

I.
Vorstände und Aufsichtsräte von Finanzunternehmen haben die Welt durch die Vergabe, Verbürgung und Weitergabe fauler Kredite im Wege der Ausgabe strukturierter Kapitalmarktpapiere in die gefährlichste Lage seit der Weltwirtschaftskrise 1929 geführt. Die gut bezahlte Jagd nach kurzfristigen Gewinnen sowie Skrupellosigkeit und Inkompetenz der Unternehmensverwaltungen waren die Schlüssel des Geschehens. In Deutschland waren es vor allem die vom Staat kontrollierten Banken, die die Steuerbürger durch den Kauf oder die Absicherung dieser Papiere mit einer schweren Schuldenlast und die verkaufende Gegenseite mit hunderten von Milliarden »stupid German money« versehen haben. Den jetzigen Schulden standen bei den verantwortlichen Unternehmensleitungen astronomische Vergütungen vom 100- und 1 000fachen der Durchschnittsverdienste gegenüber. Das Vertrauen in die höchste Sicherheit vorgaukelnden Ratings der strukturierten Papiere führte zu milliardenschwerer Nachfrage vor allem bei inkompetenten und ohne sinnvolles Geschäftsmodell arbeitenden Investoren, wie den deutschen Staatsbanken, obwohl die Warnzeichen überdeutlich waren: Erreichten zuvor weniger als 1% der Papiere die beste Bewertung AAA, schafften bis zur Mitte 2007 über 60% der 37 000 Emissionen strukturierter Papiere diesen Wert. Rund 44% der Umsätze der Rating-Agentur Moody's stammten von der Bewertung derartiger Papiere. Das »moralische Risiko« der engen Zusammenarbeit von Bewerter mit zu Bewertenden glaubte man über den Reputationsmechanismus in Schranken gehalten. Während die Rating-Agenturen zuvor nur Einzelrisiken von Unternehmen bewerteten, waren sie mit der Bewertung von gepoolten und die Risiken einer Vielzahl von Unternehmen neu aufteilenden Papieren in ein gänzlich andersartiges lohnendes Geschäftsfeld vorgestoßen. Die nachlässig auf das Rating vertrauenden Käufer derartiger als sicher eingestufte Papiere trugen ein enormes Verlustrisiko bei einem Erlahmen der allgemeinen wirtschaftlichen Tätigkeit und vor allem bei einem geringfügigen Rückgang der US-Häuserpreise um lediglich 2%. Es scheint, dass die Rating-Agenturen weder die Brüchigkeit ihrer abgegebenen Bewertungen, noch die weitreichenden Auswirkungen kleiner Irrtümer in ihren Annahmen über die Korrelation der Insolvenzen und die Wahrscheinlichkeiten für ihre Ratings voll überblickt haben. Das mangelnde Verständnis wurde offensichtlich von der Bankenaufsicht und den Investoren geteilt, die ihre Prüfungsverpflichtungen einfach auf Rating-Agenturen verlagert hatten, ohne zu überlegen, ob gleiche Bewertungen für strukturierte Papiere das Gleiche bedeuten wie für Unternehmenseinzelrisiken. Vor allem hat man bei Anbietern und Nachfragern der Ratings nicht wahrgenommen oder nicht wahrnehmen wollen, dass kleine Schätzfehler, die bei Einzelunternehmensbewertungen keine Bedeutung haben, bei den strukturierten Papieren (CDOs und vor allem CDO²s) eine multiplikativ erhöhte Bedeutung besitzen, die

die abgegebenen Bewertungen unbrauchbar machten. Die bei oberflächlicher Analyse für die Käufer anscheinend attraktiv hohen Zinsen der Papiere waren angesichts des zugrunde liegenden extrem erhöhten systemischen Risikos bei weitem zu niedrig. Das Unverständnis über die wirkliche Natur strukturierter Papiere, verbunden mit dem falschen Vertrauen auf Kapitalmarkteffizienz, und die Begrenzung des »moralischen Risikos« durch Reputationsmechanismen bei den Agenturen waren ein potentes Beruhigungsmittel und führten auch bei Banken zu im Verhältnis zum Eigenkapital maßlos überhöhten Käufen dieser als sicher eingestuft Papiere. Manches weist darauf hin, dass diese beruhigenden Annahmen keine reale Grundlage hatten und von Rating-Agenturen diese naive oder zynische Extrapolation der günstigen US-Wirtschaftsentwicklung zur Erzeugung von zu niedrigen Preisen für diese Papiere unterschoben wurde. Im internen Schriftverkehr zwischen zwei Seniormanagern einer Rating-Agentur merkten diese an, dass sie mit den strukturierten Papieren ein Monster geschaffen hätten und dann wörtlich: »Lass uns hoffen, dass wir alle reich und pensioniert sind, wenn dieses Kartenhaus zusammenfällt.« Vor allem die Investmentbanken spielten eine doppelte Rolle als Händler und Anleger mit riesigen kurzfristigen Gewinnen für Bank und Manager, die allzu verführerisch waren, auch wenn vom Topmanagement gesehen wurde, dass ihr Verhalten auf längerfristige Sicht Werte zerstörend war und ihre Institutionen in den Abgrund reißen konnte. Der Chef der Citigroup sah kommen, dass der von billigen Krediten getriebene Boom in einem Desaster enden würde: »Wenn diese Musik endet, ausgedrückt in Liquidität, werden die Dinge kompliziert. So lange die Musik spielt, machen wir mit und tanzen.«

Am Ende der Party waren die Steuerzahler, vor allem auch in Deutschland, gezwungen aus Gründen des Schutzes der realen Wirtschaft Bürgschaften und Darlehen in nie gesehenem Umfang zur Rettung der Staatsbanken und anderer einzelner Institute der Finanzindustrie aufbringen. Dass selbst in Zeiten der Krise noch Versuche der persönlichen Bereicherung routiniert weitergingen, rief verständlicherweise auch den Gesetzgeber auf den Plan, der mit neuen Vergütungs- und Haftungsregeln die Wiederholung dieses Desasters verhindern will.

II.

Vor einer Diskussion der von der SPD/CDU-Koalition im Parlament eingebrachten Gesetzesvorschläge zur Vorstandsvergütung ist festzuhalten, dass es in Deutschland, anders als in den USA und Großbritannien, nur vereinzelt mehrstellige Millionenvergütungen im Bankensektor gege-

* Prof. Dr. Michael Adams ist Leiter des Instituts für Recht der Wirtschaft an der Universität Hamburg.

ben hat. Die vom – ehemaligen – deutschen Höchstverdiener geleitete Bank wurde nicht von staatlichen Geldern oder Rettungsbürgschaften abhängig. Das Problem Deutschlands war nicht die astronomische Vergütung der Hersteller der toxischen Papiere, sondern die Inkompetenz in deren Beurteilung und damit in der Nachfrage nach diesen Papieren sowie die fehlende Sorgfalt bei der Stellung von Kreditgarantien, die bedenkenlos von den Staatsbanken auf dem Rücken des deutschen Steuerzahlers geleistet wurden.

Ein Versuch zur Lösung der Inkompetenz und mangelnden Sorgfalt in den Überwachungsorganen der deutschen Staatsbanken wird vom Gesetzentwurf nicht unternommen. Hierzu müsste allerdings ein System aufgegeben werden, bei dem Verwaltungsrat- und Aufsichtsratposten im großen Umfang als Amtsbeute für Gewerkschaftsfunktionäre, Politiker und andere Persönlichkeiten ohne besondere Qualifikation für diese Aufgabe dienen. Diese Schlussfolgerung wird aus dem Versagen der Unternehmensleitungen vom zur Reform angetretenen Gesetzgeber nicht gezogen. Vorschläge hierzu fehlen. Stattdessen wird die Öffentlichkeit mit mehr oder minder unbrauchbaren Gesetzesvorschlägen zur Vergütung von Managern in und außerhalb des Bankensektors beschäftigt, denen es sich nun zu widmen gilt.

III.

Für die Beurteilung der Geschehnisse im Bankensektor nach geltendem Recht ist zunächst festzuhalten, dass die Übernahme von Risiken in Höhe mehrstelliger Milliardenbeträge mit Gefahren für die Fortexistenz der Bank und ihres Gewährträgers, wie etwa des Landes Schleswig-Holstein, nicht lediglich auf einer Risikobewertung beruhen durfte, die einfach ein Outsourcing der Sorgfalts- und Prüfungspflichten auf die Rating-Agenturen darstellt. Bei derartig weitreichenden Risiken muss durch Vorstand und Aufsichtsrat eine eigenständige sorgfältige Prüfung der Risiken stattfinden. Hätte man diese durchgeführt, wäre aufgefallen, dass für die von den Agenturen ausgewiesene Verminderung der Einzelrisiken ein extrem gestiegenes Systemrisiko eingegangen wurde, das in diesem Umfang niemals hätte eingegangen werden dürfen. Da eine sorgfältige Prüfung der Risiken nicht stattfand, liegt nach geltendem Recht ein Haftungsfall für den verantwortlichen Vorstand und den beaufsichtigenden Aufsichtsrat vor. Die Eintreibung der Schadensersatzforderungen macht dabei natürlich auch vor vergangenen Verdiensten und verdienten Pensionen nicht halt. Dabei versteht sich, dass fehlende bank- und finanzwissenschaftliche Kenntnisse in Vorstand oder Aufsichtsrat nach der Rechtsprechung keine Rechtfertigung für Fehlentscheidungen bieten. Die deutsche Pöstchenkultur in den Aufsichtsgremien der Staatsbanken hat hier ihre eigenen persönlichen Risiken. Es besteht daher an dieser Stelle auch kein Hand-

lungsbedarf für den Gesetzgeber. Handlungsbedarf bei der Durchsetzung der Schadensersatzansprüche besteht lediglich bei den Aufsichtsgremien. Da jedoch Management und Aufsicht bei der Risikoprüfung gemeinsam versagt haben, sind sie in dem innigen Wunsch geeint, jedes Risiko zu meiden, das zur Durchsetzung der Haftung für ihr Fehlverhalten führen könnte. Die Geltendmachung von Schadensersatzforderungen gegen den Vorstand, die in die Zuständigkeit des Aufsichtsrats fällt, bringt für den Aufsichtsrat das erhebliche Risiko mit sich, dass der Vorstand zu seiner Verteidigung auf Pflichtverletzungen des Aufsichtsrates bei der Risikokontrolle hinweist und gleichfalls Schadensersatzansprüche für die Bank geltend macht. Als Gleichgewicht muss man damit erwarten, dass dem geltenden Haftungsrecht von den in das Desaster verstrickten Organen der Unternehmensverwaltung keine Geltung verschafft werden wird. Es bleibt bei Aktiengesellschaften noch der Weg über die Klageerzwingung durch die Aktionäre in der Hauptversammlung sowie allgemein Strafverfolgungsmaßnahmen sowie parlamentarische Untersuchungsausschüsse oder Rechnungshof gestützte Aufklärung. So hat der Rechnungshof des Freistaates Sachsen in einer Sonderprüfung festgestellt, dass die von der Landesbank Sachsen eingegangenen Risiken nicht ordnungsgemäß erfasst wurden und der Verwaltungsrat bei der Überwachung der Tätigkeit des Vorstands die ständige Pflicht zur Selbstinformation über Lage und Entwicklung der Sächsischen Landesbank-Gruppe nicht durchgeführt hat. Er habe bei dieser Aufgabe versagt. Von der Aufsicht sei eine Darlegung des Verhältnisses von Ertrag und Risiko nicht eingefordert worden. Diese Versäumnisse begründen nach Auffassung des Sächsischen Rechnungshofs einen Verstoß der Aufsicht gegen die bestehenden Sorgfaltspflichten und erfordern eine Prüfung der Haftung der Organmitglieder der Bank. Weiterhin stellte der Rechnungshof fest, dass die Vorstände der Landesbank durch die ständige Ausweitung des Kreditsatzgeschäfts die Landesbank in eine die Existenz bedrohende Situation geführt haben. Auch sie hätten dadurch ihre Sorgfaltspflichten verletzt. Ihre zivilrechtliche Inanspruchnahme für eine Haftung werde derzeit geprüft. Die Staatsanwaltschaft Leipzig habe zudem Ermittlungen gegen die Vorstandsmitglieder der Bank eingeleitet.

Geht man daher, ebenso wie der Sächsischen Rechnungshof, von einer Sorgfaltsverletzung und damit Haftung der Vorstände, Verwaltungsratsmitglieder und Aufsichtsräte der betroffenen Banken bereits nach geltendem Recht aus, fragt sich, welche rechtlichen Lücken der Entwurf der Bundesregierung noch füllen soll.

IV.

Als Antwort auf die Bankenkrise hatte sich die große Koalition in einem Gesetzentwurf auf Schritte zur Begrenzung der Managergehälter im Allgemeinen, also auch außerhalb des

Finanzsektors, verständigt. Die Vorstellung war, dass die ausschließlich an kurzfristigem Gewinn ausgerichteten Unternehmensleitungen das Desaster zu verantworten hätten. Zudem gab es in der Öffentlichkeit verschiedentlich Erregungen über wenig nachvollziehbare Vergütungen und Pensionen einiger nicht sonderlich erfolgreicher Manager. Nach dem Gesetzentwurf der Koalition soll daher die Vergütung eines Vorstands künftig in einem angemessenen Verhältnis zu seiner Leistung und zum Lohnniveau in seiner Firma stehen. Bereits nach geltendem Recht müssen jedoch die Gesamtbezüge in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen. Der Entwurf nennt lediglich als weitere zusätzliche Vergütungskriterien die »Leistungen« des Vorstandsmitglieds und die »übliche Vergütung«. Das sind auch heute schon anerkannte Bemessungskriterien. Daneben gelten jedoch aus guten Gründen noch andere Kriterien, wie etwa Qualifikation, Marktwert und die Dauer der Zugehörigkeit zur Gesellschaft. Es wird nichts gewonnen, wenn das Gesetz um zwei weitere, bereits anerkannte Vergütungskriterien neben vielen anderen erweitert wird. Das Kriterium der »üblichen Vergütung« sollte schon deshalb nicht mit besonderer Betonung in das Gesetz aufgenommen werden, weil zu erwarten ist, dass es vor allem zu höheren und nicht zu geringeren Vergütungen führt.

Der Gesetzentwurf sieht weiter vor, dass der Aufsichtsrat verpflichtet wird, bei der Festsetzung der Gesamtbezüge »langfristige Verhaltensanreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung zu setzen. Die vorgeschlagene Regelung verbietet dem Aufsichtsrat, sich auf eine reine Fixvergütung zu beschränken und verpflichtet ihn zur Vereinbarung variabler Vergütungselemente mit langfristiger Anreizwirkung. Der Entwurf will ebenfalls die Wartezeit für die erstmalige Ausübung von Optionsrechten auf den Bezug von Aktien von zwei auf vier Jahre seit der Einräumung der Bezugsrechte verlängern. Hierbei scheint den Entwurfsverfassern nicht ganz klar gewesen zu sein, dass eine Ausübung von Aktienoptionen vor Ablauf der Laufzeit üblicherweise zu geringeren Gewinnen für die berechtigten Manager führt. Die neue Regelung unterstützt damit gewinnoptimales Ausübungsverhalten von Managern und erhöht deren Gewinn aus gewährten Aktienoptionen.

Ein weiterer Regelungsvorschlag betrifft die nachträgliche Herabsetzung der Bezüge amtierender und pensionierter Vorstandsmitglieder. Der Entwurf sieht eine Verminderung der Anforderungen an die Herabsetzung der Bezüge vor. Während bisher eine »wesentliche« Verschlechterung der Lage der Gesellschaft erforderlich ist, soll die Herabsetzung nun schon zulässig sein, wenn die Weitergewährung der Bezüge »unbillig« wäre, während nach geltendem Recht eine »schwere Unbilligkeit« nötig ist. Der Gesetzgeber will damit dem Aufsichtsrat die Möglichkeit einer weitgehend beliebigen Herabsetzung der Bezüge eröffnen. Die

Vorschrift scheint eine Antwort auf einen in der Presse viel diskutierten Pensionsfall in einem Energieversorgungsunternehmen zu sein. Das Problem dieser Regelung besteht darin, dass sie alle Beteiligten ohne jegliche Rechtssicherheit zurücklässt. Das ist für die betroffenen Vorstandsmitglieder, aber auch für den entscheidenden Aufsichtsrat unzumutbar, da dieser nach dem Gesetzentwurf ja zugleich unter Haftungsandrohung verpflichtet sein soll, die »billigen« Herabsetzungen durchzuführen. Bemerkenswert ist das Verständnis der Gesetzentwurfsverfasser von der grundsätzlichen Aufgabe von Unternehmen als »gesellschaftlicher Veranstaltung« bei der Frage der Billigkeitsbeurteilung der Vergütungen. So kommt es zur Beurteilung als »unbillig« nach der Begründung des Entwurfs nicht nur auf die »Unbilligkeit« für die Aktiengesellschaft an. In der »Formulierungshilfe« der Bundesregierung stand noch der Satz »Unbillig kann die Weitergewährung auch sein, wenn sie von einer allgemeinen Betrachtung aus unbillig erscheint.« Damit würde die Höhe der Bezahlung der Topmanager abhängig von einer »allgemeinen Betrachtung«, gestützt auf sozialpolitisch gesundes Empfinden. Es wäre eine unbeschränkt beliebige Öffnung für politische Vergütungsentscheidungen. Mit einem Rechtsstaat hat das wenig zu tun. Die Regelung würde vor dem Verfassungsgericht keinen Bestand haben.

Die auf kurzfristige Erfolgsziele bezogenen Zusatzzahlungen (Boni) sollen die Vorstände nach dem Entwurf erst nach Vertragsende beziehen können. Damit sollen die Manager angehalten werden, sich mehr am langfristigen Erfolg des Unternehmens zu orientieren. Richtig ist hierbei, dass die Länge der Messperiode die Varianz bei der Messung der Leistung der Vorstände vermindert und damit die wirkliche Vorstandsleistung besser erfasst. Hierdurch wird eine höhere Anreizintensität der Vergütung erreicht. Im gesamten Vergütungsvolumen, das sich ja durch den Entwurf nicht ändert, gewinnen damit längerfristige Vergütungsbestandteile ein höheres Gewicht. Der Entwurf führt damit im Ergebnis zu einer Amerikanisierung der Vergütungsstruktur: Im Jahr 2008 wurde ein DAX30-Vorstandsvorsitzender im Median mit 30% Festgehalt, 50% kurzfristige und 20% langfristiger Erfolgsvergütung entlohnt. Die entsprechende Median-Vergütungsstruktur für den CEO eines S&P-500-Unternehmens zeigt ein völlig anderes Bild: 10% fest, 20% kurzfristig und 70% langfristige Anreizvergütung. Aber war es nicht so, dass die Bankenkrise in den USA ihren Ursprung nahm?

Die Vor- und Nachteile der jeweiligen Vergütungsvorschläge sind nur in Bezug auf die Lage des einzelnen Unternehmens zu gewichten. Eine zwingende gesetzliche Lösung, die die einzusetzende Vergütungstechnik vorschreibt, erscheint naiv und sollte unterbleiben. Dies gilt auch für entsprechende pauschale Empfehlungen der Corporate-Governance-Kommission.

Neben den darlegten eher schädlichen oder belanglosen Regelungen gibt es auch sinnvolle Vorschriften, die die Transparenz der Vorstandsvergütungsausweise erheblich verbessern. Eine Antwort auf die Ursachen der Bankenkrise stellen sie nicht dar. Bemerkenswerte Fortschritte bringt das überwiegend dirigistische Vorschriftensammelsurium nicht. Ist es nur als Gesamtpaket zu erhalten, zählen die überflüssigen und schädlichen Vorschriften mehr als die wenigen nützlichen. Ein Verzicht auf das gesamte Gesetzesvorhaben wäre besser. Zuweilen ist weniger mehr.