

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 206

**Rückforderung
bereits ausgezahlter Vorstandsvergütung**

**Zulässigkeit und Ausgestaltung von *Clawback*-Regelungen
in Vorstandsverträgen**

Von

Christian Alexander Ebel



Duncker & Humblot · Berlin

CHRISTIAN ALEXANDER EBEL

Rückforderung bereits gezahlter Vorstandsvergütung

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 206

Rückforderung bereits gezahlter Vorstandsvergütung

Zulässigkeit und Ausgestaltung von *Clawback*-Regelungen
in Vorstandsverträgen

Von

Christian Alexander Ebel



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit
im Jahre 2021 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2022 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: TextFormArt, Daniela Weiland, Göttingen
Druck: CPI books GmbH, Leck
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-18667-9 (Print)
ISBN 978-3-428-58667-7 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meiner Familie

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2021/22 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung wurden weitgehend bis Anfang Februar 2022 eingearbeitet. Das im April 2022 erschienene Werk von Frau Dr. Angelina Rosiak mit dem Titel „Clawback-Klauseln im System der Vorstandsvergütung“ konnte leider nicht mehr berücksichtigt werden.

An dieser Stelle möchte ich zunächst meinem Doktorvater und Betreuer Herrn Prof. Dr. Jan Lieder, LL. M. (Harvard), herzlich danken, der mir als Gesprächspartner stets engagiert und konstruktiv zur Seite stand, mir zugleich aber auch den notwendigen wissenschaftlichen Freiraum gelassen hat. Herrn Prof. Dr. Hanno Merkt, LL. M. (Univ. of Chicago), danke ich für die zeitnahe Erstellung des Zweitgutachtens sowie die Aufnahme in die Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (AGK)“. Bei den Mitherausgebern Herrn Prof. Dr. Gerald Spindler, Dipl.-Ökonom, sowie Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. Dr. h. c. Holger Fleischer, LL. M. (Univ. of Michigan), Dipl.-Kfm., möchte ich mich ebenfalls für die Aufnahme in diese Schriftenreihe bedanken.

Für mühevollles Korrekturlesen und konstruktive Kritik danke ich an erster Stelle meinem Vater und meiner Freundin. Großer Dank gebührt ferner Herrn Jonas Rehm, Herrn Dominik Nassall, Frau Dr. Kirsten Schlömer, Frau Dr. Frauke Bahnsen sowie Herrn Dr. David John.

Der Stiftung Familienunternehmen danke ich herzlich für die großzügige Unterstützung in Form eines Druckkostenzuschusses. *Clawbacks* stellen insbesondere auch für die zahlreichen börsennotierten Familienunternehmen ein Instrument zur Steuerung ihrer Vorstandsmitglieder im Sinne einer nachhaltigen und langfristigen Unternehmensentwicklung dar und so hoffe ich, dass die vorliegende Arbeit auch insoweit auf Interesse stößt. Darüber hinaus gilt meine Dankbarkeit der Wissenschaftlichen Gesellschaft in Freiburg im Breisgau für ihren generösen Druckkostenzuschuss.

Ganz besonders danken möchte ich schließlich meinen Eltern für die vorbehaltlose Unterstützung meines bisherigen Lebenswegs. Sie waren es, die mir mein Studium ermöglichten und mich während meiner gesamten Ausbildungszeit bedingungslos unterstützt, gefördert und ermutigt haben. Ihnen, meinen Geschwistern und meiner Freundin, die während der Entstehung dieser Arbeit immer an meiner Seite stand und der ich aus tiefstem Herzen dankbar bin, ist diese Arbeit gewidmet.

Hamburg, im Mai 2022

Christian Alexander Ebel

Inhaltsübersicht

A. Einleitung	27
B. Gang der Untersuchung	33
C. Historische Grundlagen der Vorstandsvergütung	34
I. Einleitung	34
II. Die Handelscompagnien des 17. und 18. Jahrhunderts	35
III. Die Entwicklung des Aktienrechts bis zur Aktienrechtsnovelle von 1870	39
IV. Die erste Aktienrechtsnovelle von 1870	44
V. Die zweite Aktienrechtsnovelle von 1884	46
VI. Das HGB von 1897	48
VII. Die Entwicklung des Aktienrechts in der Weimarer Republik	50
VIII. Die Notverordnung von 1931	51
IX. Das Aktiengesetz von 1937	53
X. Die Aktienrechtsreform von 1965	59
XI. Neuregelung der Offenlegung von Vorstandsbezügen durch das VorstOG	61
XII. Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)	64
XIII. Fortentwicklung durch das ARUG II	66
XIV. Zusammenfassung	67
D. Ökonomische Grundlagen der Vorstandsvergütung	70
I. Einleitung	70
II. Der Begriff der Corporate Governance	73
III. Die Prinzipal-Agent-Theorie	76
IV. Zusammenfassung	131
E. Rechtliche Grundlagen der Vorstandsvergütung	133
I. Einleitung	133
II. Der Anstellungsvertrag als rechtliche Grundlage des Vergütungsanspruchs	135

III.	Gesetzlich nicht geregelte Einflussfaktoren auf die Höhe der Vorstandsvergütung	163
IV.	Rechtliche Rahmenbedingungen, § 87 AktG	173
V.	Offenlegung der Vorstandsvergütung	260
VI.	Das Vergütungssystem börsennotierter Gesellschaften, § 87a AktG	263
VII.	Zusammenfassung	274
F.	Rückforderung bereits ausgezahlter Vergütungsbestandteile durch <i>Clawbacks</i> ..	280
I.	Einleitung	280
II.	Begriff	280
III.	Rechtstatsächlicher und rechtspolitischer Hintergrund von <i>Clawbacks</i>	293
IV.	Blick über den Tellerrand – <i>Clawbacks</i> in anderen Jurisdiktionen	343
V.	Zweckmäßigkeit von <i>Clawbacks</i> und Auswirkungen auf die Unternehmensperformance	354
VI.	Rechtliche Grenzen von <i>Clawbacks</i>	361
VII.	Praktische Umsetzung	420
VIII.	Ausblick	441
IX.	Zusammenfassung	463
G.	Zusammenfassung und Ergebnisse	465
Anhang	477
Literaturverzeichnis	519
Stichwortverzeichnis	571

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	27
B. Gang der Untersuchung	33
C. Historische Grundlagen der Vorstandsvergütung	34
I. Einleitung	34
II. Die Handelscompagnien des 17. und 18. Jahrhunderts	35
1. Die VOC als erster und wichtigster Vertreter der Handelscompagnien	35
2. Gemeinsamkeiten von VOC und Aktiengesellschaft	36
3. Vorstandsvergütung in der VOC	37
4. Der Niedergang der VOC	38
III. Die Entwicklung des Aktienrechts bis zur Aktienrechtsnovelle von 1870	39
1. Der französische <i>Code de Commerce</i>	40
2. Eisenbahngesetz und Preußisches Aktiengesetz von 1843	41
3. Das ADHGB von 1861	43
IV. Die erste Aktienrechtsnovelle von 1870	44
V. Die zweite Aktienrechtsnovelle von 1884	46
VI. Das HGB von 1897	48
VII. Die Entwicklung des Aktienrechts in der Weimarer Republik	50
VIII. Die Notverordnung von 1931	51
IX. Das Aktiengesetz von 1937	53
1. Die Vorstandsbezüge, § 78 AktG	55
2. Die Gewinnbeteiligung, § 77 AktG	58
X. Die Aktienrechtsreform von 1965	59
XI. Neuregelung der Offenlegung von Vorstandsbezügen durch das VorstOG	61
XII. Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)	64
XIII. Fortentwicklung durch das ARUG II	66
XIV. Zusammenfassung	67

D. Ökonomische Grundlagen der Vorstandsvergütung	70
I. Einleitung	70
II. Der Begriff der Corporate Governance	73
III. Die Prinzipal-Agent-Theorie	76
1. Die Prinzipal-Agent-Theorie als Teilbereich der Neuen Institutionen- ökonomik	76
2. Grundlagen	78
a) <i>Managerial Capitalism</i>	79
b) Grundlagen der Prinzipal-Agent-Beziehung	80
3. Die unterschiedlichen Strömungen innerhalb der Prinzipal-Agent-Theorie	83
4. Informationsasymmetrie und Interessenkonflikte als zentrale Probleme ...	84
a) Asymmetrische Informationsverteilung zwischen Prinzipal und Agent ...	85
b) Interessenkonflikte zwischen Prinzipal und Agent	88
5. Der Prinzipal-Agent-Konflikt im deutschen Aktienrecht	90
a) Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht als Wesensmerkmal der AG	90
b) Übertragbarkeit der Prinzipal-Agent-Theorie auf deutsche Aktiengesell- schaften	92
c) Vereinbarkeit der Prinzipal-Agent-Theorie mit dem deutschen Aktien- recht	95
d) Festlegung der Zielgröße des Vorstands im deutschen Aktienrecht	96
aa) Der Grundgedanke des <i>Stakeholder Value</i>	96
(1) <i>Stakeholder-Value</i> -Orientierung nach dem DCGK	98
(2) Interessenpluralistische Zielkonzeption wegen § 70 AktG 1937?	100
(3) Sozialpflichtigkeit des Eigentums (Art. 14 GG)	103
(4) Vorschriften über die unternehmerische Mitbestimmung	105
(5) Nachhaltigkeit und Langfristigkeit nach § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG	106
(6) Zwischenergebnis	107
bb) Der Grundgedanke des <i>Shareholder Value</i>	107
(1) Vorbehalte gegen eine <i>Shareholder-Value</i> -Orientierung	110
(2) Vorteile einer <i>Shareholder-Value</i> -Orientierung	112
cc) Fazit	115
6. Lösungsansätze des Prinzipal-Agent-Konflikts	118
a) Überwachung und Kontrolle	119
aa) Kontrolle durch den Markt für Unternehmenskontrolle	119
bb) Kontrolle durch den Personalmarkt für Manager	120
b) Unternehmensinterne Kontrollmechanismen	121

c) Anreizsysteme	123
aa) Funktionsweise von Anreizsystemen	124
bb) Anreizkompatible Vergütungssysteme in der Praxis	125
cc) Notwendigkeit disziplinierender Verhaltensanreize	127
dd) Disziplinierende Anreizwirkung durch <i>Clawbacks</i>	127
d) Zwischenergebnis	130
IV. Zusammenfassung	131
E. Rechtliche Grundlagen der Vorstandsvergütung	133
I. Einleitung	133
II. Der Anstellungsvertrag als rechtliche Grundlage des Vergütungsanspruchs ...	135
1. Rechtsnatur	135
2. Abschluss des Anstellungsvertrags durch den Aufsichtsrat	138
a) Zuständigkeit	138
aa) Maßstab und Grenzen der unternehmerischen Entscheidung des Aufsichtsrats	139
bb) Die Vergütungsfestsetzung als unternehmerische Entscheidung des Aufsichtsrats	141
cc) Angemessene Informationsgrundlage	145
dd) Einsatz von externen Vergütungsberatern	146
ee) Verfolgung des Gesellschaftswohls	147
ff) Freiheit von Interessenkonflikten	148
gg) Gutgläubigkeit	149
hh) Zwischenergebnis	150
b) Interessenbeziehungen zwischen Aufsichtsrat und Vorstand als Grund- problem?	151
aa) Das dualistische System in der deutschen Aktiengesellschaft, § 105 AktG	151
bb) Weitere Mindestvoraussetzungen für die Aufsichtsratsmitgliedschaft, § 100 AktG	152
cc) Anforderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK)	154
dd) Zwischenergebnis	155
3. Vergütungsvotum der Hauptversammlung (<i>Say on Pay</i>)	159
4. Satzungsregelungen über die Vorstandsvergütung	160
a) Stimmen für die Zulässigkeit	160
b) Stimmen gegen die Zulässigkeit	161
c) Stellungnahme	161

III.	Gesetzlich nicht geregelte Einflussfaktoren auf die Höhe der Vorstands- vergütung	163
1.	Unternehmensgröße, Marktkapitalisierung und Branchenzugehörigkeit ...	163
2.	Ertragslage	165
3.	Vorstandsstatus, -ressort und -größe	166
4.	Dienstalter	168
5.	Persönliche Leistung	169
IV.	Rechtliche Rahmenbedingungen, § 87 AktG	173
1.	Überblick	173
a)	Regelungsgegenstand und -zweck	173
b)	Systematischer Kontext – Parallelregelungen (insbesondere DCGK) ...	174
2.	Allgemeine Regeln für die Angemessenheit der Vergütung, § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG	175
a)	Vorstandsmitglieder als Adressaten	175
b)	Gesamtbezüge als Bezugspunkt	176
c)	Maßstäbe für Höhe und Struktur der Vergütung	177
aa)	Angemessenheit und Vergleichsmaßstäbe	177
bb)	Aufgaben des Vorstandsmitglieds	178
cc)	Leistungen des Vorstandsmitglieds	180
dd)	Lage der Gesellschaft	180
(1)	Grundsätze	180
(2)	Konzerngesellschaften	182
(3)	Vorstandsdoppelmandate	182
(4)	Koppelung der Bezüge der Tochter-Vorstandsmitglieder an die Muttergesellschaft	185
(5)	Zwischenergebnis	185
ee)	Üblichkeit der Vergütung	186
(1)	Horizontaler Vergleich	187
(2)	Vertikaler Vergleich	189
ff)	Weitere Vergleichsmaßstäbe	192
3.	Zusätzliche Regeln für börsennotierte Gesellschaften, § 87 Abs. 1 Sätze 2 und 3 AktG	193
a)	Nachhaltige und langfristige Entwicklung der Gesellschaft, § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG	193
aa)	Begriff der Nachhaltigkeit und Langfristigkeit	193
bb)	Spannungsverhältnis zwischen Aufsichtsrat und Vorstand	195
cc)	Auswirkungen auf die einzelnen Vergütungselemente	197
b)	Mehrjährige Bemessungsgrundlage, § 87 Abs. 1 Satz 3 Hs. 1 AktG ...	200

aa)	Begriff der mehrjährigen Bemessungsgrundlage	200
bb)	Auswirkungen auf die einzelnen Vergütungselemente	201
c)	Begrenzungsmöglichkeit, § 87 Abs. 1 Satz 3 Hs. 2 AktG	203
4.	Gestaltungsmöglichkeiten variabler Vergütungsbestandteile	204
a)	Kurzfristige variable Vergütungsbestandteile – <i>Short Term Incentives</i>	205
aa)	Gewinnbeteiligungen	206
bb)	Tantiemen/Boni	207
b)	Langfristige variable Vergütungsbestandteile – <i>Long Term Incentives</i>	209
aa)	Aktioptionen (<i>Stock Options</i>)	210
(1)	Überblick	210
(2)	Zuständigkeit	212
(3)	Ausgestaltung	212
bb)	Virtuelle Aktioptionen	215
cc)	<i>Restricted Shares</i>	217
c)	Zwischenergebnis	217
5.	Abfindungen und <i>Change-of-Control</i> -Klauseln	218
a)	Abfindungen bei Vertragsaufhebung	219
aa)	Ablösende Abfindung	219
bb)	Zusätzliche Abfindung	223
b)	Abfindungen bei Kontrollwechsel (<i>Change of Control</i>)	224
c)	Nachträgliche Anerkennungsprämien (<i>Appreciation Awards</i>)	226
6.	Ruhegehalt und Hinterbliebenenbezüge	231
7.	Rechtsfolgen bei Verstößen gegen § 87 Abs. 1 AktG	232
8.	Nachträgliche Herabsetzung der Vorstandsbezüge, § 87 Abs. 2 AktG	233
a)	Allgemeines	233
b)	Tatbestandsvoraussetzungen	236
aa)	Verschlechterung der Lage der Gesellschaft	236
bb)	Unbilligkeit für die Gesellschaft	240
c)	Rechtsfolgen	241
aa)	Soll-Vorschrift	241
bb)	Gegenstand der Herabsetzung	243
(1)	Laufende Bezüge	243
(2)	Nachlaufende Bezüge	243
(3)	Abfindungszahlungen	246
cc)	Maß der Herabsetzung	248
d)	Vorfeldmaßnahmen und Ausübung der Herabsetzung	251
e)	Prozessuales	253
f)	Kündigungsrecht des Vorstandsmitglieds	254

9. Vorstandsvergütung in der Insolvenz, § 87 Abs. 3 AktG	255
10. Herabsetzung der Maximalvergütung, § 87 Abs. 4 AktG	256
V. Offenlegung der Vorstandsvergütung	260
1. Das Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütung (VorstOG)	260
2. Vergütungsbericht, § 162 AktG	261
3. Votum der Hauptversammlung zum Vergütungssystem und -bericht, § 120a AktG	262
VI. Das Vergütungssystem börsennotierter Gesellschaften, § 87a AktG	263
1. Überblick	263
2. Systematik	265
3. Mindestinhalt, § 87a Abs. 1 Satz 2 AktG	269
a) Festlegung einer Maximalvergütung, § 87a Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 AktG	270
b) Rückforderung variabler Vergütungsbestandteile, § 87a Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 AktG	272
4. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen § 87a Abs. 2 AktG	273
VII. Zusammenfassung	274
F. Rückforderung bereits ausgezahlter Vergütungsbestandteile durch <i>Clawbacks</i>	280
I. Einleitung	280
II. Begriff	280
1. Begriffsbestimmung	280
2. Abgrenzung und alternative Gestaltungsmöglichkeiten	282
a) Auszahlungssysteme	283
aa) Bonusbank	285
bb) <i>Share-Ownership-Guidelines</i>	285
cc) <i>Cliff Vesting/Pro Rata Vesting</i>	286
dd) Zwischenergebnis	288
b) Haftungsansprüche	289
3. Typen von <i>Clawbacks</i>	290
a) <i>Performance-Clawbacks</i>	290
b) <i>Compliance-Clawbacks</i>	291
4. Zwischenergebnis	292
III. Rechtstatsächlicher und rechtspolitischer Hintergrund von <i>Clawbacks</i>	293
1. Rechtstatsächlicher Hintergrund	293
a) Methodik	293
b) Auswertung	314

2.	Rechtspolitischer Hintergrund	321
a)	Geänderte Aktionärsrechterichtlinie	321
b)	Deutscher Corporate Governance Codex (DCGK)	322
c)	Institutsvergütungsverordnung (InstitutsVergV)	324
aa)	Einleitung	324
bb)	Die <i>Clawback</i> -Regelung in § 25a KWG	325
cc)	<i>Clawback</i> -Klauseln in der InstitutsVergV	325
dd)	§ 20 Abs. 6 InstitutsVergV als Ausgangsnorm zur Regelung von <i>Clawbacks</i>	328
ee)	Ergänzende Regelungen in § 18 Abs. 5 InstitutsVergV	329
ff)	Praktische Probleme	331
d)	AIFM-Richtlinie für Kapitalverwaltungsgesellschaften	334
e)	Versicherungsunternehmen	336
f)	Stimmrechtsberater und Vermögensverwalter	338
3.	Zwischenergebnis	343
IV.	Blick über den Tellerrand – <i>Clawbacks</i> in anderen Jurisdiktionen	343
1.	USA	344
a)	Der <i>Sarbanes-Oxley Act</i>	344
b)	Der <i>Dodd-Frank Act</i>	346
2.	Großbritannien	349
3.	Österreich	351
4.	Schweiz	352
5.	Niederlande	353
6.	Fazit	354
V.	Zweckmäßigkeit von <i>Clawbacks</i> und Auswirkungen auf die Unternehmens- performance	354
1.	Funktionale Auswirkungen	355
2.	Dysfunktionale Auswirkungen	357
3.	Zwischenergebnis	359
VI.	Rechtliche Grenzen von <i>Clawbacks</i>	361
1.	Aktienrechtliche Grenzen	361
a)	<i>Performance-Clawbacks</i>	361
b)	<i>Compliance-Clawbacks</i>	364
2.	AGB-rechtliche Grenzen	367
a)	Anwendbarkeit der §§ 305 ff. BGB	368
b)	Verstoß gegen das Verbot überraschender und mehrdeutiger Klauseln, § 305c BGB	371

c) Inhaltskontrolle	374
aa) Eröffnung der Inhaltskontrolle	374
(1) <i>Performance-Clawbacks</i>	376
(2) <i>Compliance-Clawbacks</i>	377
bb) Pauschalierung von Schadensersatzansprüchen, § 309 Nr. 5 BGB	379
cc) Vertragsstrafe, § 309 Nr. 6 BGB	380
(1) <i>Performance-Clawbacks</i> als Vertragsstrafenregelung?	381
(2) <i>Compliance-Clawbacks</i> als Vertragsstrafenregelung?	382
dd) Änderungsvorbehalt, § 308 Nr. 4 BGB	384
(1) Widerrufsvorbehalte	386
(2) Auswirkungen der BAG-Rechtsprechung zu Widerrufsvorbehalten auf <i>Clawbacks</i>	388
ee) Keine unangemessene Benachteiligung, § 307 Abs. 2 Nr. 1, Abs. 1 Satz 1 BGB	392
(1) <i>Performance-Clawbacks</i>	393
(2) <i>Compliance-Clawbacks</i>	400
(a) Verzicht auf das Erfordernis eines Schadens	400
(b) Anwendung der <i>Business Judgment Rule</i> nach § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG	404
(c) Anwendung der Beweislastumkehr nach § 93 Abs. 2 Satz 2 AktG	407
ff) Verstoß gegen das Transparenzgebot, § 307 Abs. 1 Satz 2 BGB	409
(1) <i>Performance-Clawbacks</i>	411
(2) <i>Compliance-Clawbacks</i>	412
gg) Rechtsfolgen unwirksamer <i>Clawback</i> -Klauseln	414
d) Zwischenergebnis	415
3. Zwischenergebnis	419
VII. Praktische Umsetzung	420
1. Rückforderungsmöglichkeiten kraft Gesetzes	420
a) <i>Performance-Clawbacks</i>	420
aa) § 812 BGB	420
bb) § 313 BGB	424
b) <i>Compliance-Clawbacks</i>	425
2. Vertragliche Rückforderungsmöglichkeiten	426
a) Aufschiebend bedingter Rückzahlungsanspruch, § 158 Abs. 1 BGB	427
b) Auflösend bedingter Vergütungsanspruch, § 158 Abs. 2 BGB	427
c) Widerrufsvorbehalt	428
3. Steuerliche Behandlung	429

4. Ausscheiden eines Vorstandsmitglieds	430
5. Rückerstattung aktienbasierter Vergütung	433
6. Vergleichs- oder Verzichtsvereinbarungen über <i>Clawbacks</i>	433
a) Grundsätze zu Vergleichen oder Verzichten über Schadensersatzansprüche	433
b) Übertragbarkeit dieser Grundsätze auf <i>Clawbacks</i> ?	436
aa) Dreijährige Sperrfrist	437
(1) <i>Performance-Clawbacks</i>	437
(2) <i>Compliance-Clawbacks</i>	438
bb) Zustimmung der Hauptversammlung	438
(1) <i>Performance-Clawbacks</i>	439
(2) <i>Compliance-Clawbacks</i>	439
c) Zwischenergebnis	440
VIII. Ausblick	441
1. <i>De lege ferenda</i> : Gesetzlich zwingende Regelung?	441
a) Vorzüge des bisherigen gesetzgeberischen Vorgehens	441
b) Notwendigkeit einer gesetzlichen Verpflichtung	443
c) Gestaltungsmöglichkeiten einer gesetzlichen Verpflichtung	448
aa) Ausschluss von <i>Clawbacks</i> aus dem Anwendungsbereich der AGB-Kontrolle	448
bb) Zwingende aktienrechtliche Anspruchsgrundlage	449
cc) Gesetzliche Verpflichtung zur vertraglichen Vereinbarung von <i>Clawbacks</i>	452
d) Regelungsvorschlag für eine gesetzliche Verpflichtung	454
aa) Erläuterung des Regelungsvorschlags	454
bb) Regelungsvorschlag für einen neuen § 87 Abs. 3 AktG-E	459
cc) Zusätzliche Klarstellung in § 116 Satz 3 AktG-E?	460
dd) Anpassung des Vergütungsberichts nach § 162 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 AktG-E	461
e) Zwischenergebnis	461
2. Entsprechende Anwendung auf nicht börsennotierte Aktiengesellschaften?	462
IX. Zusammenfassung	463
G. Zusammenfassung und Ergebnisse	465
Anhang	477
Literaturverzeichnis	519
Stichwortverzeichnis	571

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Zusammenhang zwischen Prinzipal-Agent-Theorie, betriebswirtschaftlicher Zielgröße und erfolgsbezogener variabler Vergütung	73
Abbildung 2:	Asymmetrische Informationsverteilung zwischen Prinzipal und Agent	87
Abbildung 3:	Clawback DAX-Gesellschaften (Geschäftsjahr 2019)	315
Abbildung 4:	Clawback DAX-Gesellschaften (Geschäftsjahr 2020)	315
Abbildung 5:	Clawback Vergleich Geschäftsjahr 2019 zu 2020 (DAX)	316
Abbildung 6:	Art des Clawback DAX-Gesellschaften (Geschäftsjahr 2020)	317
Abbildung 7:	Clawback MDAX-Gesellschaften (Geschäftsjahr 2020)	318
Abbildung 8:	Art des Clawback MDAX-Gesellschaften (Geschäftsjahr 2020)	320

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere(r) Ansicht
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz/Absätze
AcP	Archiv für die civilistische Praxis (Zeitschrift)
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AIF	Alternative Investment Fund (Alternativer Investmentfonds)
AIFM	Alternative Investment Fund Manager (Verwalter alternativer Investmentfonds)
AktG	Aktiengesetz
AktG 1937	Aktiengesetz von 1937
AktG 1965	Aktiengesetz von 1965
AktG-E	Entwurf zum Aktiengesetz
AktG-RefE	Referentenentwurf zum Aktiengesetz
Alt.	Alternative
a. M.	am Main
Anm.	Anmerkung
ArbR	Arbeitsrecht
ArbRAktuell	Arbeitsrecht Aktuell (Zeitschrift)
ArbRB	ArbeitsRechtsberater – Informationsdienst für die arbeitsrechtliche Beratungspraxis (Zeitschrift)
ARRL	Aktionärsrechterichtlinie (Europäische Richtlinie)
2. ARRL	Zweite Aktionärsrechterichtlinie (Europäische Richtlinie)
Art./Artt.	Artikel/Artikel (Plural)
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BB	Betriebs-Berater – Zeitschrift für Recht, Steuern und Wirtschaft (Zeitschrift)
Bd.	Band
Bearb.	Bearbeiter
BeckOGK	beck-online.GROSSKOMMENTAR
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
BeckRS	beck-online.RECHTSPRECHUNG
Begr.	Begründer
Beil.	Beilage
Beschl.	Beschluss
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt

BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMJV	Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (nun: Bundesministerium der Justiz – BMJ)
BOARD	BOARD – Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland (Zeitschrift)
BR-Drucks.	Drucksache des Deutschen Bundesrats
BT-Drucks.	Drucksache des Deutschen Bundestags
BüKö	Bürgers/Körper/Lieder (Kommentar zum Aktiengesetz)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BWG	Bankwesengesetz (Österreich)
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CB	Compliance-Berater (Zeitschrift)
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift (Zeitschrift)
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CIO	Chief Information Officer
CRD	Capital Requirements Directive (Eigenkapitalrichtlinie – Europäische Richtlinie)
CSU	Christlich-Soziale Union in Bayern e. V.
DAV	Deutscher Anwaltverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Dell	Dell Technologies Inc.
ders.	derselbe
DGB	Deutscher Gewerkschaftsbund
dies.	dieselbe(n)
D&O	Directors and Officers
Dodd-Frank Act	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
Dr.	Doktor
DrittelbG	Gesetz über die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat (Drittelbeteiligungsgesetz)
DRiZ	Deutsche Richterzeitung (Zeitschrift)
Drucks.	Drucksache(n)
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V.
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht (Zeitschrift)
E	Entwurf
EAC	EBIT after Asset Charge (Gewinn nach Kapitalkosten; betriebswirtschaftliche Kennzahl)
EBA	European Banking Authority (Europäische Bankenaufsichtsbehörde)
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Gewinn vor Zinsen und Steuern; betriebswirtschaftliche Kennzahl)

EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen von Sachanlagen und immateriellen Vermögensgegenständen; betriebswirtschaftliche Kennzahl)
ECFR	European Company and Financial Law Review (Zeitschrift)
Einl.	Einleitung
ErfK	Erfurter Kommentar
erw.	erweiterte
ESMA	European Security and Markets Authority (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
EStG	Einkommensteuergesetz
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EUR	Euro (Währung)
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
e. V.	eingetragener Verein
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
f./ff.	folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority
FG	Freundesgabe
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
Fn.	Fußnote
Frhr.	Freiherr
FS	Festschrift
FSB	Financial Stability Board
G20/OECD- Grundsätze	Grundsätze der Gruppe der 20 (Zentrales Forum für die internationale Zusammenarbeit der führenden Industrie- und Schwellenländer) sowie der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD)
gem.	gemäß
Gesamthrg.	Gesamtherausgeber
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GLJ	German Law Journal (Zeitschrift)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau (Zeitschrift)
grds.	grundsätzlich(e/n)
GS	Gedächtnisschrift
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
HGB	Handelsgesetzbuch
HP	HP Inc.
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
IAS 19	International Accounting Standard 19 (Rechnungslegungsstandard)
i. d. S.	in diesem Sinne
i. E.	im Ergebnis
IFRS 2	International Financial Reporting Standard 2 (Rechnungslegungsstandard)
insb.	insbesondere

InsO	Insolvenzordnung
InstitutsVergV	Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme von Instituten (Institutsvergütungsverordnung)
IRZ	Zeitschrift für internationale Rechnungslegung (Zeitschrift)
i. S. d.	im Sinne des/der
ISS	Institutional Shareholder Services Inc. (Stimmrechtsberater)
i. V. m.	in Verbindung mit
JP Morgan	JPMorgan Chase & Co.
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JW	Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
JZ	JuristenZeitung (Zeitschrift)
k. A.	keine Angabe
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KPI	Key Performance Indicator (Betriebswirtschaftliche Kennzahl)
KritV	Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft (Zeitschrift)
KSzW	Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
lit.	littera
Lit.	Literatur
LMK	Kommentierte BGH-Rechtsprechung Lindenmaier-Möhring (Zeitschrift)
Ls.	Leitsatz
LTI	Long Term Incentive (variable Vergütungskomponenten mit langfristiger Ausrichtung)
LTIP	Long Term Incentive Plan (Vergütungssystem, das variable Vergütungskomponenten mit langfristiger Ausrichtung vorsieht)
M&A	Mergers and Acquisitions
MAH	Münchener Anwaltshandbuch
MAR	Marktmissbrauchsverordnung (Europäische Richtlinie)
MDAX	Mid-Cap-DAX (Deutscher Aktienindex)
MHG	Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts
MitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer (Mitbestimmungsgesetz)
MittBayNot	Mitteilungen des Bayerischen Notarvereins, der Notarkasse und der Landesnotarkammer Bayern (Zeitschrift)
MontanMitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie
MüKo	Münchener Kommentar
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
neub.	neubearbeitete
NJOZ	Neue Juristische Online Zeitschrift (Zeitschrift)
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechung-Report Zivilrecht (Zeitschrift)

NJW-Spezial	Neue Juristische Wochenschrift-Spezial (Zeitschrift)
No.	Number (Nummer)
Nr.	Nummer(n)
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht (Zeitschrift)
NZA-Beil.	Beilage zur Neuen Zeitschrift für Arbeitsrecht (Zeitschrift)
NZA-RR	NZA-Rechtsprechungs-Report Arbeitsrecht (Zeitschrift)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
plc	public limited company
PRA	Prudential Regulatory Authority
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht (Zeitschrift)
RdA	Recht der Arbeit (Zeitschrift)
RG	Reichsgericht
RGBl.	Reichsgesetzblatt
RGZ	Entscheidungssammlung des Reichsgerichts in Zivilsachen
Rn.	Randnummer(n)
ROCE	Return On Capital Employed (Ergebnis auf das eingesetzte Kapital; betriebswirtschaftliche Kennzahl)
Rspr.	Rechtsprechung
s.	siehe
S.	Seite
s. a.	siehe auch
SAR	Stock Appreciation Rights (virtuelle Aktienoptionen, die einen Zahlungsanspruch begründen, nicht jedoch auf die tatsächliche Ausgabe von Aktien gerichtet sind)
SDAX	Small-Cap-DAX (Deutscher Aktienindex)
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SGB IV	Sozialgesetzbuch (SGB) Viertes Buch (IV)
sog.	sogenannte/n/r/s
SOX	Sarbanes-Oxley Act
S&P	Standard & Poor's
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
StGB	Strafgesetzbuch
STI	Short Term Incentive (variable Vergütungskomponenten mit kurzfristiger Ausrichtung)
str.	streitig/strittig
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
SYSC	Senior Management Arrangements, Systems and Controls
TecDAX	Technology-DAX (Deutscher Aktienindex)
u.	und
u. a.	unter anderem/und andere
überarb.	überarbeitete
UCLA	University of California, Los Angeles (Universität)
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
UmwG	Umwandlungsgesetz

Unterabs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
US	United States (Vereinigte Staaten)
USA	United States of America – Vereinigte Staaten von Amerika
u. U.	unter Umständen
v.	vom/von
v. a.	vor allem
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
Versäumnisurt.	Versäumnisurteil
VersR	Versicherungsrecht (Zeitschrift)
VersVergV	Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme im Versicherungsbereich (Versicherungs-Vergütungsverordnung)
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume (Band)
Vorb.	Vorbemerkung(en)
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)
VorstOG	Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz)
vs.	versus
wbl	Wirtschaftsrechtliche Blätter:wbl – Zeitschrift für österreichisches und europäisches Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
WM	Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Zeitschrift)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (Zeitschrift)
ZCG	Zeitschrift für Corporate Governance (Zeitschrift)
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (Zeitschrift)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht (1858–1907) Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Konkursrecht (Zeitschrift, 1907–1960) Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift, ab 1962)
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
zit.	zitiert (als)
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik (Zeitschrift)
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht (Zeitschrift)
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft (Zeitschrift)

A. Einleitung

Über die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung wird auf deutscher und europäischer Ebene nicht erst seit der weltweiten Finanzkrise 2008 diskutiert. Mit den teilweise als exzessiv empfundenen Bezügen beschäftigen sich Öffentlichkeit,¹ Politik²

¹ Kürzlich berichtete hierzu etwa die FAZ: „Teamviewer-Chef bekommt mehr als jeder Dax-Vorstand“, FAZ vom 29. März 2021, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/teamviewer-chef-bekommt-mehr-als-jeder-dax-vorstand-17269355.html> (zuletzt abgerufen am 1. April 2022); „Neuregelung Vorstandsvergütung – Was Chefs verdienen“, FAZ vom 27. Juli 2020, abrufbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/was-chefs-verdienen-neuregelung-vorstandsverguetung-16870653.html> (zuletzt abgerufen am 1. April 2022); ebenso berichtet regelmäßig auch das Handelsblatt, exemplarisch: „Kritik an der Bezahlung des Bayer-Vorstands“, Handelsblatt vom 28. April 2022, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/chemie-und-pharmakonzern-bayer-droht-niederlage-bei-aktionaersvotum-ueber-vorstandsbezahlung/28282756.html> (zuletzt abgerufen am 28. April 2022); „9,1 Millionen Euro Maximalvergütung: Telekom-Chef Höttges soll deutliche Gehaltserhöhung bekommen“, Handelsblatt vom 18. Januar 2022, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/technik/it-internet/telekommunikation-9-1-millionen-euro-maximalverguetung-telekom-chef-hoettges-soll-deutliche-gehaltserhoehung-erhalten/27985306.html> (zuletzt abgerufen am 1. April 2022); „Eklatantes Missverhältnis zwischen Boni und Dividende: Investoren kritisieren Vergütung bei Deutscher Bank“, Handelsblatt vom 28. Mai 2021, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/hauptversammlung-eklatantes-missverhaeltnis-zwischen-boni-und-dividende-investoren-kritisieren-verguetung-bei-deutscher-bank/27225726.html> (zuletzt abgerufen am 1. April 2022); „Das sind die Top-Performer unter den Dax-Chefs – gemessen an ihrem Gehalt“, Handelsblatt vom 30. April 2021, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/unternehmensfuehrung-das-sind-die-top-performer-unter-den-dax-chefs-gemessen-an-ihrem-gehalt/27141400.html> (zuletzt abgerufen am 1. April 2022); „Explosive Gemengelage – 2021 droht Streit um die Managergehälter“, Handelsblatt vom 24. August 2020, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/corporate-governance-explosive-gemengelage-2021-droht-streit-um-die-managergehaeltes/26113154.html?ticket=ST-1607360-j7GyFzF7pOlcrAIQdbez-ap3> (zuletzt abgerufen am 1. April 2022); ferner befasst sich auch das Manager Magazin mit diesem Thema, etwa: Manager Magazin Nr. 2 vom 24. Januar 2020, „Männer im Geldregen – Die neuen Regeln werden den Anstieg der Vergütungen nicht aufhalten. Nur fließt manche Million jetzt im Verborgenen“, Digitalversion abrufbar unter: <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/managergehaeltes-warum-die-neuen-verguetungsregeln-nichts-bringen-a-00000000-0002-0001-0000-000169070105> (zuletzt abgerufen am 1. April 2022).

² So zuletzt die Fraktion der SPD mit einem Gesetzentwurf vom 22. Februar 2017 (Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit von Vorstandsvergütungen und zur Beschränkung der steuerlichen Absetzbarkeit), abrufbar unter: http://www.spdfraktion.de/system/files/documents/gesetzentwurf_manager-verguetungen_spdbt_final.pdf (zuletzt abgerufen am 1. April 2022) sowie zuvor bereits in der BT-Drucks. 17/13472 vom 14. Mai 2013 („Exorbitante Managergehälter begrenzen“); aber auch das BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN hat 2013 bereits einen entsprechenden Antrag gestellt („Keine Mitfinanzierung exorbitanter Gehälter durch die Allgemeinheit – Steuerliche Abzugsfähigkeit begrenzen“, BT-Drucks. 17/13239 vom 24. April 2013), was schließlich in einer Aktienrechtsnovelle (Gesetz zur Verbesserung der Kontrolle der Vorstandsvergütung

und – insbesondere auch die juristische – Wissenschaft seitdem jedoch verstärkt.³

Die Hintergründe dieser Diskussion sind vielfältig: Die Schere zwischen den armen und reichen Teilen der Bevölkerung in der Gesellschaft geht immer weiter auseinander beziehungsweise stagniert auf hohem Niveau.⁴ Die DAX-Vorstände verdienten im Jahr 2020 im Durchschnitt das 48-fache⁵ und die Vorstandsvorsitzenden sogar durchschnittlich das 75-fache⁶ ihrer Mitarbeiter (sogenannte *Manager to Worker Pay Ratio*), obwohl eine Studie aus den USA belegt, dass zu hohe Vorstandsgehälter sich sogar negativ auf die Leistung der Vorstandsmitglieder auswirken können, da diese aufgrund von zu hohem Selbstbewusstsein zu mehr Risikofreude neigen.⁷ Politik und Wissenschaft sind sich darüber einig, dass Vorstandsmitglieder aufgrund der bislang mehrheitlich kurzfristig ausgerichteten variablen Vergütungsbestandteile mitverantwortlich für die globale Finanzkrise waren.⁸ Ob kurzfristig erzielte Profite auch langfristigen Erfolg bedeuteten, hatte meist keine Konsequenzen für die bereits ausgezahlten Boni.⁹

Auch die Aktionärsstruktur hat sich geändert: Institutionelle Anleger spielen zunehmend eine größere Rolle¹⁰ und üben Kritik am gegenwärtigen Vergütungs-

und zur Änderung weiterer aktienrechtlicher Vorschriften – VorstKoG vom 14. März 2012, BT-Drucks. 17/8989) mündete, in der ein verbindliches Vergütungsvotum der Hauptversammlung vorgesehen war. Da jedoch der Bundesrat das Gesetz als nicht geeignet zur Verhinderung exorbitanter Vorstandsgehälter ansah und es am 20. September 2013 in den Vermittlungsausschuss verwies (BR-Drucks. 637/13), bedeutete dies angesichts der Bundestagswahlen am 22. September 2013 das Aus für das VorstKoG.

³ Zum rechtstatsächlichen Hintergrund *Bayer*, DB 2018, 3034; *Habersack*, NZG 2018, 127 (129f.); *Krämer*, Die Herabsetzung der Vergütung, S. 27 ff.; *Rapp/Schaller/Wolff*, AG-Report 2009, R 156 ff.; s. a. *Schubert*, in: FS Windbichler, S. 1065; *Seyfarth*, WM 2019, 521.

⁴ *Grabka*, DIW Wochenbericht Nr. 18 (2021), S. 308 ff., s. a. Bundeszentrale für politische Bildung – Vermögen nach Einkommensverteilung, abrufbar unter: <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/soziale-situation-in-deutschland/317063/themengrafik-vermoegen-nach-einkommensverteilung> (zuletzt abgerufen am 1. April 2022).

⁵ DSW/TU München, Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2020; 2017 war dies sogar noch das 53-fache, vgl. *Weckes*, Mitbestimmungsreport Nr. 44, 07.2018, *Manager to Worker Pay Ratio 2017 – Das Verhältnis der Vorstandsvergütung zur Mitarbeitervergütung im DAX 30*, S. 5.

⁶ Dies geht zumindest mittelbar aus der Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2020 des/der DSW/TU München hervor; siehe hierzu für das Jahr 2017, in dem dieser Wert noch beim 97-fachen lag, auch *Weckes*, Mitbestimmungsreport Nr. 44, 07.2018, *Manager to Worker Pay Ratio 2017 – Das Verhältnis der Vorstandsvergütung zur Mitarbeitervergütung im DAX 30*, S. 5.

⁷ *Cooper/Gulen/Rau*, Performance for Pay? The relationship between CEO incentive compensation and future stock price performance; vgl. zu älteren Zahlen auch *Habersack*, NZG 2018, 127 (129f.).

⁸ Grundlegend hierzu *Gurman*, Die Vorstandsvergütung nach der Finanzkrise; *Krienke/Schnell*, NZA 2010, 135; *Rötgen/Kluge*, NJW 2013, 900.

⁹ *Schuster*, in: FS Bauer, S. 973.

¹⁰ DIRK, Investoren der Deutschland AG 8.0 – Who owns the German DAX?, S. 5; so auch in Großbritannien: *Hupka*, Das Vergütungsvotum, S. 125.

system.¹¹ Diese Investoren halten mittlerweile knapp zwei Drittel der Aktien im DAX.¹² Sie veröffentlichen vermehrt eigene Corporate-Governance-Grundsätze, deren Umsetzung die Investoren von den Unternehmen erwarten.¹³ Daneben gewinnen auch Stimmrechtsberater, deren Bedeutung im angelsächsischen Raum bereits heute sehr groß ist, weiter an Einfluss.¹⁴

Aufgrund der fortwährenden Diskussion ist es nicht verwunderlich, dass immer wieder neue Anstöße in Form von Richtlinien oder Gesetzen gemacht wurden, um eine nachhaltige, an den langfristigen Unternehmenserfolgen orientierte Vergütungsstruktur zu schaffen. Infolgedessen hat zunächst mit dem am 5. August 2009 in Kraft getretenen Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)¹⁵ § 120 Abs. 4 AktG Einzug in das deutsche Aktienrecht gehalten, der eine unverbindliche Abstimmung der Hauptversammlung über das Vergütungssystem vorsieht. § 87 Abs. 1 AktG legt seit dem VorstAG zudem fest, dass die Vergütungsstruktur bei börsennotierten Gesellschaften auf eine langfristige Unternehmensentwicklung auszurichten ist. Variable Vergütungsbestandteile sollen daher eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben, vgl. § 87 Abs. 1 Satz 3 AktG.

Mehr als zehn Jahre nach dem Inkrafttreten des VorstAG ist mit dem Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterrichtlinie (ARUG II)¹⁶ am 1. Januar 2020 das deutsche „Vergütungsrecht“ erneut deutlich verändert worden.¹⁷ Anlass für die Reform war die erforderliche Umsetzung europarechtlicher Vorgaben der zweiten Aktionärsrechterrichtlinie (2. ARRL).¹⁸ Neben den Neuregelungen in § 87a AktG (Vergütungssystem börsennotierter Gesellschaften),¹⁹ § 120a AktG (Votum zum Vergütungssystem und zum Vergütungsbericht)²⁰ sowie § 162 AktG (Vergütungsbericht)²¹ stand dabei abermals § 87 AktG im Fokus: Statt des Begriffs der „nach-

¹¹ Gaul, AG 2017, 178 (178 ff.).

¹² Maßmann/Luzhkova, BOARD 2017, 116 (117).

¹³ In Großbritannien etwa durch die ABI und NAPF – The Investment Association Principles of Remuneration, abrufbar unter: <https://www.ivis.co.uk/media/13885/principles-of-remuneration-2021.pdf> (zuletzt abgerufen am 1. April 2022).

¹⁴ Maßmann/Luzhkova, BOARD 2017, 116 (117).

¹⁵ Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) vom 31. Juli 2009 (BGBl. I, S. 2509).

¹⁶ Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterrichtlinie (ARUG II) vom 12. Dezember 2019 (BGBl. I, S. 2637).

¹⁷ Vgl. die Begründung zum Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterrichtlinie (ARUG II) vom 29. April 2019, BT-Drucks. 19/9739, S. 34.

¹⁸ Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre (ABl. L 132/1, 20. Mai 2017); vgl. die Begründung zum Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterrichtlinie (ARUG II) vom 29. April 2019, BT-Drucks. 19/9739, S. 32.

¹⁹ Hierzu E. VI.

²⁰ Hierzu E. V. 3.

²¹ Hierzu E. V. 2.