

Christina Kaiser

# Grundsätze angemessener Vorstandsbezüge

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	XV
Tabellenverzeichnis.....	XVII
Formelverzeichnis.....	XIX
Abkürzungsverzeichnis.....	XXI
Teil A: Einleitung .....	1
I. Problemstellung .....	1
II. Untersuchungsmethodik: Ökonomische Analyse des Rechts.....	2
1. Das Effizienzprinzip .....	3
2. Politisch gewollte Verteilungsgerechtigkeit.....	4
3. Die Positive ökonomische Analyse .....	4
4. Die Normative ökonomische Analyse .....	4
5. Zielvorgabe: Normative Analyse des § 87 AktG .....	5
6. Ziel der Arbeit.....	6
III. Aufbau der Arbeit .....	6
Teil B: (Rechts-) Ökonomische Grundlagen.....	9
I. Annahmen und Grundbegriffe .....	9
1. Der Markt .....	9
a. Vollkommene Märkte.....	9
b. Die Kosten der Marktnutzung nach Coase .....	11
(1) Begrenzte Rationalität, Informationsdefizite und -asymmetrien .....	11
(2) Opportunismus .....	12
(3) Risikoneutralität.....	12
c. Einteilung der Transaktionskosten nach Williamson.....	14
2. Funktion juristischer Verträge .....	15

3.	Marktversagen .....	16
a.	Negative externe Effekte.....	17
b.	Informationsdefizite und Informationsasymmetrien.....	17
(1)	Adverse selection .....	17
(2)	Moral hazard .....	18
(3)	Das Hold-Up-Problem .....	18
4.	Marktlösungen .....	18
a.	Reputationsmechanismen.....	18
b.	Interessenharmonisierung durch Anreizssysteme.....	19
5.	Rechtfertigung staatlicher Eingriffe in das Marktgeschehen .....	20
II.	Die Aktiengesellschaft: Opportunismus und Kontrollprobleme.....	21
1.	Die Aktiengesellschaft .....	21
a.	Funktion als Kapitalsammelbecken.....	21
b.	Das Aufsichtsratssystem.....	22
(1)	Dualistische Unternehmensverfassung.....	22
(2)	Unternehmerische Mitbestimmung .....	22
c.	Gefahren der Trennung von Eigentum und Kontrolle .....	23
d.	Die Prinzipal-Agenten-Theorie .....	24
2.	Die Rechtsbeziehungen der Vorstandsmitglieder zur Gesellschaft .....	25
a.	Die organschaftliche Bestellung.....	25
b.	Der Vorstandsdienstvertrag.....	26
3.	Interessenkonflikte zwischen den Anteilseignern und ihren Agenten .....	27
a.	Unterschiedliche Interessen am Anstrengungsniveau .....	27
b.	Unterschiedlicher Zeithorizont.....	27
c.	Unterschiedliche Risikoeinstellungen .....	27
d.	Unterschiedliche Partizipation an Erfolg und Misserfolg .....	28
4.	Die Auswahl neuer Vorstandsmitglieder.....	29
a.	Vorvertragliche Informationsasymmetrien .....	29
b.	Informationsvorteile von Vorstand und Aufsichtsrat.....	30
5.	Nachvertragliche Prinzipal-Agent Beziehungen .....	31
a.	Die Überwachungsfunktion des Aufsichtsrats.....	32
b.	Kontrollprobleme mangels Beobachtbarkeit .....	33
(1)	Hidden information .....	35
(2)	Hidden action.....	35
(3)	Free-Riding der Vorstandsmitglieder .....	36
c.	Zusammensetzung des Aufsichtsrats und Kontrolleffizienz .....	37
d.	Das Hold-up-Problem.....	38

III.	Motivation durch Zielsetzung und Leitmaximen .....	38
1.	Psychologische Grundlagen zur Verhaltenssteuerung.....	38
a.	Der Begriff des (Handlungs-) Motivs.....	38
b.	Anreize und Motivation.....	39
c.	Zielsetzungstheorie und Handlungsmaximen für Vorstände .....	39
2.	Leitmaxime: Steigerung des „Shareholder Value“ .....	40
a.	Die Aktiengesellschaft: Investitionsvehikel der Anteilseigner .....	40
b.	Aktionärsinteressen: Marktwertsteigerung und Dividenden.....	42
c.	Der Cash Flow als Indikator für Anteilseigner .....	43
(1)	Der traditionelle Cash-Flow des Gesamtunternehmens .....	43
(2)	Unterteilung des Cash-Flows in Funktionsbereiche .....	44
(3)	Der Free Cash-Flow.....	45
(4)	Die Discounted Cash-Flow-Methode (WACC-Ansatz) .....	45
3.	Leitmaxime: Steigerung des „Stakeholder Value“ .....	47
4.	Zum Unternehmensinteresse als Leitmaxime.....	48
a.	Berücksichtigung der Gläubigerinteressen.....	49
(1)	Das Problem Risk-Shifting .....	49
(2)	Auswirkungen des Risk-Shiftings im Finanzsektor .....	51
(3)	Gläubigerschutz als Aufgabe der Insolvenzordnung .....	52
(4)	Berücksichtigung des Bestandserhaltungsinteresses .....	53
5.	Unternehmenswertsteigerung durch Investitionsentscheidungen.....	54
a.	Der Nettobarwert als Entscheidungskriterium.....	55
(1)	Risiko und die Opportunitätskosten des Kapitals .....	55
(2)	Berechnung des Nettobarwertes mit Hilfe des Cash-Flows .....	56
b.	Effektivstes Handlungsziel: Unternehmenswertsteigerung .....	56
	 Teil C: Negative und positive Anreizsetzung .....	59
I.	Negative Anreizsetzung durch Gesetze .....	59
1.	Anreizrahmen des Vorstands .....	59
a.	Abberufung eines Vorstandsmitgliedes .....	59
b.	Kündigung des Vorstandsanstellungsvertrages.....	60
c.	Haftung des Vorstands gemäß § 93 Abs. 2 AktG.....	62
d.	Anreizwirkung: Haftung für Kollegialentscheidungen.....	63
e.	Haftung für Ressortentscheidungen.....	64
f.	Directors & Officers (D&O) -Versicherungen .....	65
2.	Anreizrahmen des Aufsichtsrats: Haftung gemäß § 116 S. 3 AktG.....	65

3.	Sanktionierung durch Strafrecht: Untreue gemäß § 266 Abs. 1 StGB .....	66
a.	Untreue des Aufsichtsrats.....	66
b.	Fälle aus der Praxis .....	66
II.	Positive Anreizsetzung durch Vergütung.....	68
1.	Anreize durch Fixvergütung.....	68
a.	Die Arbeitsaufnahme als ökonomische Entscheidung.....	68
b.	Fixvergütung, Jobdesign und Kontrollierbarkeit der Leistung .....	70
c.	Leistungsanreiz durch variable Vergütung .....	71
(1)	Persönliche Leistungsziele .....	74
(2)	Unternehmensbezogene Leistungsziele .....	75
(3)	Messung des Unternehmenserfolges .....	75
(4)	Free Riding im Vorstandsgremium .....	75
(5)	Windfall Profits, Benchmarking und operative Indices.....	76
(6)	Konzern- und Bereichsorientierte Vergütung .....	76
(7)	Zeithorizont der Anreizsetzung.....	77
(8)	Kosten variabler Vergütung .....	77
d.	Einkommensunsicherheit und Risikoprämie.....	77
e.	Nachteile vollvariabler Vergütung .....	78
f.	Erhöhte Risikobereitschaft durch variable Vergütung.....	79
2.	Anreizsetzung durch Mitarbeiterbeteiligung.....	79
	 Teil D: Praktische Gestaltung von Vergütungssystemen .....	81
I.	Eigenkapitalorientierte Vergütung.....	81
1.	Mitarbeiterbeteiligungspläne (Restricted Shares, share matching plans).....	81
a.	Voraussetzungen der Vergütung in Aktien.....	81
b.	Restricted stocks .....	81
c.	Performance Shares .....	82
2.	Aktienoptionspläne als langfristiges Vergütungselement.....	83
a.	Die Aktienoption.....	83
b.	Voraussetzung: Kapitalerhöhung zur Bezugsrechtsgewährung.....	83
c.	Rechtlicher Rahmen von Aktienoptionsprogrammen.....	84
d.	Gewährungs- und Ausübungsmöglichkeiten.....	85
(1)	Zuteilung der Aktienoptionen.....	85
(2)	Leistungsbedingung bzw. die Performance-Ziele .....	85
(3)	Ausübung der Optionen .....	85

3.	Phantom stocks und stock appreciation rights .....	86
a.	Phantom stocks .....	86
b.	Stock appreciation rights.....	86
II.	Ausgestaltung kennzahlenbasierter Vergütungssysteme .....	87
1.	Festlegung der Mindestzielerreichung .....	89
2.	Bonusdeckelung (Vergütungs-Cap) .....	89
3.	Bemessungszeiträume .....	89
4.	Verlustbeteiligung, Claw-Back-Klauseln und Bonusbanken .....	89
a.	Bonusbanken .....	90
b.	Claw-Back-Klauseln .....	90
III.	Zielgrößen oder: Bemessungsgrundlage von Tantiemen .....	91
1.	Traditionelle Steuerungskennzahlen: Daten aus der GuV .....	92
a.	Der Umsatz(erlös).....	92
b.	Das Umsatzwachstum.....	93
c.	Der Gewinn (Bereinigter Jahresüberschuss).....	93
(1)	Earnings before taxes (EBT).....	93
(2)	Earnings before interest and taxes (EBIT) .....	94
(3)	EBIT before depreciation and amortization (EBITDA) .....	94
d.	Die Umsatzrentabilität (engl.: Return on Sales, ROS).....	94
e.	EBIT-Marge.....	95
2.	Kapitalrentabilitäten als traditionelle Kennzahlen .....	95
a.	Die Eigenkapitalrentabilität (EKR, engl.: Return on Equity) .....	95
b.	Die Gesamtkapitalrentabilität (GKR, engl.: Return on Assets) .....	96
(1)	Der Return on Investment (ROI) .....	96
(2)	Return on Capital Employed (ROCE) .....	97
3.	Traditionelle anlegerorientierte Kennzahlen.....	97
a.	Unternehmensgewinn pro Aktie, Earnings per Shares (EPS) .....	97
b.	Die Aktienrendite, Total Shareholder Return, (TSR) .....	98
c.	Die Dividende .....	98
4.	Wertorientierte Steuerungskonzepte.....	99
a.	Free Cash Flow .....	99
b.	Die Cash-Conversion Rate (CCR).....	100
c.	Der Cash Value Added (CVA).....	100
d.	Economic Value Added (EVA) .....	101
5.	Weitere quantitative Ziele.....	102
6.	Qualitative Ziele .....	103
IV.	Unangemessene Vergütungszahlungen am Ende des Vertrags.....	103
1.	Auslaufen der Organstellung und vorzeitige Abberufung.....	103
2.	Analyse von Halte- bzw. Bleibeprämien (engl.: retention boni) .....	103

3.	Ablösende Abfindungen .....	105
4.	Zulässigkeit von Anerkennungsprämien (Appreciation Awards) .....	105
Teil E: Untersuchung der Vorstandsvergütungsentwicklung.....		109
I.	Entwicklung der Vorstandsvergütung von 1976–2007 .....	109
1.	Gesamtentwicklung .....	109
2.	Entwicklung Ende der 90iger Jahre .....	110
a.	Aktienoptionsprogramme 1996–1998 .....	111
(1)	Erwerb eigener Aktien .....	111
(2)	Bezugsrechte auf neue Aktien .....	112
b.	Aktienoptionsprogramme nach dem KonTraG (ab 1998) .....	113
c.	Neuere Entwicklungen ab 2001 .....	114
d.	Problem der falschen Anreize durch Repricing.....	115
II.	Aktuelle Daten zur Vorstandsvergütung im DAX (2002 bis 2012) .....	116
1.	Die Vorstandsvergütungsstudie des DSW und der TU München .....	116
2.	Limitationen der Studie .....	117
3.	Durchschnittsvergütung eines DAX-Vorstandsmitglied.....	117
4.	Vergleich: DAX Vorstandsvergütung/Arbeitnehmereinkommen .....	118
5.	Zusammensetzung der Gesamtvergütung.....	119
6.	Auffälligkeiten und Entwicklungen einzelner Geschäftsjahre .....	120
a.	Geschäftsjahr 2001 .....	120
b.	Geschäftsjahr 2002 .....	121
c.	Geschäftsjahr 2003 .....	121
d.	Geschäftsjahr 2004 .....	121
e.	Geschäftsjahr 2005 .....	122
f.	Geschäftsjahr 2006 .....	122
g.	Geschäftsjahr 2007 .....	122
h.	Geschäftsjahr 2008 .....	123
i.	Geschäftsjahr 2009 .....	124
j.	Geschäftsjahr 2010 .....	125
k.	Geschäftsjahr 2011 .....	127
l.	Geschäftsjahr 2012 .....	127
III.	Analyse der Entwicklungen .....	128
1.	Theorie der Anreizvergütung und die Superstarhypothese .....	128
2.	Marktversagen durch Vorstandsvergütung .....	131
a.	„Moral hazard“ der Unternehmensführung .....	131
b.	Die „Ausplünderungshypothese“: Fehlanreize durch Verträge .....	132
c.	Negative externe Effekte durch Fehlanreizsetzung .....	132
d.	Fehlanreize als Mitverursacher der Bankenkrise 2007 .....	134

Teil F: Zivilrechtlicher Rahmen der Vorstandsvergütung .....	137
I. Vertragliche Grenzen bei der Vergütungsverhandlung .....	137
1. Nichtigkeitsgründe bei Vergütungsvereinbarungen.....	137
a. Nichtigkeit gem. § 134 BGB i.V.m. § 87 AktG.....	137
b. Nichtigkeit der Vergütungsabrede, § 138 Abs. 1 und 2 BGB.....	138
(1) Wucher .....	138
(2) Kollusion .....	139
(3) Evidenter Missbrauch der Vertretungsmacht.....	140
2. Vergütungsverhandlung und Pflichtverstöße der Vorstandsmitglieder .....	141
a. Treuepflichtverstoß amtierender Vorstandsmitglieder .....	141
b. Unangemessene Vergütungszusage bei Erstanstellung .....	142
c. Sonderfall: Einwirkung des Vorstands auf den Aufsichtsrat .....	142
II. Die Haftung des Aufsichtsrates gem. § 116 i.V.m. § 87 AktG .....	143
1. Vergütungsfestsetzung als Aufsichtsratspflicht § 87 Abs. 1 AktG.....	143
2. Herabsetzung der Vergütung als Aufsichtsratsflicht: § 87 Abs. 2 AktG .....	144
3. Haftungsgrundlagen § 116 S. 1 und 3 i.V.m. § 93 AktG.....	144
4. Anwendbarkeit der Business Judgement Rule .....	145
a. Vergütungsentscheidung als unternehmerische Entscheidung .....	146
b. Vergütungsentscheidung als Rechtspflicht .....	146
c. Eigene Überlegungen .....	147
III. Historische und rechtspolitische Analyse des § 87 Abs. 1 S. 1 AktG.....	147
1. Historische Entwicklung des heutigen § 87 AktG .....	147
a. Die Notverordnungen der 1930er Jahre.....	148
b. Einwand des Rechtsmissbrauchs gegen Vergütungsansprüche.....	149
c. §§ 77 und 78 AktG von 1937 .....	149
d. §§ 86 und 87 AktG von 1965 .....	152
e. Einfluss des Deutschen Corporate Governance Kodexes 2000.....	154
f. 2009: Reformierung des § 87 AktG durch das VorstAG .....	157
2. Zur Rechtfertigung der Vergütungsregulierung .....	159
a. Die sozialpolitische „Neiddebatte“ .....	159
b. Ökonomischer Schutzzweck .....	159
c. Schutzzweck des § 87 AktG nach der juristischen Literatur .....	160
d. Eigene Stellungnahme.....	160
e. Fazit.....	161
3. Art und Weise effektiver Vergütungsregulierung .....	161
a. Absolute Vergütungsobergrenzen.....	161
b. Relative Vergütungsgrenzen des § 87 Abs. 1AktG .....	162
c. Relative Vergütungsgrenzen im Allgemeinen .....	162

d.	Schutz vor Fehlanreizung durch variable Vergütung .....	163
e.	Notwendigkeit der Regulierung außerhalb der Finanzinstitute .....	164
IV.	Die Voraussetzungen des § 87 Abs. 1 AktG .....	164
1.	Die Gesamtbezüge der Vorstandsvergütung und ihre Bestandteile .....	164
a.	Gehalt = Fixvergütung.....	165
b.	Bonus/variable Vergütung .....	166
c.	Prämie .....	166
d.	Tantiemen .....	167
e.	Ermessenstantiemen.....	168
f.	Provision .....	169
g.	Gratifikation .....	169
h.	Begrüßungsgeld (Antrittsprämie) und Halteprämie (Retention-Bonus) .....	169
i.	Ruhegehalt und Hinterbliebenenbezüge .....	170
2.	Festsetzung der Gesamtbezüge .....	170
3.	Die Angemessenheitskriterien des § 87 Abs. 1 AktG.....	170
a.	Orientierung an den Aufgaben des Vorstandsmitgliedes .....	171
b.	Orientierung an der Leistung der Vorstandsmitglieder.....	172
c.	Orientierung an der Lage der Gesellschaft.....	174
d.	Die Grenze der Üblichkeit der Vergütung.....	174
(1)	Horizontaler Vergütungsvergleich .....	174
(2)	Vertikaler Vergütungsvergleich .....	174
(3)	Rechtfertigungsgründe für eine Abweichung .....	175
(4)	Fazit.....	175
e.	Die Grenze zur unangemessenen Vergütung .....	175
f.	Fallbeispiele für möglicherweise unangemessene Vergütung .....	177
g.	Anforderungen an börsennotierte AGs .....	178
(1)	Ausrichtung auf nachhaltige Unternehmensentwicklung.....	178
(2)	Mehrjährige Bemessungsgrundlagen .....	182
(3)	Begrenzung für außerordentliche Entwicklungen .....	182
V.	Die Herabsetzung der Vorstandsbezüge gem. § 87 Abs. 2 AktG .....	183
1.	Grundlagen und einzelne Tatbestandsmerkmale:.....	183
2.	Verschlechterung der Lage der Gesellschaft.....	184
3.	Unbilligkeit der Weitergewährung .....	186
4.	Nachträgliche Änderung ergebnisabhängiger Tantieme (Rsp.) .....	186
VI.	Effizienz des § 87 AktG .....	187
1.	Ökonomische Ziele des § 87 AktG .....	187
2.	Tatsächliche Wirkung des § 87 AktG .....	187

Teil G: Grenzen der Vorstandsvergütung durch das Aufsichtsrecht.....	189
I. Rechtspolitische Erwägungen zum KWG .....	189
II. Rechtspolitische Erwägungen für den Finanzdienstleistungssektor.....	189
1. Historischer Hintergrund .....	190
2. Vergütung in der Krise .....	191
III. Steuerung durch Vergütung als Teil des Risikomanagements .....	192
IV. Anforderungen nach der Institutsvergütungsverordnung .....	193
1. Aufsichtsrechtliche Eingriffsmöglichkeit der BAFin.....	194
2. Einzelanforderungen der Institutsvergütungsverordnung.....	194
3. Verhältnis der §§ 3 InstitutVergV zu § 87 AktG .....	195
V. § 5 Abs. 2 Nr. 3 und Nr. 4 FMStFV .....	196
VI. Fazit.....	197
 Teil H: Weitere Ansatzpunkte der Vergütungsregulierung .....	199
I. Entflechtung der Beziehungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat ....	199
1. § 100 Abs. 2 S. 1 Nr. 1–3 AktG.....	199
2. Karenzzeit gemäß § 100 Abs. 2 S. 1 Nr. 4 AktG .....	199
3. Senkung der Agency Kosten durch Strukturmaßnahmen .....	200
4. „Say on Pay“ gemäß § 120 IV AktG als präventives Element .....	201
II. Kontrolle der Anteilseigner durch Publizitätsvorschriften.....	202
1. Transparenz durch Offenlegung der Vergütungshöhen und -systeme .....	202
2. §§ 285 Nr. 9 und § 314 Nr. 6 HGB .....	203
a. Begriff der Gesamtbezüge i.S.d. § 285 Nr. 9 lit.a S. 1 HGB .....	204
b. Bemessung des Zeitwertes von Bezugsrechten.....	205
(1) §§ 314 Abs. 1 Nr. 6a, 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB nach DSR 17 .....	205
(2) Zeitpunkt der Gewährung nicht aktienkursbasierter Bezüge.....	205
(3) Zeitpunkt der Gewährung von aktienbasierter Vergütung .....	206
c. Annahmegrößen zur Bewertung von Pensionsplänen .....	206
3. Mögliche negative Wirkung von Offenlegung und Transparenz .....	206
 Teil I: Sonderstellung der Finanzinstitute .....	207
I. FSB Standards für Vergütungssysteme und CRD III-Richtlinie.....	207
II. Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung und MaRisk .....	208
III. CEBS Leitlinien und Feedbackpapier und Europäische Vorgaben .....	209
IV. Die Institutsvergütungsverordnung .....	211

Teil J: Gesamtfazit.....	213
I. Gestaltung der Vorstandsvergütung.....	213
II. Vorstandsvergütung und die Prinzipal-Agenten-Theorie .....	213
III. Interessen der Anteilseigner als Leitmaxime des Vorstandes.....	214
IV. Kündigung, Abberufung und Haftung als Anreizinstrument.....	214
V. Gesetzliche Regulierung der Vorstandsvergütung .....	215
VI Funktion des § 87 AktG i.Vm. § 116 AktG .....	216
VII. § 87 Abs. 1 S. 1 AktG.....	216
VIII. § 87 Abs. 1 S. 2 und 3 AktG.....	217
IX. § 87 Abs. 2 AktG.....	218
X. Absolute und relative Vergütungsgrenzen.....	219
XI. Entwicklung der Vorstandsvergütung.....	219
XII. Grundsätze der Bemessung der Vorstandsvergütung .....	220
Anhang: Zusammenfassung der Ergebnisse .....	223
Appendix: Summary of Results.....	233
Literaturverzeichnis.....	241
Urteile.....	253