

Vorwort	VII
Inhalt	XI
§ 1 Einleitung	1
I. Einführung	1
II. Ziel und Gang der Untersuchung	5
§ 2 Entwicklung eines Say on Pay auf Unionsebene	9
I. Einfluss des EU-Rechts auf das Gesellschaftsrecht	9
II. Erste europäische Reformbestrebungen im Bereich der Direktoren- vergütung	11
III. Konkretisierung einer europäischen Regelung nach der Finanzkrise	15
IV. Zwischenfazit: Europäische Regelungstendenz zum »hard law« seit der Finanzkrise	20
V. Kommissionsvorschlag zur Änderung der Aktionärsrechterichtlinie (KOM 2014/213)	21
VI. Say-on-Pay-Regime nach der verabschiedeten ARRL II (2017)	23
VII. Fazit	33
§ 3 Das deutsche Say-on-Pay-Regime	35
I. Einleitung	35
II. Materiell-rechtlicher Rahmen der Vorstandsvergütung	36
III. Der bisherige Regelungsansatz und seine Problemfelder	40
IV. Die Umsetzung der ARRL II durch das ARUG II	65
V. Fazit/Problemfelder	94
§ 4 Rechtsökonomische Rechtfertigung der Vergütungsregulierung durch Say on Pay	99
I. Ökonomische Bedeutung der Vorstandsvergütung	99
II. Bedürfnis nach gesetzgeberischer Regulierung und Bedeutung des Say on Pay	118
III. Das Say on Pay und seine Gestaltung im Spektrum vergütungsbezogener Regelungsansätze	123
IV. Fazit	129
§ 5 Modifizierung der rechtsökonomischen Grundsätze im (deutschen) Aktienrecht?	131
I. Übertragbarkeit des Agenturmodells auf die deutsche Aktiengesellschaft . . .	132
II. Aktualität einer (reinen) anteilseignerbezogenen Ausrichtung der Aktiengesellschaft	146

Inhaltsübersicht

III.	Aktualität der Trennung von Eigentum und Herrschaft in der Aktiengesellschaft	179
IV.	Fazit	225
§ 6	Bewertung des Say on Pay nach dem ARUG II und möglicher Anpassungsbedarf	229
I.	Bewertung der Neuregelung im Lichte des ermittelten Bewertungsmaßstabs . . .	229
II.	Fazit	268
	Abkürzungen	271
	Literatur	277
	Sachregister	321

Inhalt

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
§ 1 Einleitung	1
I. Einführung	1
II. Ziel und Gang der Untersuchung	5
§ 2 Entwicklung eines Say on Pay auf Unionsebene	9
I. Einfluss des EU-Rechts auf das Gesellschaftsrecht	9
II. Erste europäische Reformbestrebungen im Bereich der Direktorenvergütung	11
1. Abschlussbericht der High Level Group of Company Law Experts (2002) und Aktionsplan der Kommission zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance (2003)	11
2. Empfehlung der Kommission zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (2004)	13
III. Konkretisierung einer europäischen Regelung nach der Finanzkrise	15
1. Empfehlung der Kommission zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (2009)	15
2. Grünbuch: Europäischer Corporate Governance-Rahmen (2011)	19
3. Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance (2012)	20
IV. Zwischenfazit: Europäische Regelungstendenz zum »hard law« seit der Finanzkrise	20
V. Kommissionsvorschlag zur Änderung der Aktionärsrechterichtlinie (KOM 2014/213)	21
VI. Say-on-Pay-Regime nach der verabschiedeten ARRL II (2017)	23
1. Anwendungsbereich der Richtlinie	24
2. Vorschriften der ARRL II bezogen auf die Vorstandsvergütung	24
a. Überblick über die vergütungsrelevanten Vorschriften	25
b. Die Systematik und der Inhalt der vergütungsrelevanten Vorschriften	25
aa. Prospektiver Beschluss über die Vergütungspolitik (Art. 9a ARRL II)	26
1) Charakter und Inhalt der Vergütungspolitik	26
2) Beschluss der Aktionäre über die Vergütungspolitik	28

bb. Retrospektiver Beschluss über den Vergütungsbericht (Art. 9b ARRL II)	29
1) Charakter und Inhalt des Vergütungsberichts	30
2) Beschluss der Aktionäre über den Vergütungsbericht	32
3) Veröffentlichung und Prüfung des Vergütungsberichts	33
VII. Fazit	33
§ 3 Das deutsche Say-on-Pay-Regime	35
I. Einleitung	35
II. Materiell-rechtlicher Rahmen der Vorstandsvergütung	36
1. Rechtliche Verbindung zwischen Aktiengesellschaft und Vorstand durch Be- und Anstellung	36
2. Der Anstellungsvertrag als rechtliche Grundlage des Vergütungsanspruchs	37
a. Die Vergütungsvereinbarung als Teil des Anstellungsvertrags	38
b. Gesetzliche Vorgaben an Struktur und Höhe der Vorstandsvergütung	39
III. Der bisherige Regelungsansatz und seine Problemfelder	40
1. Beschluss über die Billigung des Vergütungssystems (§ 120 Abs. 4 AktG a.F.)	40
a. Das Vergütungssystem als Gegenstand des Beschlusses	41
b. Initiierung, Fassung, Rechtsfolgen und Wirkung des Vergütungsbeschlusses	42
c. Gescheiterte Reform durch das VorstKoG	43
aa. Rechtspolitischer Hintergrund des VorstKoG	44
bb. Geplante Neufassung des § 120 Abs. 4 AktG nach dem VorstKoG	45
1) Obligatorischer Beschluss	45
2) Bindender Beschluss bei bestehendem Anfechtungsausschluss	46
3) Vorgaben zum Inhalt des Vergütungssystems	46
cc. Scheitern des VorstKoG	46
dd. Problemfelder	46
1) Generell: Aktionäre als Kontrolleure und Vergütungskompetenz des Aufsichtsrats	47
2) Pflicht und Kompetenz zur Erstellung und Vorlage des Vergütungssystems	49
3) Inhalt und Detailgrad des Beschlussgegenstands »Vergütungssystem«	50
4) (Zeitliche) Bemessung des Beschlussturnus	51
5) Die »Rechtsfolgenfrage«	52
a) Reichweite einer Bindungswirkung	53
b) Rechtsfolgen bei Billigung des Vergütungssystems	55
c) Rechtsfolgen bei Missbilligung des Vergütungssystems	56
d) Anfechtungsausschluss	57
6) Fazit	57
2. Vergütungsberichterstattung nach dem HGB und DCGK	58
a. Ziel der Vorschriften	59
b. Gesetzliche Offenlegung nach dem HGB	59
aa. Grundsätzliche Offenlegungspflicht für alle Aktiengesellschaften	59

bb.	Sonderregelungen für börsennotierte Aktiengesellschaften	60
1)	Individualisierte Offenlegung der Einzelbezüge	60
2)	Darstellung der Grundzüge des Vergütungssystems	61
cc.	Prüfung der offengelegten Vergütung	62
c.	Offenlegung nach dem DCGK	63
d.	Problemfelder/Schwachstellen/Herausforderungen	64
IV.	<i>Die Umsetzung der ARRL II durch das ARUG II</i>	65
1.	Systematik der Vergütungsregelungen nach dem ARUG II	65
2.	Vergütungssystem	65
a.	Erster Akt: Aufsichtsratsbeschluss über das Vergütungssystem, § 87a Abs. 1 AktG	66
aa.	Pflicht zur Entwicklung und Festsetzung eines abstrakten Vergütungssystems	66
1)	Adressat des Gebotes: Aufsichtsrat	66
2)	Inhalt des Gebotes: Beschlussfassung über ein Vergütungs- system	67
a)	Vorstufe: Erarbeitung des Vergütungssystems	67
b)	Wesen des Vergütungssystems	67
c)	Überblick über den Inhalt des Vergütungssystems	69
aa)	Angabe der Vergütungsbestandteile und ihres relativen Anteils; Förderungsbeitrag der Vergütung (Nr. 2, 3)	70
bb)	Festlegung einer Maximalvergütung (Nr. 1)	71
cc)	Angaben bei variabler Vergütung (Nr. 4, 7)	72
dd)	Angaben zu Aufschub- und Rückförderungsmöglich- keiten von Vergütungsbestandteilen (Nr. 5, 6)	74
ee)	Angaben zu vergütungsbezogenen Rechtsgeschäften (Nr. 8)	76
ff)	Angaben zur Berücksichtigung der Vergütungs- und Beschäftigungsbedingungen der Arbeitnehmer (Nr. 9) . .	77
gg)	Angaben zu verfahrenstechnischen Aspekten (Nr. 10, 11)	77
bb.	Beschlussfassung des Aufsichtsrates	78
b.	Zweiter Akt: Votum der Hauptversammlung zum Vergütungssystem, § 120a Abs. 1 AktG	78
aa.	Beschlusscharakter des Votums	78
bb.	Gegenstand des Votums/Beschlusskompetenz	79
1)	Basisszenario: Entscheidung über die Billigung des Vergütungssystems	79
2)	Einziges Referenzszenario: Herabsetzung der Maximalvergütung durch die Hauptversammlung, § 87 Abs. 4 AktG	80
3)	Verfahren zur Beschlussfassung	82
c.	Dritter Akt: Festsetzung der Vergütung auf Grundlage eines Systems und Abweichungsmöglichkeit	83
aa.	Grundsatz der Selbstbindung des Aufsichtsrates	83
bb.	Ausnahme von der Selbstbindung; Abweichen vom Vergütungssystem	85
3.	Vergütungsbericht	86
a.	Erster Akt: Erstellung und Prüfung des Vergütungsberichts	86

aa. Adressat des Gebotes: Aufsichtsrat und Vorstand	87
bb. Inhalt des Gebotes zur Vergütungsberichterstattung	87
1) Vorstufe: Erstellung des Vergütungsberichts	87
2) Wesen des Vergütungsberichts	88
3) Überblick über den Inhalt des Vergütungsberichts	89
4) Beschlussfassung des Aufsichtsrates und des Vorstands	91
5) Prüfung/Kontrolle des Vergütungsberichts	92
b. Zweiter Akt: Votum der Hauptversammlung zum Vergütungsbericht, § 120a Abs. 4 AktG	92
aa. Beschlusscharakter des Votums	92
bb. Gegenstand des Votums/Beschlusskompetenz	93
c. Dritter Akt: Veröffentlichung des Vergütungsberichts und des Prüfvermerks	93
<i>V. Fazit/Problemfelder</i>	94
1. Aktionäre als Kontrolleure	95
2. Ausgestaltung des Say-on-Pay	96
3. Die »Rechtsfolgenfrage«	97
4. Fazit	97
§ 4 Rechtsökonomische Rechtfertigung der Vergütungsregulierung durch Say on Pay	99
<i>I. Ökonomische Bedeutung der Vorstandsvergütung</i>	99
1. Vorstandsvergütung als Teil der Corporate Governance	99
2. Der Agenturkonflikt in der Aktiengesellschaft und die Rolle der Vorstandsvergütung	102
a. Das Grundmodell der Prinzipal-Agent-Theorie	102
aa. Die Agenturbeziehung als Ursprung des Agenturkonflikts	103
1) Entstehen der Agenturbeziehung	103
2) Interessendivergenz, Interessen- bzw. Zielkonflikt und Risikotragung als Charakteristika der Agenturbeziehung	104
a) Interessendivergenz, Interessen- bzw. Zielkonflikt und Risikotragung	104
b) Informationsasymmetrien	106
aa) Verborgene Eigenschaften (hidden characteristics)	107
bb) Verborgene Information (hidden information)	107
cc) Verborgenes Handeln (hidden actions)	108
bb. Dimensionen des Agenturkonflikts	108
cc. Entstehen von Agenturkosten und das Bedürfnis nach einer Reduktion derselben	110
b. Die Übertragung des Modells auf die Aktiengesellschaft: Die Agenturbeziehung zwischen Anteilseignern und Management	111
aa. Historische Ursprünge einer Prinzipal-Agent-Betrachtungsweise	111
bb. Modelltheoretische Einordnung nach der (deskriptiven) Prinzipal- Agent-Theorie am Leitbild der amerikanischen Aktiengesellschaft	113
c. Reduzierung der Agenturkosten und die Rolle der Vergütung des Managements	116

II.	<i>Bedürfnis nach gesetzgeberischer Regulierung und Bedeutung des Say on Pay</i>	118
1.	optimal-contracting-Ansatz	118
2.	managerial-power-Ansatz	120
3.	Zwischenfazit	121
III.	<i>Das Say on Pay und seine Gestaltung im Spektrum vergütungsbezogener Regelungsansätze</i>	123
1.	Einordnung des Say on Pay in das Spektrum vergütungsbezogener Regelungsansätze zur Reduzierung des Prinzipal-Agent-Konflikts	123
2.	Gestaltungsoptionen des Say on Pay	125
a.	Gegenstand und Zeitpunkt der Abstimmung	125
b.	Durchführung des Votums: obligatorische oder fakultative Abstimmung, Initiativ- und Vorlagerecht	127
c.	Rechtliche Bindungswirkung: bindend oder empfehlend	128
IV.	Fazit	129
§ 5	Modifizierung der rechtsökonomischen Grundsätze im (deutschen) Aktienrecht?	131
I.	<i>Übertragbarkeit des Agenturmodells auf die deutsche Aktiengesellschaft</i>	132
1.	Struktureller Unterschied in der Unternehmensverfassung	132
2.	Das Agenturmodell in der dualistischen Unternehmensverfassung	134
3.	(Weitere) Agenturprobleme in der dualistischen Unternehmensverfassung	135
4.	Insbesondere: Agenturprobleme bei der Festsetzung der Vorstandsvergütung	138
5.	Say on Pay zur Verringerung der Agenturproblematik bei der Vorstandsvergütung in der dualistischen Aktiengesellschaft?	139
a.	Nachteile/Kritik an einer Beteiligung der Aktionäre	140
b.	Vorteile/Rechtfertigung einer Beteiligung der Aktionäre	141
aa.	Direkte Anknüpfung an das Aktionärsinteresse durch Beteiligung der Aktionäre	141
bb.	Handlungsfähigkeit und Kompetenz der Aktionäre	143
cc.	Missbrauch, Zweckentfremdung des Votums und Einflussnahme durch bestimmte Aktionärsgruppen	145
c.	Fazit	145
II.	<i>Aktualität einer (reinen) anteilseignerbezogenen Ausrichtung der Aktiengesellschaft</i>	146
1.	Prinzipal-Agent-Modell und das »Formalziel« der Aktiengesellschaft	146
2.	(Ökonomische) Grundsatzfrage: Ausrichtung des Handelns der Unternehmensleitung an shareholder- oder stakeholder value?	148
a.	Shareholder Value	148
aa.	Begriff und Konzept des <i>shareholder value</i>	148
bb.	Kritik an einer interessenmonistischen Ausrichtung am <i>shareholder value</i>	149
b.	Stakeholder Value	151
aa.	Begriff und Konzept des <i>stakeholder value</i>	151
bb.	Kritik an einer interessenpluralistischen Zielsetzung	152

c.	Aufwertung der Diskussion vor dem Hintergrund steigender Bedeutung von CSR	154
aa.	Begriff(-svielfalt), Entwicklung und Bedeutungszuwachs von CSR	155
bb.	Zusammenhang mit dem Stakeholder-Value-Konzept	158
d.	Nur vermeintliche Entscheidungsrelevanz (auch für die Vorstandsvergütung)?	159
3.	(Rechtliches) »Formalziel« der deutschen Aktiengesellschaft im Kontext von Shareholder und Stakeholder Value	161
a.	Bisherige Anhaltspunkte	162
aa.	(Keine) Fortgeltung der Gemeinwohlklausel des § 70 AktG 1937?	162
bb.	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)	164
cc.	»Nachhaltigkeit« i.S.d. § 87 Abs. 1 S. 2 AktG a.F.	166
dd.	Gesetzliche Mitbestimmung der Arbeitnehmer	166
b.	Entscheidung zugunsten des stakeholder-value-Konzepts durch die Vorgaben zur CSR-Berichterstattung und ARUG II?	168
aa.	Handelsrechtliche CSR-Berichterstattung und Auswirkungen auf das Aktienrecht	169
1)	Überblick über die Regelungen	169
2)	Bedeutung für das aktienrechtliche Formalziel?	171
a)	These der Auswirkung auf das aktienrechtlichen Formalziel	171
b)	Argumente gegen eine Auswirkung auf das aktienrechtliche Formalziel	172
c)	Zwischenfazit	175
bb.	Entscheidung der Formalzielfrage durch § 87 Abs. 1 S. 2 AktG n.F.?	176
4.	Fazit	178
III.	<i>Aktualität der Trennung von Eigentum und Herrschaft in der Aktiengesellschaft</i>	179
1.	Bestandsaufnahme: »Zerfall« der (klassischen) Berle-Means-Struktur	179
2.	Struktur anhand der Gründe für den Aufstieg institutioneller Investoren	181
3.	Geänderte Ausgangsbedingungen für das Agenturmodell der Kapitalgesellschaft?	183
a.	Institutionelle Investoren als verantwortungsvoll-aktive Kontrolleure der Unternehmensführung (»stewards«)?	183
aa.	Begriff, Ursprung und Umsetzung des <i>stewardship</i> -Gedankens	184
1)	Argumente für <i>stewardship</i> -Aktivität aus Sicht der institutionellen Investoren	185
2)	Umsetzung des <i>stewardship</i> -Gedankens	187
bb.	Hindernisse bei der Wahrnehmung von <i>stewardship</i> -Verantwortung und Eignung des <i>stewardship</i> -Regelungsansatzes zur Überwindung derselben	189
1)	Hindernisse für die Wahrnehmung von <i>stewardship</i> -Verantwortlichkeit durch institutionelle Investoren	189
a)	Verlagerung statt Auflösung des Agenturkonflikts	189
b)	Popularität der passiven Anlagestrategie und Trittbrettfahrerproblem	190
c)	Fehlende Ressourcen und Anreize als Folge der Diversifizierung	191

2)	Eignung der kodexgestützten und -ähnlichen Transparenzansätze zur Überwindung der Hindernisse	193
3)	Marktförmiges <i>stewardship</i> ?	195
cc.	Zwischenfazit	197
b.	Institutionelle Investoren als Quasi-Oligopolisten (»common owner«)?	199
aa.	Schadenstheorie des <i>common ownership</i> und deren empirischer Nachweis	201
1)	Unilaterale Effekte	202
2)	Koordinierte Effekte	203
3)	Kritik an der Schlüssigkeit der Schadenstheorie	205
a)	Vereinfachung der Anreize der <i>common owner</i>	206
b)	Tatsächliche Berücksichtigung der Interessen der <i>common owner</i>	207
c)	Eignung des MHHI als Indikator für die Wettbewerbsrisiken	208
4)	Empirischer Nachweis?	210
a)	Erste Untersuchungen zu <i>common ownership</i>	210
b)	Unmittelbare Reaktionen, Folgeuntersuchungen und Zwischenergebnis	211
bb.	Gesellschaftsrechtlicher Einfluss der <i>common owner</i> zur Durchsetzung wettbewerbsschädlicher Strategien und Rolle der (Abstimmung über die) Vorstandsvergütung	212
1)	Mögliche Mechanismen zur Durchsetzung wettbewerbsmindernder Ziele	212
2)	Plausibilität der Einflussnahme über die Vorstandsvergütung	214
a)	(Theoretisch) denkbare Gestaltungsmöglichkeiten für wettbewerbsmindernde Vergütungsanreize	214
aa)	Anreiz über die Festvergütung	215
bb)	Ansatzpunkt variable Vergütung	215
cc)	(kein) empirischer Nachweis	217
b)	Rechtliche Gestaltungsgrenzen	218
c)	Einflusskanäle der <i>common owner</i> auf die Vorstandsvergütung	220
d)	Zweifel an einer Wirksamkeit einer vergütungsbezogenen Einflussnahme	222
cc.	Zwischenfazit	224
IV.	Fazit	225
§ 6	Bewertung des Say on Pay nach dem ARUG II und möglicher Anpassungsbedarf	229
I.	<i>Bewertung der Neuregelung im Lichte des ermittelten Bewertungsmaßstabs</i>	229
1.	Konzeptionelle Verbesserungen im Lichte der Prinzipal-Agent-Theorie verglichen mit der bisherigen Rechtslage	229
a.	Stärkung des Einflusses der Aktionäre auf das <i>Vergütungssystem</i>	230
aa.	Obligatorisches statt fakultatIVES Votum	230
bb.	Turnusmäßiges Votum	233
cc.	Bindungswirkung der Vorlage	234

b.	Erhöhung der Transparenz und Verbesserung der Entscheidungs- grundlage durch Konkretisierung der Inhalte des <i>Vergütungssystems</i>	234
c.	Zusätzliches Votum über den <i>Vergütungsbericht</i> und Wechselwirkungen mit dem Votum über das <i>Vergütungssystem</i>	236
aa.	Ursprung: <i>transplant</i> des britischen Rechts	237
bb.	Rechtfertigung unabhängig der gespaltenen Bindungswirkung	239
2.	Verbleibende Lücken?	241
a.	Anwendungsbereich des Say-on-Pay-Regimes; Vergütungskonflikt in nicht börsennotierten Gesellschaften	242
aa.	Sonderrecht der börsennotierten Aktiengesellschaft (auch) bei der Vorstandsvergütung?	243
bb.	Erstreckung der Say-on-Pay-Vorschriften auf nicht-börsennotierte (Aktien-)Gesellschaften?	245
cc.	Möglichkeit eines (partiellen) Opt-In?	247
b.	Darstellungsvorgaben für Vergütungssystem und -bericht?	248
aa.	Vorbild: britisches Modell?	249
1)	Darstellungsvorgaben im Vergütungsbericht	251
2)	Darstellungsvorgaben in der Vergütungspolitik	254
bb.	Übertragung des Ansatzes in das deutsche Recht	255
1)	Vergütungsbericht: Leitlinien der Europäischen Kommission . . .	256
2)	Vergütungssystem: Fehlendes Pendant	257
c.	Materielle Prüfungspflicht des Vergütungsbericht	259
3.	Das reformierte Say-on-Pay-Regime unter Berücksichtigung der neuen Entwicklungen zu stakeholder-Belangen sowie zum common ownership	260
a.	Berücksichtigung von <i>stakeholder</i> -Belangen	261
aa.	Berücksichtigung durch Transparenz	261
bb.	Zwischenfazit, Ausblick	262
b.	Berücksichtigung der <i>common-ownership</i> -Problematik	263
aa.	Ansatzpunkt: Generelle wettbewerbliche Bezüge der Vergütung	264
bb.	Ansatzpunkt: Relative Erfolgsmessung	265
cc.	Zwischenfazit	267
II.	<i>Fazit</i>	268
	Abkürzungen	271
	Literatur	277
	Sachregister	321