

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 Effizienzprinzip3

2. Politisch gewollteVerteilungsgerechtigkeit4

3. Die Positive ökonomische Analyse.....4

4. Die Normative ökonomische Analyse4

5. Zielvorgabe: Normative Analyse des § 87 AktG5

6. Ziel der Arbeit.....6

III. Aufbau der Arbeit 6

Teil B: (Rechts-) Ökonomische Grundlagen.....9

I. Annahmen und Grundbegriffe..... 9

1. Der Markt9

a. Vollkommene Märkte.....9

b. Die Kosten der Marktnutzung nach Coase 11

(1) Begrenzte Rationalität, Informationsdefizite und -asymetrien 11

(2) Opportunismus12

(3) Risikoneutralität.....12

c. Einteilung der Transaktionskosten nach Williamson.....14

2. Funktion juristischer Verträge15

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 Anreizsysteme.....	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 Vorstandsstellungsvertrages.....	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 Ausübungsmodalitäten	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. Bleibepremien (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.	Aktionsoptionsprogramme 1996–1998	111
(1)	Erwerb eigener Aktien	111
(2)	Bezugsrechte auf neue Aktien	112
b.	Aktionsoptionsprogramme 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 Aufsichtsratspflicht: § 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. 1 AktG	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 InstitutsVergV 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