

Bank- und kapitalmarktrechtliche Schriften
des Instituts für Bankrecht Köln

42

Christoph Badenheim

Die Corporate Governance der Bankaktiengesellschaft

Leitung und Überwachung zwischen Gesellschaftsrecht
und Bankaufsichtsrecht



Nomos

C. H. Beck



**Bank- und kapitalmarktrechtliche Schriften
des Instituts für Bankrecht Köln**

Herausgegeben von
Professor Dr. Norbert Horn, Universität zu Köln
Professor Dr. Klaus Peter Berger, Universität zu Köln

Band 42

Christoph Badenheim

Die Corporate Governance der Bankaktiengesellschaft

Leitung und Überwachung zwischen Gesellschaftsrecht
und Bankaufsichtsrecht



Nomos

C. H. Beck





Onlineversion
Nomos eLibrary

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Köln, Univ., Diss., 2021

ISBN 978-3-8487-8712-8 (Print)

ISBN 978-3-7489-3103-4 (ePDF)

Die Schriftenreihe ist bis Band 21 beim Verlag C. H. Beck, München, erschienen.

1. Auflage 2022

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2022. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Meinen Eltern in tiefer Dankbarkeit

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln im Sommersemester 2021 als Dissertation angenommen. Legislative Entwicklungen und Literatur konnten für die Veröffentlichung bis Oktober 2021 berücksichtigt werden.

Die Publikation dieser Untersuchung gibt mir Gelegenheit, mich bei den Personen zu bedanken, die zu ihrem Entstehen beigetragen haben:

Ganz herzlich bedanken möchte ich mich zunächst bei meinem geschätzten Doktorvater Herrn Prof. Dr. *Klaus Peter Berger*, LL.M. für die jederzeit hervorragende Betreuung meiner Arbeit und die blitzschnelle Erstellung des Erstgutachtens. Besonderer Dank gilt auch Frau Prof. Dr. Dr. h.c. *Barbara Dauner-Lieb* für die ebenfalls sehr schnelle Erstellung des Zweitgutachtens. Für die Aufnahme in die Schriftenreihe des Instituts für Bankrecht danke ich Herrn Prof. Dr. *Norbert Horn* und Herrn Prof. *Berger*. Großer Dank gilt ferner der Heinz-Ansman-Stiftung, die diese Arbeit mit einem Förderpreis ausgezeichnet hat.

Zu tiefem Dank verpflichtet bin ich schließlich meiner Familie. Meinen Großeltern danke ich von Herzen für die Förderung meiner Ausbildung, insbesondere meinem Großvater *Hubert Badenheim*, der mein Interesse an Finanzmarktthemen geweckt hat und dem ich das vorliegende Buch gerne zu Lebzeiten überreicht hätte. Besonderer Dank gilt auch meinem Bruder *Alexander Badenheim*, auf dessen jederzeitige Unterstützung ich mich bereits seit Kindertagen verlassen kann. Der größte Dank gebührt jedoch meinen Eltern *Vera Badenheim* und Dr. *Wolfgang Badenheim*. Von ganzem Herzen danke ich ihnen für die stets liebevolle und bedingungslose Unterstützung auf meinem Lebensweg. Ihrem Rückhalt und Glauben an mich verdanke ich die Möglichkeit zu Studium und Promotion. Nicht nur haben sie dadurch erst die Voraussetzung für das Entstehen der vorliegenden Untersuchung geschaffen, sondern durch akribisches Korrekturlesen schließlich auch aktiv zu ihrem Abschluss beigetragen. Ihnen ist diese Arbeit in tiefer Dankbarkeit gewidmet.

Bonn, im Oktober 2021

Christoph Badenheim

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	25
Einleitung	33
1. Kapitel: <i>Bank Governance</i> als Sonderfall der Corporate Governance	43
§ 1 Corporate Governance	43
§ 2 Corporate Governance von Banken	69
§ 3 Die Finanzkrise als Prüfstein für die Corporate Governance von Banken	98
§ 4 Zusammenfassung und Bewertung	120
2. Kapitel: Die Modifikation der internen Corporate Governance durch das Bankaufsichtsrecht („Bankgesellschaftsrecht“)	122
§ 5 Regelungsansatz des Bankgesellschaftsrechts	122
§ 6 Regelungsgegenstand des Bankgesellschaftsrechts	162
§ 7 Dogmatik und Zielkonzeption des Bankgesellschaftsrechts	310
§ 8 Zusammenfassung und Bewertung	369
3. Kapitel: Bankgesellschaftsrecht als Risikopräventionsrecht	372
§ 9 Funktionsanalyse des Bankgesellschaftsrechts <i>de lege lata</i>	372
§ 10 Ansätze zur Weiterentwicklung des Bankgesellschaftsrechts <i>de lege ferenda</i>	406
§ 11 Zusammenfassung und Bewertung	471
Schlussbetrachtung	474
Literaturverzeichnis	481

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	25
Einleitung	33
A. Die Entstehung eines „Bankgesellschaftsrechts“ als Anlass der Untersuchung	33
B. Risikoappetit von Anteilseignern als (ignorierte) Herausforderung des Bankgesellschaftsrechts	36
C. Ziel der Untersuchung	38
D. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes	39
E. Gang der Untersuchung	41
1. Kapitel: <i>Bank Governance</i> als Sonderfall der Corporate Governance	43
§ 1 Corporate Governance	43
A. Grundlagen der Corporate Governance	43
I. Begriffsbestimmung	43
II. Entstehung und Funktion	45
1. Empirischer Hintergrund	45
2. Theoretischer Analyserahmen	46
a. Unternehmen als Vertragsnetzwerke	46
b. Unvollständige Vertragsbeziehungen als Quelle von Agenturkosten	48
3. Corporate Governance als Mechanismus zur Reduktion von Agenturkosten	49
a. <i>Shareholder</i> -Ansatz	50
b. <i>Stakeholder</i> -Ansatz	51
B. Agenturprobleme in der Unternehmensfinanzierung	52
I. Agenturprobleme des Eigenkapitals	53
1. Das Verhältnis zwischen Anteilseignern und Management	53
a. Partielle Interessendivergenz	53
b. Opportunistische Verhaltensweisen zu Lasten der Anteilseigner	55

2. Mechanismen zur Reduktion der Agenturkosten des Eigenkapitals (<i>Equity Governance</i>)	56
a. Gesellschaftsrecht	56
b. Vergütung	58
c. Marktkräfte	59
II. Agenturprobleme des Fremdkapitals	60
1. Das Verhältnis zwischen Anteilseignern und Fremdkapitalgebern	60
a. Partielle Interessendivergenz	61
b. Opportunistische Verhaltensweisen zu Lasten der Fremdkapitalgeber	62
aa. Erhöhung der Fremdkapitalisierung	62
bb. Risikoanreizproblem (<i>risk shifting</i>)	63
cc. Unterinvestitionsproblem (<i>debt overhang</i>)	64
2. Mechanismen zur Reduktion der Agenturkosten des Fremdkapitals (<i>Debt Governance</i>)	65
a. Risikokompensation durch Risikoprämie	66
b. Risikobegrenzung durch <i>Covenants</i>	67
C. Zwischenergebnis	68
§ 2 Corporate Governance von Banken	69
A. Besonderheiten von Banken	70
I. Das Geschäftsmodell der Finanzintermediation	70
II. Die Risikoneigung des Bankgewerbes	71
1. Fragilität der Bilanzstruktur	72
2. Vertrauensempfindlichkeit von Banken	73
3. Sektorspezifische Interdependenzen	74
III. Einlagensicherung und implizite Staatsgarantien als Gewährleistungsmechanismen des Bankensektors	76
B. Folgewirkungen für die Corporate Governance der Banken	78
I. Dysfunktionalität der <i>Debt Governance</i>	78
II. Exzessiver Risikoappetit der Anteilseigner (<i>moral hazard</i>)	80
C. Bankaufsichtsrecht als Antwort auf verzerrte Risikoanreize	84
I. Legitimation des regulatorischen Eingriffs	84
II. Zielsetzung des Bankaufsichtsrechts	86
1. Finanzstabilität als primärer Schutzzweck	86
2. Finanzstabilität durch individuelle Krisenresistenz	88

III. Krisenprävention durch Risikobegrenzung	90
1. Mindestkapitalanforderungen („Säule 1“)	92
2. Aufsichtsrechtliches Überprüfungsverfahren („Säule 2“)	94
3. Marktdisziplin („Säule 3“)	96
D. Zwischenergebnis	97
§ 3 Die Finanzkrise als Prüfstein für die Corporate Governance von Banken	98
A. Entstehung und Verlauf der internationalen Finanzkrise	98
B. Das Versagen der Corporate Governance von Banken	101
I. Konzeptionelle und organisatorische Mängel im Risikomanagement	103
II. Mangelhafte Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder	105
III. Inadäquate Vergütungssysteme	106
IV. Fehlende Aktionärskontrolle?	108
1. Empirische Evidenz	110
2. Bewertung des Befundes	114
3. Normative Implikationen	116
C. Zwischenergebnis	119
§ 4 Zusammenfassung und Bewertung	120
2. Kapitel: Die Modifikation der internen Corporate Governance durch das Bankaufsichtsrecht („Bankgesellschaftsrecht“)	122
§ 5 Regelungsansatz des Bankgesellschaftsrechts	122
A. Regelungsziel der aufsichtsrechtlichen Indienstnahme der Corporate Governance	123
I. Die qualitative Ausrichtung der Bankenaufsicht	123
1. Unvollkommenheit des quantitativen Bankaufsichtsrechts	123
a. Regelgebundene Bestimmtheit als inhärente Schwäche	124
b. Fehlende Berücksichtigung operationeller Risiken	126
2. Qualitative Vorgaben als Ausdruck einer unternehmensindividuellen Regulierung	128

II. Der prinzipienorientierte Ansatz des qualitativen Bankaufsichtsrechts	129
1. Differenzierung von Regeln und Prinzipien	131
a. Die starke Trennungsthese	131
b. Die schwache Trennungsthese	132
2. Besonderheiten und Funktionen von Prinzipien	134
a. Folgen der finalen Normstruktur von Prinzipien	135
aa. Erweiterte Umsetzungsspielräume und Verantwortungsdelegation	135
bb. Gleitende Verhaltensanforderungen und das Proportionalitätsgebot	138
b. Rechtspolitische Funktion von Prinzipien	140
aa. Flexibilisierung des Rechtsrahmens	141
bb. Reduktion der „Regulierungslast“	142
III. Die Bedeutung der internen Corporate Governance im Recht der qualitativen Bankenaufsicht	143
1. Ergänzung der Mindestkapitalanforderungen	144
2. Risikoprävention durch Gemeinwohlausrichtung der Organisationsstruktur	146
a. Konkretisierung des Regelungsziels	147
aa. Vermeidung eines Organisationsversagens	147
bb. Vermeidung von Zielkonflikten	149
b. Konzeptionelle Folgen der Gemeinwohlausrichtung	152
B. Rechtssystematik der aufsichtsrechtlichen Indienstnahme der Corporate Governance	154
I. Die tradierte Dichotomie von öffentlichem Bankaufsichtsrecht und privatem Gesellschaftsrecht	155
1. Das Bankaufsichtsrecht als Instrument zur Förderung von Gemeinwohlbelangen	155
2. Das Gesellschaftsrecht als Instrument zur privatautonomen Zweckverwirklichung	156
II. Die „Arbeitsteilung“ im Bankgesellschaftsrecht als Ausdruck einer neuen Rechtsdogmatik	157
1. Öffentliches Recht und Privatrecht als „wechselseitige Auffangordnungen“	157
2. Das Bankgesellschaftsrecht als paradigmatisches Exempel des „Strukturwandels“	159
C. Zwischenergebnis	161

§ 6	Regelungsgegenstand des Bankgesellschaftsrechts	162
A.	Die nationale Implementierung des europäischen Bankgesellschaftsrechts	163
	I. Die Unternehmensverfassung der Aktiengesellschaft	163
	II. Kompatibilität des dualistischen Systems mit europarechtlichen Vorgaben des Bankaufsichtsrechts	164
B.	Die Leitung der Bankaktiengesellschaft durch den Vorstand	166
	I. Leitungsaufgabe und Sorgfaltspflicht	166
	1. Die Leitung unter eigener Verantwortung	167
	a. Zielvorgabe des Leitungsauftrags	168
	aa. Das Unternehmensinteresse als interessenplurale Zielkonzeption	169
	bb. Der Verbandszweck als interessenmonistische Zielkonzeption	171
	cc. Stellungnahme: Dauerhafte Rentabilität als vorrangiges Unternehmensinteresse	173
	b. Eigenverantwortlichkeit und Leitungsermessen	178
	2. Die Sorgfaltspflicht als weitere Schranke des unternehmerischen Ermessens	179
	a. Legalitätspflicht	180
	aa. Interne und externe Pflichtenbindung	181
	bb. Dogmatische Grundlage und Reichweite der Legalitätspflicht	183
	(1) Legalitätspflicht als Ausprägung der Schadensabwendungspflicht?	183
	(2) Legalitätspflicht als Bestandteil des Unternehmensinteresses?	184
	(3) Legalitätspflicht als Ausdruck einer beschränkten Privatautonomie	186
	b. Pflicht zur sorgfältigen Unternehmensleitung	188
	c. Überwachungspflicht	189
	II. Unternehmensorganisationspflichten	190
	1. Risikomanagement	192
	a. Aktienrechtliche Anforderungen	193
	aa. Zielvorgabe: Früherkennung bestandsgefährdender Entwicklungen	194

bb.	Organisatorische Anforderungen: Geeignete Maßnahmen und Einrichtung eines Überwachungssystems	195
	(1) Pflicht zur Einrichtung eines Risikofrüherkennungs- und Überwachungssystems	195
	(2) Keine Pflicht zur Einrichtung eines umfassenden Risikomanagementsystems	197
b.	Bankaufsichtsrechtliche Anforderungen	200
aa.	Zielvorgabe: Laufende Sicherstellung der Risikotragfähigkeit	202
	(1) Risikoinventur als vorgelagerter Aspekt	202
	(2) Risikotragfähigkeitsprüfung als quantitative Komponente	203
	(a) Ermittlung des Risikopotenzials (Risikoquantifizierung)	204
	(b) Bestimmung des Risikodeckungspotenzials	206
bb.	Strategische Anforderungen: Geschäfts- und Risikostrategie	207
cc.	Organisatorische Anforderungen: Internes Kontrollsystem und Interne Revision	210
	(1) Internes Kontrollsystem	211
	(a) Aufbau- und Ablauforganisation	211
	(b) Risikocontrolling-Funktion	212
	(c) Compliance-Funktion	213
	(2) Interne Revision	214
c.	Vergleich der aktien- und bankaufsichtsrechtlichen Anforderungen	215
2.	Compliance	217
a.	Aktienrechtliche Anforderungen	218
aa.	Dogmatische Grundlage der Compliance-Verantwortung	219
bb.	Inhalt der Compliance-Verantwortung	221
b.	Bankaufsichtsrechtliche Anforderungen	225
aa.	Allgemeine Compliance	226
bb.	Compliance-Funktion	227
	(1) Compliance-Risiken	227
	(2) Aufgaben und Befugnisse	228
	(3) Organisation	230

c. Vergleich der aktien- und bankaufsichtsrechtlichen Anforderungen	231
III. Vergütungssysteme	232
1. Aktienrechtliche Anforderungen	233
a. Vergütungshöhe	235
aa. Angemessenheit der Vergütung	236
bb. Üblichkeit der Vergütung	237
b. Ausrichtung der Vergütungsstruktur	238
aa. Nachhaltigkeit und Langfristigkeit	239
bb. Variable Vergütungsbestandteile	241
(1) Verhältnis von variablen zu fixen Vergütungsbestandteilen	242
(2) Mehrjährige Bemessungsgrundlage	243
c. Anpassung der Vergütung	246
d. Vergütungs-Governance	247
aa. Aufsichtsrat	247
bb. Hauptversammlung	248
e. Vergütungs-Transparenz	250
2. Bankaufsichtsrechtliche Anforderungen	251
a. Risikoorientierte Vergütungssysteme als Instrument des Risikomanagements	254
b. Vergütungshöhe	256
c. Ausrichtung der Vergütungsstruktur	256
aa. Nachhaltigkeit und Langfristigkeit	257
bb. Variable Vergütungsbestandteile	257
(1) Verhältnis von variablen zu fixen Vergütungsbestandteilen	257
(2) Mehrjährige Bemessungsgrundlage	259
(3) Risikoadjustierung bei bedeutenden Instituten	260
d. Vergütungs-Governance	262
e. Vergütungs-Transparenz	263
3. Vergleich der aktien- und bankaufsichtsrechtlichen Anforderungen	264
IV. Zusammensetzung und Binnenorganisation des Vorstands	265
1. Zahl der Mitglieder	266
2. Persönliche Anforderungen	267
a. Qualifikationsanforderungen	267
b. Mandatsbeschränkungen	269
3. Gremienorganisation	271

V. Zwischenergebnis	272
C. Die Überwachung der Bankaktiengesellschaft durch den Aufsichtsrat	273
I. Überwachungsaufgabe und Sorgfaltspflicht	273
1. Inhalt und Zielsetzung der Überwachungsaufgabe	274
a. Gegenstand und Inhalt der Überwachungspflicht	274
b. Maßstab und Ziel der Überwachung	275
aa. Rechtmäßigkeit	276
bb. Zweckmäßigkeit und Ordnungsmäßigkeit	277
2. Verhältnis zur Vorstandsüberwachung durch die Bankaufsichtsbehörde	278
II. Informationsversorgung des Aufsichtsrats	280
1. Informationsversorgung im Aktienrecht	281
a. Vorstandsabhängige Information	281
b. Vorstandsunabhängige Information	281
2. Informationsversorgung im Bankaufsichtsrecht	284
III. Personalkompetenz	285
1. Personalkompetenz im Aktienrecht	285
2. Personalkompetenz im Bankaufsichtsrecht	286
IV. Vergütungssysteme	287
V. Zusammensetzung und Binnenorganisation des Aufsichtsrats	288
1. Persönliche Anforderungen	289
a. Qualifikationsanforderungen	289
aa. Aktienrechtliche Mindestqualifikation	289
bb. Bankaufsichtsrechtliche Mindestqualifikation	291
(1) Sachkunde	292
(a) Einzel- und Gesamtqualifikation	292
(b) Fortbildungsverantwortung	294
(2) Zuverlässigkeit	295
(3) Zeitliche Verfügbarkeit	296
b. Mandatsbeschränkungen	296
2. Gremienorganisation	298
a. Risikoausschuss	300
b. Prüfungsausschuss	301
c. Nominierungsausschuss	302
d. Vergütungskontrollausschuss	303
VI. Zwischenergebnis	305

D. Zwischenergebnis und Bewertung	306
I. Systemkonforme Verdichtung materieller Pflichten und Ermessensbeschränkung	307
II. Zieldisparität als Auslöser von Systemspannungen	308
§ 7 Dogmatik und Zielkonzeption des Bankgesellschaftsrechts	310
A. Die formelle Relation von Bankaufsichtsrecht und Aktienrecht	311
I. Fehlen einer speziellen Kollisionsnorm	312
II. Kein Spezialitätsverhältnis im Sinne der Methodenlehre	314
III. Zwischenergebnis	316
B. Die materielle Relation von Bankaufsichtsrecht und Aktienrecht	317
I. Modifiziertes Unternehmensinteresse im Bankensektor?	317
1. Legislative Hinweise für einen Vorrang des öffentlichen Interesses?	318
a. Keine Extension vergütungsbezogener Kriterien	318
b. Begrenzte Tragweite der Empfehlungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht	320
2. Wertungsbasierte Modifikation des Unternehmensinteresses?	323
a. Öffentliches Interesse als „normativer Leitstern“ der Leitungsaufgabe?	324
b. Stellungnahme	325
3. Modifikation des Unternehmensinteresses als Widerspruch zur Regelungstechnik des Bankgesellschaftsrechts	327
II. Die Legalitätspflicht als „Einfallstor“ der aufsichtsrechtlichen Teleologie	329
1. Legalitätspflicht als Bindeglied zwischen Bankaufsichtsrecht und Aktienrecht	330
a. Regelbasierter Normbefehl des Bankaufsichtsrechts	330
b. Kein Normbefehl des Bankaufsichtsrechts	331
c. Sonderfall: Prinzipienorientierter Normbefehl des Bankaufsichtsrechts	332
aa. Umsetzung prinzipienorientierter Vorgaben als unternehmerische Entscheidung?	334
bb. Dogmatische Einordnung des Handelns bei unklarer Rechtslage	338
(1) Keine analoge Anwendung der <i>Business Judgement Rule</i>	339

(2) Verortung auf der Pflichten- oder Verschuldensebene?	340
2. Legalitätspflicht bei unklarer Rechtslage im Bankaufsichtsrecht	344
a. Rechtsermittlungspflicht	344
aa. Besonderheiten bei der Prüfung der Rechtslage im Bankaufsichtsrecht	345
(1) Rundschreiben der Aufsichtsbehörde	345
(a) Rundschreiben als normkonkretisierende Verwaltungsvorschriften?	346
(b) Rundschreiben als norminterpretierende Verwaltungsvorschriften	348
(2) Informelle Abstimmung mit der Aufsichtsbehörde	349
bb. Einholung von Rechtsrat	350
b. Rechtsbefolgungspflicht	352
aa. Das Meinungsbild im Aktienrecht	353
bb. Übertragbarkeit auf das prinzipienorientierte Bankaufsichtsrecht?	354
c. Leitlinien zur Konkretisierung prinzipienorientierter Vorgaben des Bankaufsichtsrechts	357
III. Fazit: Die Zielkonzeption des Bankgesellschaftsrechts	360
C. Haftungsrechtliche Konsequenzen	361
I. Binnenhaftung	361
II. Außenhaftung	363
1. Verwaltungsrechtliche Sanktionen	364
2. Strafbewehrung von Pflichtverletzungen im Risikomanagement	367
§ 8 Zusammenfassung und Bewertung	369
3. Kapitel: Bankgesellschaftsrecht als Risikopräventionsrecht	372
§ 9 Funktionsanalyse des Bankgesellschaftsrechts <i>de lege lata</i>	372
A. Strukturierte Generierung von Risikowissen (<i>Funktionsbedingung Nr. 1</i>)	373

B. Verknüpfung von Risikowissen und risikoadäquatem Verhalten (<i>Funktionsbedingung Nr. 2</i>)	377
I. Theoretische Voraussetzungen	377
II. Praktische Schwächen <i>de lege lata</i>	381
1. Vergütungssysteme als Achillesferse des Bankgesellschaftsrechts	381
a. Unzulänglichkeiten der Vergütungsstruktur	382
aa. Eigenkapitalfokussierung	382
bb. Lösung des Problems durch Bonus-Malus- Systeme und <i>Clawback</i> -Klauseln?	385
(1) Schwächen von Bonus-Malus-Systemen	386
(2) Schwächen von <i>Clawback</i> -Klauseln	387
b. Verstärkung des Problems durch Vergütungs- Governance	389
aa. Aktionäre als Risikotreiber	389
bb. Empirische Evidenz zur Umgehung der novellierten Vergütungsregulierung	391
(1) Umgehung der Bonus-Obergrenze	392
(2) Umgehung von Bonus-Malus-Systemen und <i>Clawback</i> -Klauseln	394
2. Folgen für das Risikomanagement	395
a. Risiken und Risikomanagement als Bestandteil des kreditwirtschaftlichen Geschäftsmodells	396
b. Der Zusammenhang von Vergütungssystemen und Risikomanagement	398
aa. Einfluss auf die Höhe und Auslastung des Risikodeckungspotenzials	399
bb. Einfluss auf den Umgang mit gesteuerten Risiken („ <i>known knowns</i> “)	400
cc. Einfluss auf den Umgang mit unbewerteten Risiken („ <i>known unknowns</i> “)	401
C. Zwischenergebnis	403
§ 10 Ansätze zur Weiterentwicklung des Bankgesellschaftsrechts <i>de lege ferenda</i>	406
A. Leitlinien <i>de lege ferenda</i>	406
I. Konkretisierung des normativen Desiderats	409
1. Keine vollständige „Umpolung“ zur <i>Debt Governance</i>	409

2. Verhaltenssteuerung durch Kosteninternalisierung <i>ex ante</i>	411
II. Beschränkung des Adressatenkreises als Gebot aufsichtsrechtlicher Proportionalität	413
B. Möglichkeiten zur Stärkung der Risikopräventionsfunktion des Bankgesellschaftsrechts	415
I. Kosteninternalisierung auf Ebene des Bankvorstands	416
1. Verschärfung des Haftungsregimes?	416
a. Sorgfaltspflicht gegenüber der Allgemeinheit	417
b. Bewertung	419
2. Modifikation der Vergütungsstruktur	422
a. Variable Vergütungsbestandteile als notwendiges Instrument der Kosteninternalisierung	423
b. Kosteninternalisierung durch variable Vergütung mit Fremdkapital	425
aa. Risikosensitivität des Fremdkapitals als Funktionsbedingung	427
bb. <i>Contingent Convertible Bonds</i> als Vergütungsinstrument	430
II. Kosteninternalisierung auf Ebene der Bankaktionäre	436
1. Verschärfung des Haftungsregimes?	437
a. Doppelte Haftung von Bankaktionären	437
b. Bewertung	439
2. Alternative Wege zur Disziplinierung des Risikoappetits von Bankaktionären	443
a. Kosteninternalisierung durch regulatorisches Eigenkapital?	444
b. Kosteninternalisierung durch Wiederbelebung von Marktdisziplin	447
aa. Hoheitlich angeordnete Gläubigerhaftung durch das <i>Bail-in</i> -Instrument	450
(1) Verlustabsorption durch das <i>Bail-in</i> -Instrument	450
(2) Verhaltenssteuerung durch das <i>Bail-in</i> -Instrument?	452
bb. Vertraglich vereinbarte Gläubigerhaftung durch <i>Contingent Convertible Bonds</i>	455
(1) Verlustabsorption durch CoCo-Bonds	456

(2) Verhaltenssteuerung durch CoCo-Bonds	460
(a) CoCo-Bonds mit Herabschreibungsmechanismus	461
(b) CoCo-Bonds mit Wandlungsmechanismus	464
C. Zwischenergebnis	470
§ 11 Zusammenfassung und Bewertung	471
Schlussbetrachtung	474
Literaturverzeichnis	481

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
ABl.	Amtsblatt
ABS	Asset Backed Security
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Ala. L. Rev.	Alabama Law Review
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Ann. Rev. Fin. Econ.	Annual Review of Financial Economics
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
Begr.	Begründung
Bell J. Econ.	The Bell Journal of Economics
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzesblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BImSchG	Bundesimmissionsschutzgesetz
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive
Bus. Law.	The Business Lawyer

Abkürzungsverzeichnis

Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate Financial & Commercial Law
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
Cato J.	Cato Journal
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CEBS	Committee of European Banking Supervisors
CEO	Chief Executive Officer
CESifo Econ. Stud.	CESifo Economic Studies
CFL	Corporate Finance Law
CMLJ	Capital Markets Law Journal
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
Corp. Gov.	Corporate Governance: An International Review
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
d.h.	das heißt
Duke L. J.	Duke Law Journal
D&O	Directors & Officers
EBA	European Banking Authority
EBOR	European Business Organisation Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
Econ. Hist. Rev.	The Economic History Review
Econ. Pol.	Economic Policy
Einl.	Einleitung
EinSiG	Einlagensicherungsgesetz
Emory L. J.	Emory Law Journal

ERV	Eigenmittelverordnung (Schweiz)
Erw.G.	Erwägungsgrund
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
et al.	et alii/et aliae/et alia
EU	Europäische Union
EUR	Euro
Eur. Fin. Manag.	European Financial Management
Eur. J. Risk Regul.	European Journal of Risk Regulation
e.V.	eingetragener Verein
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
Explor. Econ. Hist.	Explorations in Economic History
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende (Singular)
F.A.Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	folgende (Plural)
Finan. Mark. Inst. & Instrum.	Financial Markets, Institutions & Instruments
FMSA	Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung
FMSStG	Finanzmarktstabilisierungsgesetz
Fn.	Fußnote
FRBNY Econ. Pol. Rev.	Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review
FS	Festschrift
FSB	Financial Stability Board
gem.	gemäß
Geo. L. J.	Georgetown Law Journal
Georgia L. Rev.	Georgia Law Review
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Großkomm	Großkommentar
GS	Gedächtnisschrift
GwG	Geldwäschegesetz
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Harv. J. on Legis.	Harvard Journal on Legislation
Hdb.	Handbuch

Abkürzungsverzeichnis

HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i.d.R.	in der Regel
i.E.	im Ergebnis
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
InstitutsVergV	Institutsvergütungsverordnung
i.S.d.	im Sinne des
Int. J. Ind. Organ.	International Journal of Industrial Organization
Int. Rev. Fin.	International Review of Finance
i.V.m.	in Verbindung mit
IMF	International Monetary Fund (Internationaler Währungs- fonds)
J. Appl. Corp. Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
J. Bank. Fin.	Journal of Banking & Finance
J. Bank. Reg.	Journal of Banking Regulation
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	The Journal of Corporation Law
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
J. Fin.	The Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Persp.	Journal of Economic Perspectives
J. Fin. Quant. Anal.	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. Fin. Reg.	Journal of Financial Regulation
J. Fin. Stab.	Journal of Financial Stability
J. Finan. Intermed.	Journal of Financial Intermediation
J. Int. Bank. Fin. L.	Journal of International Banking & Financial Law
J. L. & Econ.	Journal of Law & Economics
J. L. Soc.	Journal of Law & Society
J. Leg. Stud.	The Journal of Legal Studies
J. Mon. Econ.	Journal of Monetary Economics
J. Money Credit Bank	Journal of Money, Credit and Banking
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
J. S. Afr. L.	Journal of South African Law

J.B.L.	Journal of Business Law
JCLS	Journal of Corporate Law Studies
JZ	Juristenzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kreditwesen	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
KSzW	Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht
KWG	Kreditwesengesetz
LFMR	Law and Financial Markets Review
LG	Landgericht
lit.	littera
L. & Soc. Rev.	Law & Society Review
MaComp	Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MBS	Mortgage-Backed Securities
Mich. L. Rev. First Impressions	Michigan Law Review First Impressions
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
Mio.	Million(en)
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
Mod. L. Rev.	Modern Law Review
Mrd.	Milliarde(n)
MünchKomm	Münchener Kommentar
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungsreport Zivilrecht
No.	Number
Notre Dame J. L. Eth. & Pub. Pol.	Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy
Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review
Nr.	Nummer
Nw. L. Rev.	Northwestern Law Review
N.Y.	New York
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht

Abkürzungsverzeichnis

NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
Oxf. Econ. Pap.	Oxford Economic Papers
Oxford Rev. Econ. Pol.	Oxford Review of Economic Policy
plc	public limited company
Q. J. Fin.	The Quarterly Journal of Finance
Q. Rev. Econ. Fin.	The Quarterly Review of Economics and Finance
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Bank. & Fin. L.	Review of Banking & Financial Law
Rev. Corp. Fin. Stud.	The Review of Corporate Finance Studies
Rev. Econ. Stat.	The Review of Economics and Statistics
Rev. Econ. Stud.	The Review of Economic Studies
Rev. Fin.	Review of Finance
Rev. Fin. Stud.	The Review of Financial Studies
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
scil.	scilicet
Seattle U. L. Rev.	Seattle University Law Review
SIFI	Systemically Important Financial Institution
SJES	Swiss Journal of Economics and Statistics
sog.	sogenannt
SRB	Single Resolution Board
SRM	Single Resolution Mechanism (Einheitlicher Abwicklungsmechanismus)
SSM	Single Supervisory Mechanism (Einheitlicher Aufsichtsmechanismus)
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
StGB	Strafgesetzbuch

SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
Theoretical Inq. L.	Theoretical Inquiries in Law
u.a.	unter anderem
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
UCLJLJ	UCL Journal of Law & Jurisprudence
U. Colo. L. Rev.	University of Colorado Law Review
UK	United Kingdom
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U. Toronto L. J.	University of Toronto Law Journal
u.U.	unter Umständen
Unterabs.	Unterabsatz
USA	United States of America
v.	von/vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VersR	Zeitschrift für Versicherungsrecht
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
vs.	versus
VVDStRL	Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Wash. & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WISU	Das Wirtschaftsstudium
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation
Yale L. J.	Yale Law Journal
z.B.	zum Beispiel

Abkürzungsverzeichnis

ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZVersWiss	Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Einleitung

A. Die Entstehung eines „Bankgesellschaftsrechts“ als Anlass der Untersuchung

Die Aufarbeitung der internationalen Finanzkrise 2007/2008 hat eine Vielzahl von Mängeln im Bankensektor aufgedeckt, die als Ursachen und Treiber der Krise identifiziert wurden und in einer umfassenden Reformierung des Bankaufsichtsrechts mündeten. Eine Welle dieses „Regulierungstsunamis“¹ hat auch die Corporate Governance der Banken erfasst, die als defizitär befunden und insofern mitverantwortlich für den Ausbruch der Finanzkrise gemacht wird. Das auf die Vorarbeiten des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht² zurückgehende CRD IV-Paket³ der Europäischen Union, welches auch hierzulande in nationales Recht transformiert wurde⁴, geht dementsprechend einher mit einer Vielzahl von besonderen Vorgaben zur Verbesserung der Unternehmensführung im Bankensektor. Die EU-Kommission spricht in ihrem zuvor veröffentlichten Grünbuch „Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik“ insofern sogar vom „Herzstück des [...] Programms zur Finanzmarktreform und Krisenverhütung“⁵. Konzeptionell adressiert das Bankaufsichtsrecht dabei die interne Corporate Governance und nimmt insbesondere die Unternehmensorganisation der Kreditinstitute für die Erreichung der aufsichtsrechtlichen Ziele in Anspruch. Während sich die Regulierung der Banken traditionell auf quantitative Vorgaben zur Kapitalausstattung beschränkte,

1 *Mülbert*, in: FS U. H. Schneider (2011), S. 855, 864.

2 *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht*, Basel III: Ein globaler Regulierungsrahmen für widerstandsfähigere Banken und Bankensysteme (2010).

3 Bestehend aus der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.6.2013, ABl. EU Nr. L 176/1 („CRR-VO“) sowie der Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.6.2013, ABl. EU Nr. L 176/338 („CRD IV-Richtlinie“).

4 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2013/36/EU über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Anpassung des Aufsichtsrechts an die Verordnung (EU) Nr. 575/2013 über die Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen (CRD IV-Umsetzungsgesetz) vom 28.8.2013, BGBl. I 2013, S. 3395.

5 *Europäische Kommission*, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik (2010), S. 2.

wurde bereits im Jahre 2004 mit „Basel II“⁶ die Trendwende hin zu diesem qualitativen Regulierungskonzept in Gang gesetzt, das die Krisenresistenz der Kreditinstitute durch prinzipienbasierte Vorgaben zur Unternehmensorganisation erhöhen soll. Der aufsichtsrechtliche Zugriff auf die interne Corporate Governance ist somit nicht gänzlich neu, die Finanzkrise hat jedoch insofern als Katalysator dieser Entwicklung gewirkt und der Einsicht Vorschub geleistet, dass die Corporate Governance-Probleme von Banken besonders gelagert sind. Dementsprechend wurden nicht nur bereits zuvor erfasste Regelungsgegenstände wie z.B. das Risikomanagement der Banken ausgebaut, sondern die aufsichtsrechtlichen Anforderungen mit neuen Vorgaben zur Vorstandsvergütung und zum Aufsichtsrat auch in der Breite erweitert.

Der wachsende Zugriff auf die interne Corporate Governance geht aus rechtlicher Perspektive einher mit einem zunehmenden Spannungsverhältnis zwischen dem Bankaufsichtsrecht und dem ebenfalls einschlägigen Gesellschaftsrecht.⁷ Verantwortlich hierfür ist der zugrundeliegende Regelungsansatz: Das Bankaufsichtsrecht schafft keine eigenständigen Rechtsformen für den Bankensektor, sondern statuiert lediglich punktuell rechtsformneutrale Vorgaben, die einheitlich Geltung für sämtliche Kreditinstitute beanspruchen. Die interne Corporate Governance der Banken wird somit im Ausgangspunkt durch das rechtsformspezifische Gesellschaftsrecht geprägt, das lediglich in bestimmten Einzelfragen – in denen branchenbedingter Abweichungsbedarf identifiziert wird – Modifikationen durch das Bankaufsichtsrecht erfährt. Mit Blick auf diese Gemengelage privat- und öffentlich-rechtlicher Vorschriften im Anwendungsbereich der internen Corporate Governance wird auch von einem im Entstehen befindlichen „Bankgesellschaftsrecht“⁸ gesprochen, das mit der Regelung

6 *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht*, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen (2004).

7 Zu den ersten Symptomen dieser „Systemspannungen“ in Folge von „Basel II“ vgl. *Langenbucher*, in: FS Hopt (2010), S. 2175 ff.

8 *Langenbucher*, ZHR 176 (2012), 652, 652; ebenso *Grundmann*, in: FS Hopt (2020), S. 301, 320; *Hopt*, WM 2019, 1771, 1778; die Nomenklatur für die Beschreibung dieses Phänomens variiert jedoch: *Binder*, ZGR 2015, 667, 701 ff. („Finanzdienstleistungs-Unternehmensrecht“); *Hommelhoff*, AG 2016, 684, 684 („Sondergesellschaftsrecht“); *Langenbucher*, ZGR 2010, 75 ff., *Noack/Zetzsche*, FS Hopt (2010), S. 2283, 2292 f. (jeweils „Bankaktienrecht“); *Mülbert*, ZVglRWiss 113 (2014), 520, 525, *Mülbert/Wilhelm*, ZHR 178 (2014), 502, 542 (jeweils „Bankorganisationsrecht“); *Wundenberg*, Compliance und die prinzipiengeleitete Aufsicht über Bankengruppen, S. 10 („Aufsichtsgesellschaftsrecht“).

der besonderen Prinzipal-Agent-Konflikte in Banken beauftragt ist und rechtlich eine „hochkomplexe Schnittstellenproblematik“⁹ darstellt.¹⁰

Auf grundlegendster Ebene entstehen solche Schnittstellenprobleme durch die Zieldisparität der beiden Rechtsgebiete: Während das private Gesellschaftsrecht auf die Förderung des Unternehmensinteresses gerichtet ist, verfolgt das Bankaufsichtsrecht mit dem Schutz von Einlegern und Finanzstabilität ein öffentliches Ziel. Gesellschaftsrecht und Bankaufsichtsrecht nehmen mit der internen Corporate Governance somit den gleichen Regelungsgegenstand in Anspruch, verfolgen dabei jedoch verschiedene Ziele und wollen unterschiedliche Interessengruppen schützen. Da diese Interessen partiell divergieren und somit potenziell konfliktieren, wird durch die aufsichtsrechtliche Indienstnahme der internen Corporate Governance ein Zielkonflikt in den Kreditinstituten institutionalisiert. Legislative Hinweise zur Auflösung dieses Spannungsverhältnisses existieren nicht, so dass die Bestimmung der Leitmaxime für das Organhandeln im Bankensektor dem Rechtsanwender – und damit zuvörderst den Verwaltungsorganen des Kreditinstituts – überlassen bleibt. Dies wirft dogmatische Fragen zum Verhältnis der beiden Rechtsgebiete und nach der Integration der aufsichtsrechtlichen Schutzziele in die verbandsrechtliche Unternehmensverfassung auf. Ohne Klärung dieser Fragen bleibt der Bezugspunkt für die mit der Leitung und Überwachung der Bank zusammenhängenden Pflichten unklar und stellt die Effektivität der besonderen Vorgaben dieses Bankgesellschaftsrechts in Frage. Zusätzliche Brisanz gewinnt dieses Problem für die Unternehmensorgane dadurch, dass die aufsichtsrechtlichen Pflichten in Folge ihres prinzipienbasierten Charakters Umsetzungsspielräume eröffnen und ihre Verletzung nicht nur Auslöser organschaftlicher Binnenhaftung, sondern aufgrund ihres öffentlich-rechtlichen Charakters auch hoheitlicher Durchsetzung durch die Bankaufsichtsbehörde sein kann.

9 *Langenbacher*, ZHR 176 (2012), 652, 662 ff.; ähnlich *U. H. Schneider/S. H. Schneider*, NZG 2016, 41, 47 („verwirrende Rechtslage“).

10 Dieser Umstand findet nunmehr auch im DCGK Berücksichtigung, vgl. Präambel DCGK („Für die Corporate Governance börsennotierter Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen ergeben sich aus dem jeweiligen Aufsichtsrecht Besonderheiten, die im Kodex nicht berücksichtigt sind. Empfehlungen des Kodex gelten nur insoweit, als keine gesetzlichen Bestimmungen entgegenstehen.“).

B. Risikoappetit von Anteilseignern als (ignorierte) Herausforderung des Bankgesellschaftsrechts

Der Zielkonflikt zwischen Bankaufsichtsrecht und Gesellschaftsrecht äußert sich nicht nur im Bereich der Organpflichten. Er manifestiert sich zudem in einem funktional-rechtspolitischen und ökonomischen Spannungsverhältnis, das ebenfalls geeignet ist, die aufsichtsseitig mit dem Bankgesellschaftsrecht verfolgte Zielsetzung zu unterminieren: Während das Bankaufsichtsrecht im Interesse der Finanzstabilität auf Risikoreduktion ausgerichtet ist, ist das Gesellschaftsrecht im Interesse der Incentivierung unternehmerischen Handelns naturgemäß auf Risikoförderung ausgelegt. Die jeweilige Funktion der beiden Rechtsgebiete materialisiert sich dabei in ihren verschiedenen Instrumenten und Mechanismen. Im Hinblick auf das Gesellschaftsrecht sei exemplarisch auf das Institut der beschränkten Haftung oder die *Business Judgement Rule* verwiesen, die Anteilseigner bzw. das Leitungsorgan zu risikofreudigem Verhalten motivieren sollen. Das Bankaufsichtsrecht hingegen versucht z.B. durch Mindestkapitalanforderungen die Anreize der Banken zur Risikonahme zu reduzieren. Ein Blick auf die ökonomische Finanzierungstheorie bestätigt diese Systemspannungen: In dem Zielkonflikt zwischen beiden Rechtsgebieten spiegelt sich letztendlich der Zielkonflikt der beiden dahinterstehenden Finanzierungsformen wider, namentlich zwischen Eigen- und Fremdkapital. Das Gesellschaftsrecht fördert durch seine Mechanismen primär die Interessen von Eigenkapitalgebern (*Equity Governance*), während das Bankaufsichtsrecht als funktionales Substitut für eine bei Banken chronisch geschwächte Kontrolle durch Einleger und sonstige Fremdkapitalgeber zu verstehen ist (*Debt Governance*).

Die aufsichtsrechtliche Indienstnahme der internen Corporate Governance und das dadurch entstehende Bankgesellschaftsrecht dienen ebenso wie das gesamte Bankaufsichtsrecht der Prävention von Risiken für die Finanzstabilität. Ein Sondergesellschaftsrecht für Banken, das dieser Aufgabe gerecht werden soll, muss dementsprechend die branchenspezifischen Prinzipal-Agent-Konflikte lösen, die ursächlich für das Entstehen solcher Risiken sind. Insofern geht es wie auch sonst im Bankaufsichtsrecht darum, den aus Sicht der Allgemeinheit exzessiven „Risikoappetit“¹¹ der Anteilseigner zu zügeln. Mit Blick auf die interne Corporate

11 Der Terminus „Risikoappetit“ beschreibt das Maß an Risiko, das ein Individuum bzw. Unternehmen zur Erzielung seiner strategischen Ziele bereit ist einzugehen. Synonyme sind die „Risikotoleranz“ bzw. die „Risikobereitschaft“. Der vom an-

Governance bedeutet dies, dass Mechanismen, die das Interesse des Vorstands mit dem der Anteilseigner angleichen und dadurch deren Risikoappetit fördern, nicht ohne weiteres mit den Besonderheiten des Bankensektors vereinbar sind. Vielmehr müssen diese Mechanismen bei Banken für eine stärkere Berücksichtigung der Interessen von Einlegern und Allgemeinheit sorgen, um die Unternehmensführung für finanzstabilitätsgefährdende Risiken zu sensibilisieren. Der in Reaktion auf die Finanzkrise vorangetriebene Ausbau des Bankgesellschaftsrechts ignoriert dieses Branchenspezifikum jedoch und orientiert sich stattdessen konzeptionell an den Lösungsansätzen des allgemeinen Gesellschaftsrechts, die insofern für eine stärkere Berücksichtigung der Anteilseignerinteressen sorgen. Diese pfadabhängige Entwicklung verspricht jedoch keine Lösung des Problems exzessiver Risikoanreize, sondern vielmehr dessen Verstärkung.¹² Dies bestätigt nicht zuletzt eine Vielzahl empirischer Studien, die eine auf Anteilseignerinteressen ausgerichtete Corporate Governance bei Banken als zentralen Risikotreiber vor der Finanzkrise identifizieren. In angelsächsischen Jurisdiktionen – in denen sich bei der Reformierung des Bankaufsichtsrechts zunächst ebenfalls an den Lösungsansätzen der „allgemeinen“ Corporate Governance orientiert wurde – hat dieser Befund bereits für ein Umdenken und neue rechtspolitische Vorschläge für eine stärkere branchenspezifische Anpassung des Sondergesellschaftsrechts für Banken

gelsächsischen *risk appetite* abgeleitete Begriff „Risikoappetit“ hat sich jedoch mittlerweile auch im deutschen Bankaufsichtsrecht (z.B. AT 4.2 Tz. 2 MaRisk) und der deutschen Bankenpraxis (z.B. *Deutsche Bank AG*, Geschäftsbericht 2019, S. 65) etabliert, weshalb er auch im Folgenden verwendet werden soll; vgl. zur terminologischen Entwicklung auch A. *Wiedemann/Wilhelms*, Kreditwesen 2019, 26 ff.

- 12 Vgl. z.B. die Grundsatzkritik von *White*, in: *Research Handbook on International Banking and Governance*, S. 344 mit Blick auf vergleichbare Reformen in den USA (“[...] this corporate governance narrative is largely misguided and reflects an inadequate understanding of modern finance and financial theory.”); aus dem deutschen Schrifttum *Hopt*, ZIP 2013, 1793, 1795 („Verbesserungen der allgemeinen Corporate Governance, wie sie heute allgemein eingefordert werden, können danach im Bankenbereich geradezu kontraproduktiv wirken, eine Einsicht, die sich in der Bankenrechtsreformdiskussion bisher anscheinend noch nicht allgemeiner durchgesetzt hat.“); ähnlich *Wohlmannstetter*, in: *Hdb. Corporate Governance von Banken*, S. 31, 66 f.; generell kritisch zur situationsgetriebenen Entstehungsgeschichte der betreffenden Vorgaben *Weber-Rey*, ZGR 2010, 543, 553 („Zahlreiche vereinzelte Gesetze sollen offengelegte Missstände beheben – punktuell und schnell. Dabei wird kein ganzheitlicher Ansatz verfolgt, sondern es werden Sonderregelungen mit Blick auf die aktuelle Situation erlassen. Nicht selten wird erst im Nachhinein die Systemkonformität gesucht.“).

gesorgt. Soll das deutsche (bzw. europäische) Bankgesellschaftsrecht seiner Aufgabe zur Risikoprävention gerecht werden, ist ein solches Umdenken auch hierzulande angezeigt.¹³

C. Ziel der Untersuchung

Das Ziel der vorliegenden Untersuchung besteht darin, einen Beitrag zur Auflösung des identifizierten Spannungsverhältnisses zwischen Gesellschaftsrecht und Bankaufsichtsrecht im Regelungsbereich der internen Corporate Governance zu leisten.¹⁴ Dafür werden Fragen aus dem Blickwinkel beider Rechtsgebiete zu beantworten sein:

Zum einen ist die aufsichtsrechtliche Indienstnahme der internen Corporate Governance aus der Perspektive des überlagerten rechtsformspezifischen Gesellschaftsrechts zu betrachten. Insofern stellt sich die Frage, inwieweit sich die rechtsformneutralen öffentlich-rechtlichen Vorgaben des Aufsichtsrechts im privatrechtlich konzipierten Verband einfügen und inwiefern diese gemeinwohlorientierte Überformung zu „Systemspannungen“ – also Brüchen mit Grundprinzipien des Verbandsrechts – führt. Das Erkenntnisziel besteht insofern in der rechtsdogmatischen Erfassung des Zusammenspiels beider Rechtsgebiete, die Auskunft über die Reichweite der Überlagerung und Modifikation des allgemeinen Verbandsrechts gibt. Auf Grundlage dieser Erkenntnisse soll die *de lege lata* unklare Leitmaxime für das Organhandeln in Kreditinstituten bestimmt und somit ein Beitrag zur Rechtssicherheit und effektiven Umsetzung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben geleistet werden.

Zum anderen hat die Analyse des Zusammenspiels beider Rechtsgebiete durch die aufsichtsrechtliche „Brille“ zu erfolgen. Das Bankaufsichtsrecht will durch die Indienstnahme eines originär privaten Instruments der Un-

13 Grundlegend insofern der Beitrag von *Hopt*, ZGR 2017, 438 ff.; frühe Hinweise auf dieses bisher kaum beachtete Problem finden sich im deutschen Schrifttum bei *Mülbert*, ZHR 174 (2010), 375, 379; *Gropp/Köhler*, Kreditwesen 2010, 728, 729 f.; *Hopt*, ZIP 2013, 1793, 1795.

14 Dies steht auch im Einklang mit der vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht erhobenen Forderung an die nationalen Bankaufsichtsbehörden rechtliche und institutionelle Hindernisse für eine gute Corporate Governance der Banken im nationalen Kontext zu beachten. Dabei wird ausdrücklich auch auf das nationale Wirtschaftsrecht (*business laws*) als mögliches Hindernis Bezug genommen; vgl. *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht*, Corporate Governance Principles for Banks (2015), Rn. 21.

ternehmenssteuerung die Banken im Rahmen der Unternehmensführung zur stärkeren Berücksichtigung der Belange von Einlegern und Finanzstabilität – also öffentlichen Interessen – anhalten. Insofern wird zu klären sein, ob die Funktionsbedingungen dieser „Gemeinwohlausrichtung der Organisationsstruktur“ in der *lex lata* hinreichend erfüllt sind. Dafür werden die verbandsrechtlich geprägten Mechanismen der internen Corporate Governance auf ihre Systemkonformität in einem Sondergesellschaftsrecht für Banken zu hinterfragen sein. Diese Funktionsanalyse setzt zum einen die Beleuchtung der ökonomischen Besonderheiten der Corporate Governance von Banken voraus. Zum anderen werden auch die regulierungstheoretischen Hintergründe der aufsichtsrechtlichen Indienstnahme zu betrachten sein.

Durch die Beantwortung dieser Fragen soll das „Bankgesellschaftsrecht“ somit einerseits rechtsdogmatisch erfasst und andererseits einer Funktionsanalyse unterzogen werden. Damit soll zugleich ein Beitrag zur rechtspolitischen Debatte um tiefgreifendere Reformen des Sondergesellschaftsrechts für Banken geleistet werden. Die Untersuchung soll zeigen, ob sich das Spannungsverhältnis zwischen Gesellschaftsrecht und Bankaufsichtsrecht ohne legislative Eingriffe auflösen lässt oder ob ein Handeln des Gesetzgebers *de lege ferenda* erforderlich ist. Dadurch soll auch geklärt werden, ob die Spezifika des Bankensektors die Schaffung eigenständiger Rechtsformen – wie z.B. im Versicherungsaufsichtsrecht mit dem VVaG geschehen – erfordern oder ob der bestehende Regelungsansatz zielführend ist.

D. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes

Der vorliegende Untersuchungsgegenstand bedarf einer Eingrenzung und Konkretisierung. Sofern im Folgenden der Begriff „Bank“ verwendet wird, sind damit „Kreditinstitute“ im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und 2 KWG gemeint, also Unternehmen, die das Einlagen- und Kreditgeschäft (*Commercial Banking*) betreiben. Mit Blick auf das „Bankaufsichtsrecht“ stehen die nationalen Vorgaben des Kreditwesengesetzes (KWG) sowie die Rechtsverordnungen und untergesetzlichen Verlautbarungen der zuständigen Aufsichtsbehörde, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), im Fokus der Betrachtung. Teil des national einschlägigen Bankaufsichtsrechts sind auch die unmittelbar geltenden Verordnungen europäischer Provenienz. Hinzuweisen ist ebenso auf die supranationalen Einflüsse im Bereich der behördlichen Aufsichtstätigkeit. So wurden im

Zuge der jüngst geschaffenen Europäischen Bankenunion und dem dadurch etablierten Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (*Single Supervisory Mechanism* – SSM)¹⁵ Aufsichtskompetenzen zum Teil auf die Europäische Zentralbank (EZB) übertragen.¹⁶ Der direkten Aufsicht durch die EZB unterliegen dadurch sog. bedeutende Institute (*Significant Institutions*)¹⁷, wohingegen die sog. weniger bedeutenden Institute (*Less Significant Institutions*) weiterhin durch die BaFin beaufsichtigt werden.¹⁸ Im Jahre 2019 unterstanden dadurch 57 deutsche Kreditinstitute der direkten Aufsicht durch die EZB, wobei die BaFin auch an deren Beaufsichtigung weiterhin beteiligt ist.¹⁹ Die Zuständigkeit der EZB ändert jedoch nichts daran, dass auch sie an das jeweilige nationale Bankaufsichtsrecht gebunden ist.²⁰ Insofern ergeben sich – für die vorliegende Arbeit entscheidend – materiellrechtlich keine Unterschiede durch die nunmehr auf zwei Behörden aufgeteilte Aufsichtstätigkeit. Dementsprechend konzentrieren sich die weiteren Ausführungen allein auf die Aufsicht durch die BaFin, die insofern für die Beaufsichtigung aller deutschen Banken steht.

Einer weiteren Konkretisierung bedarf auch der Terminus „Gesellschaftsrecht“. Insofern beschränken sich die Ausführungen der vorliegenden Untersuchung auf private Banken, die als Aktiengesellschaft organisiert sind. Die Fokussierung auf die „Bankaktiengesellschaft“ rechtfertigt sich zum einen aus ihrer rechtspraktischen Bedeutung. So sind die – gemessen an der Bilanzsumme – größten deutschen Banken allesamt als Aktiengesellschaften organisiert.²¹ Zum anderen sind die vom Bankgesellschaftsrecht zu lösenden Prinzipal-Agent-Konflikte bei diesen börsennotierten (Publikums-)Aktiengesellschaften am stärksten ausgeprägt. Ausgeklammert bleiben vorliegend aktienkonzernrechtliche Fragestellungen, die einen eigenständigen Untersuchungsgegenstand bilden und bereits andernorts eingehend aufgearbeitet wurden.²² Die Beschränkung auf private

15 Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 vom 15.10.2013, ABl. EU Nr. L 287/63 („SSM-VO“).

16 Vgl. Art. 4 Abs. 1 i.V.m. Art. 6 SSM-VO.

17 Zu den Einstufungskriterien vgl. Art. 6 Abs. 4 SSM-VO.

18 Eingehend zur Zuständigkeitsverteilung im SSM vgl. EZB, Leitfaden zur Bankenaufsicht (2014), Rn. 9 ff.; *Glos.*, in: Hdb. Bankenaufsichtsrecht, § 2 Rn. 9 ff.

19 Vgl. *BaFin*, Jahresbericht 2019, S. 16.

20 Art. 4 Abs. 3 Unterabs. 1 SSM-VO; vgl. hierzu auch *Hannemann/Steinbrecher/Weigl*, Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), Teil I, Rn. 136 ff.

21 Vgl. *Die Bank* 7/2020, S. 12 ff.

22 Monographisch *T. Schneider*, Möglichkeiten und Grenzen der Umsetzung gesellschaftsrechtlicher und bankenaufsichtsrechtlicher Anforderungen an Risikoma-

Banken rechtfertigt sich wiederum aus den rechtlichen und ökonomischen Besonderheiten, die bei Kreditinstituten der öffentlichen Hand bestehen und erheblichen Einfluss auf deren Corporate Governance haben, somit also einer eigenständigen Untersuchung bedürfen.²³

E. Gang der Untersuchung

Die Untersuchung gliedert sich in drei Kapitel, gefolgt von einer Schlussbetrachtung.

Das *erste Kapitel* dient der ökonomischen Grundlegung. Ziel ist insofern die Identifikation der ökonomischen Besonderheiten der Corporate Governance von Banken. Dafür werden zunächst die finanzierungstheoretischen Grundlagen der „allgemeinen“ Corporate Governance betrachtet und die rechtsökonomische Funktion des Kapitalgesellschaftsrechts bestimmt (§ 1). Vor diesem Hintergrund werden die Besonderheiten des Bankensektors sowie die daraus folgenden Spezifika der Corporate Governance von Banken beleuchtet, die in ihrer Gesamtheit den generellen Bedarf nach einer Regulierung des Kreditgewerbes begründen (§ 2). Da die Corporate Governance der Banken selbst zunächst nur vereinzelt Gegenstand aufsichtsrechtlicher Vorgaben war, sind die empirischen Erkenntnisse zum Versagen der bankenspezifischen Corporate Governance in der Finanzkrise zu betrachten, die insofern zu einem Umdenken im Aufsichtsrecht geführt haben (§ 3).

Das *zweite Kapitel* widmet sich eingehend der nunmehr wachsenden aufsichtsrechtlichen Regulierung der internen Corporate Governance und dem dadurch entstehenden Bankgesellschaftsrecht. Dafür sind zunächst die regulierungstheoretischen Hintergründe sowie der rechtssystematische Ansatz der aufsichtsrechtlichen Indienstnahme der internen Corporate Governance zu beleuchten (§ 5). Daran anknüpfend sind die bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben für den Vorstand und Aufsichtsrat der Bank-

nagement auf Gruppenebene (2009); *Wundenberg*, Compliance und die prinzipiengeleitete Aufsicht über Bankengruppen (2012); *Negenborn*, Bankgesellschaftsrecht und Sonderkonzernrecht (2019) sowie mit anderer Zielsetzung die Habilitationsschrift von *Renner*, Bankkonzernrecht (2019); instruktiv *Tröger*, ZHR 177 (2013), 475 ff.; *Weber-Rey/Gissing*, AG 2014, 884 ff.

23 Zu rechtlichen Einzelfragen vgl. *Casper*, in: FS Goette (2011), S. 29 ff.; zu den ökonomischen Besonderheiten der Corporate Governance von Banken mit Blick auf die institutionellen Besonderheiten des deutschen Bankenmarktes („Drei-Säulen-System“) vgl. *Kotz/Schmidt*, ZBB 2016, 427 ff.

aktiengesellschaft im Einzelnen zu betrachten und mit den insofern überlagerten aktienrechtlichen Bestimmungen zu vergleichen (§ 6). Da die *lex lata* keine Vorgaben zur Leitmaxime des Organhandelns und damit zur Auflösung von Zielkonflikten zwischen dem privaten Unternehmensinteresse und dem öffentlichen Interesse an Finanzstabilität enthält, ist im Anschluss das Verhältnis von Bankaufsichtsrecht und Aktienrecht rechtsdogmatisch zu erfassen. Neben der Bestimmung des Bezugspunktes der Organpflichten werden Leitlinien für die Auslegung der unbestimmten prinzipienbasierten Pflichten des Bankaufsichtsrechts statuiert sowie haftungsrechtliche Konsequenzen für die Unternehmensorgane betrachtet (§ 7).

Das *dritte Kapitel* unterzieht das zuvor ökonomisch und rechtlich erfasste Bankgesellschaftsrecht einer Funktionsanalyse. Insofern wird zunächst überprüft, ob die aufsichtsrechtlichen Modifikationen der internen Corporate Governance die Voraussetzungen schaffen, um die auf Grundlage privater Handlungsrationalität agierenden Kreditinstitute eigenständig zur Berücksichtigung der Finanzstabilität, mithin eines öffentlichen Interesses, anzuhalten (§ 9). Da die Funktionsanalyse insofern Unzulänglichkeiten der *lex lata* offenbart, werden im Anschluss Ansätze zur Behebung dieser Missstände aufgezeigt. Dabei werden nicht nur weitergehende gesellschaftsrechtliche Modifikationen erörtert, sondern auch marktbasierende Mechanismen der *externen* Corporate Governance als Alternativen betrachtet (§ 10).

Die Untersuchung endet mit einer *Schlussbetrachtung*, die die wesentlichen Erkenntnisse zusammenfasst und rechtspolitische Handlungsempfehlungen ausspricht.

1. Kapitel: *Bank Governance* als Sonderfall der Corporate Governance

Das erste Kapitel dient der ökonomischen Grundlegung und Annäherung an den Untersuchungsgegenstand der Corporate Governance von Banken. Dafür werden zunächst die Grundlagen der „allgemeinen“ – für realwirtschaftliche Unternehmen entwickelten – Corporate Governance beleuchtet (*sub* § 1). Daran anknüpfend werden die Besonderheiten von Banken und deren Corporate Governance aus theoretischer Perspektive erörtert (*sub* § 2). Vor diesem Hintergrund findet eine Auseinandersetzung mit den in der letzten Finanzkrise empirisch zu Tage getretenen Schwachstellen und Spezifika der Corporate Governance von Banken statt, die ihrerseits Treiber für die Entwicklung des im Fokus der weiteren Untersuchung stehenden Bankgesellschaftsrechts waren (*sub* § 3).

§ 1 Corporate Governance

Zunächst gilt es ein Grundverständnis für den Begriff und die Funktion der Corporate Governance zu schaffen. Im ersten Schritt gebietet dies eine etymologische und methodische Annäherung an den Untersuchungsgegenstand (*sub* A.). Daran anknüpfend sollen im zweiten Schritt die für die vorliegende Untersuchung relevanten finanzierungstheoretischen Grundlagen der Corporate Governance betrachtet und dabei vor allem die funktionale Rolle des Kapitalgesellschaftsrechts eingeordnet werden (*sub* B.).

A. Grundlagen der Corporate Governance

I. Begriffsbestimmung

Sucht man nach einer Definition für den Terminus *Corporate Governance*, so stößt man in der rechtswissenschaftlichen Literatur in der Regel auf die Umschreibung als „rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für

die Leitung und Überwachung eines Unternehmens^{24,25} Diese Begriffsbestimmung ist angelehnt an eine entsprechende, im angelsächsischen Rechtsraum vorherrschende Definition, die dem sog. *Cadbury Report* entstammt, der die Grundlage für den weltweit ersten Corporate Governance Kodex – den UK Corporate Governance Code von 1992 – bildet.²⁶ Eine Erweiterung dieses Definitionsansatzes betont darüber hinaus die Ausgestaltung der Beziehungen der Gesellschaftsorgane untereinander sowie zu den anderen Bezugsgruppen des Unternehmens.²⁷ Aus aktienrechtlicher Perspektive bestehen insofern Übereinstimmungen mit der Unternehmensverfassung, die sich ebenfalls mit den Beziehungen von Vorstand und Aufsichtsrat beschäftigt. Das Thema Corporate Governance ist jedoch breiter angelegt: Während im Kontext der Unternehmensverfassung ausschließlich Fragen der Binnenordnung des Unternehmens diskutiert werden, geht es bei der Corporate Governance darüber hinaus um die rechtliche und vor allem faktische Einbindung des Unternehmens in sein marktliches Umfeld.²⁸ Terminologisch lässt sich dementsprechend wie folgt differenzieren: Bei der *internen* Corporate Governance geht es um die Kontrolle durch Unternehmensorgane, also die jeweiligen Rollen und Kompetenzen sowie das Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat.²⁹ Die *externe* Corporate Governance beschäftigt sich demgegenüber mit dem Verhältnis zwischen der Unternehmensführung und den wesentlichen Bezugsgruppen des Unternehmens.³⁰

24 Präambel DCGK; *Hopt*, ZHR 175 (2011), 444, 448 f.; *v. Werder*, in: Hdb. Corporate Governance, S. 3, 4; ähnlich auch *OECD*, G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance (2015), S. 9.

25 Nach *Cheffins*, in: The Oxford Handbook of Corporate Governance, S. 46, 47 wird der Terminus Corporate Governance zum ersten Mal im Jahr 1976 im *Federal Register*, dem Amtsblatt der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC), verwendet.

26 *Cadbury Committee*, The Financial Aspects of Corporate Governance (1992), Rn. 2.5 (“Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled.”).

27 *OECD*, G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance (2015), S. 9.

28 *v. Werder*, in: Hdb. Corporate Governance, S. 3, 4; vgl. eingehend *Neus*, Einführung in die Betriebswirtschaftslehre aus institutionenökonomischer Sicht, S. 158 ff.; *Tirole*, The Theory of Corporate Finance, S. 387 ff.

29 *Hommelhoff*, AG 2016, 684, 684; *Hopt*, ZHR 175 (2011), 444, 450; *Picot/Dietl/Franck/Fiedler/Royer*, Organisation, S. 98; *v. Werder*, in: Hdb. Corporate Governance, S. 3, 4, 16.

30 *Hopt*, ZHR 175 (2011), 444, 450; *v. Werder*, in: Hdb. Corporate Governance, S. 3, 4, 16 f.

Das rechtswissenschaftliche Verständnis der Corporate Governance ist geprägt von der betriebswirtschaftlichen Organisationslehre und dementsprechend auf organisatorische Aspekte wie die unternehmensinterne Verteilung von Verfügungsrechten fokussiert. Diese Auffassung wird auch der vorliegenden Untersuchung zu Grunde gelegt. Um die Besonderheiten der Corporate Governance von Banken adäquat erfassen zu können, ist es jedoch erforderlich, diese juristische Perspektive um ein finanzierungstheoretisch geprägtes Verständnis der Corporate Governance zu ergänzen. Aus diesem Blickwinkel betrachtet, stellt die Corporate Governance einen Mechanismus dar, mit dem die Kapitalgeber des Unternehmens die Rentabilität ihrer Kapitalüberlassung sicherstellen.³¹ Diese Sichtweise verdeutlicht, dass die organisationsrechtlichen Fragen der Corporate Governance keinen Selbstzweck verfolgen, sondern die finanziellen Anreize der Governanceakteure bei der Analyse in Rechnung zu stellen sind.³² Die damit verbundenen Einsichten erhellen, wie der rechtlich vorgegebene Einflussrahmen faktisch ausgefüllt wird und welche Ergebnisse die konkrete Ausgestaltung von Governancemechanismen erwarten lässt. Die Finanzierungstheorie liefert dabei vor allem Erkenntnisse für die vorliegend relevante Analyse des Interessenkonfliktes zwischen Anteilseignern und Fremdkapitalgebern eines Unternehmens.

II. Entstehung und Funktion

1. Empirischer Hintergrund

Die Corporate Governance-Debatte und das Funktionsverständnis sind geprägt von empirischen Erkenntnissen zu den dysfunktionalen Wirkungen der Trennung von „Eigentum“ und Verfügungsmacht in Publikumsgesellschaften. Formuliert wurde das Anliegen der Corporate Governance bereits im Jahre 1776 von *Adam Smith*, der mit Blick auf die wachsende Zahl fremdverwalteter Kapitalgesellschaften strukturelle Anreiz- und Kon-

31 Vgl. *Shleifer/Vishny*, 52 J. Fin. 737, 737 (1997) (“Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.”).

32 Vgl. grundlegend hierzu *Williamson*, 43 J. Fin. 567, 567 ff. (1988) (“A combined treatment of corporate finance and corporate governance is [...] proposed. Debt and equity are treated not mainly as alternative financial instruments, but rather as alternative governance structures.”).

trollprobleme konstatierte.³³ Aufgrund der zu dieser Zeit jedoch weiterhin dominierenden Gesellschaftsform selbstverwalteter Partnerschaften wurde der Thematik von Seiten der Wissenschaft zunächst keine größere Aufmerksamkeit geschenkt. Als bahnbrechend für die Corporate Governance-Forschung erwies sich erst die in den 1930er-Jahren durchgeführte – und unter dem Titel “The Modern Corporation and Private Property” veröffentlichte – Untersuchung der beiden US-Amerikaner *Adolf A. Berle* und *Gardiner C. Means*. Die beiden Autoren untersuchten auf Grundlage empirischer Daten die Auswirkungen der Trennung von Leitungsmacht (*control*) und residualer Risikotragung (*ownership*) bei den nunmehr – getrieben durch den Kapitalbedarf der industriellen Revolution – marktdominierenden Publikumsgesellschaften. Ebenso wie bereits *Adam Smith*, gingen *Berle* und *Means* davon aus, dass die Mitglieder des Leitungsorgans die ihnen übertragene Verfügungsmacht über das Unternehmen nutzen würden, um zuvörderst ihre eigenen Interessen statt die der Aktionäre zu verfolgen.³⁴ Der damit verbundene Bedarf zur Kontrolle des Managements sei an sich Aufgabe der Anteilseigner, von denen insofern jedoch kein hinreichender Einsatz zu erwarten sei, da der weit gestreute Aktienbesitz die Anreize des einzelnen (Klein-)Aktionärs zur Ausübung aktiver Kontrolle schmälere und so letztlich ein Kontrollvakuum in der Publikumsgesellschaft erzeuge.³⁵ Aufgeworfen war damit die Frage, wie die Anteilseigner der Unternehmen sicherstellen können, dass das von ihnen angestellte Management seinen Auftrag zur Geschäftsführung auch wirklich im Aktionärsinteresse ausführt.

2. Theoretischer Analyserahmen

a. Unternehmen als Vertragsnetzwerke

Angestoßen durch die empirischen Erkenntnisse von *Berle* und *Means* setzte ein Umdenken in der ökonomischen Theorie ein. Die bis dahin vorherr-

33 *Smith*, *The Wealth of Nations*, S. 330 f. (“The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. [...] Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”).

34 *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property*, S. 121 ff.

35 *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property*, S. 80 ff.

schende Neoklassik verstand Unternehmen allein als Produktionsfunktion und blendete Fragen zu deren „Innenleben“ folglich aus.³⁶ Die als Gegenprogramm zur neoklassischen Theorie entwickelte Neue Institutionenökonomik hat diese *black box* aufgebrochen und beschäftigt sich mit der inneren Struktur und Organisation des Unternehmens sowie den Anreizen und Interessenkonflikten der an der Unternehmung beteiligten Akteure.³⁷ Aus diesem Blickwinkel betrachtet bilden Unternehmen einen zentralen Ort zur Bündelung der Beiträge verschiedener Akteure zur arbeitsteiligen Wertschöpfung unter Leitung eines Managements.³⁸ Die Beziehungen der Akteure zum Unternehmen werden nach diesem Verständnis in expliziten und impliziten Verträgen geregelt und das Unternehmen dementsprechend als ein Geflecht dieser Vertragsbeziehungen interpretiert (*nexus of contracts*).³⁹ Aufgrund ihres prospektiven Charakters sind diese Verträge – mit Blick auf die Rechte und Pflichten der Parteien – lückenhaft, da nicht sämtliche relevanten Entwicklungen im Austauschverhältnis *ex ante* prognostizierbar sind.⁴⁰ Ein gewisser Grad an vertraglicher Unvollständigkeit ist vielmehr notwendige Voraussetzung, um dem Management des Unternehmens den notwendigen Handlungsspielraum zur Wahrnehmung von geschäftlichen Chancen zu gewähren.⁴¹ Kehrseite dieser Vertragslücken sind Probleme, derer sich die Neue Institutionenökonomik im Rahmen der Prinzipal-Agent-Theorie widmet.

36 Vgl. *Erlei/Leschke/Sauerland*, Institutionenökonomik, S. 41; *Göbel*, Neue Institutionenökonomik, S. 170; *Macharzina/Wolf*, Unternehmensführung, S. 54; *Picot/Dietl/Franck/Fiedler/Royer*, Organisation, S. 45.

37 Zur Entstehungsgeschichte vgl. *Göbel*, Neue Institutionenökonomik, S. 32 ff.; *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 2 ff.

38 *v. Werder*, in: Hdb. Corporate Governance, S. 3, 6; grundlegend *Alchian/Demsetz*, 62 Am. Econ. Rev. 777, 783 (1972).

39 Vgl. *Göbel*, Neue Institutionenökonomik, S. 170; *Hart*, 89 Colum. L. Rev. 1757, 1763 ff. (1989); *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. 305, 310 f. (1976); *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 129 f., 155 ff.

40 *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 271 ff.; *v. Werder*, in: Hdb. Corporate Governance, S. 3, 6 f.

41 *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 133.

b. Unvollständige Vertragsbeziehungen als Quelle von Agenturkosten

Die Prinzipal-Agent-Theorie interpretiert die einzelnen Vertragsbeziehungen innerhalb des Unternehmens als Agenturbeziehung⁴² zwischen einem Prinzipal und einem Agenten.⁴³ Der Prinzipal beauftragt den Agenten zur Durchführung einer bestimmten Aufgabe und überträgt ihm zu diesem Zwecke Entscheidungsbefugnisse.⁴⁴ Der Agent kann somit durch seine Handlungen das Ergebnis der Auftragsdurchführung beeinflussen und damit auch auf das Wohlergehen des Prinzipals einwirken.⁴⁵ Die Prinzipal-Agent-Theorie geht davon aus, dass die Vertragsparteien als rationale Nutzenmaximierer (*homines oeconomici*) agieren und dementsprechend in erster Linie ihre eigenen Interessen verfolgen.⁴⁶ Da die Interessen von Prinzipal und Agent nicht deckungsgleich sind, begründet dieses Streben nach individueller Nutzenmaximierung einen grundsätzlichen *Interessenkonflikt* zwischen beiden Parteien.⁴⁷ Der Agent wird deshalb etwaige Handlungsspielräume in der Vertragsbeziehung zur Förderung seiner ei-

42 Vgl. *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. 305, 308 (1976) (“We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.”); weiter hingegen der Definitionsansatz von *Pratt/Zeckhauser*, in: *Principals and Agents*, S. 1, 2 (“Whenever one individual depends on the action of another, an agency relationship arises. The individual taking the action is called the agent. The affected party is the principal.”).

43 Die Wahrnehmung der jeweiligen Rolle variiert dabei in Abhängigkeit von dem betrachteten Vertragsverhältnis: Die Anteilseigner des Unternehmens agieren beispielsweise im Verhältnis zum Management als Prinzipal, in der impliziten Vertragsbeziehung mit den Fremdkapitalgebern des Unternehmens wiederum treten sie als Agent auf.

44 Der Vertragsbegriff der Prinzipal-Agent-Theorie ist im Vergleich zum juristischen Verständnis deutlich weiter und umfasst auch Vereinbarungen, die keinen rechtsverbindlichen Charakter haben. Vertrag in diesem Kontext bedeutet vielmehr jede Form der Delegation von Entscheidungsbefugnissen zur Nutzung der Vorteile aus den Prinzipien der Arbeitsteilung und Kooperation, vgl. *Jost*, in: *Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre*, S. 11, 13.

45 *Göbel*, *Neue Institutionenökonomik*, S. 100; *Terstege/Ewert*, *Betriebliche Finanzierung*, S. 89.

46 Vgl. *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. 305, 308 (1976); zum Verhaltensmodell des *homo oeconomicus* vgl. *Göbel*, *Neue Institutionenökonomik*, S. 23 ff., 80; *Janson*, *Ökonomische Theorie im Recht*, S. 26 ff.

47 *Göbel*, *Neue Institutionenökonomik*, S. 100; *Jost*, in: *Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre*, S. 11, 15; *Scherml/Pietsch*, *Organisation*, S. 58 f.

genen Interessen ausnutzen (sog. opportunistisches Verhalten).⁴⁸ Möglich ist dem Agenten dies aufgrund von *Informationsasymmetrien*, die dem Prinzipal eine vollständige Überwachung des Agenten verwehren.⁴⁹ Interessenkonflikte und Informationsasymmetrien setzen den Prinzipal somit innerhalb der Vertragsbeziehung dem Risiko einer systematischen Ausbeutung durch den Agenten aus (sog. Prinzipal-Agent-Problem)^{50,51} Folge dieses Problems sind gesamtwirtschaftliche Wohlfahrtsverluste, die als Agenturkosten (*agency costs*) bezeichnet werden und sich zusammensetzen aus Kontrollkosten des Prinzipals (*monitoring expenditures*), Signalisierungskosten des Agenten (*bonding expenditures*) und einem Residualverlust (*residual loss*), der sich aus verbleibenden Abweichungen zwischen tatsächlichem Handeln des Agenten und nutzenmaximierendem Optimum des Prinzipals ergibt.⁵²

3. Corporate Governance als Mechanismus zur Reduktion von Agenturkosten

Unvollständige Verträge und divergierende Interessenlagen bieten den am Unternehmen beteiligten Akteuren somit Möglichkeiten und Anreize zu opportunistischen Verhaltensweisen. Um die Effizienzvorteile der arbeitsteiligen Wertschöpfung im Rahmen des Unternehmens zu wahren, bedarf es somit eines institutionellen Mechanismus, der die Agenturprobleme

48 *Alparslan*, Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie, S. 17.

49 Zu den verschiedenen Formen der Informationsasymmetrie vgl. *Alparslan*, Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie, S. 21 ff.; *Göbel*, Neue Institutionenökonomik, S. 101 ff.; erschwerend treten sog. exogene Umwelteinflüsse hinzu, die das Ergebnis des Auftrags beeinflussen *können* und deshalb einen automatischen Rückschluss vom Auftragsergebnis auf das Handeln des Agenten verwehren, vgl. *Jost*, in: Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, S. 11, 26; *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 174.

50 Die vorliegenden Ausführungen beschränken sich auf die nach Vertragsschluss (*ex post*) auftretende Variante des Prinzipal-Agent-Problems (sog. *moral hazard*). Für den vorliegenden Untersuchungsgegenstand nicht relevant ist die bereits bei Vertragsschluss (*ex ante*) auftretende Ausprägung des Problems in Form der sog. adversen Selektion, vgl. hierzu *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 241 ff.

51 *Alparslan*, Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie, S. 24 ff.; *Göbel*, Neue Institutionenökonomik, S. 105 ff.; *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 225 ff.

52 *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. 305, 308 (1976); *Jensen/Smith*, in: Recent Advances in Corporate Finance, S. 93, 96.

regelt und damit das Entstehen der wohlfahrtsschädlichen Agenturkosten vermeidet. Diese Aufgabe kommt der Corporate Governance zu.⁵³ Welche Agenturprobleme dabei konkret zu bewältigen sind, hängt von der Abgrenzung der insofern relevanten Bezugsgruppen ab. Insofern stehen sich traditionell die beiden folgenden Ansätze gegenüber.

a. *Shareholder*-Ansatz

Im tradierten – durch die Arbeiten von *Berle* und *Means* beeinflussten – Verständnis betreffen Fragen der Corporate Governance ausschließlich das Verhältnis zwischen den Anteilseignern und dem Management des Unternehmens. Sonstige Bezugsgruppen, die ebenfalls einen Beitrag zum Unternehmenserfolg leisten (z.B. Fremdkapitalgeber, Arbeitnehmer), bleiben im Rahmen dieses sog. *Shareholder*-Ansatzes unberücksichtigt. Die Ausklammerung der sog. *Stakeholder* aus dem Regelungsbereich der Corporate Governance wird im Kern mit dem Argument fehlender Schutzbedürftigkeit gerechtfertigt: Das Risiko unvollständiger Verträge sei allein von den Anteilseignern zu tragen, da deren „Anspruch“ auf den Residualgewinn – also der Betrag, der nach Befriedigung aller Verbindlichkeiten verbleibt – in Folge des unternehmerischen Risikos betragsmäßig nicht vertraglich fixierbar sei.⁵⁴ Dementsprechend seien die Anteilseigner opportunistischen Verhaltensweisen des Managements weitgehend schutzlos ausgeliefert. Die Fixansprüche der *Stakeholder* hingegen seien vertraglich und gesetzlich weitgehend abgesichert und damit gegen die Entwertung durch das Ma-

53 Vgl. v. *Werder*, in: Hdb. Corporate Governance, S. 3, 14 („Regelungen zur Corporate Governance [haben] grundsätzlich die Aufgabe, durch geeignete rechtliche und faktische Arrangements die Spielräume und Motivationen der Akteure für opportunistisches Verhalten einzuschränken.“); ähnlich *Macey/O'Hara*, FRBNY Econ. Pol. Rev. 91, 93 (2003); aus Sicht der Prinzipal-Agent-Theorie vgl. *Göbel*, Neue Institutionenökonomik, S. 110 ff.; *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 194; *Witt*, in: Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, S. 85, 111; grundlegend *Williamson*, Economic Institutions of Capitalism, S. 68, 72 ff.

54 *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, S. 36; *Easterbrook/Fischel*, 26 J. L. & Econ. 395, 403 (1983); *Fleischer*, in: Hdb. Corporate Governance, S. 185, 192 f.; *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 135 f., 163 f.; ähnlich bereits *Alchian/Demsetz*, 62 Am. Econ. Rev. 777, 782 f. (1972).

nagement geschützt.⁵⁵ Folglich müsse die Corporate Governance lediglich sicherstellen, dass das Management nicht zu Lasten der Anteilseigner handle. Dafür spreche auch, dass die Interessen von Anteilseignern und sonstigen Bezugsgruppen langfristig kongruent verlaufen würden, ein Handeln im Sinne der Anteilseigner folglich immer auch im Interesse der *Stakeholder* liege.⁵⁶

b. *Stakeholder*-Ansatz

Dem *Shareholder*-Ansatz wird entgegengehalten, dass auch *Stakeholder* des Unternehmens den Risiken unvollständiger Verträge ausgesetzt – und deshalb im Rahmen der Corporate Governance zu berücksichtigen – seien.⁵⁷ Auch für *Stakeholder* bestünde die Gefahr, Beiträge zum Unternehmenserfolg zu leisten, ohne eine adäquate Gegenleistung dafür zu erhalten. Dies gelte insbesondere mit Blick auf sog. spezifische Investitionen, die keine vertragliche oder gesetzliche Absicherung genießen.⁵⁸ Exemplarisch wird insofern auf Arbeitnehmer verwiesen, die im Rahmen von Fortbildungen unternehmensspezifische Kenntnisse erwerben, die im Falle des Arbeitsplatzwechsels tendenziell wertlos oder womöglich sogar kontraproduktiv seien.⁵⁹ Ein weiteres Beispiel bilden Lieferanten, die ihre Produktion auf die speziellen Bedürfnisse eines Großabnehmers ausrichten und sich dadurch anfällig für erzwungene „Preiszugeständnisse“ (sog. *hold up*) machten, da eine Belieferung anderer Unternehmen für sie nur unter Inkaufnahme hoher Umstellungskosten möglich wäre (sog. *Lock-in*-Effekt).⁶⁰

55 *Fama/Jensen*, 26 J. L. & Econ. 301, 302 ff. (1983); *Richter/Furubotn*, Institutionenökonomik, S. 195; *Tirole*, The Theory of Corporate Finance, S. 60; *Williamson*, Economic Institutions of Capitalism, S. 304 ff.

56 *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, S. 38 f.; *Fleischer*, in: Hdb. Corporate Governance, S. 185, 191; *Lee*, in: Research Handbook on the Economics of Corporate Law, S. 106, 113 f.; *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 165 f.; *Schmidt/Weiß*, in: Hdb. Corporate Governance, S. 161, 169; *Tirole*, The Theory of Corporate Finance, S. 59 f.

57 Grundlegend *Freeman*, Strategic Management: A Stakeholder Approach, S. 1 ff.; *Freeman*, Stakeholder Theory, S. 38 ff.

58 Vgl. hierzu *Göbel*, Neue Institutionenökonomik, S. 139 ff.; *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 221 f., 271 f., 305 f.

59 *Freeman*, Stakeholder Theory, S. 38, 42; *Göbel*, Neue Institutionenökonomik, S. 140; *Schmidt/Weiß*, in: Hdb. Corporate Governance, S. 161, 171 f.

60 *v. Werder*, in: Hdb. Corporate Governance, S. 3, 12.

Ähnliche Überlegungen werden auch für andere *Stakeholder* des Unternehmens, wie z.B. Fremdkapitalgeber und die Allgemeinheit, angestellt.⁶¹ Anteilseigner demgegenüber könnten das Risiko ihrer Eigenkapitalinvestition durch Portfoliobildung diversifizieren und damit ihr firmenspezifisches Risiko reduzieren.⁶² Bestritten wird letztlich auch die These des Interessengleichlaufs aller Bezugsgruppen. Richtig sei zwar, dass alle Akteure an der wirtschaftlichen Prosperität des Unternehmens interessiert seien. Im Kern verfolgten die einzelnen Bezugsgruppen jedoch spezifische Interessen, die bei entsprechend starker Zielerreichung unvermeidbar in Konflikt mit den Zielen anderer Bezugsgruppen träten.⁶³

Die vom *Stakeholder*-Ansatz propagierte Sichtweise entspricht seit jeher dem kontinentaleuropäischen Verständnis⁶⁴ und setzt sich zunehmend auch im angelsächsischen Rechtsraum durch⁶⁵. Akzeptiert man somit die Prämisse, dass sich die Gefahr von Opportunismusrisiken aus unvollständigen Verträgen nicht auf das Verhältnis zwischen Anteilseignern und Management beschränkt, stellt sich im Folgenden die Frage nach der Abgrenzung des für die Corporate Governance relevanten *Stakeholder*-Kreises.

B. Agenturprobleme in der Unternehmensfinanzierung

Die Frage nach den für die Corporate Governance relevanten Bezugsgruppen (*Stakeholder*) wird uneinheitlich beantwortet und bedarf – sofern überhaupt möglich⁶⁶ – vorliegend keiner abschließenden Klärung.⁶⁷ Vielmehr soll im Folgenden gezeigt werden, dass neben den Anteilseignern jeden-

61 Freeman, Stakeholder Theory, S. 38, 43; v. Werder, in: Hdb. Corporate Governance, S. 3, 8 f.

62 Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 131.

63 Freeman, Stakeholder Theory, S. 38, 44; v. Werder, in: Hdb. Corporate Governance, S. 3, 15.

64 Zur *Stakeholder*-Orientierung des Aktiengesetzes vgl. *infra* § 6 B. I. 1. a.

65 Vgl. die jüngste Stellungnahme des insofern in den USA taktgebenden *Business Roundtable*, Statement on the Purpose of a Corporation (2019), Absatz 3.

66 Vgl. insofern die Grundsatzkritik von Easterbrook/Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, S. 38; Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 166 f.

67 Vgl. zu Definitionsansätzen Freeman, Stakeholder Theory, S. 38, 41 ff.; v. Werder, in: Hdb. Corporate Governance, S. 3, 9 („alle (Gruppen von) natürlichen Personen und Institutionen [...], die auf der Grundlage unvollständiger Verträge Transaktionen mit dem Unternehmen durchführen und aus diesem Grund

falls Fremdkapitalgeber besonderen Opportunismusrisiken ausgesetzt sind und vor diesem Hintergrund eine entscheidende Rolle im Rahmen der Corporate Governance spielen. Diese Einsicht ist entscheidend für das spätere Verständnis der Spezifika der Corporate Governance von Banken und der Funktion des Bankaufsichtsrechts. Sowohl das – vorliegend ebenfalls relevante – „klassische“ Agenturproblem zwischen Anteilseignern und Management (*sub I.*) als auch dasjenige zwischen Anteilseignern und Fremdkapitalgebern (*sub II.*) entspringen dem Bereich der Unternehmensfinanzierung. Dementsprechend greift die folgende Erörterung auf finanzierungstheoretische Erkenntnisse zurück, um die Anreizstrukturen beider Kapitalgebergruppen sowie des Managements zu verdeutlichen.

I. Agenturprobleme des Eigenkapitals

Zunächst sind die in der Beziehung zwischen Anteilseignern und Management angelegten Konflikte – insbesondere mit Blick auf die divergierenden Risikopräferenzen – genauer zu beleuchten (*sub 1.*), bevor im Anschluss auf die zentralen Governance-Mechanismen zur Auflösung dieser Konfliktlage eingegangen wird (*sub 2.*).

1. Das Verhältnis zwischen Anteilseignern und Management

a. Partielle Interessendivergenz

Im Grundsatz verfolgen Anteilseigner und Management des Unternehmens übereinstimmende Interessen. Beide Gruppen sind an der dauerhaften Rentabilität und dem Bestand des Unternehmens interessiert, da nur ein wirtschaftlich erfolgreiches Unternehmen ihre jeweiligen Ansprüche bedienen kann. Im Einzelnen divergieren die spezifischen Zielsetzungen beider Gruppen jedoch: Die Anteilseigner sind als Inhaber des Residualanspruchs an der Maximierung der Gewinne (bzw. des Marktwertes des Eigenkapitals) interessiert.⁶⁸ Das – im Ausgangspunkt – fixvergütete Management ist nur insoweit an der Gewinnerzielung interessiert, als diese zur Bestandserhaltung des Unternehmens und der Sicherung ihres Ar-

ein (im weiteren Sinne) ökonomisches Interesse am Unternehmensgeschehen haben.“).

68 Vgl. hierzu *Kürsten*, Die Unternehmung 2013, 8, 15.

beitsplatzes erforderlich ist.⁶⁹ Korrespondierend hiermit divergiert der Risikoappetit beider Gruppen: Das Humankapital der Manager ist vollständig im Unternehmen gebunden und naturgemäß nicht diversifizierbar.⁷⁰ Das fremdorganschafliche Management einer Publikumsgesellschaft ist dementsprechend *risikoavers* eingestellt.⁷¹ Die idealtypischen Anteilseigner einer Kapitalgesellschaft hingegen sind in der Lage, das unternehmensspezifische Risiko (sog. idiosynkratisches Risiko) durch Portfoliobildung zu diversifizieren.⁷² Bei hinreichendem Diversifikationsgrad sind sie dadurch nur noch dem Marktrisiko (sog. systematisches Risiko) ausgesetzt.⁷³ Verlusten bzw. der Insolvenz einer einzelnen Portfoliogesellschaft stehen sie dadurch indifferent gegenüber, da diese durch die Gewinne der anderen – negativ korrelierenden – Portfoliobeteiligungen ausgeglichen werden. Die Anteilseigner von Kapitalgesellschaften sind demzufolge *risikoneutral* bzw. *risikofreudig* eingestellt, fokussieren sich bei Investitionsentscheidungen also primär auf den Erwartungswert (bzw. Kapitalwert)⁷⁴ von Projekten und blenden die damit verbundenen Risiken für das betreffende Unternehmen weitgehend aus.⁷⁵ Aufgrund der positiven Korrelation von Rendite und Risiko ist der Risikoappetit der Anteilseigner dementsprechend deutlich stärker ausgeprägt als derjenige des fixvergüteten Managements.

69 *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. 305, 353 f. (1976); *McDaniel*, 41 Bus. Law. 413, 433 f. (1986).

70 *Kraakman et al.*, Anatomy of Corporate Law, S. 109, 112; *Easterbrook*, 74 Am. Econ. Rev. 650, 653 (1984).

71 *Easterbrook*, 74 Am. Econ. Rev. 650, 653 (1984); *Kürsten*, in: Börsen, Banken und Kapitalmärkte, S. 551, 560; zu den möglichen Risikoeinstellungen vgl. *Laux/Gillenkirch/Schenk-Mathes*, Entscheidungstheorie, S. 105 f.

72 Grundlegend *Markowitz*, 7 J. Fin. 77 ff. (1952); *Lintner*, 47 Rev. Econ. Stat. 13 ff. (1965); instruktiv *Brealey/Myers/Allen*, Principles of Corporate Finance, S. 192 ff.

73 Vgl. *Brealey/Myers/Allen*, Principles of Corporate Finance, S. 173 ff.

74 Der Kapitalwert von Projekten (*net present value*) entspricht dem auf den Gegenwartswert abgezinnten Erwartungswert; zu den Entscheidungsdeterminanten bei Risiko vgl. *Amann*, Entscheidungstheorie, S. 23 ff.; *Laux/Gillenkirch/Schenk-Mathes*, Entscheidungstheorie, S. 35, 93 ff.

75 *Easterbrook*, 74 Am. Econ. Rev. 650, 653 (1984); *Kürsten*, in: Börsen, Banken und Kapitalmärkte, S. 551, 560; *Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 219; mit numerischem Beispiel *Kokkinis*, in: The Law on Corporate Governance in Banks, Rn. 1.31.