

Corporate Governance in Deutschland und Europa: ein Appell für eine nachhaltige Regulierung

In Europa herrscht heute weitgehend Einigkeit, dass Mängel der Corporate Governance zur Finanzmarktkrise beigetragen haben, wenn auch nicht deren Auslöser waren, und dass eine Verbesserung der Corporate Governance ein wesentliches Element künftiger Krisenverhütung ist, nach Ansicht der EU-Kommission sogar deren „Herzstück“.¹⁾

Die derzeitigen Regulierungsbemühungen im Bereich der Corporate Governance, die ihren Ursprung überwiegend auf europäischer Ebene haben, sind eine Reaktion auf das vermutete beziehungsweise belegte Versagen guter Unternehmensführung, wie es die Finanzmarktkrise zutage gefördert hat.

Verantwortung für die Krise

Von Anbeginn an hat die EU-Kommission nicht nur die Banken, sondern den Finanzsektor insgesamt als den Schuldigen ausgemacht. Im Zuge der Finanzmarktkrise wurde der Begriff der „Finanzinstitute“ geprägt, der Banken und Versicherungen umfasst und zunehmend Gegenstand eigenständiger Corporate Governance bezogener Regulierung wurde.²⁾ In den Finanzinstituten wurde das Vorstandsverhalten für den Ausbruch der Finanzmarktkrise verantwortlich gemacht. Die Vorstände waren nach Ansicht des Financial Stability Board, der EU-Kommission und vieler anderer Standardsetzer falschen Anreizstrukturen unterworfen. Unangemessene Vergütungen seien ohne Berücksichtigung des nachhaltigen Beitrags der Vorstände, das heißt ohne hinreichende Berücksichtigung von Risikoelementen, gezahlt worden.

Im Weiteren wurden die Aufsichtsräte als Mitverantwortliche identifiziert. Hier ging es fortan um die Frage der richtigen Zusammensetzung, Qualifikation und zeit-

lichen Verfügbarkeit ihrer Mitglieder. Das Grünbuch der EU-Kommission zur Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik aus dem Jahr 2010³⁾ findet deutliche Worte und ist Grundstein aller weiteren Betrachtungen, auch weit über den Finanzsektor hinaus.

Das in seinem Titel ausschließlich auf den Finanzsektor bezogene Grünbuch 2010 befasst sich mit sieben Schwerpunktthemen: dem Verwaltungsrat beziehungsweise Aufsichtsrat, dem Risikomanagement, den externen Revisoren beziehungsweise Abschlussprüfern, den Aufsichtsbehörden, den

Aktionären, der Vergütung und den Interessenkonflikten.

Aus deutscher Sicht enthält es einige überzeugende Vorstellungen. Viele der in der Konsultation aufgeworfenen Fragen befassen sich mit Themen, die ohnehin im deutschen Recht bereits verankert sind. Natürlich gibt es immer wieder Nuancen, in denen auch aus deutscher Sicht andere Regelungen, vor allem weniger Regulierung, wünschenswert wären.⁴⁾

Finanzsektor – und mehr

Im Ansatz auch für Deutschland neu waren die Überlegungen zu der Verantwortung der Aktionäre für eine funktionierende Corporate Governance der Unternehmen, insbesondere vor dem Hintergrund einer künftigen Krisenverhütung.⁵⁾ An der Grundannahme, dass die Aktionäre schon aus eigenem Interesse heraus für eine bessere Corporate Governance im Unternehmen sorgen, da sie ihr Kapital dort binden, bestehen inzwischen erhebliche Zweifel. Die EU-Kommission erwägt daher, Aktionären, zumindest institutionellen Investoren, auch Pflichten aufzuerlegen, nachdem jahrelang ihre grenzüberschreitenden Rechte in Europa ausgebaut worden waren. Als Vorreiter kann hier insbesondere der UK Stewardship Code für institutionelle Investoren vom Juli 2010⁶⁾ gesehen werden.

Im Grünbuch 2010 kündigte die EU-Kommission bereits das Grünbuch zum Europäischen Corporate-Governance-Rahmen an, das sich dann in erster Linie an börsennotierte Unternehmen wenden sollte und am 5. April 2011⁷⁾ erschien. Sechs der sieben Schwerpunktthemen des Grünbuchs 2010 wurden auch für börsennotierte Unternehmen insgesamt als besonders wichtig identifiziert, sodass mit Ausnahme der von ei-

Daniela Weber-Rey, Partner, Clifford Chance, Frankfurt am Main

In der Öffentlichkeit ist zwar immer wieder die Vergütung in der (Finanz-)Wirtschaft das beliebteste weil öffentlichkeitswirksamste Thema der Corporate-Governance-Debatte. Im einschlägigen Grünbuch 2010 der EU-Kommission beispielsweise umfasst sie jedoch nur einen von sieben Bereichen. Gerade durch die Erfahrungen mit dieser Konsultation sieht sich die Autorin in ihrer Auffassung bestärkt, die deutsche beziehungsweise oft die kontinentaleuropäische Stellung zu einzelnen Themen in sachlicher Form so frühzeitig und so umfassend wie möglich bei der EU-Kommission vorzubringen. Bei aller Einsicht in eine angemessene Reaktion auf die Finanzkrise wirft sie die Frage auf, ob der Ansatz umfassender Regulierung auf dem Gebiet der Corporate Governance richtig sein kann, und wenn ja, ob er dann auf den Finanzsektor, oder vielleicht sogar nur auf die Banken beschränkt sein sollte, statt darüber hinaus für alle börsennotierten Unternehmen Geltung zu verlangen. Dass gute Unternehmensführung durch ein dichtes Netzwerk staatlicher und halbstaatlicher Regeln erreicht werden kann, bezweifelt sie. (Red.)

genständigen Regulierungsbemühungen erfassten Thematik der Abschlussprüfung⁸⁾ sämtliche Themen im Grünbuch 2011 erneut aufgegriffen wurden.

Es wäre daher im Interesse aller börsennotierten Unternehmen gewesen, bereits im Rahmen der ersten Konsultation zu diesem Grünbuch 2010 Stellung zu nehmen, also deutlich über den Finanzsektor hinaus. Dies ist nicht in einem wünschenswerten Umfang geschehen, auch nicht in Deutschland. Der irreführende Titel des Grünbuchs 2010 mag ein Grund hierfür gewesen sein. Hinzu kommt aber sicher auch der noch zu verbreitete Attentismus, verbunden mit der Überzeugung, dass es ausreiche, erst später einzugreifen, sich später eventuell zu wehren und seine eigenen Vorstellungen vorzutragen. Dies ist ein Irrtum. Es ist im Gegenteil zwingend erforderlich, die deutsche, ja überhaupt die kontinentaleuropäische Stellung zu einzelnen Themen so frühzeitig und so umfassend wie möglich in sachlicher Form vorzubringen.

Kontinentaleuropa – zu wenig mit einer Stimme

Oft wird behauptet, die EU-Kommission gewähre kein Gehör, gehe nicht genug auf ihr vorgetragene abweichende Auffassungen ein. Das ist unzutreffend. Rüdiger von Rosen hat jede Gelegenheit genutzt, die Auffassungen des DAI und seine persönlichen Ansichten am richtigen Ort vorzutragen. Selbstverständlich ist die EU-Kommission daran interessiert, von ihren Stakeholdern so früh und so objektiv wie möglich, unter Berücksichtigung unterschiedlicher Ansätze, informiert zu werden, mit dem Ziel, eine ausgewogene und nur so weit greifende Regulierungspraxis zu entwickeln wie notwendig ist, um einen Mehrwert für die Europäische Union zu schaffen.

Diesbezüglich spricht Kontinentaleuropa noch zu wenig mit einer Stimme, bringt seine Interessen zu wenig zur Geltung und überlässt damit den meist exzellent aufbereiteten und gut verpackten Vorstellungen angelsächsischer Prägung einen zu weiten Raum. Es ist unbedingt erforderlich, in Deutschland wie in Kontinentaleuropa insgesamt, ein größeres Bewusstsein hierfür zu schaffen und mehr Energie für ein gemeinsames Engagement und ein gemeinsames Vorgehen aufzubringen.

Ziel muss es sein, moderat und mit Bedacht zu regulieren. Es darf nicht verwundern, dass Untersuchungen zur Mitverantwortung ungenügender Corporate Governance im Finanzsektor auch unmittelbaren Einfluss auf die Welt aller börsennotierten Unternehmen haben. Dies wird auch durch die Themenidentität der Grünbücher 2010 und 2011 hervorgehoben. Dennoch muss es gelingen, Verschärfungen der Corporate Governance im Wege zwingenden Rechts zumindest für die Welt der börsennotierten Unternehmen außerhalb des Finanzsektors, also in der sogenannten Realwirtschaft, auf ein Mindestmaß zu beschränken. Es muss ein überwiegender volkswirtschaftlicher Nutzen aus den Einschränkungen der unternehmerischen Freiheit geschöpft werden können.⁹⁾

Die EU-Kommission hat im Grünbuch 2011 erstmals in diesem Zusammenhang auch den Gedanken der Proportionalität eingebracht und hinterfragt, ob die zur Diskussion gestellten Regelungssätze wirklich auf alle börsennotierten Unternehmen Anwendung finden sollen oder ob es nicht kleinere börsennotierte Unternehmen gibt, für die eine solche Regelungsdichte unerwünscht und nur mit erheblichem Aufwand, eben disproportionalen Mehraufwand, umzusetzen ist.¹⁰⁾

Weiterhin steht zur Diskussion, ob die für börsennotierte Unternehmen erwogenen Regelungssätze nicht auch für große nicht börsennotierte Unternehmen eingeführt werden sollten.¹¹⁾ Beides ist zu verneinen. Im Bereich der Corporate Governance, insbesondere der Welt der börsennotierten Unternehmen, sollte an dem Grundsatz *Comply or Explain* festgehalten, also möglichst von zwingender rechtlicher Regelung abgesehen und stattdessen mit dem flexibleren Modell des *soft law* gearbeitet werden.¹²⁾

Abweichkultur

Bleibt es bei diesem Ansatz, so ist es gerade das Wesen des *Comply or Explain*-Prinzips, begründete Abweichungen zuzulassen, um somit im Unternehmensinteresse dem Einzelfall, also dem Proportionalitätsgedanken, gerecht werden zu können. Eine Abweichkultur ist zwingende Voraussetzung eines erfolgreichen Umgangs mit *soft law* und dem *Comply or Explain*-Ansatz.¹³⁾ Das soll nicht heißen, dass unverbindliche Regelungssätze keinerlei Wirkung erzeu-

gen sollen, im Gegenteil. Sie sollen stetig auch bei jenen, die sich zu einer Abweichung entschließen, *Aspiration*, also Bemühungen erzeugen, sich die für das Unternehmen individuell geeigneten Regeln selbst aufzuerlegen,¹⁴⁾ obschon Begründungszwang und *peer pressure*, also der Druck, der aus dem Vergleich mit anderen Marktteilnehmern durch die Aktionäre und auf die Aktionäre erzeugt wird, den Handlungsspielraum einschränken. Für Unternehmen, die nicht börsennotiert sind, bedarf es nicht des besonderen Schutzes, der über das Gesellschaftsrecht hinaus geht. Hier muss es den Gesellschaftern überlassen bleiben, ihrerseits für die notwendigen Maßnahmen zu sorgen.¹⁵⁾

Online-Konsultation zum europäischen Gesellschaftsrecht

Aufbauend auf den beiden Grünbüchern aus den Jahren 2010 und 2011 hat die EU-Kommission unter der Überschrift „Kapital und Unternehmen – Unternehmensführung, soziale Verantwortung“ am 20. Februar 2012 eine Online-Konsultation¹⁶⁾ über die Zukunft des europäischen Gesellschaftsrechts eingeleitet, um zu überprüfen, ob der bestehende gesellschaftsrechtliche Rahmen in Europa noch den aktuellen Erfordernissen entspricht.

Im Kern geht es vor allem um die Ziele und den Geltungsbereich des europäischen Gesellschaftsrechts, die Nutzerfreundlichkeit des Regulierungsrahmens, europäische Rechtsformen, grenzüberschreitende Unternehmensmobilität und Eigenkapitalvorschriften. Bis zum 14. Mai 2012 hatten alle interessierten Parteien Gelegenheit, die 21 Konsultationsfragen zu beantworten. Wie erfolgreich sich die Teilnehmer der Konsultation durchsetzen, wird sich zeigen, wenn die EU-Kommission in der zweiten Jahreshälfte 2012, voraussichtlich im Oktober, ihre Folgeinitiativen gemeinsam mit denjenigen, die aus dem Grünbuch 2011 folgen, ankündigt.

Am 18. April 2012 veröffentlichte zudem die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) im Rahmen einer Konsultation einen Leitlinienentwurf¹⁷⁾, der sich mit dem Auswahlverfahren, den Auswahlkriterien und den Mindestanforderungen hinsichtlich der Eignung potenzieller Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats (gemeinsam mit dem Verwaltungsrat des monistischen Systems von der EU-Kommission,

als „Leitungsorgan“ bezeichnet, also alle drei Organe umfassend) sowie Inhabern von Schlüsselfunktionen in Banken befasst.¹⁸⁾ Auch diese Konsultation reflektiert die während der Finanzmarktkrise erkannten Schwächen der Corporate Governance und betont die Notwendigkeit einer funktionierenden Unternehmensführung sowie der erforderlichen Qualifikation ihrer Mitglieder.

Interessenkonflikte

Die deutsche Wirtschaft hat sich infolge der Finanzmarktkrise auch im Vergleich zu den anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union besonders stark gezeigt. Insbesondere sind keine Mängel in der Corporate Governance auszumachen, die den Unternehmen nachhaltig geschadet hätten. Dennoch ist nicht zu leugnen, dass zum Beispiel das Thema der Interessenkonflikte in allen Randbereichen der Corporate Governance auch in Deutschland zu berechtigter Diskussion Anlass gibt.

Interessenkonflikte liegen dem Thema der angemessenen Vorstandsvergütung unter Berücksichtigung der Nachhaltigkeit, also auch von Risikoerwägungen, zugrunde. Interessenkonflikte finden sich auch als Auslöser der neuen Regulierungsbestrebungen bei den Wirtschaftsprüfern, die sich aus dem Spannungsverhältnis zwischen Prüfung und Beratung ergeben. Gleiches gilt für die Ratingagenturen, bei denen sich eine Spannung zwischen dem Rating und der Beratung ausmachen lässt. Auch bei den Aufsichtsräten sind es Interessenkonflikte, die für das Verhältnis von Kompetenz und zeitlicher Verfügbarkeit einerseits und der Vermeidung von Mandatskumulation andererseits die Notwendigkeit schaffen, über das Thema weiter nachzudenken.

Vergütung und Sozialverträglichkeit

Zudem muss das Thema der Vorstandsvergütung auch in Deutschland im Lichte der Sozialverträglichkeit betrachtet werden. Hierbei geht es darum, die Rolle der Vorstände und deren Vergütung mit dem Modell einer sozialen Marktwirtschaft in Einklang zu bringen. Absolute Begrenzungen der Vorstandsvergütung würden nicht nur die unternehmerische Freiheit unangemessen beschränken, sondern auch die Aufsichtsräte und damit die Wirtschaft ihrer Verantwortung für dieses Thema entheben.

Dies kann nicht im Interesse einer funktionierenden Volkswirtschaft sein.

Das Grünbuch 2010 hat deutlich gemacht, dass „die Stärkung der Corporate Governance (...) das Herzstück des von der Kommission erstellten Programms zur Finanzmarktreform und Krisenverhütung [ist].“¹⁹⁾ An dieser Grundüberzeugung hat sich in Brüssel und insbesondere auch bei dem derzeitigen Binnenmarktkommissar Michel Barnier nichts geändert. Grundsätzlich ist hiergegen auch nichts einzuwenden.

Bei aller Einigkeit hinsichtlich der Bedeutung der Themen und des Diskussionsbedarfs auch in Deutschland, muss jedoch die Frage gestellt werden, ob der Ansatz umfassender Regulierung auf dem Gebiet der Corporate Governance richtig sein kann. Und wenn ja, ob er dann doch auf den Finanzsektor, vielleicht sogar nur auf die Banken, beschränkt sein sollte, statt darüber hinaus für alle börsennotierten Unternehmen Geltung zu verlangen. Es ist zu bezweifeln, dass gute Unternehmensführung durch ein dichtes Netzwerk staatlicher und halbstaatlicher Regeln erreicht werden kann.

Unternehmerische Freiheit

Bei aller neu erkannten Regelungsbedürftigkeit, insbesondere im Finanzsektor, darf nicht vergessen werden, dass wirtschaftliches Wachstum unternehmerische Freiheit verlangt und unternehmerische Freiheit ohne das Eingehen von Risiken nicht denkbar ist.²⁰⁾ Gerade Rüdiger von Rosen hat diesen für das Funktionieren der Volkswirtschaft so wichtigen Aspekt der unternehmerischen Freiheit unermüdlich hervorgehoben, ohne die generelle Bedeutung des Themas Corporate Governance oder auch eines Regelungsbedarfs mit Augenmaß infrage zu stellen. Gute Unternehmensführung bedeutet, immer nur das Nötigste in Regelungssätzen festzuhalten, und zwar möglichst im Wege des soft law, also unter Verwendung des Comply or Explain-Ansatzes. Und ohnehin muss europäische Gesetzgebung den Subsidiaritätsansatz immer berücksichtigen.

Das Spannungsverhältnis zwischen der Verbesserung der Corporate Governance einerseits und der Regulierungsnotwendigkeit andererseits wird sicherlich noch einige Zeit aktuell bleiben. Die Regulierung befindet sich darüber hinaus in ei-

nem notwendigen Verhältnis zum Thema Umsetzung und Kontrolle, etwa durch die Aufsichtsbehörden. Die Kontrolle durch die Aufsichtsbehörden sollte sich allerdings auf den Finanzsektor und dessen Systemrelevanz für den Kapitalmarkt beschränken, nicht jedoch unbedacht auch außerhalb des Finanzsektors in die Corporate Governance hineinreichen. Es muss bei der Verantwortung der zuständigen Aufsichtsräte und der Aktionäre bleiben.

Überregulierung vermeiden

Es gilt zu bedenken, dass gute Unternehmensführung eine Frage der unternehmensinternen Kultur ist. Diese zu stärken ist Aufgabe der Unternehmer des Landes und der Europäischen Union – unter Wahrung des Subsidiaritätsprinzips. Alle sind aufgerufen, ihren Beitrag zu guter Unternehmensführung, also einer Verbesserung der Corporate Governance, zu leisten und auf diesem Weg auch übermäßige Einschränkungen der unternehmerischen Freiheit durch Regelungssätze auf europäischer und nationaler Ebene auf ein Minimum zu beschränken.²¹⁾

Für die Stärkung des Kapitalmarkts hat sich Rüdiger von Rosen während seiner gesamten Amtszeit beim DAI immer wieder eingesetzt, als unermüdlicher Mahner für gute Corporate Governance, aber auch verbunden mit dem steten Plädoyer, Überregulierung zu vermeiden. Er hat sich aus persönlicher Überzeugung für das Deutsche Aktieninstitut rückhaltlos eingesetzt. Sein Name steht nicht nur für den Aufbau einer Kapitalmarktkultur in Deutschland, sondern auch immer wieder, und in den letzten Jahren verstärkt, für das Thema Corporate Governance.

Ein solcher Einsatz ist auch weiterhin nötig, um zu verhindern, dass die immense Regelungsdichte im Wege zwingenden Rechts und durch faktisch bindende Leitlinien²²⁾, etwa mit der Kapitaladäquanz-Richtlinie (CRD IV) oder mit dem Solvency-II-Regelwerk, auch alle börsennotierten Unternehmen belastet. Es besteht die Gefahr, sich weg von einer guten Unternehmensführung hin zu einem Check-the-Box-Verfahren aus der Compliance-Welt reduziert zu sehen.

In diesem Sinne bleibt zu hoffen, dass das DAI weiterhin anmahnen wird, Überregu-

lierung zu vermeiden. Es muss immer daran erinnern, dass die deutsche Wirtschaft nachhaltig erfolgreich ist, also keine Notwendigkeit zu sehen ist, sie in ein regulatorisches Korsett zu zwingen und ihr den Raum für selbstbestimmte gute Unternehmensführung und Wachstum zu nehmen.

Fußnoten

¹⁾ Ausführlich zu den Maßnahmen der EU-Kommission im Bereich der Corporate Governance Weber-Rey, Corporate Governance in Europa: die Initiativen der EU-Kommission, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn – Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht, Vorträge und Berichte Nr. 193, 2012 (Weber-Rey, Corporate Governance in Europa).

²⁾ Weber-Rey, Corporate Governance in Europa, S. 2.

³⁾ Europäische Kommission, Grünbuch – Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik („Grünbuch 2010“), 2. Juni 2010, KOM(2010) 284 endg.

⁴⁾ Weber-Rey, Corporate Governance in Europa, S. 6.

⁵⁾ Zum Aktionärs-Aktivismus im dualistischen System siehe Hommelhoff, Gedächtnisschrift für Martin Winter (2011), 255–260; zur Rolle der Aktionäre siehe auch Weber-Rey, Platow-Brief vom 6. Mai 2011, S. 7.

⁶⁾ Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code, Juli 2010.

⁷⁾ Europäische Kommission, Grünbuch – Europäischer Corporate Governance-Rahmen („Grünbuch 2011“), 5. April 2011, KOM(2011) 164/3.

⁸⁾ Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2006 über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen, zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 84/253/EWG des Rates (sogenannte Abschlussprüferrichtlinie), ABl. L 157 vom 9. Juni 2006, S. 87 und Europäische Kommission, Grünbuch – Weiteres Vorgehen im Bereich der Abschlussprüfung: Lehren aus der Krise, KOM(2010) 561 endgültig vom 13. Oktober 2010.

⁹⁾ Weber-Rey, Corporate Governance in Europa, S. 9 ff.

¹⁰⁾ Grünbuch 2011, S. 4.

¹¹⁾ Grünbuch 2011, S. 4 f.

¹²⁾ Zur Abgrenzung von unmittelbar verpflichtenden und mittelbar verpflichtenden Regelungssätzen siehe Weber-Rey, ZGR 2010, 543, 554 ff.

¹³⁾ Siehe hierzu bereits Weber-Rey, BB, 41.2011, S. 1.

¹⁴⁾ Vgl. Weber-Rey/Buckel, AG 2011, 845, 852.

¹⁵⁾ Hierzu bereits Weber-Rey, Corporate Governance in Europa, S. 10.

¹⁶⁾ Abrufbar unter: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/12/149&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en>

¹⁷⁾ EBA, Consultation Paper on draft Guidelines for assessing the suitability of members of the management body and key function holders of a credit institution, 18. April 2012, EBA/CP/2013/03.

¹⁸⁾ Kritisch zu den Inhabern von Schlüsselfunktionen, Weber-Rey, AG 2012, 365, 368.

¹⁹⁾ Grünbuch 2010, S. 2.

²⁰⁾ Weber-Rey, Corporate Governance in Europa, S. 4 f. und 32.

²¹⁾ Weber-Rey, Corporate Governance in Europa, S. 32 f.

²²⁾ Weber-Rey, Faktische Bindungswirkung von ESA Leitlinien, BZ (2012, im Erscheinen).