

Benedikt Hoegen

Reform der Vorstandsvergütung



Nomos

Deutsches, Europäisches und
Vergleichendes Wirtschaftsrecht

herausgegeben von
Prof. Dr. iur. Dr. rer. pol. h.c. Dr. iur. h.c. Werner F. Ebke,
LL.M. (UC Berkeley)

Band 105

Dr. Benedikt Hoegen, LL.M. (Columbia)

Reform der Vorstandsvergütung



Nomos

Gedruckt mit freundlicher Unterstützung des Vereins zur Förderung des Deutschen, Europäischen und Vergleichenden Wirtschaftsrechts e.V.

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

Zugl.: Heidelberg, Univ., Diss., 2018

ISBN 978-3-8487-4744-3 (Print)

ISBN 978-3-8452-9109-3 (ePDF)

1. Auflage 2018

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2018. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Meinen Eltern

Geleitwort des Herausgebers

Die Vergütung von Vorständen kapitalmarktorientierter deutscher Aktiengesellschaften ist seit vielen Jahrzehnten Gegenstand intensiver Diskussionen. Die Diskussionen drehen sich vor allem um die Bestandteile, die Höhe und die Grenzen der Vorstandsvergütung. Die Diskussionen beziehen juristische Aspekte ebenso ein wie ökonomische Überlegungen und rechtsvergleichende Aspekte. Die jüngste Finanzmarktkrise hat die Auseinandersetzung um Vorstandsvergütungen ebenso beschleunigt wie gesetzgeberische Aktivitäten im In- und Ausland (Stichwort: *say on pay*). Hintergrund für die vorliegende Abhandlung bilden neben diesen legislatorischen Aktivitäten die sog. „Abzocker-Initiative“ in der Schweiz, die u.a. das Verbot von Vorauszahlungen und Abgangsentschädigungen für Verwaltungsräte börsennotierter Unternehmen bezweckte, sowie die „1 zu 12, für gerechte Löhne-Initiative“, die sich gegen die wachsende Lohnschere in schweizerischen Unternehmen richtete. Der deutsche Gesetzgeber hat auf die Finanzmarktkrise im Jahre 2009 u.a. mit dem Erlass des „Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)“ reagiert. Der weitere Versuch der Deutschen Bundesregierung, die Vorstandsvergütung in dem „Gesetz zur Verbesserung der Kontrolle der Vorstandsvergütung und zur Änderung weiterer aktienrechtlicher Vorschriften (VorstKoG)“ zu regeln, scheiterte im September 2013 im Bundesrat. In der vergangenen Legislaturperiode (2013–2017) wurde die Vorstandsvergütung ebenfalls nicht reformiert. Spezialgesetzliche Regelungen bestehen aber für Manager bestimmter Finanzinstitute.

Ziel der vorliegenden Untersuchung ist die Beantwortung der Frage, „ob die Vergütung von Vorständen kapitalmarktorientierter deutscher Aktiengesellschaften einer weiteren Reform bedarf und, falls eine solche Notwendigkeit festgestellt wird, auf welcher Regelungsebene (national oder europäisch) eine Reform vorzunehmen ist“. Im Fokus stehen erwartungsgemäß § 87 AktG und die erfolgsorientierte, variable Vergütung. Die Arbeit beschränkt sich auf die Analyse der Vorstandsvergütung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften; die Vergütung der Geschäftsführer von GmbH bleibt außer Betracht. Besondere Regeln zum Beispiel für Finanzdienstleistungsunternehmen sowie die Regeln des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) werden in die Untersuchung eingebunden. Rechtsgeschichtliche Aspekte, rechtsvergleichende Überlegungen und ökonomische Erkenntnisse werden in die Untersuchung ebenfalls einbezogen. Dadurch erweitert der Verfasser den Erkenntnishorizont über zeitliche, nationale und fachliche Grenzen hinweg und bewahrt sich so vor

anmaßenden und apodiktischen Thesen zu den verschiedenen Aspekten der Vorstandsvergütung.

Der Verfasser hat ein tiefeschürfendes wissenschaftliches Werk zu einer theoretisch spannenden und praktisch überaus wichtigen und aktuellen Frage vorgelegt. Die Arbeit besticht durch ihre dogmatische Tiefe, ihre rechtsvergleichende Weite und ihr Verständnis von den ökonomischen Grundlagen und Zusammenhängen der vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten der Vergütung von Managern kapitalmarktorientierter Kapitalgesellschaften. Die national wie international andauernden Auseinandersetzungen um eine angemessene Vergütungsregelung, die einerseits die Freiheit der Unternehmen und erforderliche Anreize nicht unnötig einschränkt, andererseits den notwendigen Aktionärsschutz und Missbrauchspotentiale nicht aus dem Blick verliert, prägen die vorliegende Arbeit. Dass der Verfasser die US-amerikanischen und Schweizer Vorbilder und Ansätze nicht kritiklos in das deutsche Recht zu übertragen versucht, sondern deren Übertragbarkeit sorgfältig analysiert und abwägt, unterstreicht die Kraft seiner Analysefähigkeit, die die Pfadabhängigkeit (*path dependency*) von Recht im Auge behält, sich aber sinnvollen Anregungen mittels Rechtsvergleichung und ökonomischer Analyse des Rechts nicht verschließt.

Die Ausführungen des Verfassers zum deutschen Recht zeigen, dass er die facettenreiche Vorschrift des § 87 AktG durchdrungen hat, Lücken im System der Norm aufdecken kann und dabei das Umfeld, in dem die Norm sich bewegt und bewähren muss, im Blick hat. Europarechtliche Aspekte bilden durchgängig Anlass zu vertiefenden Analysen. Die Arbeit bildet ein geschlossenes System, das gekennzeichnet ist von klaren teleologischen Vorgaben, die der Verfasser nicht nur dem § 87 AktG selbst, sondern auch aus der Theorie der Corporate Governance entnimmt. Ökonomische Aspekte wie der *principal-agent conflict*, die Rolle der internen und externen Unternehmens(leiter)kontrolle, das *alignment of interests* von Vorstand und Aufsichtsrat und die Bedeutung des Anteilseignerschutzes in der Publikumsgesellschaft (Stichwort: *separation of ownership and control*) werden zielgenau in die Untersuchung eingebunden. Herausgekommen ist ein Werk, das für die Diskussion um die Vergütung von Managern von Großunternehmen (die vermutlich auch die kommende Bundesregierung beschäftigen wird) wegleitend sein wird, weil sie theoretisch fundiert und rechtsvergleichend untermauert ist, juristisch sinnvolle und ökonomisch verträgliche Lösungen anbietet und der Praxis wie der Politik wertvolle Hinweise vermittelt, die den Besonderheiten des deutschen (Aktien-) Rechts Rechnung tragen.

Heidelberg-Küsnacht/ZH, im Februar 2018

Werner F. Ebke

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Juristischen Fakultät der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg im Wintersemester 2017/2018 als Dissertation angenommen. Abgeschlossen wurde das Manuskript im Juli 2016. Rechtsprechung und Literatur sind bis Januar 2018 berücksichtigt.

An erster Stelle danke ich meinem verehrten Doktorvater Herrn Professor Dr. iur. Dr. rer. pol. h.c. Dr. iur. h.c. *Werner F. Ebke*, LL.M. (UC Berkeley). Ihm bin ich sehr dankbar für die Betreuung dieser Arbeit, der großen Unterstützung bei der Anfertigung und der uneingeschränkten Förderung meiner Person. Darüber hinaus möchte ich mich bei ihm für die Zeit als Akademischer Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl am Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg und für die Aufnahme meiner Arbeit in seine Schriftenreihe bedanken. Herrn Professor Dr. *Markus Stoffels* danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und Herrn Professor Dr. *Christoph A. Kern*, LL.M. (Harvard) für die Übernahme des Vorsitzes in der Disputation.

Weiter möchte ich mich auch bei meinen Heidelberger Freunden und ehemaligen Kollegen am Lehrstuhl von Herrn Professor *Ebke* für jegliche Form der Unterstützung danken, die die Zeit meines Studiums und meiner Promotion an der Universität Heidelberg zu einem unvergesslichen Lebensabschnitt machten. Insbesondere ist Herr *Johannes Lappe* genannt, der mir in vielen Diskussionen fachlich und freundschaftlich zur Seite stand und mich bei der finalen Korrektur der Arbeit unterstützt hat.

Bedanken möchte ich mich zudem bei dem Verein zur Förderung des Deutschen, Europäischen und Vergleichenden Wirtschaftsrechts für die Unterstützung bei der Drucklegung dieser Arbeit.

Mein größter Dank gilt meinen Eltern *Claudia* und *Peter Hoegen* für ihre grenzenlose Fürsorge und ihre tatkräftige und liebevolle Unterstützung, ohne die das Studium und diese Arbeit nicht möglich gewesen wären. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Frankfurt am Main, im Februar 2018

Benedikt Hoegen

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	19
Einleitung	27
A. Einführung	27
B. Die anhaltende öffentliche Diskussion über steigende Vorstandsvergütung	29
C. Zielsetzung der Arbeit	32
D. Konkretisierung des Untersuchungsgegenstandes	33
E. Vorgehen	34
 Erstes Kapitel: Historische Entwicklung der Vorstandsvergütung	 35
A. Historische Entwicklung in Deutschland	35
I. Der Ursprung der Aktiengesellschaft im 17. und 18. Jahrhundert	36
II. Die Entwicklung im 19. Jahrhundert	38
1. Der Einfluss des <i>Code de commerce</i> auf das deutsche Aktienrecht	39
a) Gegenstand des <i>Code de commerce</i>	39
b) Die Entwicklung in Deutschland unter dem Einfluss des <i>Code de commerce</i>	40
2. Rechtseinheitliche Gestaltung des deutschen Aktienrechts im ADHGB von 1861	42
a) Inhaltliche Regelungen des ADHGB 1861	43
b) Bedeutung des ADHGB 1861 für die Vorstandsvergütung	43
3. Die erste Aktienrechtsnovelle 1870	44
4. Die zweite Aktienrechtsnovelle 1884	46
III. Vom HGB 1897 zum Aktiengesetz 1937	47
1. Das HGB 1897	47
2. Die Aktienrechtswissenschaft in der Nachkriegszeit bis zur Notverordnung des Reichspräsidenten aus dem Jahr 1931	49
3. Das Aktiengesetz 1937	52
a) Bezüge der Vorstandsmitglieder, § 78 AktG 1937	53
	11

aa) Grundsätze für die Bezüge, § 78 Abs. 1 AktG 1937	53
bb) Herabsetzungsrecht, § 78 Abs. 2 AktG 1937	55
b) Gewinnbeteiligung, § 77 AktG 1937	57
4. Zusammenfassung	59
IV. Das Aktienrecht in der Bundesrepublik Deutschland	59
1. Das Aktienrecht in der Nachkriegszeit	59
2. Aktienrechtsreform 1965	60
a) Bezüge der Vorstandsmitglieder, § 87 AktG 1965	61
b) Gewinnbeteiligung der Vorstandsmitglieder, § 86 AktG 1965	62
3. Zusammenfassung	63
V. Zwischenergebnis	63
B. Der Einfluss des US-amerikanischen Rechts auf die Vorstandsvergütung	65
I. Vergleich der Vergütungshöhe in Deutschland und den USA	66
II. Ursachen für den festgestellten Gehaltsunterschied	67
1. Das US-amerikanische Gesellschaftsrecht und Managerbezüge	68
a) Grundzüge des amerikanischen Gesellschaftsrechts	69
b) Vergütung der <i>Executive Officers</i> nach amerikanischem Recht	70
aa) Das Dilemma der Managervergütung in den USA	71
bb) <i>Say on Pay</i>	80
c) Einfluss	85
2. Kulturelle Faktoren	88
III. Internationalisierung des Marktes für Führungskräfte und Auswirkungen auf die Vergütungshöhe in Deutschland	91
IV. Zusammenfassung	93
C. Ergebnisse des ersten Kapitels	94
 Zweites Kapitel: Die Schweiz als Ausgangspunkt dieser Arbeit	 97
A. Die eidgenössische Diskussion über ausufernde Managergehälter	98
I. Entwicklung der Organbezüge in der Schweiz	98
II. Der Einfluss der direkten Demokratie in der Schweiz	99
1. Das Instrument des Referendums	100
2. Das Instrument der Initiative	101

III. Volksinitiativen gegen überhöhte Verwaltungsratsvergütung	102
1. „Abzocker-Initiative“	102
2. „1 zu 12, für gerechte Löhne-Initiative“	104
IV. Gesellschaftspolitische Wirkungen der beiden Initiativen	107
1. Schweiz	107
2. Ausstrahlungswirkung auf Deutschland	109
B. Rechtslage in der Schweiz	110
I. Vergütung der Geschäftsleitung vor der „Abzocker-Initiative“	112
1. Rechtsgrundlage des Vergütungsanspruchs	112
2. Zuständigkeit für die Vergütungsfestsetzung	113
3. Verfahren der Vergütungsbestimmung	113
4. Vergütungsumfang	114
5. Offenlegung der Vergütung	115
II. Vergütung der Geschäftsleitung nach der „Abzocker-Initiative“	116
1. Umsetzung der „Abzocker-Initiative“ durch die VegüV	116
2. Anwendungsbereich der VegüV	117
3. Einbeziehung der Generalversammlung	117
4. Verfahren der Vergütungsbestimmung	120
5. Zulässige Vergütungen	122
6. Unzulässige Vergütungen	123
III. Klagemöglichkeiten	124
IV. Überführung der VegüV in Bundesgesetz	125
V. Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance	126
C. Ergebnisse des zweiten Kapitels	128
 Drittes Kapitel: Theoretische Grundlagen zur Managervergütung	 131
A. Vorstandsvergütung als Element der Corporate Governance	132
I. Begriff der Corporate Governance	133
II. Normstrukturelle Probleme bei der Vergütungsfestsetzung	135
B. Kontrollvakuum als Rechtfertigung materieller Vergütungsregeln	137
I. Vorliegen eines Kontrollvakuums	138
1. Ökonomische Theorie der Superstars	138
2. Theorie vom „Managerkapitalismus“ (<i>manageralism</i>)	140
3. Unternehmensleiterkontrolle am Kapitalmarkt	142
II. Die Prinzipal-Agenten-Theorie	144

III. Die Prinzipal-Agenten-Theorie im deutschen Aktienrecht	151
1. Das Problem des § 76 Abs. 1 AktG	151
2. <i>Shareholder Value</i>	153
3. <i>Stakeholder Value</i>	155
4. Stellungnahme	157
a) <i>Shareholder v. Stakeholder Value</i>	157
b) <i>Shareholder Value</i> und Nachhaltigkeit	166
IV. Zwischenergebnis	168
C. Ergebnisse des dritten Kapitels	168
 Viertes Kapitel: Vorstandsvergütung in Deutschland	 171
A. Rechtsgrundlage des Vergütungsanspruchs	173
B. Einflussgrößen auf die Vorstandsvergütung	174
I. Unternehmensgröße	174
II. Ertragslage	176
III. Vorstandsstatus und Vorstandsressort	178
1. Vorstandsstatus	178
2. Vorstandsressort	180
IV. Dienstalster	183
V. Persönliche Leistung	184
1. Daimler AG	185
2. Deutsche Bank AG	186
3. Siemens AG	187
C. Zuständigkeit für die Festsetzung der Vorstandsbezüge, § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG	190
I. Die Zuständigkeit des Aufsichtsrats als Ausgangsproblem	191
II. Anforderungen an eine unternehmerische Ermessensentscheidung	195
1. Vergütungsfestsetzung als unternehmerische Entscheidung	196
2. Verfolgung des Gesellschaftswohls	199
3. Angemessene Informationsgrundlage	200
4. Frei von Interessenkonflikten	200
5. Unternehmerisches Ermessen (Vertretbarkeit)	201
III. Zusammenfassung	202
D. Angemessenheit der Bezüge, § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG	202
I. Geltungsbereich des Angemessenheitsgebots	203
II. Maßstäbe für die Höhe der Gesamtbezüge	206
1. Reform durch das VorstAG	207
2. Aufgaben des Vorstandsmitglieds	209
3. Leistung des Vorstandsmitglieds	212

4.	Lage der Gesellschaft	217
a)	Die „Lage“ der Gesellschaft	217
b)	Sonderfall: Konzernunternehmen	219
5.	Üblichkeit der Vergütung	225
a)	Horizontale Üblichkeit	227
b)	Vertikale Üblichkeit	232
c)	Rechtfertigung bei Abweichen von der üblichen Vergütung	235
III.	Versorgungsbezüge	236
IV.	Sonderproblem: Drittvergütung	239
V.	Stellungnahme zum Angemessenheitsgebot	240
E.	Struktur der Vorstandsvergütung, § 87 Abs. 1 Satz 2 und 3 AktG	245
I.	Ausrichtung auf nachhaltige Unternehmensentwicklung	247
1.	Geltungsanspruch von § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG	247
a)	Verbot von Anreizen zu pflichtwidrigem Handeln	248
b)	Steuerung der nachhaltigen Unternehmensentwicklung	250
2.	Inhalt des Nachhaltigkeitsgebots	255
II.	Mehrjährige Bemessungsgrundlage für variable Vergütungsbestandteile, § 87 Abs. 1 Satz 3, Hs. 1 AktG	258
1.	Soll-Vorschrift	258
2.	Bemessungsgrundlage	260
3.	Mehrjährigkeit	261
4.	Ausgestaltung der Bemessungsgrundlage	264
II.	Begrenzungsmöglichkeit für außerordentliche Entwicklungen, § 87 Abs. 1 Satz 3, Hs. 2 AktG	267
1.	Außerordentliche Unternehmensentwicklung	268
2.	Gestaltungsmöglichkeiten und Ermessen	269
IV.	Herabsetzung unbilliger Vergütung auf eine angemessene Höhe, § 87 Abs. 2 Satz 1 AktG	270
1.	Geltungsbereich	272
2.	Herabsetzungsvoraussetzungen	272
a)	Verschlechterung der Lage der Gesellschaft	272
b)	Unbilligkeit für die Gesellschaft	274
3.	Rechtsfolge: Soll-Gebot der Herabsetzung	275
F.	Fixgehalt	281
G.	Variable Vergütungselemente	283
I.	Verhältnis von lang- und kurzfristigen Vergütungselementen	284
II.	Variable Vergütung mit kurzfristiger Anreizwirkung	285
1.	Jahrestantieme	285
2.	Erfolgsprämien (Sondervergütungen)	289

III. Variable Vergütung mit langfristiger Anreizwirkung	293
1. Überblick	293
2. Aktienoptionen	294
a) Wege zur Bereitstellung der notwendigen Aktien	294
aa) Bedingte Kapitalerhöhung,	
§§ 192 Abs. 2 Nr. 3, 193 Abs. 2 AktG	294
bb) Erwerb eigener Aktien, § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG	296
cc) Genehmigte Kapitalerhöhung, § 202 AktG	297
b) Zuständigkeit zur Gewährung und Ausgestaltung	298
aa) Beteiligung der Hauptversammlung	298
bb) Drohende Zuständigkeitskonflikte bei der Durchführung	301
c) Erfolgsziele	304
aa) Der Eintritt von Erfolg als Rechtfertigung für den Eingriff in die Kapitalstruktur	305
bb) Der Börsenkurs als Erfolgsziel	306
cc) Externe Ausübungshürden	309
dd) Interne Ausübungshürden	311
ee) Ereignishürden	312
ff) Zwischenergebnis	313
d) Ausübungspreis	313
e) Erwerbs- und Ausübungszeitraum	316
aa) Erwerbszeitraum	316
bb) Ausübungszeitraum	318
f) Wartezeit („Sperrfrist“)	319
g) Haltefristen	323
h) <i>Re-pricing</i>	325
aa) Vereinbarkeit mit § 87 Abs. 1 AktG	326
bb) Zuständigkeitsfragen	330
cc) Zwischenergebnis	334
i) <i>Hedging</i>	335
3. <i>Stock Appreciation Rights</i> und <i>Phantom Stocks</i>	336
a) Genussrechte im Sinne von § 221 Abs. 3 AktG	338
b) Bedürfnis einer Wartezeit analog	
§ 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG	342
4. <i>Restricted Share</i> - und <i>Share Matching</i> -Vereinbarungen	343
a) Beschaffung der notwendigen Aktien	345
b) Vereinbarkeit mit § 87 Abs. 1 AktG	346
c) Problem: Verweis auf § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG	349
d) Vierjährige Haltefrist	353
IV. Zusammenfassung und Ausblick	354
H. Abfindungen	356
I. Abfindungen bei Vertragsauflösung	356

II. Abfindungen bei Kontrollwechsel	360
III. Bewertung der Rechtslage	363
I. Rechtsfolgen unangemessener Vergütungsvereinbarungen	365
I. Haftung des Aufsichtsrates	366
II. Haftung des begünstigten Vorstandsmitgliedes	368
K. Offenlegung der Vorstandsbezüge	371
L. Vergütungsvotum der Hauptversammlung, § 120 Abs. 4 AktG	372
M. Ergebnisse des vierten Kapitels	375
 Fünftes Kapitel: Reformüberlegungen	 381
A. Reformbedürfnis	381
B. Regelungsebene: National oder europäisch	389
I. Das VorstAG als Schritt auf dem Weg zum <i>board</i> -System	389
II. Einfluss des Europarechts	390
III. Stellungnahme	392
C. Reformideen aus dem Ausland	397
I. USA	397
II. Schweiz	400
III. Zwischenergebnis	403
D. Eigener Regelungsvorschlag de lege ferenda	403
I. § 87 E-AktG	405
1. § 87 Abs. 1 E-AktG	405
a) Zu § 87 Abs. 1 Satz 1 E-AktG	406
b) Zu § 87 Abs. 1 Satz 2 E-AktG	408
c) Zu § 87 Abs. 1 Satz 3 E-AktG	409
d) Zu § 87 Abs. 1 Satz 4 E-AktG	410
e) Zu § 87 Abs. 1 Satz 5 E-AktG	411
f) Zu § 87 Abs. 1 Sätze 6 bis 8 E-AktG	411
g) Zu § 87 Abs. 1 Satz 9 E-AktG	412
2. § 87 Abs. 1a E-AktG	413
a) Zu § 87 Abs. 1a Satz 1 E-AktG	413
b) Zu § 87 Abs. 1a Satz 2 E-AktG	414
c) Zu § 87 Abs. 1a Satz 3 E-AktG	414
d) Zu § 87 Abs. 1a Satz 4 E-AktG	415
3. § 87 Abs. 2 E-AktG	415
a) Zu § 87 Abs. 2 Satz 1 E-AktG	416
b) Zu § 87 Abs. 2 Satz 2 E-AktG	417
II. Änderungen betreffend der aktienbasierten Vergütung	417
1. § 192 Abs. 2 E-AktG	418
2. § 193 Abs. 2 Nr. 4 E-AktG	419
3. § 71 Abs. 1 Nr. 8 E-AktG	420

Inhaltsverzeichnis

a) Zu § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 7 E-AktG	421
b) Zu § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 8 E-AktG	421
c) Zu § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 9 E-AktG	421
4. § 202 E-AktG	422
a) Zu § 202 Abs. 1 E-AktG	422
b) Zu § 202 Abs. 2 Satz 5 E-AktG	423
5. § 124 Abs. 3 Satz 1 E-AktG	423
E. Ergebnisse des fünften Kapitels	424
 Zusammenfassung	 427
 Literaturverzeichnis	 431
 Internetquellen	 457

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere(r) Ansicht
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
abw.	Abweichend
Acad. Manag. Per.	Academy of Management Perspectives, Zeitschrift
AcP	Archiv für die civilistische Praxis, Zeitschrift
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
a.E.	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft, Zeitschrift
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Am. Econ. Rev.	The American Economic Review, Zeitschrift
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
AR	Aufsichtsrat; Der Aufsichtsrat, Zeitschrift
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Avenir Spezial	Zeitschrift Avenir Suisse, Spezial Verteilung
B.U. L. Rev.	Boston University Law Review, Zeitschrift
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht, Steuern und Wirtschaft
BBI.	Bundesblatt (Schweiz)
Bd.	Band
Begr.	Begründung
Begr. RegE	Begründung Regierungsentwurf
Berkeley Bus. L. J.	Berkeley Business Law Journal, Zeitschrift
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BR-Drucks.	Drucksache des Bundesrates der Bundesrepublik Deutschland
bspw.	beispielsweise

Abkürzungsverzeichnis

BT-Drucks.	Drucksache des Bundestages der Bundesrepublik Deutschland
BV	Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CA	Companies Act
CA CORP	California Corporations Code
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CEO	Chief executive officer
CFL	Corporate Finance Law, Zeitschrift
CFO	Chief financial officer
CFR	Code of Federal Regulations
Co.	Corporation
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review, Zeitschrift
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review, Zeitschrift
CSU	Christlich-Soziale Union in Bayern e.V.
CVP	Christlichdemokratische Volkspartei der Schweiz
DCGK	Deutscher Corporate Governance Codex
Dax	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb, Zeitschrift
DBW	Die Betriebswirtschaft, Zeitschrift
Del. Ch.	Delaware Court of Chancery
Del. J. Corp. L.	The Delaware Journal of Corporate Law, Zeitschrift
Del. Supr.	Delaware Supreme Court
ders.	Derselbe
DGCL	Delaware General Corporation Law
dies.	dieselbe
d.h.	das heißt
D&O	Directors and Officers
DrittelbG	Gesetz über die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat
DRiZ	Deutsche Richterzeitung
Drucks.	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht, Zeitschrift
DSW	Deutsche Schutzvereinigung Wertpapierbesitz e.V.
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
E-AktG	Entwurf zur Änderung des Aktiengesetzes (eigener Entwurf <i>de lege ferenda</i>)

EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände; betriebswirtschaftliche Kennzahl)
EBIT	Earnings before interests and taxes (Gewinn vor Zinsen und Steuern; betriebswirtschaftliche Kennzahl)
E-BV	Entwurf zur Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft
ECFR	European Company and Financial Law Review, Zeitschrift
ed.	Edition
EG	Europäische Gemeinschaft
EGAktG	Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
Einl.	Einleitung
EPS	Earnings per share (Gewinn je Aktie)
Erl.	Erläuterung
et al	et alii/ et alia („und andere“)
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
e.V.	eingetragener Verein
EVA	Economic value added (betriebswirtschaftliche Kennzahl)
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWK	Europäischer Wirtschaftsraum
f.	folgende
ff.	folgende
F.A.Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FB	Finanzbericht
FDP	Freie Demokratische Partei
FDP	Freisinnig-Demokratische Partei der Schweiz
FMStFG	Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds (Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz)
FMStFV	Verordnung zur Durchführung des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes (Finanzmarktstabilisierungsfonds-Verordnung)
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GB	Geschäftsbericht
Geo. L. J.	Georgetown Law Journal, Zeitschrift
GesKR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (Schweiz)
gem.	gemäß
GesR	Gesellschaftsrecht

Abkürzungsverzeichnis

GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
grds.	grundsätzlich
GroßkommAktG	Großkommentar Aktiengesetz
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht, Zeitschrift
h.A.	herrschende Ansicht
h.M.	herrschende Meinung
Harv. Bus. Rev.	Harvard Business Review, Zeitschrift
Hastings L. J.	Hastings Law Journal, Zeitschrift
Hdb.	Handbuch
HeidelbKomm	Heidelberger Kommentar
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i.d.R.	in der Regel
i.e.S.	im engeren Sinne
i.H.v.	in Höhe von
i.S.d.	im Sinne des/der
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
insb.	Insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
InstitutsVergV	Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme von Instituten (Institutsvergütungsverordnung)
J. Bus. L.	Journal of Business Law, Zeitschrift
J. Corp. L.	The Journal of Corporation Law, Zeitschrift
J. Corp. L. Stud.	Journal of Corporate Law Studies, Zeitschrift
J. Econ. Perspect.	Journal of Economic Perspectives, Zeitschrift
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics, Zeitschrift
J. Pol. Econ.	The Journal of Political Economy, Zeitschrift
JW	Juristische Wochenschrift, Zeitschrift
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KK	Kölner Kommentar
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
krit.	kritisch
KWG	Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz)

lit.	Buchstabe
LG	Landgericht
Ltd.	Private company limited by shares
m. Anm.	mit Anmerkung
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
M-Dax	Mid-Cap-Dax (Deutscher Aktienindex)
M&A	Mergers and Acquisition
MAH	Münchener Anwalts Handbuch
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review, Zeitschrift
Mio.	Millionen
MitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer
MontanMitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie
Mrd.	Milliarden
MünchKomm	Münchener Kommentar
MünchHdb.	Münchener Handbuch
N.Y.U. J.L. & Bus.	New York University Journal of Law & Business, Zeitschrift
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review, Zeitschrift
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift, Zeitschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungs-Report Zivilrecht
NK	Nomos Kommentar
No.	Number
Nr.	Nummer
NYBCL	New York Business Corporation Law
NYSE	New York Stock Exchange (New Yorker Börse)
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZZ	Neue Züricher Zeitung
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
OR	Obligationenrecht (Schweiz)
Personal	Zeitschrift für Personalwirtschaft
plc	Public company limited by shares
PublG	Publikumsgesellschaft
RegE	Regierungsentwurf
RFS	Review of Financial Studies, Zeitschrift

Abkürzungsverzeichnis

RG	Reichsgericht
RGZ	Amtliche Sammlung des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft, Zeitschrift
RMBCA	Revised Model Business Corporation Act
Rn.	Randnummer
ROCE	Return on capital employed (Ergebnis auf das eingesetzte Kapital; betriebswirtschaftliche Kennzahl)
Rz.	Randziffer
S.	Seite; Satz
S.Ct.	Supreme Court of the United States of America
s.o.	siehe oben
s.u.	siehe unten
SA	Sonderausgabe
SCBP	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance
S.C.J. Int'l L. & B.	South Carolina Journal of International Law and Business, Zeitschrift
SE	Societas Europaea (Europäische Gesellschaft)
SEC	United States Securities and Exchange Commission
Sec.	Section (Paragraph)
SEA 1934	Securities Exchange Act of 1934
SGB IV	Sozialgesetzbuch (SGB) Viertes Buch (IV)
SGB VI	Sozialgesetzbuch (SGB) Sechstes Buch (VI)
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
SMI	Swiss Market Index (Aktienindex der Schweiz, der die 20 größten Schweizer Gesellschaften abbildet)
S&P 500 Index	Standard & Poor's 500 Index (Aktienindex der 500 größten börsennotierten US-Gesellschaften)
S&P 1500 Index	Standard & Poor's 1500 Index (Aktienindex der 1500 größten börsennotierten US-Gesellschaften)
SP	Sozialdemokratische Partei der Schweiz
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
ST	Der Schweizer Treuhänder, Zeitschrift
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review, Zeitschrift
StGB	Strafgesetzbuch
str.	streitig
SVP	Schweizerische Volkspartei
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
TecDax	Deutscher Aktienindex für Technologiewerte
u.a.	unter anderem/ und andere

U. Chi. L. Rev.	The University of Chicago Law Review, Zeitschrift
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review, Zeitschrift
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
umstr.	umstritten
USA/US	Vereinigte Staaten von Amerika
usw.	und so weiter
v.a.	vor allem
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review, Zeitschrift
Var.	Variante
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
Vorb.	Vorbemerkungen
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
VorstKoG	Gesetz zur Verbesserung der Kontrolle der Vorstandsvergütung und zur Änderung weiterer aktienrechtlicher Vorschriften
VorstOG	Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen
Wash. U. L. Rev.	Washington University Law Review, Zeitschrift
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly, Zeitschrift
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapierübernahmegesetz
WM	Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation, Zeitschrift
ZAkDR	Zeitschrift der Akademie für deutsches Recht
z.B.	zum Beispiel
ZBJV	Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins
ZCG	Zeitschrift für Corporate Governance
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
Zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Einleitung

A. Einführung

Das Thema der angemessenen Vorstandsvergütung in börsennotierten Aktiengesellschaften bewegt seit vielen Jahren die Gemüter. Es ist nicht nur in der juristischen und betriebswirtschaftlichen, sondern auch in der allgemeinen öffentlichen Diskussion präsent. Bereits aus der Zeit vor dem Zweiten Weltkrieg finden sich Berichte über exzessive Vorstandsgehälter, die in der Öffentlichkeit für Empörung sorgten.¹ Wiederentfacht wurde die Diskussion über die Höhe der Managementvergütung durch die Finanzmarktkrise, als deren Ursache nicht zuletzt die in der bisherigen Vergütungspraxis verbreiteten, kurzfristig orientierten Vergütungselemente ausgemacht wurden.² So lautete der Vorwurf, ein Vorstand, der zu stark auf die Erreichung kurzfristiger Ziele ausgerichtet sei, werde das nachhaltige Wachstum seines Unternehmens vernachlässigen und zur Eingehung kurzfristiger Risiken verleitet.³ Seitdem dienen überhöhte Gehälter aktiver und Abfindungen ausscheidender Vorstandsmitglieder Politik und Gewerkschaften als Argumente dafür, die Diskussion über die steigende soziale Ungleichheit in Deutschland anzukurbeln. Das große Unverständnis, das bisweilen die Höhe der Vergütung diverser Vorstände auslöst, verdeutlicht folgendes Zitat:

„Geld bildet nicht nur den Lebensnerv der Unternehmen, sondern berührt auch den Gerechtigkeitsnerv einer breiten Öffentlichkeit und gilt der Rechtspolitik daher als Thema von hoher Symbolkraft.“⁴

Im Zuge der öffentlichen Debatte sind Beschimpfungen aus der Politik keine verbalen Ausrutscher, sondern gezielte Maßnahmen, um Unbehagen

1 Vgl. *Drygala*, in: FS Schneider, S. 275; *Lutter*, ZIP 2003, 737, 740; *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 459; *Spindler*, in: MünchKomm/AktG, § 87 Rn. 6.

2 Begründung Regierungsentwurf VorstAG, BT-Drucks. 16/12278, S. 1; vgl. *Lutter/Krieger/Verse*, Aufsichtsrat, S. 182 f.; *Achleitner/Rapp/Schaller/Wolff*, ZCG 2010, 113, 113; *Storbeck*, Jahrhundertkrise, S. 66 f.; *Jickeli*, in: FS Sacker, S. 381; *Hommelhoff*, in: FS Winter, S. 255, der auf die EU-Kommission verweist, die exzessive Risikoübernahmen als eine Ursache der Finanzmarktkrise sieht.

3 Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses zum Entwurf des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, BT-Drucks. 16/13433, S. 1.

4 *Fleischer*, NZG 2009, 801, 801.

kundzutun.⁵ Der Vorwurf von Raffgier und unanständiger Vergütungsmoral wird erhoben; dem wird häufig mit dem Hinweis auf die deutsche Neidgesellschaft und das provinzielle Kleinbürgerdenken entgegnet, das im Widerspruch zu internationalen Vergütungsregelungen stehe.⁶ Weiter wird diskutiert, ob der steile Anstieg der Vorstandsvergütung seit Beginn der neunziger Jahre Zeugnis eines Marktversagens oder Ausdruck eines funktionierenden Marktes sei.⁷ Die Verteidiger internationaler Vergütungspraxis argumentieren, dass die Globalisierung der Wirtschaftsräume auch die Globalisierung der Vergütungssysteme verlange, damit deutsche Unternehmen im Wettbewerb um internationale Spitzenkräfte bestehen können.⁸ Andere heben die Bedeutung des Freiheitspostulats als Grundpfeiler unserer Privatrechtsordnung hervor.⁹ Richtig verstandene Freiheit müsse auch Sachverhalte ertragen, die Unbehagen bereiten, allein deshalb aber noch nicht rechts- oder sittenwidrig seien.¹⁰

Zu beobachten ist, dass sich die betroffenen Unternehmen und deren Vorstände nicht an der geführten Diskussion beteiligen, sondern durch ihr Schweigen die Vorurteile der breiten Öffentlichkeit zu scheinbar unangemessenen Gehältern eher bestärken und dadurch den Druck der öffentlichen Meinung auf den Gesetzgeber zur gesetzlichen Regulierung der Vorstandsvergütung noch erhöhen.¹¹ Insofern erscheint es konsequent, dass sich auch der deutsche Gesetzgeber dem Thema angenommen und zur Stärkung der Transparenz der Vorstandsvergütung im Jahr 2005 das „Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen (VorstOG)“ erlassen hat. Als direkte Reaktion auf die Finanzmarktkrise folgte das „Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)“ im Jahr 2009. Durch das VorstOG und das VorstAG ist es dem Gesetzgeber gelungen, die Transparenz der Vergütungsentscheidung zu erhöhen und diese an materielle Kriterien zu knüpfen. Ein Rückgang der gezahlten Vergütungshöhe konnte indes nicht verzeichnet werden.¹²

5 *Martens*, ZHR 169 (2005), 124, 125.

6 *Martens*, ZHR 169 (2005), 124, 125; ähnlich *Ziemons*, in: FS Huber, S. 1035.

7 *Fleischer*, DStR 2005, 1279, 1279; zu dem generellen Einfluss der Märkte auf das Gesellschafts- und Unternehmensrecht siehe *Ebke*, in: FS Lutter, S. 17 ff.

8 *Martens*, ZHR 169 (2005), 124, 125; *Rost/Osterloh*, Die Unternehmung 2008, 274, 277.

9 *Martens*, ZHR 169 (2005), 124, 125; *Lutter*, ZIP 2006, 733, 733; *Lutter*, ZIP 2003, 737, 740; *Körner*, NJW 2004, 2697, 2697.

10 *Martens*, ZHR 169 (2005), 124, 125.

11 *Prinz/Schwalbach*, in: Osterloh/Rost (Hrsg.), Management-Vergütung, S. 133.

12 *Spindler*, in: MünchKomm/AktG, § 87 Rn. 7.

Am Widerstand der von SPD und Grünen geführten Länder im Bundesrat ist im September 2013, wenige Tage vor der Bundestagswahl, das „Gesetz zur Verbesserung der Kontrolle der Vorstandsvergütung und zur Änderung weiterer aktienrechtlicher Vorschriften (VorstKoG)“ gescheitert.¹³ Im Fokus des Gesetzesentwurfs stand die Einführung eines bindenden *say on pay*-Beschlusses, d.h. einer rechtsverbindlichen Entscheidungsbefugnis der Hauptversammlung börsennotierter Aktiengesellschaften über das vom Aufsichtsrat vorgelegte System der Vorstandsvergütung.¹⁴ Hierin sah der Gesetzgeber „eine effektive und angemessene Antwort auf die übermäßige Vergütung von Vorstandsmitgliedern einzelner deutscher Aktiengesellschaften“.¹⁵ Neuere Vorschriften mit Bezug zu Vergütungssystemen enthalten ferner die Institutsvergütungsverordnung vom 16. Dezember 2013¹⁶ sowie die Finanzmarktstabilisierungsfonds-Verordnung vom 20. Oktober 2008. Diese sind freilich in ihrem Anwendungsbereich beschränkt, sie gelten lediglich für Finanzdienstleistungsunternehmen.¹⁷

B. Die anhaltende öffentliche Diskussion über steigende Vorstandsvergütung

Ausgangspunkt der über die deutschen und europäischen Grenzen hinausgehenden Diskussion über die Angemessenheit der Managervergütung¹⁸ ist die teils gegenläufige Entwicklung der Managergehälter zu den Gehältern der übrigen Mitarbeiter sowie des Aktienkurses und der Lage vieler Gesellschaften. Die Vorstandsvergütung und die Aktienkurse wuchsen in Deutschland bis in das Jahr 2001 in einem ähnlichen Verhältnis, entkop-

13 Zürn/Maron, BB 2014, 629, 631; Bundesrat Plenarprotokoll 914 zur Sitzung vom 20.9.2013, S. 476; vgl. *DAV-Handelsrechtsausschuss*, NZG 2013, 694, 694 ff.

14 Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses zur Aktienrechtsnovelle 2012, BT-Drucks. 17/14214, S. 3.

15 Ziemons, GWR 2013, 283, 283.

16 Die ursprüngliche Fassung datiert vom 6.10.2010; die letzte Änderung der Institutsvergütungsverordnung ist am 1.1.2016 in Kraft getreten.

17 Die InstitutsVergV findet allein Anwendung auf Institute im Sinne des § 1 Abs. 1b und § 53 Abs. 1 KWG. Die FMStFV gilt nur für Institute und Zweckgesellschaften, die Stabilisierungsmaßnahmen des Finanzmarktstabilisierungsfonds nach dem FMStFG in Anspruch nehmen.

18 Der Begriff der Managervergütung wird als Oberbegriff für die Vergütung von Vorständen deutscher Aktiengesellschaften, Verwaltungsräten Schweizer Aktiengesellschaften und geschäftsführenden Direktoren (*inside directors* und *officers*) amerikanischer Gesellschaften verwendet.

pelten sich aber in den Folgejahren. Während die Vergütung bei steigenden Kursen stetig stieg, sank sie nicht immer bei Kursverlusten.¹⁹ Ein Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Unternehmensperformance ist in der Vergangenheit nicht *per se* erkennbar gewesen.

Belebt wurde die Debatte durch einen auffällig starken Anstieg der Vorstandsbezüge in den vergangenen dreißig Jahren. Die Internationalisierung auf dem Markt für Führungskräfte hat zu einer Angleichung der in Deutschland gezahlten Vergütungen an internationales Spitzenniveau geführt. So betrug die Vergütung eines durchschnittlichen Vorstandsmitglieds einer großen deutschen Publikumsgesellschaft im Jahr 1987 noch etwa 254.800 DM, 1997 bereits 424.000 DM und im Jahr 2013 2,76 Millionen Euro.²⁰ Der durchschnittliche Vorstandsvorsitzende eines Dax-Unternehmens verdiente im Jahr 2013 sogar 4,97 Millionen Euro, angeführt vom damaligen VW-Chef *Martin Winterkorn* mit 15 Millionen Euro. *Martin Blessing*, damaliger Vorstandsvorsitzender der mehrheitlich im Eigentum des Bundes stehenden Commerzbank, war im Jahr 2013 mit 1,3 Millionen Euro das Schlusslicht.²¹ Im Geschäftsjahr 2014 betrug die durchschnittliche Vergütung eines Dax-Vorstandsvorsitzenden 5,4 Millionen Euro, im Geschäftsjahr 2015 sogar 5,86 Millionen Euro.²² Vor dem Hintergrund dieser Zahlen und dem Umstand, dass die Reallöhne der deutschen Arbeitnehmer in den letzten zwanzig Jahren kaum spürbar gestiegen sind,²³ ist es wenig verwunderlich, dass Vorstandsgehälter in der breiten Öffentlichkeit zunehmend als ungerecht empfunden werden. Bekräftigt wird dieses Empfinden durch das Verhältnis der Vergütung der Unternehmenslenker zu den Bezügen der durchschnittlichen Arbeitnehmer. Während 1984 das durchschnittliche Vorstandsgehalt ca. das 7,5-fache des durchschnittlichen Arbeitnehmergehalts ausmachte, verdient heute der durchschnittliche Dax-Vorstand das 53-fache und bei VW sogar das 170-fache.²⁴ Eine ähnliche Entwicklung ist auch im Ausland festzu-

19 Schmidt/Schwalbach, ZfB Special Issue 2007, 111, 119.

20 Schmidt/Schwalbach, ZfB Special Issue 2007, 111, 118; Kuhner/Hitz/Sabiwalsky/Drefahl, Whitepaper Managergehälter 2014.

21 Dowideit, Handelsblatt Online vom 11.3.2014.

22 Hubik, Wirtschaftswoche Online vom 18.3.2015; hkp-group, Studie Dax-Vorstandsvergütung 2015; ähnliche Zahlen finden sich bei Böcking/Althoff/Bundt/Hanke/Schmid/Hönsch/Fischer/Schütte/Kaspar/Reich, Der Konzern 2016, 549, 551.

23 Meyer, Vorstandsvergütung, S. 15.

24 Die Welt Online vom 4.11.2013, Zahlen zum Durchschnittseinkommen in Deutschland finden sich in der Anlage 1 zum SGB VI.

stellen. 1965 verdiente der *chief executive officer* (CEO) eines US-amerikanischen Unternehmens das 20-fache eines durchschnittlichen Mitarbeiters, heutzutage verdienen die Chefs der 350 größten US-amerikanischen Unternehmen das 277-fache; die durchschnittliche Vergütung eines CEO stieg von 3,7 Millionen Dollar im Jahr 1993 auf 15,1 Millionen Dollar im Jahr 2012.²⁵ Die Vergütung stieg also innerhalb von nur 20 Jahren um beinahe 400 Prozent. In der Spitze wurden sogar Vergütungen von über 60 Millionen US-Dollar bezahlt.²⁶ In der Schweiz stiegen die Einkünfte der Verwaltungsratsvorsitzenden der SMI-Unternehmen seit 2002 von 3,6 Millionen Franken um mehr als 60 % auf 6,014 Millionen Franken, während die maximale Lohnschere im Jahr 2013 zwischen niedrigsten und höchstem Gehalt nach einer Studie von Travail Suisse bei 1 zu 230 lag.²⁷

Die Ursachen für den festgestellten Anstieg der Managervergütung werden in der Wissenschaft kontrovers diskutiert. Die Diskussion fußt auf zwei gegensätzlichen Thesen; der Markt- und der Machtthese. Erstere besagt, dass der Anstieg der Vergütung ein Spiegelbild funktionierender Märkte sei.²⁸ Die zunehmende Internationalität und die damit einhergehende Deregulierung der Märkte erhöhe die Nachfrage nach erfolgreichen Unternehmensleitern und lasse die Preise aufgrund der bestehenden Angebotsknappheit in die Höhe steigen.²⁹ In einer durch Wettbewerb geprägten Wirtschaft brauche es daher hohe Löhne und Erfolgsbeteiligungen, um im Wettkampf um talentierte Führungskräfte bestehen zu können.³⁰ Konsequenz dieses funktionierenden Marktes seien optimale Verträge, die den Managern hohe Bezüge bescheren.³¹ Die Vertreter der Gegenauffassung bezweifeln die Funktionalität des Marktes und argumentieren, dass die hohen Managervergütungen Ausfluss der Macht von Unternehmensleitern seien, die zur eigenen Bereicherung eingesetzt werde.³² Je größer die Macht sei, umso günstiger fielen die Vergütungsvereinbarungen aus.³³ Welcher These im Ergebnis zuzustimmen ist, bleibt an dieser Stelle noch

25 Kaiser, Die Welt Online vom 19.9.2013.

26 Merkt, US-GesR, S. 357.

27 Rost/Osterloh, Die Unternehmung 2008, 274, 275; Ohanian, Handelszeitung Online vom 3.4.2014; Studie Travail Suisse – Managerlöhne 2013.

28 Osterloh/Rost, in: Osterloh/Rost (Hrsg.), Management-Vergütung, S. 8 und 9.

29 Osterloh/Rost, in: Osterloh/Rost (Hrsg.), Management-Vergütung, S. 8 und 9.

30 Rost/Osterloh, Die Unternehmung 2008, 274, 277.

31 Winter/Michels, in: Osterloh/Rost (Hrsg.), Manager-Vergütung, S. 121.

32 Bebchuk/Fried, Pay Performance, S. 61 f.; Rapp/Wolff, ZfB 2010, 1075, 1080.

33 Bebchuk/Fried, Pay Performance, S. 85, 86.

unbeantwortet. Nicht außer Acht zu lassen ist aber, dass die Wachstumsraten der Vergütung von Topmanagern denen von Rechtsanwälten und Sportlern ähneln.³⁴ Dies könnte zu der Annahme führen, dass die Vergütung dieser Gruppen der ökonomischen „Superstar“-Logik folge und eben keinen Marktgesetzen unterliege.³⁵

In der Schweiz hat das wachsende Unverständnis über ausufernde Managergehälter in der jüngeren Vergangenheit zu einer Debatte über die Notwendigkeit einer weiteren Verrechtlichung der Vergütung für Spitzenmanager geführt. Ausgelöst wurde diese Debatte durch die „Abzocker-Initiative“, die u.a. das Verbot von Vorauszahlungen und Abgangsschädigungen für Verwaltungsräte börsennotierter Unternehmen bezweckte, und die „1 zu 12, für gerechte Löhne-Initiative“, die sich gegen die wachsende Lohnschere in schweizerischen Unternehmen richtete. Die beiden eidgenössischen Initiativen haben u.a. den Anstoß für die vorliegende Arbeit gegeben, auf die noch zurückzukommen sein wird.

C. Zielsetzung der Arbeit

Ziel der vorliegenden Untersuchung ist die Beantwortung der Frage, ob die Vergütung von Vorständen kapitalmarktorientierter deutscher Aktiengesellschaften einer weiteren Reformierung bedarf und, falls eine solche Notwendigkeit festgestellt wird, auf welcher Regelungsebene (national oder europäisch) eine Reform vorzunehmen ist. Hierbei untersucht die vorliegende Arbeit, ob und inwiefern ein Zusammenhang zwischen der gezahlten Vergütung und der Leistung des Vorstands besteht. Dabei wird sich mit den Rechts- und Auslegungsfragen auseinandergesetzt, die sich bei der Festsetzung der angemessenen Vergütung nach § 87 AktG ergeben. Ein besonderer Fokus liegt auf der Ausgestaltung der variablen Vergütung, deren Aufgabe es ist, den Erfolgsbeitrag des betreffenden Vorstandsmitglieds zu messen und entsprechend zu honorieren. Es sollen die bislang praktizierten Vergütungsstrukturen untersucht und ein System entwickelt werden, dass den Erfolg bzw. Misserfolg im ausgewogenen Maße berücksichtigt. Besondere Schwierigkeiten bei der Ausgestaltung der Vorstandsvergütung ergeben sich daraus, dass der Gesetzgeber mit § 87 Abs. 1 AktG eine zentrale Vorschrift geschaffen hat, die Grundsätze

34 *Wagner*, ST 2014, 420, 420; *Kaplan/Rauh*, RFS 2010, 1004, 1007.

35 *Wagner*, ST 2014, 420, 420; *Kaplan/Rauh*, RFS 2010, 1004, 1007.

für die Ausgestaltung der Vorstandsbezüge normiert, aber in ihrem Inhalt weitgehend unbestimmt ist. § 87 Abs. 1 AktG ist alleine an den Aufsichtsrat adressiert, die Frage der Beteiligung der Hauptversammlung in Vergütungsangelegenheiten wird hier nicht geregelt. Diese hängt nach gegenwärtigem Recht allein davon ab, wie das Kapital geschaffen oder beschafft wird, mit dem Vergütungsansprüche (teilweise in Aktien oder Optionen hierauf) bedient werden. Resultat dieser Regulationsstruktur sind erhebliche Rechtsunsicherheiten.

D. Konkretisierung des Untersuchungsgegenstandes

Die vorliegende Arbeit thematisiert die Vergütung von Vorständen deutscher Aktiengesellschaften. Die Vergütung von Geschäftsleitern anderer Gesellschaften (z.B. Geschäftsführer der GmbH) bleibt außer Betracht. Zudem beschränkt sich die Arbeit auf börsennotierte Aktiengesellschaften, da insbesondere bei diesen aus Gründen mangelnder Kontrolle, die nicht zuletzt auf die Anonymität in großen Publikumsgesellschaften zurückzuführen ist, nicht selten Probleme bei der Vergütungsentscheidung aufkommen und Gehaltsexzesse bekannt geworden sind.

Die Arbeit beschränkt sich auf aktienrechtliche Fragestellungen. Die Vereinbarkeit von materiellen Vergütungsregelungen mit der Vertrags- und Berufsfreiheit ist nicht Gegenstand der vorliegenden Untersuchung. Es werden die verschiedenen vergütungsrelevanten Regeln und Vorschriften des Aktiengesetzes sowie des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) behandelt. Ergänzend werden die Vorschriften der Institutsvergütungsverordnung sowie der Finanzmarktstabilisierungsfonds-Verordnung zur Auslegung der aktienrechtlichen Regelungen herangezogen, die jedoch keine eigenständige Betrachtung erfahren. Grund hierfür ist, dass sie nur für Finanzdienstleistungsunternehmen Geltung beanspruchen können und damit auf die überwiegende Anzahl der im Deutschen Aktienindex (Dax) notierten Gesellschaften keine Anwendung finden. Die Vorschriften über die Transparenz der Vorstandsbezüge werden ebenfalls nicht detailliert betrachtet, da die maßgeblichen Änderung der Offenlegungsvorschriften bereits mehr als zehn Jahre zurückliegen und aktuell weder Gegenstand von Kritik noch von Reformüberlegungen sind.

E. Vorgehen

Im ersten Kapitel wird die historische Entwicklung der Vorstandsvergütung in Deutschland untersucht sowie der Einfluss des US-amerikanischen Rechts auf die Vorstandsvergütung herausgearbeitet. Hierdurch soll das Problembewusstsein geschärft und aufgezeigt werden, dass die Vergütungsproblematik so alt ist wie die Rechtsform der Aktiengesellschaft. Im zweiten Kapitel wird die eidgenössische Diskussion über ausufernde Managergehälter herangezogen, da die Volksinitiativen gegen überhöhte Vergütungen in der Schweiz unter anderem den Anstoß zu dieser Arbeit gegeben haben. Im Anschluss behandelt das dritte Kapitel theoretische Grundlagen. Denn die Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Aktionären und Vorstand ist der Ursprung aller Probleme im Zusammenhang mit der Vergütung von Vorstandsmitgliedern einer Aktiengesellschaft. Es wird erläutert, weshalb die Vergütung ein wichtiges Steuerungsinstrument für das Vorstandshandeln ist. Hierauf aufbauend soll im vierten Teil und Schwerpunkt der Arbeit die Rechtslage in Deutschland kritisch behandelt und auf ihre Schwächen hin untersucht werden, um letztlich eine Antwort auf die zentrale Frage zu geben, ob die gesetzlichen Regelungen zur Vorstandsvergütung in Deutschland einer Verschärfung bedürfen. Hierbei wird insbesondere das Angemessenheitsgebot aus § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG thematisiert, die gängige und vom Gesetzgeber vorgegebene Vergütungsstruktur untersucht und die rechtlichen Rahmenbedingungen der variablen Vergütung behandelt. Die Ergebnisse finden dann ihren Abschluss in Reformvorschlägen *de lege ferenda*.

Erstes Kapitel: Historische Entwicklung der Vorstandsvergütung

Betrachtet man die in Deutschland zur Vorstandsvergütung erschienenen Veröffentlichungen, so stellt man fest, dass in der Regel nur die aktuellen Änderungen der Rechtslage oder die Diskussionen über zu hohe Vergütungen vor und nach der Finanzkrise im Vordergrund stehen. Die Änderungen werden diskutiert, Reformvorschläge unterbreitet und Anwendungsleitfäden für die Praxis entwickelt.³⁶ Die historische Entwicklung der Vorstandsvergütung blieb hingegen bislang außen vor, obwohl gerade ein Rückblick auf die Gesetzesentwicklung zeigen wird, dass Vergütungsfragen und etwaige Missbräuche so alt sind wie das Aktiengesetz bzw. seine Vorläufer. Wie in der Gegenwart, wurde einerseits die Notwendigkeit einer Regelung und andererseits die Passivität des Gesetzgebers trotz anhaltender Missstände kontrovers diskutiert.

A. Historische Entwicklung in Deutschland

Geschäftsführendes Organ der deutschen Aktiengesellschaft ist nach § 76 Abs. 1 AktG der Vorstand. Dieser leitet die Geschäfte der Gesellschaft in eigener Verantwortung. Der Vergütungsanspruch der Vorstandsmitglieder ergibt sich allerdings nicht aus ihrer organschaftlichen Stellung, die durch die Bestellung begründet wird, sondern aus einer schuldrechtlichen Beziehung mit der Aktiengesellschaft, deren Grundlage der Anstellungsvertrag ist.³⁷ Grundzüge für die Bezüge der Vorstandsmitglieder, die der Aufsichtsrat bei der Festsetzung der Gesamtbezüge zu beachten hat, enthält heute § 87 AktG. Vor Einführung des ersten Aktiengesetzes im Jahre 1937, stand die Vergütungsfestsetzung im freien und alleinigen Ermessen des Aufsichtsrats bzw. der Hauptversammlung.³⁸

36 Vgl. dazu: *Krienke/Schnell*, NZA 2010, 135, 136 f.; *Hoffmann-Becking/Krieger*, NZG-Beilage 2009, 1, 2 f.; *Schick*, ZIP 2011, 593, 594 f.

37 *Thüsing*, in: Hdb. Vorstandsrecht, § 6 Rn. 1.

38 *Geßler*, JW 1937, 497, 499.

I. Der Ursprung der Aktiengesellschaft im 17. und 18. Jahrhundert

Die Geschichte der deutschen Aktiengesellschaft ist kurz, handelt es sich doch um einen erst spät ausgebildeten und rechtlich erfassten Formtypus des Verbandsrechts.³⁹ Geprägt ist die Geschichte von einem Wandel der Rechtsquellen sowie von Reformen und Perfektionierungsbestrebungen.⁴⁰ Der Ursprung der Aktiengesellschaft liegt in den privilegierten Handelscompagnien, die seit dem frühen 17. Jahrhundert in England und den Niederlanden zur Erschließung der Kolonien im Wege des Überseehandels entstanden sind.⁴¹ Insbesondere wird die Niederländische Ostindische-Kompagnie (Vereenigde Oostindische Compagnie – VOC) in der rechtsgeschichtlichen Literatur als Vorläufer der modernen Aktiengesellschaft angesehen, die aus einem Zusammenschluss von mehreren kleinen kaufmännischen Vereinigungen mit dem Ziel entstand, Konkurrenz auszuscheiden, Kapital für die Durchführung von Unternehmungen zusammenzuführen sowie das Geschäftsrisiko auf mehrere Schultern zu verteilen.⁴²

Als erste deutsche Handelscompagnie gilt die Brandenburgisch-Ostindische Kompagnie von 1651.⁴³ Gegründet wurden diese Kolonialgesellschaften durch staatlichen Hoheitsakt, den sog. Octroi, und waren anders als die heutigen Aktiengesellschaften Einrichtungen des öffentlichen und nicht des privaten Rechts.⁴⁴ In Ermangelung gesetzlicher Regelungen enthielt das Octroi Bestimmungen über das Verhältnis der Compagnie zum Staat, verlieh der Gesellschaft die für ihren Gegenstand maßgeblichen Privilegien und beinhaltete zudem Regelungen über die innere Organisation der Gesellschaft.⁴⁵ Charakteristikum der privilegierten Handelsgesellschaften im 17. und 18. Jahrhundert war, dass ihre Anteile für jedermann, unabhängig von Stand, Religion oder Herkunft, zugänglich und auf dem Kapitalmarkt frei handelbar waren.⁴⁶ Der erworbene Kapitalanteil räumte dem Inhaber, ähnlich dem heutigen Aktienrecht, Rechte der Mitsprache und Kontrolle ein und belastete ihn aber zugleich mit dem Risiko des Verlusts seiner Einlage.⁴⁷

39 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 7.

40 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 12.

41 Cordes/Jahntz, in: Aktienrecht im Wandel, S. 14.

42 Berger, Vorstandsvergütung, S. 18; von Hein, Rezeption US-GesR, S. 66.

43 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 17.

44 Vgl. statt vieler Strauss, in: FS Schmidt, S. 6.

45 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 21.

46 von Hein, Rezeption US-GesR, S. 66, 67.

47 Dippel, DRiZ 1965, 315, 316.

Organe der Handelscompagnien waren das Direktorium, die Generalversammlung und der Präsident, dessen Posten sich jedoch im Laufe des 18. Jahrhunderts verlor.⁴⁸ Die Leitung der Geschäfte der Compagnien oblag den Direktoren, die zum einen durch die Generalversammlung gewählt, zum anderen aber auch durch staatliche Stellen oder Großaktionäre bestimmt wurden.⁴⁹ Der staatliche Einfluss auf die Direktorenwahl nahm im Laufe des 18. Jahrhunderts ab, der Einfluss der Anteilsinhaber wuchs.⁵⁰ Während die „Hauptpartizipanten“, also die Gesellschafter mit großen Kapitalanteilen, durch die Wahl einer oder mehrerer Direktoren aus ihren Reihen großen Einfluss auf die Leitung der Gesellschaft hatten, hatte die Generalversammlung keine nennenswerte Befugnisse.⁵¹ Insgesamt kann also festgehalten werden, dass sich bereits im 17. und 18. Jahrhundert, trotz fehlender aktienrechtlicher Kodifikation, länderübergreifende Strukturmerkmale herausgebildet hatten, die teilweise auch für die moderne Aktiengesellschaft Geltung beanspruchen.

Mit Blick auf das Thema dieser Arbeit stellt sich die Frage, wie die Direktoren der Handelscompagnien vergütet wurden. Bei der Vergütung der Geschäftsleitung fehlte es an Transparenz und Kontrollmöglichkeiten. Die Direktoren, die selbst „Hauptpartizipanten“ und damit Inhaber großer Kapitalanteile waren, verfügten über ausreichende Machtbefugnisse. Die übrigen Aktionäre hingegen, die eher die Position von „Destinären“ innehatten,⁵² konnten ihre Mitsprache- und Kontrollrechte ausschließlich in der Generalversammlung geltend machen, welcher aber, wie bereits erwähnt, keine nennenswerte Bedeutung zukam. Konsequenz dessen war, dass die Direktoren über ihr eigenes Gehalt nahezu beliebig bestimmen konnten. So erhielten sie beispielsweise je ein Prozent der Kosten der Flottenausrüstung und des Erlöses aus den Rückfrachten, was einen erheblichen Betrag ausmachte.⁵³ Aufgrund der Undurchschaubarkeit der finanziellen Situation der Gesellschaften wurde vermutet, dass sich die Direktoren zusätzlich auf Kosten der Gesellschaft und der übrigen Anteilsinhaber bereicherten.⁵⁴ Widerstand gegen die aufgetretenen Missstände regte sich aber kaum, anhaltende Dividendenzahlungen (auch in wirtschaftlich schlechteren Jah-

48 *Jahntz*, Privilegierte Handelscompagnien, S. 97.

49 *Cordes/Jahntz*, in: Aktienrecht im Wandel, S. 20, 21.

50 *Cordes/Jahntz*, in: Aktienrecht im Wandel, S. 21.

51 *Großfeld/Ebke*, AG 1977, 57, 62.

52 *Lehmann*, Entwicklung des Aktienrechts, S. 87.

53 *Berger*, Vorstandsvergütung, S. 19.

54 *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, S. 22; *Berger*, Vorstandsvergütung, S. 19.

ren) führten dazu, dass sich die (wenigen) Kleinaktionäre bei der Ausübung ihrer Kontrollrechte eher zurückhielten.⁵⁵ So lassen sich schon in dieser Zeit, in der Unternehmungen in der Regel der Verfolgung handelspolitischer Zwecke des merkantilistischen Staates und nicht nur den Interessen der Aktionäre dienten, Parallelen zur heutigen Diskussion über Vorstandsvergütung feststellen. Mangelnde Transparenz und ineffektive Kontrollmöglichkeiten führten zur Ausnutzung der Leitungsmacht und in einigen Fällen wohl auch zur persönlichen Bereicherung der Unternehmensleiter. Der Umstand, dass die Direktoren trotz eingetretener Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage Dividenden, notfalls durch Neuverschuldung, auszahlen konnten, ohne hierbei das Risiko einer persönlichen Haftung tragen zu müssen,⁵⁶ zeigt, dass bereits zu jener Zeit ein Zusammenhang zwischen Haftung und Vergütung fehlte.

II. Die Entwicklung im 19. Jahrhundert

Zum Ende des 18. Jahrhunderts begannen die Gesetzgeber in den Niederlanden, Frankreich, England und Deutschland zahlreiche Einzelmaßnahmen zu erlassen.⁵⁷ Diese waren eine Reaktion auf die Beobachtung, dass die Aktiengesellschaft bzw. deren Vorgänger die Handelscompagnie eine Rechtsform war, die von egoistischen und manchmal auch rücksichtslosen Unternehmern zur Ausbeutung leichtgläubiger Kleinaktionäre missbraucht werden konnte.⁵⁸ Die unabhängigen Leitungsorgane der Kompagnien nutzten ihre Macht zur Durchsetzung eigener Erwerbsinteressen; Anteilscheine waren zum Ende des 18. Jahrhunderts Gegenstand wilder Spekulationen sowie von Aktienschwindel.⁵⁹ Notwendig erschienen grundlegende Veränderungen. Ein Umschwung in der Organisation der Aktiengesellschaft erfolgte zum Ende des 18. Jahrhunderts und zum Beginn des 19. Jahrhunderts als der Staat das merkantilistische Wirtschaftssystem und damit die eigene wirtschaftliche Betätigung aufgab und die Aktiengesellschaft dem privaten Unternehmertum überließ.⁶⁰

55 *Berger*, Vorstandsvergütung, S. 21.

56 *Berger*, Vorstandsvergütung, S. 21.

57 *Dippel*, DRiZ 1965, 315, 316.

58 *Dippel*, DRiZ 1965, 315, 316.

59 *Assmann*, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 28.

60 *Großfeld/Ebke*, AG 1977, 57, 63.

1. Der Einfluss des *Code de commerce* auf das deutsche Aktienrecht

In Frankreich hatte die französische Revolution von 1789 die Gewerbe-freiheit hervorgebracht und als deren Folge konnten Handelscompagnien völlig frei errichtet werden, was schließlich in Missständen mündete.⁶¹ Nach einem zwischenzeitlichen generellen Verbot der Gründung neuer Gesellschaften, kodifizierte der französische Gesetzgeber das Aktienrecht im Jahr 1807 im *Code de commerce*, der im Jahr 1808 in Kraft trat.⁶² Der *Code de commerce*, der auf den *Code civil* von 1804 folgte, gilt heute allgemein als Anfang der Kodifikation der Aktiengesellschaft, dessen wesentliche Neuerung in dem Übergang vom Octroi- zum Konzessionssystem bestand.⁶³

a) Gegenstand des *Code de commerce*

Der *Code de commerce* kodifizierte unter der Bezeichnung *société anonyme* die Kapitalgesellschaft in Form der Aktiengesellschaft erstmals gesetzlich, nachdem sich diese bereits seit dem 17. Jahrhundert am Kapitalmarkt durchgesetzt und fortentwickelt hatte.⁶⁴ Die *société anonyme* wurde als eine privatrechtliche Körperschaft anerkannt und allgemeinen gesetzlichen Vorschriften unterworfen.⁶⁵ Zur Erlangung der Rechtsfähigkeit bedurfte sie einer Konzession, deren Erteilung im freien Ermessen des Staates stand.⁶⁶ Im Wesentlichen enthielt der *Code de commerce* in zwölf Artikeln zur *société anonyme* die grundlegenden Merkmale dieser Gesellschaftsform und verfolgte vornehmlich den Zweck, diese von anderen Gesellschaftsformen unterscheiden zu können.⁶⁷ Aufgestellt wurde ein Grundgerüst, dass sich in seinen aktienrechtlichen Regeln noch stark an den in der Praxis bewährten Strukturmerkmalen der Handelscompagnien orientierte,⁶⁸ aber genügend Spielraum für zukünftige Entwicklungen ließ. Dieses Grundgerüst beinhaltete aber schon damals alle fünf heute aner-

61 Dippel, DRiZ 1965, 315, 316.

62 Zöllner, in: KK/AktG, Einl. Rn. 58.

63 von Hein, Rezeption US-GesR, S. 68; Dippel, DRiZ 1965, 315, 316.

64 Rothweiler/Geyer, in: Aktienrecht im Wandel, S. 24.

65 Dippel, DRiZ 1965, 315, 316.

66 Dippel, DRiZ 1965, 315, 316.

67 Bösselmann, Deutsches Aktienwesen 19. Jh., S. 62.

68 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 31.

kannten Grundmerkmale einer AG: Die *société anonyme* war eine Gesellschaft mit festem Grundkapital, das in eine bestimmte Anzahl gleicher Teile zerlegt war, bei der die Haftung der Gesellschafter auf das Gesellschaftsvermögen beschränkt war; die Gesellschaft war korporativ gestaltet und als juristische Person angesehen, die nach dem Wortlaut stets eine Handelsgesellschaft war.⁶⁹ Von Bedeutung für die weitere Entwicklung der Aktiengesellschaft war, dass sich eine dreigliedrige Unternehmensverfassung bildete, bestehend aus Generalversammlung, Verwaltungsrat und Direktorium.⁷⁰

Hinsichtlich der Vergütung der Leitungsorgane enthielt der *Code de commerce* keine verbindliche Regelung. Art. 31 *Code de commerce*⁷¹ besagte nur, dass die Gesellschaft von Bevollmächtigten verwaltet wird, die entweder an der Gesellschaft beteiligt sind oder nicht; ob diese für ihre Bemühungen belohnt werden oder ihren Auftrag unentgeltlich ausführen, sei gleichgültig. Der *Code de commerce* brachte für die Vergütung der Leitungsorgane damit keine nennenswerte Neuerungen.

b) Die Entwicklung in Deutschland unter dem Einfluss des *Code de commerce*

Die erstmalige Kodifizierung im *Code de commerce* verschaffte dem französischen korporativen Typus der Aktiengesellschaft den Status eines anerkannten sowie rezeptionsfähigen Instituts des Privatrechts.⁷² Aus diesem Grund wurde der *Code de commerce* zum Ausgangspunkt zahlreicher Aktiengesetzgebungen in Europa.⁷³ Gültig war der *Code de commerce* ursprünglich nur in Frankreich, beanspruchte in der Folgezeit aber auch unmittelbare Geltung in den von Frankreich annektierten deutschen Gebieten, wie etwa in den seit 1801 zu Frankreich gehörenden linksrheinischen Regionen.⁷⁴ Nach Zusammenbruch der napoleonischen Herrschaft im Jahr 1815 erlangte der *Code de commerce* unmittelbare Geltung in den preußischen Rheinprovinzen, Rheinhessen, der bayerischen Rheinpfalz und Ba-

69 Deutsch, in: Aktienrecht im Wandel, S. 52.

70 Baums, Preußisches Aktiengesetz, S. 24 und 25.

71 Abgedruckt in Bösselmann, Deutsches Aktienwesen 19. Jh., S. 203.

72 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 30.

73 Bösselmann, Deutsches Aktienwesen 19. Jh., S. 63.

74 Deutsch, in: Aktienrecht im Wandel, S. 91.

den.⁷⁵ Naturgemäß war hier seine Bedeutung für die Entwicklung des Aktienwesens besonders groß. Aber auch in den anderen Gebieten hatte der *Code de commerce* großen Einfluss auf nachfolgende Kodifikationen.⁷⁶

Das Aufkommen der ersten Eisenbahngesellschaften führte im Jahr 1838 in Deutschland zum „Gesetz betreffend die Eisenbahnunternehmungen“, das noch kein Aktiengesetz darstellte, sondern vielmehr ein Regelwerk für Eisenbahngesellschaften war.⁷⁷ Es enthielt erstmals gesetzliche Bestimmungen zu großen Gesellschaften mit hohem Kapitalbedarf, weshalb es nicht gänzlich unbedeutend für das Aktienwesen war.⁷⁸ Eine Regelung zur Vergütung blieb allerdings auch in diesem Regelwerk ausgespart.

Im Jahr 1843 wurde mit dem „Preußische(n) Gesetz über die Aktiengesellschaften“ die erste deutsche Kodifikation zum Recht der Aktiengesellschaften erlassen.⁷⁹ Die bereits im *Code de commerce* angelegten Elemente einer auf Privatinitiative beruhenden, alle Wirtschaftsbereiche umfassenden und trotz hoheitlicher Aufsicht freien Gesellschaftsbildung fanden sich in diesem Gesetz wieder.⁸⁰ Das Preußische Aktiengesetz basierte also auf dem *Code de commerce* und legte die Konzessionspflicht für alle Aktiengesellschaften (§ 1) sowie die beschränkte Haftung der Aktionäre gesetzlich fest (§§ 15, 16).⁸¹ Gemäß § 8 Preußisches Aktiengesetz erlangte die Aktiengesellschaft mit ihrer Bestätigung die Eigenschaft einer juristischen Person.⁸² Die Ursache für die Rezeption französischen Rechts lag darin, dass der *Code de commerce* in Deutschland durch seine Geltung in verschiedenen Regionen bereits bekannt war und sich in der Praxis bewährt hatte und darüber hinaus von der deutschsprachigen Literatur erschlossen worden war.⁸³ Keine große Relevanz hatte das Preußische Aktiengesetz in Bezug auf die innere Verfassung der Gesellschaften; gesetzlich vorgesehen war nur eine zweigliedrige Unternehmensverfassung bestehend aus Vorstand („Vorsteher“) und Generalversammlung.⁸⁴ Darüber hinaus wurde die innere Organisation im 19. Jahrhundert fast vollständig

75 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 34.

76 von Hein, Rezeption US-GesR, S. 69.

77 Kießling, in: Aktienrecht im Wandel, S. 152.

78 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 44.

79 Zöllner, in: KK/AktG, Einl. Rn. 59.

80 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 39.

81 Bösselmann, Deutsches Aktienwesen 19. Jh., S. 70.

82 Abgedruckt in Baums, Preußisches Aktiengesetz, S. 213.

83 von Hein, Rezeption US-GesR, S. 72.

84 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 65.

dem Gesellschaftsvertrag überlassen, was zu vielgestaltigen Erscheinungsformen führte.⁸⁵

Bezüglich der Vergütung des Vorstands, dem gemäß § 19 Preußisches Aktiengesetz die Leitung der Geschäfte der Gesellschaft oblag, enthielt sich das damalige Gesetz einer Regelung. So wurde die deklaratorische Vorschrift des *Code de commerce*, dass die Unternehmensleitung vergütet werden kann, nicht rezipiert. Die mangelnde bzw. gar nicht stattfindende Kontrolle der Unternehmensleiter hatte zur Konsequenz, dass die Mitglieder des Leitungsorgans der Aktiengesellschaften die Möglichkeit hatten, Eigeninteressen entgegen dem Gesellschaftsinteresse durchzusetzen.⁸⁶ Folge dessen war, dass die Einflussnahme der Unternehmensleiter auf wichtige Entscheidungen eher autokratische als demokratische Elemente aufwies.⁸⁷ Naheliegend ist daher die Vermutung, dass bereits in dieser Zeit Vergütungsentscheidungen nicht ausschließlich im Gesellschaftsinteresse lagen, sondern auch dem Eigeninteresse der Vorstände dienten.

Das Preußische Aktiengesetz von 1843 hat die Entwicklung des deutschen Aktienwesens auch außerhalb Preußens bis zur Verabschiedung der ersten gesamtdeutschen Regelung im ADHGB im Jahr 1861 geprägt.⁸⁸ Es wurde allerdings bereits in den Jahren nach seinem Erlass teilweise grundlegend durch Verordnungen und Instruktionen modifiziert und die Konzeptionspraxis verschärft.⁸⁹ Ursächlich hierfür waren u.a. zunehmend verlustreiche Spekulationen breiter Bevölkerungskreise mit Eisenbahnaktien, die durch staatliche Garantiezusagen begünstigt wurden.⁹⁰ Aktienrechtsnovellen folgten auf wirtschaftliche Krisen.⁹¹

2. Rechtseinheitliche Gestaltung des deutschen Aktienrechts im ADHGB von 1861

Das Aktienrecht in der Zeit zwischen der Revolution 1848/49 und der Gründung des deutschen Reiches 1870/71 wird vom Allgemeinen Deut-

85 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 65.

86 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 67.

87 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 67.

88 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 58.

89 Kießling, in: Aktienrecht im Wandel, S. 231.

90 Kießling, in: Aktienrecht im Wandel, S. 231.

91 Hadding/Kießling, in: FS Hattenhauer, S. 188, 189.

schen Handelsgesetzbuch (ADHGB) aus dem Jahr 1861 dominiert.⁹² Mit dem ADHGB gelang bereits 10 Jahre vor der politischen Einigung durch die Reichsgründung erstmals eine gesetzliche Vereinheitlichung des Handelsrechts in Deutschland, das von den einzelnen deutschen Staaten alsdann durch eigene Gesetzgebung umzusetzen war.

a) Inhaltliche Regelungen des ADHGB 1861

Das ADHGB regelte für alle Aktiengesellschaften, die ein Handelsgewerbe betrieben, einheitlich die Rechtsverhältnisse der Aktionäre und die innere Organisation der Gesellschaft.⁹³ Das Gesetz normierte in Art. 208 noch die Fortdauer des Konzessionssystems, bestimmte in Art. 209 aber sogleich, dass der Landesgesetzgeber von dem Erfordernis der staatlichen Genehmigung absehen könne, wovon zahlreiche Länder Gebrauch machten.⁹⁴ Bahnbrechende Neuerung des ADHGB aus heutiger Sicht war die Einführung eines fakultativen Aufsichtsrats, der die Geschäftsführung der Aktiengesellschaft überwachen sollte (Art. 225 ADHGB 1861). Für die KGaA hingegen war die Einrichtung eines Aufsichtsrats obligatorisch (Art. 193 ADHGB 1861). Uneinig ist man sich bis heute, ob hierin eine bewusste Entscheidung für die dreigliedrige Unternehmensverfassung zu sehen war oder ob es sich um ein weniger durchdachtes Resultat von Kompromissen der Redaktionskommission handelte.⁹⁵

b) Bedeutung des ADHGB 1861 für die Vorstandsvergütung

Im ADHGB wurde erstmals eine gesetzliche Regelung über die Vorstandsvergütung aufgenommen. Nach Art. 227 ADHGB⁹⁶, der sich stark an die entsprechende Regelung des *Code de commerce*⁹⁷ anlehnte, bestand der Vorstand aus einem oder mehreren Mitgliedern, die „besoldet“ oder „unbesoldet“ sein konnten. Hierauf beschränkte sich die gesetzliche Regelung. Materielle Vorgaben für die Ausgestaltung und die Höhe der Vergü-

92 Pahlow, in: Aktienrecht im Wandel, S. 241.

93 Zöllner, in: KK/AktG, Einl. Rn. 61.

94 Habersack, in: MünchKomm/AktG, Einl. Rn. 15.

95 Siehe dazu nur Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 72 und 74.

96 Abgedruckt in ADHGB, Privatrechtliche Kodifikationen, 1973, S. 46.

97 Hierzu siehe oben S. 40.

tung fehlten. Der besondere Erfolg des Gesetzes lag daher in der einheitlichen bundesweiten Kodifikation und der erstmaligen gesetzlichen Regelung der Vorstandsvergütung.

3. Die erste Aktienrechtsnovelle 1870

Unter Einfluss des immer stärker um sich greifenden wirtschaftlichen Liberalismus in Deutschland beseitigte die Aktienrechtsnovelle von 1870 schließlich das Konzessionssystem und ersetzte es im gesamten Bundesgebiet durch das noch heute geltende System der Normativbedingungen mit Registerzwang.⁹⁸ Dieses System überließ die Entscheidung über die Anerkennung einer Gesellschaft nicht mehr dem freien Ermessen des Staates, sondern legte die Gründungsvoraussetzungen normativ fest.⁹⁹ Folglich hatte der Staat nur noch die Einhaltung der Voraussetzungen zu prüfen und bei deren Vorliegen den zur Entstehung der Gesellschaft notwendigen staatlichen Akt der Registereintragung vorzunehmen.¹⁰⁰ Hiermit passte der Gesetzgeber das deutsche Aktienrecht an die, bereits oben dargestellten, ausländischen Entwicklungen an und rezipierte Elemente des englischen und französischen Rechts.¹⁰¹ Als Ausgleich für den staatlichen Kontrollverlust, führte die Aktienrechtsnovelle von 1870 als wichtigste Normativbestimmung das Erfordernis einer weitgehenden Publizität ein.¹⁰² Nach Art. 239 Abs. 1 ADHGB musste fortan in den ersten sechs Monaten jeden Geschäftsjahres eine Bilanz des vergangenen Geschäftsjahres vorgelegt und veröffentlicht werden, um den Verkehrsschutz aufrecht zu erhalten, für den früher die staatliche Konzessionsprüfung sorgte.¹⁰³ Weitere Kompensation für den staatlichen Kontrollverlust war die Einführung eines obligatorischen Aufsichtsrates für die Aktiengesellschaft, der die Interessen der Aktionäre gegenüber dem Vorstand vertrat (Art. 209 Ziffer 6 ADHGB).¹⁰⁴ Ebenso änderte die Aktienrechtsnovelle

98 *Hadding/Kießling*, in: FS Hattenhauer, S. 189.

99 *Zöllner*, in: KK/AktG, Einl. Rn. 62.

100 *Zöllner*, in: KK/AktG, Einl. Rn. 62.

101 *von Hein*, Rezeption US-GesR, S. 82.

102 *Dippel*, DRiZ 1965, 315, 317.

103 *Döllerer*, BB 1958, 1281, 1281; *Dippel*, DRiZ 1965, 315, 317.

104 *Schubert*, ZGR 1981, 285, 306.

von 1870 die Funktion und die Aufgaben der Generalversammlung, deren Bedeutung für die innere Verfassung der AG folglich zunahm.¹⁰⁵

Trotz zahlreicher Neuregelungen, durch welche nicht zuletzt das Anlegerpublikum und die Gesellschaftsgläubiger gegen Schwindel und Unsolidarität geschützt werden sollten, wurde die Aktienrechtsnovelle von 1870 als zu milde kritisiert.¹⁰⁶ So blieb Art. 227 ADHGB, der Regelungen über die Zusammensetzung und die Vergütung des Vorstands enthielt, in seinem Wortlaut unverändert.¹⁰⁷ Folglich war die Aktienrechtsnovelle von 1870 für die Vorstandsvergütung bedeutungslos. Dies wird besonders deutlich durch den Umstand, dass trotz der weitgehenden Rezeption ausländischen Rechts, die im französischen Recht vorgesehene Möglichkeit, einen stärkeren Gleichlauf der Interessen von Direktoren und Aktionären zu erreichen, indem die Direktoren Aktien der Gesellschaften erwerben mussten, nicht in das deutsche Aktienrecht übernommen wurde.¹⁰⁸ Eine Unternehmensleiterkontrolle, wie sie nach heutigen Grundsätzen guter Corporate Governance verstanden wird, existierte damals noch nicht.

Insgesamt konnten die mit der Novelle verfolgten Ziele in den Folgejahren nicht erreicht werden. Die Aktionäre räumten teils aus Unlust, teils aus Unvermögen dem Interesse an Dividendenausschüttungen gegenüber ihrem Interesse an der Entwicklung der Gesellschaft Vorrang ein und nahmen überdies die ihnen durch das überarbeitete ADHGB an die Hand gegebenen Kontrollaufgaben nicht wahr.¹⁰⁹ Der Verzicht auf die Ausübung von Kontrollrechten verstärkte die bestehende Gewinnsucht und führte zu zahlreichen Schwindelgründungen und Missbräuchen.¹¹⁰ Diese negativen Erfahrungen, die in nicht unerheblichem Maße auf das neue Aktienrecht, aber auch auf die allgemeine politische und wirtschaftliche Lage zurückzuführen waren, hatten zur Folge, dass schon bald die Forderung nach einer erneuten Reform aufkam.¹¹¹

105 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 80.

106 Zöllner, in: KK/AktG, Einl. Rn. 63.

107 Abgedruckt in *Schubert/Hommelhoff*, Aktienrecht, S. 121.

108 von Hein, Rezeption US-GesR, S. 84.

109 Dippel, DRiZ 1965, 315, 317.

110 Zöllner, in: KK/AktG, Einl. Rn. 63.

111 Assmann, in: Großkomm/AktG, Einl. Rn. 83-85.

4. Die zweite Aktienrechtsnovelle 1884

Die schlechten Erfahrungen, die mit dem im Jahr 1870 eingeführten Normativsystem in der Gründerkrise der 70er Jahre gemacht wurden, führten bereits im Jahr 1884 zu einer zweiten Aktienrechtsnovelle.¹¹² Hierdurch wurde das deutsche Aktienwesen in einer Zeit des wirtschaftlichen Aufschwungs, bedingt durch die mit dem siegreichen Deutsch-Französischen Krieg 1870/71 einhergehenden territorialen und monetären Gewinne, deutlich liberalisiert.¹¹³

Das „Gesetz betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 18. Juli 1884“ stand in der Kontinuität der Novelle von 1870 und baute dessen Grundsätze aus.¹¹⁴ Aus heutiger Sicht kann man sagen, dass im ADHGB von 1884 alle für die Gestalt des modernen Aktienrechts wesentlichen Regelungen mit Ausnahme des Konzernrechts zumindest im Ansatz enthalten waren.¹¹⁵

Mit Blick auf die Vergütung der Unternehmensleiter kann die Aktienrechtsnovelle von 1884 auch als Reaktion auf die in den 70er Jahren gängige Praxis von Gründern, Vorständen und Aufsichtsräten gesehen werden, bestehende Unternehmen umzuwandeln und dann zu überhöhten Preisen als Aktiengesellschaften an das breite Publikum zu verkaufen, um sich auf Kosten der Anleger zu bereichern.¹¹⁶ Die materiellen Vergütungsregelungen hingegen blieben unverändert. Die Vorschrift des Art. 227 ADHGB beschränkte sich weiterhin auf die Regelung, dass Vorstandsmitglieder besoldet oder unbesoldet sein konnten.¹¹⁷ Allerdings stellte Art. 227 ADHGB 1884 wegen der zeitlich vorausgehenden Gründung des Deutschen Reiches im Jahr 1871 die erste gesamtdeutsche Vorschrift über die Vorstandsvergütung dar.¹¹⁸

Aus der Begründung zum Entwurf der Aktienrechtsnovelle 1884 ergibt sich, dass die Aufnahme einer Vorschrift über Sicherheitsleistungen erwogen wurde.¹¹⁹ So wurde vorgeschlagen, die Gültigkeit der Wahl zum Mitglied des Vorstands einer Aktiengesellschaft davon abhängig zu machen,

112 Bösselmann, Deutsches Aktienwesen 19. Jh., S. 74.

113 Schubert/Hommelhoff, Aktienrecht, S. 56, 102.

114 Strauss, in: FS Schmidt, S. 9.

115 Zöllner, in: KK/AktG, Einl. Rn. 64.

116 Berger, Vorstandsvergütung, S. 31.

117 Abgedruckt in Schubert/Hommelhoff, Aktienrecht, S. 596.

118 Berger, Vorstandsvergütung, S. 32.

119 Abgedruckt bei Schubert/Hommelhoff, Aktienrecht, S. 503.