010, 1, 11.

⁴⁰ Vgl. *Battilana et al.*, *Academy of Management Review* 2022, 248 f.

⁴¹ Vgl. *Tirole*, *Econometrica* 2001, 26.

⁴² Vgl. *Florstedt*, *ZIP* 2020, 3.

⁴³ Vgl. *Arnold/Herzberg/Zeh*, *AG* 2021, 145. Allerdings ist es zur Erfüllung der DCGK-Empfehlungen (G.6-G.11 DCGK) ratsam, zumindest zu einem gewissen Anteil eine variable Vergütungskomponente vorzusehen.