

Die Herabsetzung der Vorstandsvergütung gem. § 87 Abs. 2 AktG in der börsennotierten Aktiengesellschaft

Prof. Dr. LARS KLÖIIN, LL.M. (Harvard), Marburg

Inhaltsübersicht

ZGR 2012, 1–34

I. Einleitung	2
II. Systematische Widersprüche des § 87 Abs. 2 AktG	4
1. Mit allgemein-zivilrechtlichen Wertungen	5
2. Mit aktienrechtlichen Normen	5
3. Mit verfassungsrechtlichen Grundsätzen	6
III. Rechtsvergleichender Seitenblick	7
IV. § 87 Abs. 2 AktG im Spiegel der Diskussion über die optimale Managervergütung	8
1. § 87 Abs. 2 AktG als Korrektiv überhöhter Vorstandsvergütung	9
2. § 87 Abs. 2 AktG als Mittel zur Verbesserung der Vorstandsanreize	10
V. Die Mängel von § 87 Abs. 2 AktG als Instrument zur Verbesserung der Vorstandsanreize	16
1. § 87 Abs. 2 AktG und die privatautonome Suche nach der optimalen Vergütungsstruktur	16
2. § 87 Abs. 2 AktG als „One size fits all“-Lösung	18
3. § 87 Abs. 2 AktG als unbestimmte Norm	19
VI. Konzepte zur Begrenzung von § 87 Abs. 2 AktG	19
1. Anknüpfung an die Verschlechterung der Lage	20
2. Anknüpfung an die Zurechnungshandlung des Vorstands	21
3. Anknüpfung an die vertragliche Vergütungsstruktur	22
VII. Dogmatische Absicherung	28
1. § 87 Abs. 2 AktG als spezielle Regelung einer Störung der Geschäftsgrundlage	28
2. Kein übermäßiger Eingriff in die Vertragsfreiheit	30
3. Wertungsabgleich mit § 87 Abs. 1 AktG	31
4. Wertungsabgleich mit § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG	31
5. Erklärung der Soll-Bestimmung und Anwendbarkeit der business judgment rule	32
6. Verfassungsrechtliche Kontrollüberlegung	32
VIII. Zur Anwendung des § 87 Abs. 2 AktG auf nicht börsennotierte Aktiengesellschaften	33
IX. Thesen	34

Keine Regelung der neueren Aktienrechtsreform ist so stark kritisiert worden wie § 87 Abs. 2 AktG – die „Soll“-Pflicht des Aufsichtsrats zur einseitigen Herabsetzung der Vorstandsvergütung. Die Norm sorgt seit ihrer Verschärfung durch das Gesetz zur Angemessenheit der

Vorstandsvergütung (VorstAG) im Jahre 2009 für erhebliche Rechtsunsicherheit. Es mangelt daher nicht an Versuchen, sie mit den Mitteln der Auslegung angemessen zu begrenzen. Die bisher entwickelten Konzepte sind jedoch kaum mit dem ausdrücklichen Willen des Gesetzgebers vereinbar, die Bedeutung des § 87 Abs. 2 AktG zu steigern und sein Schicksal als Papierrecht (law in the books) zu beenden. Der vorliegende Beitrag entwickelt eine Lösung, die dieses gesetzgeberische Ziel erreicht, ohne den Grundsatz der Vertragsverbindlichkeit aufzuweichen. Im Gegensatz zu den bisherigen Ansätzen versteht er § 87 Abs. 2 AktG nicht nur als Norm zur Korrektur unangemessen hoher Vorstandsvergütungen, sondern auch als Regelung zur Beseitigung von anfänglichen oder nachträglich entstehenden Steuerungsdefiziten des Vorstandsvertrags. „Nach Absatz 1 unbillig für die Gesellschaft“ ist die Weitergewährung der Vorstandsbezüge in der börsennotierten Aktiengesellschaft nur, wenn die Vergütung nicht (mehr) auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung i. S. v. § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG ausgerichtet ist. So wird aus § 87 Abs. 2 AktG eine rechtsökonomisch sinnvolle Regel, die bruchlos in das aktienrechtliche Dogmengebäude passt.

No rule of recent German stock corporation law reform has been criticized as heavily as § 87(2) Stock Corporation Act – the supervisory board’s duty to cut director’s pay if the company’s situation deteriorates and continuing to pay directors on the same level would be unjust. Since the Act was made more stringent in 2009 it has caused severe legal uncertainty. There has been no shortage of attempts to narrowly interpret the rule. These approaches, however, are inconsistent with the legislature’s express intent to increase the rule’s importance and to end its fate as mere law in the books. This article develops a solution to this problem which embraces the lawgiver’s intention without mitigating the principle of „pacta sunt servanda“. Unlike the approaches which have been developed so far it does not view § 87(2) Stock Corporation Act as a means to correct excessively high remuneration but rather as a means to correct misguided incentives resulting from the provisions of management contracts. According to this approach pay shall be cut in accordance with § 87(2) Stock Corporation Act if management’s pay is not aligned with the corporation’s „sustainable development“ as defined by § 87(1) Stock Corporation Act. This transforms § 87(2) Stock Corporation Act into an economically sound rule which is consistent with all guiding principles of German stock corporation law.

I. Einleitung

Nach § 87 Abs. 2 Satz 1 AktG soll der Aufsichtsrat¹ die Bezüge auf die angemessene Höhe herabsetzen, wenn sich die Lage der Gesellschaft so verschlechtert, dass die Weitergewährung der Bezüge nach § 87 Abs. 1 AktG unbillig für die Gesellschaft wäre. Hiervon erfasst sind auch Ruhegehälter, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art; die Entscheidung über die Herabsetzung muss in diesen Fällen spätestens drei Jahre nach dem Ausscheiden des Vorstands aus der Gesellschaft fallen (§ 87 Abs. 2 Satz 2 AktG).² Setzt der

- 1 Im Falle des gerichtlich bestellten Vorstandsmitglieds, das nach § 85 Abs. 3 Satz 1 AktG Anspruch auf Auslagenersatz und Vergütung hat, das Gericht auf Antrag des Aufsichtsrats.
- 2 Der Wortlaut ist nicht ganz eindeutig und könnte auch so gelesen werden, dass nur diejenigen Bezüge, die in den ersten drei Jahren gezahlt werden, herabgesetzt werden

Aufsichtsrat die Vergütung herab, hat der Vorstand ein außerordentliches Kündigungsrecht (§ 87 Abs. 2 Satz 4 AktG).

Die Regelung ist zwingend, kann also weder in der Satzung (§ 23 Abs. 5 Satz 1 AktG) noch im Vorstandsvertrag abbedungen,³ sondern höchstens verschärft werden⁴. Sie wird gemeinhin als Sonderregelung eines Wegfalls der Geschäftsgrundlage verstanden.⁵ Die Geschäftsgrundlage des Anstellungsvertrags entfällt, wenn sich die Lage der Gesellschaft verschlechtert.⁶ Die Herabsetzung gleicht eine unzumutbare Störung des Äquivalenzverhältnisses von Leistung und Gegenleistung im Vorstandsvertrag aus.⁷ In einem systematischen Zusammenhang steht die Norm mit § 87 Abs. 1 AktG, der den Aufsichtsrat verpflichtet, dafür zu sorgen, dass der Vorstand keine unangemessen hohe Vergütung erhält (§ 87 Abs. 1 Satz 1 AktG),⁸ und sicherzustellen, dass die Vergütungsstruktur in der börsennotierten Gesellschaft auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet ist (§ 87 Abs. 1 Satz 2 AktG).⁹

können. Die wohl einhellige Ansicht lehnt eine solche Interpretation jedoch ab; lediglich die Entscheidung über die Herabsetzung muss in den ersten drei Jahren nach dem Ausscheiden des Vorstands ergehen; s. etwa FLEISCHER, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., 2010, § 87 Rdn. 70; BAUER/ARNOLD, AG 2009, 717, 728; HOHENSTATT, ZIP 2009, 1349, 1353; SEIBERT, WM 2009, 1489, 1491.

- 3 FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 61; MERTENS/CAHN, Kölner Komm. z. AktG, 3. Aufl., 2010, § 87 Rdn. 96; SEIBT, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., 2010, § 87 Rdn. 20; BAUER/ARNOLD, AG 2009, 717, 727; BAECK/GÖTZE/ARNOLD, NZG 2009, 1121, 1125; leicht abweichend: ANNUSS/THEUSINGER, BB 2009, 2434, 2438.
- 4 FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 61; MERTENS/CAHN, aaO (Fn. 3), § 87 AktG Rdn. 96.
- 5 FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 60; KORT, Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 2006, § 87 Rdn. 73; MERTENS/CAHN, aaO (Fn. 3), § 87 AktG Rdn. 94; DILLER, NZG 2009, 1006; DERS./GÖPFERT, DB 2579, 2581; FLEISCHER, NZG 2009, 801, 804; KIRCHNER/IVERSEN, NZG 2008, 921, 924 f; PASCHKE, FS Reuter, 2010, 1107, 1110; PELTZER, FS Lutter, 2000, 581, 580; THÜSING, AG 2009, 517, 523; WALDENBERGER/KAUFMANN, BB 2010, 2257, 2261; WELLER, NZG 2010, 7, 8; WITTUHN/HAMANN, ZGR 2009, 847, 852.
- 6 Etwa WITTUHN/HAMANN, ZGR 2009, 847, 853.
- 7 Etwa MERTENS/CAHN, aaO (Fn. 3), § 87 AktG Rdn. 94; DAUNER-LIEB/FRIEDRICH, NZG 2010, 688, 691 f; WAGNER/WITTEGNS, BB 2009, 906, 910.
- 8 § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG verbietet zwar unangemessen hohe, aber nicht unangemessen niedrige Vergütungen; dazu etwa FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 1; MERTENS/CAHN, aaO (Fn. 3), § 87 AktG Rdn. 4; THÜSING, ZGR 2003, 457, 459.
- 9 Ein systematischer Zusammenhang besteht schließlich mit Normen des Aufsichtsrechts: Gem. § 45 Abs. 2 Satz 1 Nr. 6, 1. Hs. KWG kann die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) bei Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten unter bestimmten Voraussetzungen die Auszahlung variabler Vergütungsbestandteile untersagen oder auf einen bestimmten Anteil des Jahresergebnisses beschränken. Entsprechendes gilt gem. § 81b Abs. 1a VAG für Versicherungsunternehmen. Schließlich hat gem. § 5 Abs. 2 Nr. 4 FMStV der Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMS) darauf hinzuwirken, dass die Vergütung von Organmitgliedern von Unternehmen des Finanzsektors, die Stabilisierungsmaßnahmen nach § 7 FMStFG (Rekapitalisierung) erhalten, „im Rahmen der zivilrecht-

§ 87 Abs. 2 AktG ist schon seit langer Zeit Teil des Aktiengesetzes.¹⁰ Die Norm spielte bisher jedoch praktisch keine Rolle.¹¹ Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) aus dem Jahre 2009¹² hat die Regelung verschärft. Zuvor war die Herabsetzung an eine „wesentliche Verschlechterung“ geknüpft, die Weitergewährung der Bezüge musste eine „schwere Unbilligkeit“ für die Gesellschaft darstellen. Auch war der Aufsichtsrat nur zur Herabsetzung „berechtigt“, während er die Vergütung jetzt herabsetzen „soll“, d. h. nur bei Vorliegen besonderer Umstände hiervon absehen kann¹³. Schließlich konnte der Aufsichtsrat die Vergütung des Vorstands nach altem Recht nur „angemessen herabsetzen“, d. h. auf die Höhe, die gerade nicht mehr unbillig für die Gesellschaft war.¹⁴ Das neue Recht spricht von der Herabsetzung auf die „angemessene Höhe“, die offensichtlich darunter liegt.¹⁵ Gesetzgebungsimpuls dieser Änderungen war die Finanzkrise.¹⁶ In der Begründung des Regierungsentwurfs findet sich unter anderem die Erwägung: „Wer stichtagsbezogen Boni erhält, ohne an einer nachfolgenden Verschlechterung der Parameter beteiligt zu werden, wird zum Eingehen unverantwortlicher Risiken verleitet“.¹⁷

II. Systematische Widersprüche des § 87 Abs. 2 AktG

Das deutsche Schrifttum hat die Verschärfung des § 87 Abs. 2 AktG fast geschlossen abgelehnt.¹⁸ Kritisiert wird vor allem die ungenaue Formulierung der Herabsetzungsvoraussetzungen (Verschlechterung der Lage und Unbilligkeit der Weitergewährung). Man befürchtet eine „erhebliche Aufweichung

lichen Möglichkeiten unter Einbeziehung des § 87 Abs. 2 des Aktiengesetzes“ herabgesetzt wird; vgl. zu den hiermit verbundenen Fragen BECKER/MOCK, FMStG, 2009, § 10 Rdn. 46 ff, die § 5 Abs. 2 Nr. 4 FMStV als Rechtsfolgenverweisung auf § 87 Abs. 2 AktG verstehen.

10 Zur Genealogie etwa KOCH, WM 2010, 49.

11 S. nur MARTENS, ZHR 169 (2005), 124, 130: „papiernes Recht“.

12 BGBl. I, S. 2509.

13 S. zu diesem Verständnis der „Soll“-Pflicht: Beschlussempfehlungen und Bericht des Rechtsausschusses VorstAG, BT-Drs. 16/13433, S. 10; diese Wendung übernehmend etwa FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 66; MERTENS/CAHN, aaO (Fn. 3), § 87 AktG Rdn. 99; gleichsinnig OETKER, ZHR 175 (2011), 527, 540.

14 KORT, aaO (Fn. 5), § 87 AktG Rdn. 291; SPINDLER, Münchener Komm. z. AktG, 3. Aufl., 2008, § 87 Rdn. 94; WILSING/KLEISSL, BB 2008, 2422, 2424.

15 S. nur HOHAUS/WEBER, DB 2009, 1515, 1519; KLING, DZWiR 2010, 221, 229; THÜSING, AG 2009, 517, 522 f.

16 Begr RegE VorstAG, BT-Drs. 16/12278, S. 5.

17 Begr RegE VorstAG, BT-Drs. 16/12278, S. 5 (im Hinblick auf die gesamte Neuregelung).

18 Dezidiert aA WELLER, NZG 2010, 7.

des Grundsatzes der Vertragsstabilität¹⁹, eine „weitgehende Preisgabe der Rechtssicherheit“²⁰ und „unzumutbare Belastung von Vorstand und Aufsichtsrat“²¹, bezeichnet die Neuregelung als „nahezu gänzliche Abkehr von jedem vertragsrechtlichen Verständnis“²², als „Gipfel juristischer Beliebigkeit“²³ und prophezeit dem Gesetzgeber gleichwohl, dass § 87 Abs. 2 AktG nicht aus seinem „Dornröschenschlaf“ erwachen werde²⁴.

1. Mit allgemein-zivilrechtlichen Wertungen

In der Tat gerät § 87 Abs. 2 AktG in Konflikt mit einigen zivilrechtlichen Wertungen. Die Norm ist eine Ausnahme von dem Prinzip der Vertragsfreiheit, da sie einen zwingenden Bestandteil – die Herabsetzungsregel – in jeden Vorstandsvertrag einführt.²⁵ Sie spricht von „dem“ angemessenen Preis, scheint also davon auszugehen, es gebe ein *iustum pretium* der Vorstandsleistungen – eine Vorstellung, die das Zivilrecht generell vermeidet (vgl. etwa § 307 Abs. 3 Satz 1 BGB). Schließlich bricht ihre neue Rechtsfolge mit den anerkannten Grundsätzen des Wegfalls der Geschäftsgrundlage. Nach diesen Wertungen dürfte die Vergütung – wie nach altem Recht²⁶ – nur auf die Höhe herabgesetzt werden, die die entstandene Unbilligkeit beseitigt, also auf die gerade nicht mehr unangemessene Höhe.²⁷

2. Mit aktienrechtlichen Normen

Auch in das deutsche Aktienrecht lässt sich § 87 Abs. 2 AktG nicht ohne Weiteres integrieren. Die Regelung kann unternehmerische Entscheidungen des Vorstands sanktionieren, die grundsätzlich unter die *business judgment rule* fallen und zu denen der Vorstand durch § 93 Abs. 2 Satz 1 AktG eigentlich ermutigt werden soll.²⁸ Sie bedarf eines Wertungsabgleichs mit § 87 Abs. 1 AktG, denn während diese Norm nur äußerste Grenzen errichtet und die

19 FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 59; FLEISCHER, NZG 2009, 801, 804.

20 DAV-HANDELSRECHTSAUSSCHUSS, NZG 2009, 612, 613 (in Bezug auf den RegE).

21 DAV-HANDELSRECHTSAUSSCHUSS, NZG 2009, 612, 613 (in Bezug auf den RegE).

22 MARTENS, FS Hüffer, 2010, 647, 652.

23 MARTENS, FS Hüffer, 647, 653.

24 DILLER, NZG 2009, 1006, 1009; zust. KLING, DZWIR 2010, 221, 229; aA CANNIVÉ/SEEBACH, Konzern 2009, 593, 598; GÖCKE/GREUBEL, ZIP 2009, 2086; abwartend VAN KANN/KEILUWEIT, DStR 2009, 1587, 1590.

25 FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 60; KOCH, WM 2010, 49, 51.

26 S. o. I. m. w. N. in Fn. 14.

27 THÜSING, AG 2009, 517, 523: „Zwittercharakter“; BAUER/ARNOLD, AG 2009, 717, 727: „Zwitterstellung“.

28 KOCH, WM 2010, 49, 55.

offensichtliche Verschwendung von Gesellschaftsvermögen verbietet,²⁹ ist die gesetzliche Intervention in das Gehaltsgefüge durch § 87 Abs. 2 AktG nach dem Gesetzeswortlaut an geringere Voraussetzungen geknüpft. Schließlich ist unklar, warum der Aufsichtsrat unter den Voraussetzungen des § 87 Abs. 2 AktG die Vergütung des Vorstands herabsetzen „soll“, obwohl er bei der Vereinbarung der Vergütung im Rahmen des § 87 Abs. 1 AktG von der *business judgment rule* (§§ 93 Abs. 1 Satz 2, 116 Satz 1 AktG) geschützt ist³⁰. Dies gilt umso mehr, als die Herabsetzung des Gehalts ein Kündigungsrecht des Vorstands auslöst (§ 87 Abs. 2 Satz 4 AktG), denn die Entscheidung darüber, ob man den Weggang des Vorstandsmitglieds riskieren möchte, ist eine typische unternehmerische Entscheidung.³¹

3. Mit verfassungsrechtlichen Grundsätzen

Zu alledem kommen verfassungsrechtliche Zweifel. § 87 Abs. 2 AktG gilt nicht nur für Vorstandsverträge, die nach dem Inkrafttreten des VorstAG geschlossen wurden, sondern für alle Verträge.³² Rechtsökonomisch wird damit die Gefahr zufälliger Vermögensverschiebungen (*windfall profits*) heraufbeschworen, denn Aktiengesellschaften erhalten durch die Neuregelung eine Herabsetzungsmöglichkeit, die sie sich nicht ausgehandelt haben. Verfassungsrechtlich stellt sich die Frage nach der Zulässigkeit einer derartigen Rückwirkung, die mit dem Eingriff in wohlerworbene und von Art. 14 GG geschützte Vermögensbestandteile verbunden ist.³³

29 FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 25.

30 Dazu BGHSt 50, 331, 336 ff (Mannesmann); FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 39; SPINDLER, aaO (Fn. 14), § 87 AktG Rdn. 20; HOFFMANN-BECKING, ZHR 169 (2005), 155, 157 f; SPINDLER, AG 2011, 725, 726; abw. KORT, DStR 2007, 1127, 1132.

31 Die Anwendung der *business judgment rule* auf die Herabsetzungsentscheidung des Aufsichtsrats bejahend DILLER, NZG 2009, 1006, 1009; GAUL/JANZ, NZA 2009, 809, 814; HOHENSTATT, ZIP 2009, 1349, 1355; WEPPNER, NZG 2010, 1056, 1057; aA KEISER, RdA 2010, 281, 285; KOCH, WM 2010, 49, 55 f; WALDENBERGER/KAUFMANN, BB 2010, 2257, 2262; differenzierend OETKER, ZHR 175 (2011), 527, 549.

32 ANNUSS/THEUSINGER, BB 2009, 2434, 2437; BAUER/ARNOLD, AG 2009, 717, 730; BOSSE, BB 2009, 1650, 1651; DAUNER-LIEB, Konzern 2009, 583, 589; DILLER, NZG 2009, 1006, 1009; JAEGER/BALKE, ZIP 2010, 1471, 1475; aA VAN KANN/KEILUWEIT, DStR 2009, 1587, 1588.

33 Die Verfassungsmäßigkeit von § 87 Abs. 2 AktG verneinend LINGEMANN, BB 2009, 1918, 1921 (Anwendung der Neuregelung nur für nach Inkrafttreten geschlossene Vorstandsverträge, um verfassungsrechtlich unzulässige Rückwirkung zu vermeiden); GAUL/JANZ, NZA 2009, 809, 812 (zwingende Gründe erforderlich, um Eingriff in den Grundsatz des Vertrauensschutzes zu rechtfertigen). Verfassungsrechtliche Zweifel bei DAV-HANDELSRECHTSAUSSCHUSS, NZG 2009, 612, 614; DAUNER-LIEB, Konzern 2009, 583, 589; HOHENSTATT, ZIP 2009, 1349, 1352; KLING, DZWiR 2010, 221, 228; dagegen FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 60; HÜFFER, AktG, 9. Aufl., 2010, § 87 Rdn. 9a;

III. Rechtsvergleichender Seitenblick

Rechtsvergleichend ist die Norm wohl singular.³⁴ Eine Parallelnorm im österreichischen Aktienrecht wurde im Jahre 1965 ersatzlos gestrichen.³⁵ Gemeinsamkeiten mit § 87 Abs. 2 AktG weisen zwei sogenannte „Clawback-Regulierungen“ aus dem US-amerikanischen Recht auf: § 304 des US-amerikanischen Sarbanes-Oxley Act³⁶ und § 954 des Dodd-Frank Act³⁷ verlangen von dem Management börsennotierter Unternehmen unter bestimmten Umständen die Rückzahlung von Boni und anderen Erlösen. Eine solche *Rückforderung* sieht § 87 Abs. 2 AktG aber gerade nicht vor. Ihm geht es, wie der Wortlaut „Weitergewährung“ klarstellt, nur um die Herabsetzung der Vergütung mit Wirkung für die Zukunft.³⁸ Auch verknüpfen die US-amerikanischen Normen die Rückforderung nicht mit der Verschlechterung der Lage der Gesellschaft, sondern sehen sie als Sanktion für Verstöße gegen bilanzrechtliche Vorschriften vor. Schließlich werden diese Regelungen durch die

ANNUSS/THEUSINGER, BB 2009, 2434, 2437; WELLER, NZG 2010, 7, 8 f; THÜSING, AG 2009, 517, 522.

34 Vgl. auch die rechtsvergleichende Bestandsaufnahme von FLEISCHER, RIW 2010, 497.

35 EBRV 301 BlgNr X. GP, S. 69, abgedruckt in: KALSS/BURGER/ECKERT, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts, 2003, § 78 Rdn. 5; KOCH, WM 2010, 49, 51 f.

36 § 304 (1) Sarbanes Oxley Act lautet: „If an issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer, as a result of misconduct, with any financial reporting requirement under the securities laws, the chief executive officer and chief financial officer of the issuer shall reimburse the issuer for (1) any bonus or other incentive-based or equity-based compensation received by that person from the issuer during the 12-month period following the first public issuance or filing with the Commission (whichever first occurs) of the financial document embodying such financial reporting requirement; and (2) any profits realized from the sale of securities of the issuer during that 12-month period.“

37 Aufgrund von § 954 des Dodd-Frank-Act wurde der neue § 10D Securities Exchange Act eingeführt. Die Bestimmung hat in Absatz (b) folgenden Wortlaut: „The rules of the Commission (...) shall require each issuer to develop and implement a policy providing (...) that in the event that the issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer with any financial reporting requirement under the securities laws, the issuer will recover from any current or former executive officer of the issuer who received incentive-based compensation (including stock options awarded as compensation) during the 3-year period preceding the date on which the issuer is required to prepare an accounting restatement, based on the erroneous data to the executive officer under the accounting restatement.“

38 Im deutschen Schrifttum ist dies wohl unstr., s. etwa DAUNER-LIEB, in: Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, 2011, § 87 AktG Rdn. 39; FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 72; MERTENS/CAHN, aaO (Fn. 3), § 87 AktG Rdn. 102; ANNUSS/THEUSINGER, BB 2009, 2434, 2348; BAUER/ARNOLD, AG 2009, 717, 728; DILLER, NZG 2009, 1006, 1008; HOFFMANN-BECKING/KRIEGER, NZG 2009, Beil. zu Heft 26 Tz. 5; KOCH, WM 2010, 49, 56; THÜSING, AG 2009, 517, 522.

Securities & Exchange Commission (SEC) durchgesetzt, § 87 Abs. 2 AktG dagegen vom Aufsichtsrat.

Die Anpassung der Vergütung an die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft ist anderen Rechtsordnungen vor allem im Bereich der untergesetzlichen Kapitalmarktregulierung bekannt. So enthält etwa der kürzlich von der britischen *Financial Services Authority* (FSA) geänderte³⁹ *Remuneration Code*⁴⁰ detaillierte Vorgaben zum sog. *performance adjustment*.⁴¹ Diese Vorgaben gelten jedoch nur für Unternehmen der Finanzindustrie und lassen sich – ähnlich wie in Deutschland die §§ 5 Abs. 2 InstVergV, 4 Abs. 3 VersVergV⁴² – als spezielle aufsichtsrechtliche Regeln zur Eindämmung der Gefahren variabler Vergütungsbestandteile verstehen, während § 87 Abs. 2 AktG für alle Aktiengesellschaften und auch dann gilt, wenn die Vergütung ausschließlich aus einem Festgehalt besteht.

IV. § 87 Abs. 2 AktG im Spiegel der Diskussion über die optimale Managervergütung

Man kann die Analyse des § 87 Abs. 2 AktG rationalisieren, indem man ihn im Lichte der (rechts-)ökonomischen Diskussion über die optimale Managervergütung (*executive compensation*) betrachtet.⁴³ Diese Debatte kreist um zwei

39 Zur Entstehungsgeschichte der Regelungen vgl. FSA, Revising the Remuneration Code, Consultation Paper 10/19 (July 2010), http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Policy/CP/2010/10_19.shtml; sowie FSA, Revising the Remuneration Code, Feedback on CP10/19 and final rules, PS 10/20 (December 2010), http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Policy/Policy/2010/10_20.shtml.

40 Zu finden unter dem Referenzcode SYSC19A des FAS-Handbuchs, <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/SYSC/19A>.

41 Siehe vor allem das geänderte Remuneration Principle 12(h): „A firm must ensure that any variable remuneration, including a deferred portion, is paid or vests only if it is sustainable according to the financial situation of the firm as a whole, and justified according to the performance of the firm, the business unit and the individual concerned.“.

42 Zu diesen Regelwerken HEUCHEMER/KLOFT, WM 2010, 2241; RUBNER, NZG 2010, 1288.

43 Übersichten über die kaum noch überschaubare Literatur bei ABOWD/KAPLAN, 13(4) J. Econ. Persp. 145, 167 f (1999); MURPHY, in: Ashenfelter/Card (eds.), Handbook of Labor Economics, Vol. 3B, 1999, S. 2485 ff; CORE/GUAY/LARCKER, 9 Fed. Reserve Bank New York Econ. Pol. Rev. 27, 46 ff (2003); AGGARWAL, in: Eckbo (ed.), Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, 2008, S. 497; BERTRAND, 1 Ann. Econ. Rev. 121, 145 ff (2009); EDMANS/GABAIX, 15 Eur. Fin. Mgmt. 486; 494 ff (2009); FRYDMAN/JENTER, CEO Compensation (March 19, 2010), Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 77, <http://ssrn.com/abstract=1582232>.

Fragen. Erstens: Ist die Höhe der Vorstandsvergütung angemessen? Zweitens: Setzt die Vergütung dem Vorstand die richtigen Anreize?

1. § 87 Abs. 2 AktG als Korrektiv überhöhter Vorstandsvergütung

Im deutschen Schrifttum wird § 87 Abs. 2 AktG wohl einhellig als Norm interpretiert, die eine exzessive Vergütungshöhe unterbinden soll.⁴⁴ Dieses Ziel kann § 87 Abs. 2 AktG jedoch kaum erreichen. Zwar ordnet § 87 Abs. 2 AktG die Herabsetzung der Vorstandsvergütung auf die angemessene Höhe an. Diese Einbuße können Vorstand und Aufsichtsrat bei den Verhandlungen um die Vergütung jedoch ausgleichen, ohne dass der zwingende Charakter des § 87 Abs. 2 AktG entgegensteht. Haben Vorstand und Aufsichtsrat eine Präferenz für eine bestimmte Vergütungshöhe x , und muss x um einen bestimmten Malus m reduziert werden, wenn die Voraussetzungen des § 87 Abs. 2 AktG vorliegen, dann werden die Parteien einfach einen Zuschlag z vereinbaren, um diesen Malus auszugleichen.

Legt man klassische Rationalitätsannahmen und Risikoneutralität zugrunde, sollte der Erwartungswert⁴⁵ von z dem von m entsprechen, so dass die Gesamthöhe der Vorstandsvergütung gleich bleibt.⁴⁶ Geht man davon aus, dass Vorstände risikoaverse Menschen sind, oder legt man die von vielen Psychologen und Ökonomen bevorzugte, von *Kahneman* und *Tversky* begründete *Prospect Theory* zugrunde,⁴⁷ die annimmt, dass Menschen Entscheidungen nicht an endgültigen Vermögenszuständen ausrichten, sondern in den Kategorien von „Gewinn“ und „Verlust“ beschreiben, und Verluste stärker fürchten, als sie entsprechende Gewinne mögen (*reflection effect*),⁴⁸ dann wird z wahrscheinlich sogar höher sein als m und die Gesamtvergütung der Vorstände deutscher Aktiengesellschaften aufgrund von § 87 Abs. 2 AktG steigen.

Eine Grenze ergibt sich nur aus § 87 Abs. 1 AktG, der den Aufsichtsrat ver-

44 S. o. I.

45 Dieser berechnet sich aus dem (positiven oder negativen) Betrag des Zahlungsstroms, multipliziert mit dessen Eintrittswahrscheinlichkeit, diskontiert auf den heutigen Tag; s. nur BREALEY/MYERS/ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, 9th Ed. 2008, S. 14 ff.

46 Es handelt sich hierbei um ein wohl bekanntes Argument, das in der ökonomischen Analyse des Rechts gegen das Umverteilungspotenzial zwingender Zivilrechtsnormen eingewandt wird; vgl. etwa SCHÄFER, in: Ott/Schäfer, *Allokationseffizienz in der Rechtsordnung*, 1989, S. 1, 25 sowie die instruktive Darstellung bei EIDENMÜLLER, *Effizienz als Rechtsprinzip*, 1995, S. 294 ff.

47 Grundlegend KAHNEMAN/TVERSKY, 47 *Econometrica* 263 (1979). In TVERSKY/KAHNEMAN, 5 *J. Risk & Uncertainty* 297 (1992) wurde die Theorie weiter verfeinert und in *Cumulative Prospect Theory* umbenannt. Aus dem deutschen juristischen Schrifttum etwa KLÖHN, *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance*, 2006, S. 94 ff.

48 KAHNEMAN/TVERSKY, 47 *Econometrica* 263, 268 (1979).

pflichtet, keine unangemessen hohe Vergütung zu vereinbaren. Diese Norm verbietet jedoch nur solche Vergütungsstrukturen, die an die Verschwendung von Gesellschaftsvermögen heranreichen,⁴⁹ steht der Vereinbarung des Zuschlags also nur entgegen, wenn die Gesamthöhe der Vergütung durch diesen Zuschlag über die Verschwendungsgrenze gehoben wird.

2. § 87 Abs. 2 AktG als Mittel zur Verbesserung der Vorstandsanreize

a) Kann § 87 Abs. 2 AktG überhaupt Verhalten steuern?

Wenn § 87 Abs. 2 AktG daher keinen wesentlichen (oder sogar einen nicht gewollten) Einfluss auf die Vergütungshöhe hat, kann die Norm dann zumindest die Anreize von Vorstandsmitgliedern verbessern? Hier besteht Anlass zur Hoffnung. Dass der Vorstand für das Risiko, das ihm § 87 Abs. 2 AktG aufbürdet, im Anstellungsvertrag entschädigt wird, steht der verhaltenssteuernden Wirkung des § 87 Abs. 2 AktG nicht entgegen. Denn innerhalb einer gegebenen Vergütungsstruktur wird jeder Vorstand versuchen, seinen Wohlstand zu maximieren, und so auf die Anreize reagieren, die ihm diese Vergütungsstruktur setzt. Auch kann die Anreizwirkung des § 87 Abs. 2 AktG nicht ebenso einfach wie seine Verteilungswirkung durch privatautonome Gestaltung neutralisiert werden. Denn während es für den Ausgleich vermögensmäßiger Einbußen lediglich eines Vergütungsbestandteils bedarf, der wertmäßig dem Malus des § 87 Abs. 2 AktG entspricht, müsste man zum Ausgleich der Steuerungswirkung eine Vergütungsstruktur kreieren, welche die tatsächliche Rechtsfolge des § 87 Abs. 2 AktG – die Herabsetzung der Vergütung bei Verschlechterung der Lage – neutralisiert. Dies lässt sich ohne Verstoß gegen den zwingenden § 87 Abs. 2 AktG kaum bewerkstelligen.

b) Welche Fehlanreize bestehen?

Um das Steuerungspotenzial des § 87 Abs. 2 AktG zu verstehen, muss man sich zunächst verdeutlichen, welche Fehlanreize des Vorstands typischerweise drohen. Das rechtsökonomische Schrifttum beschäftigt sich vor allem mit zwei Phänomenen: die Konzentration auf kurzfristiges Wachstum (*managerial myopia*, *short-termism*) und die Eingehung zu hoher Risiken (*excessive risk taking*).

49 FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 25.

aa) *Konzentration auf kurzfristiges Wachstum*
(*managerial myopia, short-termism*)

Manager börsennotierter Unternehmen scheinen zu sehr auf kurzfristiges Wachstum fixiert zu sein. In der Theorie sollten Manager das Geld der Gesellschaft stets in die Projekte mit dem höchsten Kapitalwert investieren. Dieser Wert wird berechnet, indem man sämtliche Zahlungsströme, die das Projekt erwarten lässt, mit ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit multipliziert und auf den heutigen Tag abzinst (diskontiert).⁵⁰ Die *managerial myopia theory* behauptet, dass Leitungsorgane börsennotierter Aktiengesellschaften bei dieser Berechnung systematisch einen zu hohen Diskontfaktor ansetzen und dadurch suboptimal wirtschaften. Sie investieren zu wenig Geld in langfristig rentable Projekte – vor allem Forschung und Entwicklung (F&E) sowie Mitarbeiterfortbildung – und opfern im schlimmsten Fall langfristiges Wachstum zugunsten kurzfristiger, aber nicht nachhaltiger Profite auf.⁵¹

bb) *Zwei Varianten des managerial short-termism*

Es existieren zwei grundsätzliche Varianten dieser Theorie. Die einen qualifizieren die Kurzsichtigkeit des Managements als Teil des Prinzipal-Agent-Konflikts zwischen dem Management und den Aktionären.⁵² Vorstandsmitglieder verwenden einen Diskontfaktor, der höher ist als derjenige, den die Aktionäre verwenden. *Managerial short termism* ist Ausdruck eines „Zeitpräferenzkonflikts“ zwischen Aktionären und Vorstand.⁵³ Die Gründe hierfür sind zahlreich. Vorstände haben zeitlich befristete Verträge, während Aktionäre ihr Kapital dauerhaft zur Verfügung stellen (§ 57 Abs. 1 AktG). Vorstände sind zudem der Gefahr einer Übernahme und des Verlusts ihrer Anstellung ausgesetzt.⁵⁴ Erhalten Vorstände aktienbasierte Vergütung, sind sie typischerweise weniger diversifiziert als Aktionäre und haben – abhängig von ihrer Vergütungsstruktur – häufig ein höheres Bedürfnis nach Liquidität, also der Möglichkeit, ihre aktienbasierte Vergütung schnell zu Geld zu machen. Schließlich bevorzugen Vorstände Vergütungsstrukturen, die kurzfristiges Wachstum belohnen, wohl auch deshalb, weil sich dieses Wachstum leichter

50 BREALEY/MYERS/ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, 9th Ed. 2008, S. 14 ff.

51 BEBCHUK/STOLE, 48 J. Fin. 719 (1993) zeigen, dass es unter bestimmten Annahmen auch zu exzessiver Investition in langfristige Projekte kommen kann.

52 STEIN, 96 J. Po. Econ. 61 (1988); STEIN, 104 Q. J. Econ. 655 (1989); VON THADDEN, 62 Rev. Econ. Stud. 557 (1995); BEBCHUK/FRIED, *Pay without Performance*, 2004, S. 183 f; BEBCHUK/FRIED, 158 U. Penn. L. Rev. 1915, 1923 (2010).

53 KRÄKEL, *Organisation und Management*, 4. Aufl., 2010, S. 287; FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 27; dem zust. DAUNER-LIEB, aaO (Fn. 38), § 87 AktG Rdn. 26; DAUNER-LIEB, *Konzern 2009*, 583, 585 f; DEILMANN/OTTE, *GWR 2009*, 261.

54 STEIN, 96 J. Po. Econ. 61, 62 f (1988); DERS., 104 Q. J. Econ. 655, 667 f (1989); SHLEIFER/VISHNY, 80 Am. Econ. Rev.: *Papers and Proceedings* 148 (1990).

am Kapitalmarkt kommunizieren⁵⁵ und darüber hinaus besser manipulieren lässt⁵⁶.

Nach der anderen Spielart dieser Theorie sind nicht nur die Manager kurzfristig, sondern auch die Aktionäre. Es besteht also kein Präferenzkonflikt zwischen dem Vorstand und den Aktionären, sondern zwischen dem Vorstand und den Aktionären auf der einen Seite und den sonstigen *stakeholders* der Gesellschaft (Gläubigern, Arbeitnehmern und der Öffentlichkeit) auf der anderen Seite. Die kurzfristige Ausrichtung des Vorstands ist Resultat optimalen Kontrahierens zwischen Vorstand und Aktionären.⁵⁷ Aktionäre üben im Extremfall sogar Druck auf Vorstände aus, langfristiges Wachstum zugunsten kurzfristiger Gewinnaussichten aufzuopfern.⁵⁸

Auch für das Phänomen des *investor short termism* sprechen viele gute Gründe: Zwar spielen die Zeithorizonte der Anleger unter den strengen Voraussetzungen klassischer Kapitalmarkttheorie keine Rolle.⁵⁹ Sobald man diese Annahmen jedoch aufgibt und zB anerkennt, dass der Preis eines Wertpapiers eine kurzfristige spekulative Komponente hat, kann es sich für Aktionäre lohnen, wenn der Vorstand diese kurzfristige Wertkomponente maximiert.⁶⁰ Andere rücken die begrenzte Rationalität von Kapitalmarktinvestoren in den Vordergrund und erklären deren Präferenz für kurzfristiges Wachstum als Folge kurzsichtiger Verlustaversion (*myopic loss aversion*).⁶¹

- 55 Empirische Evidenz bei POTERBA/SUMMERS, 37 Sloan Mgmt. Rev. 43 (1995).
- 56 Hierfür spricht etwa, dass in den USA aktienbasierte Managementvergütung in Form von Optionen die Wahrscheinlichkeit kapitalmarktrechtlicher Class Actions gegen die Gesellschaft erhöht; dazu PENG/RÖELL, 12 Rev. Fin. 141 (2008).
- 57 GARVEY/GRANT/KING, 47 J. Ind. Econ. 231 (1999); BOLTON/SCHEINKMAN/XONG, 73 Rev. Econ. Stud. 577 (2006).
- 58 Dazu etwa BRUNZELL/LILJEBLOM/VAIHEKOSKI, Short-Term Expectations, in: Listed Firms: The Mitigating Impact of Large Owners (December 7, 2009), <http://ssrn.com/abstract=1400734>.
- 59 S. etwa DERRIEN/KECSKÉS/THIESMAR, Investor Horizons and Corporate Policies (October 20, 2009), <http://ssrn.com/abstract=1491638> sub. 1. Ausführlich KLÖHN, aaO (Fn. 47), S. 62; DERS., ZBB 2011, 130, 138 jeweils m. w. N.
- 60 Grundlegend das Modell von BOLTON/SCHEINKMAN/XONG, 73 Rev. Econ. Stud. 577, 578 ff (2006).
- 61 Grundlegend BENARTZI/THALER, 110 Q. J. Econ. 73 (1995); Bestätigung im Modell von BARBERIS/HUANG/SANTOS, 116 Q. J. Econ. 1, 5 (2001), die allerdings auch auf Differenzen hinweisen sowie SHUMWAY, Explaining Returns with Loss Aversion (November 20, 1997), <http://ssrn.com/abstract=58442>. Eine Studie ergab, dass auch professionelle Aktienhändler der *myopic loss aversion* unterliegen, und zwar in sogar stärkerem Maße als Vergleichsgruppen unprofessioneller Marktteilnehmer, s. HAIGH/LIST, 60 J. Fin. 523 (2005). Dazu auch KLÖHN, aaO (Fn. 47), S. 102.

cc) Empirische Belege

Die empirische Evidenz des *managerial short termism* ist reichhaltig.⁶² Eine Umfrage von *Poterba* und *Summers* aus dem Jahre 1995 zeigte, dass Manager US-amerikanischer börsennotierter Unternehmen Investitionsprojekte mit kurzen Zeithorizonten bevorzugen, weil sie glauben, Investoren könnten den Wert langfristiger Projekte weniger gut einschätzen.⁶³ In einer Umfrage von *Graham, Harvey* und *Rajgopal* war eine große Mehrheit der 400 befragten Manager bereit, langfristiges Wachstum aufzuopfern, um Analystenerwartungen gerecht zu werden.⁶⁴ In einem Experiment von *Bhojraj* und *Libby* entschieden sich erfahrene Manager mehrheitlich zugunsten kurzfristig lohnender, auf lange Sicht aber suboptimaler Projekte, wenn der Erwartungsdruck des Kapitalmarkts stieg.⁶⁵ Auch existieren Anzeichen dafür, dass Manager die Aktivitäten des Unternehmens manipulieren, um kurzfristige Ziele zu erreichen. Hierzu gehört etwa die Erhöhung der Produktion, um im Jahresabschluss mit niedrigeren durchschnittlichen Produktionskosten rechnen zu können.⁶⁶

Ein kürzlicher Vergleich börsennotierter und geschlossener Gesellschaften zeigt, dass Unternehmen nach dem Börsengang weniger investieren und weniger sensibel auf veränderte Investitionsbedingungen (gemessen am Umsatzwachstum) reagieren. Diese Effekte sind am stärksten in Industrien, in denen Aktienkurse besonders abhängig von dem kurzfristigen Gewinn der Gesellschaft sind.⁶⁷ Diese sehr neue und noch im Review-Verfahren befindliche Studie birgt einigen Sprengstoff. Denn während die bisherigen Arbeiten lediglich belegen konnten, dass *einige* Manager *manchmal* suboptimal mit kurzfristiger Perspektive wirtschaften, belegt diese Arbeit, dass *managerial short termism* ein marktweites Phänomen ist und zu den grundsätzlichen Kosten eines Börsengangs gezählt werden sollte.⁶⁸

62 Kürzlicher Überblick über die wichtigsten Studien bei HOLDEN/LUNDSTRUM, 16 J. Empir. Fin. 126 (2009).

63 POTERBA/SUMMERS, 37 Sloan Mgmt. Rev. 43 (1995).

64 GRAHAM/HARVEY/RAJGOPAL, 40 J. Acc. Econ. 3 (2005); empirische Bestätigung bei CHENG/SUBRAMANYAM/ZHANG, Earnings Guidance and Managerial Myopia (November 2005), <http://ssrn.com/abstract=851545>.

65 BHOJRAJ/LIBBY, 80 Acc. Rev. 1 (2005); empirische Bestätigung bei CHENG/SUBRAMANYAM/ZHANG, Earnings Guidance and Managerial Myopia (November 2005), <http://ssrn.com/abstract=851545>.

66 ROWCHOWDHURY 42 J. Acc. Econ. 335 (2006).

67 ASKER/FARRE-MENSA/LJUNGQVIST, Does the Stock Market Harm Investment Incentives? (August 15, 2010). ECGI – Finance Working Paper No. 282/2010, <http://ssrn.com/abstract=1603484>.

68 ASKER/FARRE-MENSA/LJUNGQVIST, Does the Stock Market Harm Investment Incentives? (August 15, 2010). ECGI – Finance Working Paper No. 282/2010, <http://ssrn.com/abstract=1603484> vor 1: „(W)e provide rare direct evidence of an important cost of going public by documenting that the public firms in our matched sample invest sub-

Bei alledem scheint sich das Problem der exekutiven Kurzsichtigkeit mit dem Näherrücken der Pensionsgrenze zu verschlimmern.⁶⁹ Über den Einfluss großer Investoren gibt es keine eindeutige Evidenz. Offenbar gibt es solche mit kurz- und solche mit langfristiger Perspektive.⁷⁰

dd) Neigung zu exzessivem Risiko (excessive risk-taking)

Ein zweiter Fehlanreiz, der häufig mit der Managementvergütung in Verbindung gebracht wird, ist die Bereitschaft, ungerechtfertigt hohe Risiken einzugehen (*excessive risk-taking*). Auch diese Neigung kann man sich sowohl als Prinzipal-Agent-Konflikt zwischen den Aktionären und dem Vorstand vorstellen⁷¹ als auch als Kollusion zwischen Aktionären und Management zu Lasten der anderen Interessengruppen einer Aktiengesellschaft⁷².

Ein Interessenkonflikt zwischen Vorstand und Aktionären entsteht, sobald der Vorstand aufgrund seines Vergütungspakets am Erfolg der Aktiengesellschaft partizipiert, nicht aber auch an ihren Verlusten.⁷³ Dies lässt sich am besten anhand eines Beispiels nachvollziehen. Unterstellt sei, die Vergütung eines Vorstands bestünde im Wesentlichen aus Aktienoptionen, deren Ausübungspreis „*at the money*“ liegt, also mit dem gegenwärtigen Börsenkurs übereinstimmt. Dieser Vorstand nimmt voll am Erfolg der Aktiengesellschaft teil, aber kaum an ihren Verlusten. Angenommen, der Vorstand steht vor der Entscheidung, Geld der Gesellschaft in ein risikoreiches Projekt zu investieren. Dieses Projekt hat zwei denkbare Resultate, die gleich wahrscheinlich sind. Entweder das Projekt gelingt und der Aktienkurs steigt, oder es schlägt fehl und der Aktienkurs sinkt (zur Vereinfachung sei unterstellt, dass die Veränderung des Börsenkurses sofort eintritt). Aktionäre würden in dieses Projekt investieren, wenn die erwartete Kurssteigerung im Erfolgsfall höher ist als die Reduzierung im Fall des Scheiterns. Lässt also ein *Projekt A* im Erfolgsfall ein Kurswachstum von € 20 erwarten und bei Misslingen einen Kursrückgang von € 15, und gibt es ein alternatives *Projekt B*, das bei Erfolg zwar einen Kursgewinn von € 30 verspricht, im Fall des Scheiterns aber einen Kursrück-

optimally *on average* and that they do so in a manner consistent with myopia“ (Hervorhebung im Original).

69 S. etwa DECHOW/SLOAN, 14 J. Acc. Econ. 51 (1991): Rückgang von F&E-Ausgaben, je näher der Vorstand an die Pensionsgrenze heranrückt.

70 Zusammenfassend und m. w. N. BRUNZELL/LILJEBLOM/VAIHEKOSKI, Short-Term Expectations, in: Listed Firms: The Mitigating Impact of Large Owners (December 7, 2009), <http://ssrn.com/abstract=1400734>; LILJEBLOM/VAIHEKOSKI, 117 Int. J. Production Econ. 427 (2009).

71 Bisher stand allerdings das gegenteilige Phänomen, d. h. die übertriebene Risikoaversion des Managements, im Vordergrund; dazu A. ARNOLD, Die Steuerung des Vorstandshandelns, 2007, S. 55 ff; KRÄKEL, aaO (Fn. 53), S. 287 m. w. N.

72 BEBCHUK/SPAMANN, 98 Geo. L.J. 247, 255 ff (2010).

73 BEBCHUK/SPAMANN, 98 Geo. L.J. 247, 263 (2010).

gang in Höhe von € 40 zur Folge hat, würden die Aktionäre das Geld in *Projekt A* investieren. Der Vorstand denkt anders. Aus seiner Sicht ist es unerheblich, ob der Aktienkurs im Falle des Scheiterns um € 15 oder € 40 sinkt, wenn er davon ausgeht, dass die Notierung in beiden Fällen nicht wieder das Niveau des Ausübungspreises erreicht, solange er seine Optionen ausüben kann. Dann bevorzugt er *Projekt B* gegenüber *Projekt A*, obwohl dieses einen negativen Kapitalwert hat.

Auch lohnt es sich für den Vorstand, Projekte ohne Einfluss auf den Kapitalwert der Gesellschaft einzugehen, wenn sie die Gesellschaft risikoreicher machen, da der Wert von Optionen mit der Volatilität des Bezogenen steigt.⁷⁴ Unter mehreren, den gleichen Nutzenerwartungswert versprechenden Projekten wird der Vorstand daher das risikoreichste Projekt auswählen, während Aktionäre eine Präferenz für das risikoärmste Projekt haben.

In gleicher Weise lässt sich zeigen, dass es Projekte gibt, die einen negativen Nutzenerwartungswert für alle *stakeholders* der Gesellschaft haben, deren Verfolgung aber im Interesse der Aktionäre und – bei entsprechender Vergütung – des Vorstands liegt.⁷⁵ Als Beispiel stelle man sich eine Gesellschaft vor, deren Grundkapital sich aus Stammaktien im Wert von insgesamt € 10 zusammensetzt, die Aktiva in Höhe von € 100 hält und die eine Anleihe in Höhe von € 90 begeben hat.⁷⁶ Der Vorstand hat die Möglichkeit, in ein risikoreiches Projekt zu investieren, das mit 50%iger Wahrscheinlichkeit gelingt und mit 50%iger Wahrscheinlichkeit fehlschlägt (erneut sei zur Vereinfachung angenommen, dass Gewinn und Verlust sofort eintreten). Scheitert das Projekt, verliert die Gesellschaft € 20. Ist das Projekt erfolgreich, gewinnt die Gesellschaft eine bestimmte Summe s . Aus Sicht aller Investoren (Aktionäre und Gläubiger) sollte der Vorstand das Projekt nur auswählen, wenn $s > € 20$.⁷⁷ Aus Sicht der Aktionäre existiert hingegen ein Korridor von $10 < s < 20$, in dem sie sich für das Projekt aussprechen würden, obwohl es insgesamt einen negativen Kapitalwert hat.⁷⁸ Der Grund ist, dass die Aktionäre zwar von dem Erfolg des Projekts in voller Höhe profitieren, im Falle des Fehlschlags aber

74 Instrukтив zur Bewertung von Optionen BREALEY/MYERS/ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, 9th Ed. 2008, S. 589 ff. Wie im Haupttext auch BOLTON/MEHRAN/SHAPIRO, *Executive Compensation and Risk Taking* (June 1, 2010). FRB of New York Staff Report No. 456, <http://ssrn.com/abstract=1635349>, sub. 1.

75 Zum folgenden BEBCHUK/SPAMANN, 98 *Geo. L.J.* 247, 255 ff (2010). Grundlegend aus dem ökonomischen Schrifttum JENSEN/MECKLING, 3 *J. Fin. Econ.* 305, 334 ff (1976).

76 Vgl. BEBCHUK/SPAMANN, 98 *Geo. L.J.* 247, 256 (2010) sowie die gleich gelagerten Beispiele von KLÖHN, ZGR 2008, 110, 114; DERS., RIW 2008, 37, 38.

77 Die Berechnung des Nutzenerwartungswerts (V) *aus der Sicht aller Investoren* richtet sich nach der Formel $V = 1/2 s + 1/2 \times (-€ 20)$. V ist nur positiv, wenn $s > € 20$.

78 Die Berechnung des Nutzenerwartungswerts (V) *aus der Sicht der Aktionäre* richtet sich nach der Formel $V = 1/2 s + 1/2 \times (-€ 10)$. Für die Aktionäre lohnt sich das Projekt daher, sobald $s > € 10$.

nicht € 20, sondern nur € 10 verlieren.⁷⁹ Sie stehen allen Verlusten in Höhe von mehr als € 10 daher indifferent gegenüber. Die Aktionäre würden von ihrem Vorstand also unter bestimmten Voraussetzungen verlangen, abseits besserer Investitionsmöglichkeiten in solche Projekte zu investieren, die einen negativen Kapitalwert für die Gesellschaft haben. Sie würden Vergütungspakete befürworten, die einen entsprechenden Anreiz setzen.

c) *Kann § 87 Abs. 2 AktG diesen Fehlanreizen entgegenwirken?*

Man sieht leicht, dass § 87 Abs. 2 AktG beiden vorgenannten Fehlanreizen entgegenwirken kann.⁸⁰ Indem die Norm die Höhe der Vorstandsvergütung mit der zukünftigen Entwicklung der Gesellschaft verknüpft, zwingt sie den Vorstand, eine *langfristige Perspektive* von bis zu drei Jahren nach dem Ausscheiden aus der Gesellschaft einzunehmen (§ 87 Abs. 2 Satz 2 AktG). Dies kann ihn davon abhalten, *exzessive Risiken* einzugehen, die sich in diesem Zeitraum verwirklichen könnten.⁸¹

V. *Die Mängel von § 87 Abs. 2 AktG als Instrument zur Verbesserung der Vorstandsanreize*

1. *§ 87 Abs. 2 AktG und die privatautonome Suche nach der optimalen Vergütungsstruktur*

Das Zwischenergebnis lautete, das § 87 Abs. 2 AktG günstige Anreizwirkung entfalten *kann*. Nicht zu übersehen sind die Schwächen dieser Norm. Diese

79 Dies gilt nur dann nicht, wenn sie ausnahmsweise persönlich für die Schulden der Gesellschaft haften.

80 Nur am Rande sei angemerkt, dass § 87 Abs. 2 AktG darüber hinaus die Auswahl des Managements erleichtern kann. Unterstellt sei, die Norm sanktioniere nur solche Vorstände, die die schlechte Lage der Gesellschaft (mit-)verursacht haben. In diesem Fall erlaubt sie Managern, durch ihre Bewerbung ein glaubhaftes Signal auszusenden, sie könnten die Lage der Gesellschaft verbessern („to put his money where his mouth is“). Dies erleichtert die Auswahl des Vorstands in einem Markt (für Unternehmensführung), in dem hohe Informationsasymmetrien herrschen. Instruktiv zu den Selektionsmechanismen des *screening* und *signaling* auf Märkten mit Informationsasymmetrien FLEISCHER, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 123.

81 Gewisse empirische Bestätigung findet diese These in einer kürzlichen Untersuchung über die Auswirkungen so genannter extreme pay-cuts auf die Leistung von CEO's US-amerikanischer börsennotierter Unternehmen; s. dazu GAO/HARFORD/LI, Incentive Effects of Extreme CEO Pay Cuts (July 15, 2010), <http://ssrn.com/abstract=1363967> sub. 1: „We demonstrate that boards' use of sharp cuts to CEO pay provides effective ex ante incentives for them to exert effort and ex post incentives to improve poor performance if it occurs.“.

ergeben sich aus folgender Überlegung: Der Aufsichtsrat ist in der börsennotierten Gesellschaft ohnehin verpflichtet, die Vergütungsstruktur des Vorstands auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten (§ 87 Abs. 2 Satz 2 AktG). Hierzu gehört vor allem die Verhinderung von Kurzsichtigkeit und exzessiver Risikobereitschaft. Wie der Aufsichtsrat dieses Ziel erreicht, ist grundsätzlich ihm überlassen. Die Vorgaben von § 87 Abs. 1 AktG beschränken sich darauf, dass variable Vergütungsbestandteile eine mehrjährige Bewertungsgrundlage haben und eine Begrenzungsmöglichkeit für außergewöhnliche Entwicklungen enthalten müssen (§ 87 Abs. 1 Satz 3 AktG). Die Wirkung von § 87 Abs. 2 AktG ist spezifischer. Da § 87 Abs. 2 AktG im Vorstandsvertrag nicht abbedungen, sondern nur verschärft werden kann,⁸² wird die Herabsetzungspflicht zum zwingenden (Mindest-)Bestandteil jedes Vergütungspakets. Dies hat eine *auf- und verdrängende Wirkung*.

a) *Die aufdrängende Wirkung von § 87 Abs. 2 AktG*

Aufdrängende Wirkung besteht insoweit, als § 87 Abs. 2 AktG den Vorstand auch dann unter einer Verschlechterung der Lage der Gesellschaft leiden lässt, wenn der Aufsichtsrat zu dem Ergebnis kommt, dass der Vorstand optimale Anreize hat, wenn er kein unternehmerisches Risiko trägt und daher zB ausschließlich ein Festgehalt beziehen soll. Denkbar ist dies zB bei einem in besonderem Maße intrinsisch motivierten oder verlustaversen Vorstand.⁸³

b) *Die verdrängende Wirkung von § 87 Abs. 2 AktG*

Von einer verdrängenden Wirkung kann man in den Fällen sprechen, in denen Aufsichtsrat und Vorstand Anreize zur Kurzsichtigkeit und zur exzessiven Risikoneigung durch andere Regeln als die in § 87 Abs. 2 AktG enthaltene Herabsetzungsbestimmung bekämpfen wollen. Da sie § 87 Abs. 2 AktG nicht abbedingen können, werden sie die ohne § 87 Abs. 2 AktG ins Auge gefasste Regelung modifizieren, damit der Vorstand nicht insgesamt ein höheres als das anvisierte Risiko trägt und daher zu vorsichtig handelt.

So ist verschiedentlich vorgeschlagen worden, die erfolgsabhängige Vergütung des Vorstands nicht nur an die Kursentwicklung der Stammaktien zu binden, sondern auch an solche Marktgrößen, die das Insolvenzrisiko des Emittenten abbilden, zB den Wert der von der Gesellschaft emittierten Anleihen⁸⁴, die

82 S. o. I. m. w. N. in Fn. 4.

83 Zu dessen betriebswirtschaftlichen Vorzügen aus verhaltensökonomischer Sicht ROST/OSTERLOH, Schmalenbach Business Review 61 (2009), 119, 126 ff.

84 BEBCHUK/SPAMANN, 98 Geo. L.J. 247, 284 (2010), die im Hinblick auf Banken vorschlagen, die Bezahlung der Vorstandsmitglieder an die Wertentwicklung eines Korbes aus

Ausfallprämie für eine Kreditversicherung auf Anleihen des Emittenten⁸⁵ oder die Einlagensicherungsgebühr bei Banken⁸⁶. Wie § 87 Abs. 2 AktG koppeln solche Vergütungsregelungen die Höhe der Vorstandsvergütung an die Lage des Emittenten. Anders als § 87 Abs. 2 AktG erreicht die Verknüpfung mit diesen Größen jedoch, das Risiko einer Verschlechterung der Gesellschaftslage ex ante in die Vorstandsvergütung einzupreisen, während § 87 Abs. 2 AktG die Verwirklichung dieses Risikos voraussetzt. Unter Geltung des § 87 Abs. 2 AktG muss diese Regelung modifiziert werden, um den Vorstand nicht doppelt für dasselbe Risiko zu bestrafen.

Mit seiner auf- und verdrängenden Wirkung erschwert § 87 Abs. 2 AktG die privatautonome Suche nach dem optimalen Vergütungspaket. Dies ist aus regulierungstheoretischer Sicht zweifelhaft, denn es wirft die Frage auf, ob sich der Gesetzgeber nicht ein Wissen über die optimale Vergütungsstruktur von Vorstandsverträgen anmaßt, dessen Entdeckung er lieber dem Markt überlassen sollte. Darüber hinaus verhindert § 87 Abs. 2 AktG die unmodifizierte Übernahme bewährter Vertragsgestaltungen aus dem Ausland, die ohne eine vergleichbare Regelung zustande gekommen sind, erschwert der deutschen Praxis also den Zugang zu effizienten transnationalen Vergütungsstandards.

2. § 87 Abs. 2 AktG als „One size fits all“-Lösung

Als besonders ungünstig erweist sich dabei, dass § 87 Abs. 2 AktG für sämtliche Aktiengesellschaften gilt, obwohl es für die optimale Vergütungsstruktur auf eine Vielzahl individueller und firmenspezifischer Faktoren ankommt, etwa den Grenznutzen und die Grenzkosten der Vorstandsbemühungen⁸⁷, die Messbarkeit der Vorstandsbemühungen⁸⁸ (bei aktienkursbasierter Vergütung etwa die Gefahr länger anhaltender Preisstörungen⁸⁹), die Risikoeinstellung des Vorstands⁹⁰, sein „Dienstalter“, d. h. die Zeit bis zu seiner Pen-

Stammaktien, Vorzugsaktien und Anleihen zu knüpfen; dagegen BHAGAT/ROMANO, ECFR 2010, 273, 294 ff.

85 BOLTON/MEHRAN/SHAPIRO, Executive Compensation and Risk Taking (June 1, 2010). FRB of New York Staff Report No. 456, <http://ssrn.com/abstract=1635349>.

86 JOHN/SAUNDERS/SENBET, 13 Rev. Fin. Stud. 95 (2000).

87 FRYDMAN/JENTER, CEO Compensation (March 19, 2010). Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 77, <http://ssrn.com/abstract=1582232> sub. 3.3.

88 LAMBERT/LARCKER, 25 J. Acc. Res. 885 (1987), die dafür votieren, die Vergütung vom Börsenkurs abhängig zu machen, wenn die Messung anhand des Jahresabschlusses mit mehr Rauschen durchsetzt ist.

89 GOPALAN/MILBOURN/SONG/THAKOR, The Optimal Duration of Executive Compensation: Theory and Evidence (August 10, 2010), <http://ssrn.com/abstract=1656603>.

90 HAUBRICH, 102, J. Pol. Econ. 258 (1994); GAREN, 102 J. Pol. Econ. 1175, 1188 ff (1994).

sionierung⁹¹, und sein sonstiges Vermögen⁹², die Effektivität anderer Corporate-Governance-Mechanismen⁹³, die Finanzstruktur der Gesellschaft, vor allem den Grad der Fremdkapitalfinanzierung (weil jeder beobachtbare Anreiz des Vorstands, Vermögen von den Gläubigern an die Aktionäre zu verteilen, zu erhöhten Kreditkosten führt⁹⁴), ob es sich um eine sog. Wachstumsaktie handelt⁹⁵ und ob die Gesellschaft eher in kurz- oder langfristige Projekte investiert⁹⁶.

3. § 87 Abs. 2 AktG als unbestimmte Norm

Schließlich ist seit *Ronald Coase* bekannt, dass Parteien nur dann aus der ineffizienten Verteilung von Handlungsrechten herauskontrahieren können, wenn diese Handlungsrechte (in unserem Fall: die Herabsetzungspflicht des Aufsichtsrats) eindeutig definiert sind.⁹⁷ Gerade dies tut § 87 Abs. 2 AktG aber nicht, dessen wesentliche Voraussetzung lautet, dass die Weitergewährung der Bezüge für die Gesellschaft unbillig ist. Solange die Rechtsprechung diesen Begriff nicht konkretisiert hat, sind Aufsichtsrat und Vorstand der Gefahr ausgesetzt, dass § 87 Abs. 2 AktG die von ihnen ins Auge gefasste Vergütungsstruktur nachträglich durcheinanderwirbelt.⁹⁸

VI. Konzepte zur Begrenzung von § 87 Abs. 2 AktG

In der Literatur ist man um eine restriktive Interpretation von § 87 Abs. 2 AktG bemüht. Dies ist zu begrüßen, denn je enger § 87 Abs. 2 AktG ausgelegt

91 GIBBONS/MURPHY, 100 J. Pol. Econ. 468 (1992).

92 GAREN, 102 J. Pol. Econ. 1175, 1188 ff (1994); B. BECKER, 61 J. Fin. 379, 383 (2006).

93 GOPALAN/MILBOURN/SONG/THAKOR, The Optimal Duration of Executive Compensation: Theory and Evidence (August 10, 2010), <http://ssrn.com/abstract=1656603>.

94 JOHN/JOHN, 48 J. Fin. 949 (1993); empirische Bestätigung bei JOHN/MEHRAN/QUIAN, 16 J. Corp. Fin. 383 (2010); in der empirischen Studie von YERMACK, 39 J. Fin. Econ. 237 (1995) ergab sich allerdings keine Verknüpfung zwischen Aktienoptionen und Verschuldungsgrad.

95 Je höher die Wachstumschancen, desto wichtiger sollte variable Vergütung sein; vgl. SMITH/WATTS, 32 J. Fin. Econ. 263 (1992); GAVER/GAVER, 24 Fin. Mgmt. 19 (1995) sowie SKINNER/SLOAN, 7 Rev. Acc. Stud. 289 (2002), wonach Wachstumsaktien asymmetrisch stark auf Gewinnwarnungen (im Vergleich zu überraschend positiven Gewinnerwartungen) reagieren. Andere finden aber auch eine negative Korrelation zwischen beiden Größen; so BIZJAK/BRICKLEY/COLES, 16 J. Acc. Econ. 349 (1993); YERMACK, 39 J. Fin. Econ. 237 (1995).

96 GOPALAN/MILBOURN/SONG/THAKOR, The Optimal Duration of Executive Compensation: Theory and Evidence (August 10, 2010), <http://ssrn.com/abstract=1656603>.

97 COASE, 3 J. L. & Econ 1 (1960).

98 Vgl. aus Sicht der Praxis etwa JAEGER, NZA 2010, 128, 130 (im Zusammenhang mit Aufhebungsvereinbarungen).

wird, desto geringer ist seine auf- und verdrängende Wirkung. Für eine Einschränkung des § 87 Abs. 2 AktG kommen drei Anknüpfungspunkte in Betracht: die Verschlechterung der Lage, die Ursachen dieser Verschlechterung und der Anstellungsvertrag selbst.

1. Anknüpfung an die Verschlechterung der Lage

Zumeist versucht man, die Gefahren des § 87 Abs. 2 AktG durch hohe Anforderungen an die Verschlechterung der Lage in den Griff zu bekommen. Da sich die Lage der Gesellschaft so verschlechtern müsse, dass die Weitergewährung der Bezüge für die Gesellschaft unbillig sei, sei weiterhin eine wesentliche Verschlechterung wie nach altem Recht zu verlangen.⁹⁹ Aufgrund des geänderten Wortlauts von § 87 Abs. 2 AktG sei diese Anforderung nunmehr jedoch im Begriff der Billigkeit zu verankern.¹⁰⁰

Dem steht freilich der ausdrückliche Wille des Gesetzgebers des VorstAG entgegen, der die Anforderungen im Vergleich zur alten Rechtslage bewusst senken wollte und daher auf die „wesentliche“ Verschlechterung und „grobe“ Unbilligkeit verzichtete.¹⁰¹ Hiergegen lässt sich auch nicht einwenden, dem Willen des Gesetzgebers sei „vornehmlich durch (die) konsequente Anwendung“ von § 87 Abs. 2 AktG zu entsprechen.¹⁰² Da der Gesetzgeber den Wortlaut des Gesetzes an mehreren Stellen änderte, muss man davon ausgehen, dass er gerade nicht nur von einem Vollzugsdefizit ausging. Hinzu kommt, dass dem Aktienrecht symbolische Gesetzgebung durchaus nicht unbekannt ist (vgl. vor allem § 120 Abs. 4 AktG).¹⁰³ § 87 Abs. 2 AktG gehört jedoch nicht dazu.

Schließlich ist das ausschließliche Anknüpfen an die Verschlechterung der Lage auch unter Steuerungsgesichtspunkten suboptimal. Stellt man keine weiteren Voraussetzungen für die Herabsetzung der Vorstandsvergütung auf, läuft man Gefahr, auch diejenigen Vorstände zu sanktionieren, die schlicht

99 So bereits DAV-HANDELSRECHTSAUSSCHUSS, NZG 2009, 612, 613 (mit Blick auf den RegE); danach MERTENS/CAHN, aaO (Fn. 3), § 87 AktG Rdn. 94; KOCH, WM 2010, 49, 51; WITTUHN/HAMANN, ZGR 2009, 847, 855; ähnlich BAUER/ARNOLD, AG 2009, 717, 726 (krasse Unangemessenheit zwischen der wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft und der Vorstandsvergütung erforderlich); HOHENSTATT, ZIP 2009, 1349, 1352; GAUL/JANZ, NZA 2009, 809, 812; JAEGER/BALKE, ZIP 2010, 1473, 1475; PASCHKE, FS Reuter, 2010, 1107, 1110.

100 KOCH, WM 2010, 49, 51.

101 Vgl. auch FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 59; DENS., NZG 2009, 801, 804; ANNUSS/THEUSINGER, BB 2009, 2434, 2437.

102 So aber KOCH, WM 2010, 49, 51.

103 Zur symbolischen Gesetzgebung im Aktien- und Kapitalmarktrecht FLEISCHER, FS Priester, 2007, 75, 88 f; DERS., AG 2008, 873, 881.

unglücklich handelten¹⁰⁴ oder sogar alles taten, um eine nachhaltige Unternehmensentwicklung zu sichern. § 87 Abs. 2 AktG bliebe eine grobschlächtige Regel, obwohl ein Präzisionsinstrument gefragt ist.

2. Anknüpfung an die Zurechnungshandlung des Vorstands

In der Gesetzesbegründung zu § 87 Abs. 2 AktG heißt es: „Die Weiterzahlung der Bezüge ist unbillig, wenn der Vorstand pflichtwidrig gehandelt hat, aber auch dann, wenn ihm kein pflichtwidriges Verhalten vorzuwerfen ist, die Verschlechterung der Lage der Gesellschaft jedoch in die Zeit seiner Vorstandsverantwortung fällt und ihm zurechenbar ist“.¹⁰⁵ Dies eröffnet eine zweite Möglichkeit zur angemessenen Begrenzung der Herabsetzungspflicht: die Handlung des Vorstands. Hierfür spricht auch der rechtsökonomische Hintergrund von § 87 Abs. 2 AktG. Wenn es bei dieser Norm um Verhaltenssteuerung geht,¹⁰⁶ dann liegt es nahe, die obigen Überlegungen in Anforderungen an die Zurechnungshandlung zu übersetzen. Zu definieren ist ein Bereich von Handlungen, die zwar nicht pflichtwidrig sind, zu denen der Vorstand aber durch Kurzsichtigkeit oder exzessive Risikobereitschaft motiviert wurde und von denen er durch Androhung des § 87 Abs. 2 AktG abgehalten werden soll.¹⁰⁷

Es dürfte jedoch unmöglich sein, diesen Bereich „im Vorfeld der Pflichtwidrigkeit“¹⁰⁸ durch eine in Gerichtsverfahren brauchbare Formel abzugrenzen. Dem stehen alle Gründe entgegen, die für die Einführung der *business judgment rule* gesprochen haben.¹⁰⁹ Bei § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG geht es gerade darum, dem Vorstand einen Haftungsfreiraum für unternehmerische Handlungen zu schaffen, deren betriebswirtschaftliche Vernunft von Gerichten nur schwer bewertet werden kann, deren tatsächlicher Hintergrund sich im Nachhinein nur schwer rekonstruieren lässt, deren mögliche Folgen von Gerichten im Nachhinein oftmals verzerrt wahrgenommen werden (*hindsight bias*) und von denen der Vorstand daher absehen würde, obwohl die meisten dieser

104 Vgl. auch FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 64: „Die Kürzungsmöglichkeit des § 87 Abs. 2 AktG als verkappte Sanktion für unglücklich agierende Vorstandsmitglieder einzusetzen, vermag (...) nicht zu überzeugen“.

105 Begr RegE VorstAG BT-Drucks, 16/12278, S. 6.

106 Zum Gesetzgebungsimpuls des VorstAG s. o. I.

107 Dezidiert dagegen DAUNER-LIEB/FRIEDRICH, NZG 2010, 688, 690.

108 Vgl. auch BAUER/ARNOLD, AG 2009, 717, 726: „Vorhof von § 93 AktG“.

109 Vgl. auch KOCH, WM 2010, 49, 55: „was im Hinblick auf die Erwägungen, die der Business Judgment Rule zugrunde lagen, nicht unproblematisch erscheint“; ähnlich DILLER, NZG 2009, 1006, 1007: Weiterentwicklung des § 93 AktG in Richtung einer Garantiehafung.

Handlungen im Interesse diversifizierter Aktionäre liegen.¹¹⁰ Wollte man im Rahmen von § 87 Abs. 2 AktG Verhaltensstandards im oben genannten Sinne definieren, würde man also – bildlich gesprochen – die Büchse der Pandora öffnen, die man durch § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG eigentlich schließen wollte.

3. Anknüpfung an die vertragliche Vergütungsstruktur

a) Der Verweis des § 87 Abs. 2 AktG

Es bleibt ein dritter Anknüpfungspunkt: der Anstellungsvertrag. Oben wurde die auf- und verdrängende Wirkung von § 87 Abs. 2 AktG beschrieben und die daraus folgenden Schwierigkeiten für die privatautonome Suche nach der optimalen Vergütungsstruktur.¹¹¹ Es liegt daher nahe, *den Anstellungsvertrag* für die angemessene Restriktion des § 87 Abs. 2 AktG fruchtbar zu machen. Dies gelingt, und zwar durch einen relativ einfachen Handgriff.

Man sollte in der börsennotierten Gesellschaft als Geschäftsgrundlage des Anstellungsvertrags¹¹² *nicht nur die Lage der Gesellschaft ansehen, sondern auch, dass die Vergütungsstruktur auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet ist* (§ 87 Abs. 1 Satz 2 AktG). Nur wenn dies nicht (mehr) zutrifft, ist die Geschäftsgrundlage entfallen, und § 87 Abs. 2 AktG greift ein.¹¹³

Vom Wortlaut des § 87 Abs. 2 AktG ist diese Auslegung ohne Weiteres gedeckt. Denn die Wendung „nach Absatz 1 unbillig“ verweist nicht nur auf § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG, sondern auch auf § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG. „Nach Abs. 1 unbillig“

110 Zuf. zum teleologischen Hintergrund der *business judgment rule* FLEISCHER, FS Wiedemann, 2002, 827, 829 ff.

111 S. o. V.1.

112 Sehr zurückhaltend gegenüber der Konstruktion des § 87 Abs. 2 AktG als Sonderregelung eines Wegfalls der Geschäftsgrundlage MARTENS, FS Hüffer, 647, 651; diese Konstruktion ablehnend DAUNER-LIEB/FRIEDRICH, NZG 2010, 688, 691.

113 Tatsächlich dürfte es näher liegen, dass die gemeinsame Vorstellung von Aufsichtsrat und Vorstand, die Vergütungsstruktur genüge den Anforderungen des § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG, nicht zur Geschäftsgrundlage, sondern sogar zum Vertragsinhalt wird. § 87 Abs. 2 AktG fügt in den Vertrag schlicht eine zwingende Regelung für den Fall ein, dass diese Voraussetzung nicht oder nicht mehr erfüllt ist. Das hier entwickelte Konzept ist von dieser Frage – Vertragsinhalt oder Geschäftsgrundlage – unabhängig. Die dogmatische Einordnung einer Norm folgt dem Inhalt des Gesetzes, nicht umgekehrt. Dass die Abgrenzung zwischen dem Inhalt des Vertrags und der Geschäftsgrundlage im Einzelfall äußerst schwierig sein kann, ist freilich nichts Besonderes (allg. dazu etwa H. ROTH, Münchener Komm. z. BGB, 5. Aufl., 2007, § 313, Rdn. 35; PALANDT/GRÜNEBERG, Komm. z. BGB, 70. Aufl., 2011, § 313, Rdn. 10; UNBERATH, in: Erman, BGB, 2. Aufl., 2007, § 313, Rdn. 17; MEDICUS/PETERSEN, Bürgerliches Recht, 23. Aufl., 2011, Rdn. 154).

ist die Weitergewährung der Vergütung also, wenn die Vergütungsregelung des Vorstandsvertrags nicht oder nicht mehr auf eine nachhaltige Unternehmensstruktur ausgerichtet ist und sich deshalb die Lage der Gesellschaft verschlechtert hat. Allein diese Lösung entspricht dem Willen des Gesetzgebers, der § 87 Abs. 2 AktG gerade nicht nur als Norm gegen zu hohe Vorstandsvergütung konzipiert hat (d. h. als Verweis auf § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG), sondern seit der Einführung des § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG auch als Norm zur Verhaltenssteuerung (d. h. als Verweis auf § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG).¹¹⁴

Im Folgenden soll das hier vertretene Konzept zunächst vorgestellt [s. u. b)] und sodann seine funktionalen Vorteile verdeutlicht werden [s. u. c)]. Danach wird es an zwei Beispielfällen exemplifiziert [s. u. d)] und weiter dogmatisch abgesichert [s. u. VII.].

b) Das Konzept

Aus der vorstehenden Prämisse lässt sich ein geschlossenes Konzept für die Auslegung von § 87 Abs. 2 AktG entwickeln, das wie folgt zusammengefasst werden kann:

1. § 87 Abs. 2 AktG setzt voraus, dass die im Anstellungsvertrag enthaltene Vergütungsregel gegen § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG verstößt, d. h. keinen Anreiz zu einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung setzt, sondern zu kurzfristigem Handeln und/oder zur Eingehung exzessiver Risiken. Dies gilt unabhängig davon, ob diese Situation nachträglich entsteht oder von Anfang an bestand.
2. Erforderlich ist weiterhin, dass der Vorstand die Verschlechterung der Lage durch eine Handlung (Tun oder Unterlassen) verursacht hat.¹¹⁵ Damit der Zurechnungszusammenhang gewahrt bleibt, ist weiterhin zu fordern, dass sich in der Handlung des Vorstands die spezifische Gefahr der nicht mehr § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG genügenden Vergütungsstruktur niedergeschlagen hat. Handelt der Vorstand auch weiterhin im Sinne einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung, braucht er die Herabsetzung seiner Vergütung nicht zu fürchten. Die Beweislast hierfür sollte der Vorstand tragen. Erstens fällt es ihm leichter als der Gesellschaft bzw. dem Aufsichtsrat, die Motive für seine Handlungen und deren tatsächliche Umstände zu dokumentieren.¹¹⁶ Zweitens ist aufgrund der fehlenden Ausrichtung seiner Ver-

¹¹⁴ Zum Gesetzgebungsimpuls des VorstAG s. o. I.

¹¹⁵ Im Falle des Unterlassens ist selbstverständlich keine echte Kausalität erforderlich, sondern dass die gebotene Handlung die Verschlechterung der Lage verhindert hätte (Quasi-Kausalität).

¹¹⁶ Insoweit ist die Lage mit der Vorstandshaftung und der Beweislastumkehr des § 93 Abs. 2 Satz 2 AktG vergleichbar.

- gütungsstruktur auf eine nachhaltige Unternehmensausrichtung eine höhere Skepsis gegenüber seinen Handlungen gerechtfertigt.¹¹⁷
3. Schließlich muss sich in der Verschlechterung der Lage das durch die Handlung des Vorstands geschaffene Risiko verwirklicht haben. Ansonsten fehlt es am Risikozusammenhang zwischen der Verschlechterung der Lage und der Handlung des Vorstands, und man läuft Gefahr, den Vorstand für zufällige Verschlechterungen der Lage zu sanktionieren.
 4. All diese Voraussetzungen lassen sich dogmatisch im Begriff „unbillig“ verankern. Unbillig i. S. v. § 87 Abs. 2 Satz 1 AktG ist die Weitergewährung der Bezüge, also, wenn die im Anstellungsvertrag enthaltene Vergütungsstruktur nicht (mehr) den Anforderungen des § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG genügt und die weiteren o.g. Voraussetzungen vorliegen. Keine Rolle spielt für sich genommen, ob die Verschlechterung der Lage bereits bei Vertragsabschluss absehbar war, da § 87 Abs. 2 AktG der Verhaltenssteuerung dient.¹¹⁸ Aus demselben Grund sind auch die persönlichen Verhältnisse des Vorstandsmitglieds bei der Billigkeitsbeurteilung außer Betracht zu lassen.¹¹⁹
 5. Die Anforderungen an die Verschlechterung der Lage können demgegenüber entsprechend dem Willen des historischen Gesetzgebers gesenkt werden. Entscheidend ist nicht das Maß der Verschlechterung der Lage, sondern dass sich hierin das Risiko der nicht (mehr) § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG genügenden Vergütung niedergeschlagen hat. Die bloße Anordnung von Kurzarbeit oder Entlassungen reichen gleichwohl nicht aus, weil diese Maßnahmen nicht verlässlich eine Verschlechterung der Lage indizieren, sondern durchaus im Sinne des Unternehmens und einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung liegen können.¹²⁰

c) Funktionale Vorteile

Das hier entwickelte Konzept vermeidet die oben genannten Nachteile von § 87 Abs. 2 AktG und macht aus dieser Norm eine rechtsökonomisch sinnvolle Regelung.

aa) Keine auf- und verdrängende Wirkung

Es vermeidet die auf- und verdrängende Wirkung von § 87 Abs. 2 AktG. Solange der Anstellungsvertrag den Anforderungen des § 87 Abs. 1 Satz 2

117 Dazu noch ausführlich u. VII.4.

118 AA die bisher allgA, s. nur FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 63.

119 AA die bisher allgA, s. nur HÜFFER, aaO (Fn. 33), § 87 AktG Rdn. 9.

120 Im Ergebnis ebenso etwa FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 63; DERS., NZG 2009, 801, 804; TEICHMANN, GPR 2009, 235, 238; THÜSING, AG 2009, 517, 522.

AktG genügt, braucht der Vorstand keine Herabsetzung der Vergütung zu befürchten. Genügt die Vergütungsregelung von Anfang an nicht den Anforderungen des § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG, unterstützt § 87 Abs. 2 AktG diese Norm und verpflichtet den Aufsichtsrat, das Gehalt des Vorstands unter den oben genannten Voraussetzungen herabzusetzen. § 87 Abs. 2 AktG wirkt gewissermaßen als „Notbremse“, um das Verhalten des Vorstands auch dann auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten, wenn der Anstellungsvertrag keine entsprechenden Anreize setzt. Drohen später Fehlanreize,¹²¹ dann führt § 87 Abs. 2 AktG nur das Normenprogramm des § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG fort und belastet den Vorstand nicht unzumutbar. Dieser muss nur das tun, wozu ihn der Vertrag ursprünglich anhielt, nämlich eine nachhaltige Unternehmensentwicklung anstreben. Die Androhung des § 87 Abs. 2 AktG gibt Vorstand und Aufsichtsrat einen Anreiz zu Rückverhandlungen, um den Widerspruch der Vergütungsstruktur mit § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG zu beseitigen. All dies bewirkt, dass § 87 Abs. 2 AktG die Bedeutung privater Verhandlung stärkt und sie nicht relativiert.

bb) Kein iustum pretium

Gerichte sind der Aufgabe enthoben, das *ustum pretium* zu bestimmen, also den angemessenen Lohn, den der Vorstand angesichts einer veränderten Situation fordern darf. Stattdessen prüfen sie, ob die im Vertrag enthaltene Vergütungsstruktur den Anforderungen des § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG noch genügt und welche Herabsetzung notwendig ist, damit der Vorstand ex ante einen Anreiz hat, ein nachhaltiges Unternehmenswachstum zu verfolgen (bzw. von der Eingehung exzessiver Risiken und der Konzentration auf kurzfristiges Wachstum abgeschreckt wird). Obwohl dies keine einfache Aufgabe ist, sind Gerichte besser in der Lage, die Anreizwirkung einer Vergütungsstruktur zu analysieren, als einen gerechten Preis festzulegen – zumal ihnen das Gesetz die zuerst genannte Aufgabe ohnehin gem. § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG zuweist.

cc) Rückwirkung erträglich

Schließlich wird die Rückwirkung des § 87 Abs. 2 AktG auf Altverträge erträglich. Da § 87 Abs. 2 AktG nur dann eingreift, wenn der Vertrag nicht den Anforderungen des § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG genügt, kann sich der Vorstand auf die veränderten Bedingungen einstellen und braucht keine Sanktionen zu befürchten, soweit sein Vergütungspaket Anreize für eine nachhaltige Unternehmensentwicklung setzt. Selbst wenn dies der Fall ist, kann der Vorstand die Herabsetzung vermeiden, indem er sein Handeln weiter auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausrichtet.

¹²¹ S. dazu die Beispielfälle sogleich unter VI.3.d).

d) Beispielsfälle

Bevor das hier vertretene Konzept weiter dogmatisch abgesichert wird, soll anhand zweier Beispielsfälle demonstriert werden, wie es in der Praxis funktioniert.

aa) Fall 1: Nachträgliche Anreize zum kurzfristigen Denken und exzessiven Risiko

§ 87 Abs. 1 Satz 3, 1. Hs. AktG verlangt, dass variable Vergütungsbestandteile eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben. Keine Aussage trifft die Norm darüber, wie lange der Vorstand diese Vergütungsbestandteile in seinem Vermögen halten muss. In ihrem einflussreichen Buch *Pay without Performance* votieren *Lucian Bebchuk* und *Jesse Fried* dafür, dem Management zu verbieten, Aktien sofort wieder zu veräußern, die es aufgrund von Optionen erworben hat, denn dies verleite zu kurzfristigem Handeln.¹²² Stattdessen sollten Manager pro Jahr nur einen bestimmten Anteil ihrer Aktien verkaufen dürfen, damit sie zu langfristigen Denken angehalten werden.

Exakt diese Regelung war in den Vergütungsplänen der Investmentbanken *Bear Stearns* und *Lehman Brothers* enthalten.¹²³ Das Problem war, dass die sog. *top executives* dieser Banken langjährige Mitarbeiter waren, die ihre Aktien über einen längeren Zeitraum nicht verkauft hatten. Sie hielten den wesentlichen Teil ihres Vermögens in Optionen und Aktien ihres Arbeitgebers und hatten zwischen 2000 und 2008 die Möglichkeit, diese Papiere zu verkaufen¹²⁴ (nach einer Schätzung handelte es sich bei *Bear Stearns* um Verkäufe in Höhe von mehr als \$ 1,1 Mrd. und bei *Lehman Brothers* in Höhe von \$ 850 Mio.¹²⁵). Es herrschte also exakt der Zustand, den der Vergütungsplan vermeiden wollte – ein gutes (und erschreckendes) Beispiel dafür, wie eine Vergütungsregelung, die zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses Anreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung setzt, nachträglich zu Fehlanreizen führen kann.

Nach dem hier vertretenen Konzept müsste der Aufsichtsrat die Vergütung des Vorstands (d. h. die ausstehenden Barbezüge, die noch nicht ausgezahlten Boni, das Ruhegehalt usw.) in einem solchen Fall herabsetzen, wenn die Vorstandsmitglieder unter Verstoß gegen die Vorgabe einer langfristigen Unter-

122 BEBCHUK/FRIED, *Pay without Performance*, 2004, S.; ebenso BEBCHUK/FRIED, 158 U. Penn. L. Rev. 1915, 1919 (2010).

123 BEBCHUK/COHEN/SPAMANN, 27 Yale J. on Reg. 257, 269 (2010); BEBCHUK/FRIED, 158 U. Penn. L. Rev. 1915, 1932 (2010).

124 BEBCHUK/COHEN/SPAMANN, 27 Yale J. on Reg. 257, 269 f (2010); BEBCHUK/FRIED, 158 U. Penn. L. Rev. 1915, 1932 (2010).

125 BEBCHUK/COHEN/SPAMANN, 27 Yale J. on Reg. 257, 267 ff (2010).

nehmensentwicklung das Risiko der Gesellschaft erhöhen oder langfristiges Wachstum zugunsten kurzfristiger Gewinnziele aufopfern und sich deshalb die Lage der Gesellschaft verschlechtert. Dies müsste auch dann erfolgen, wenn diese Handlungen von der *business judgment rule* gedeckt und für sich genommen nicht pflichtwidrig sind. Dies gibt den Vorständen einen Anreiz, auch dann eine nachhaltige Unternehmensentwicklung anzustreben, wenn ihre Vergütungsstruktur Kurzsichtigkeit und exzessives Risiko favorisiert.¹²⁶ All dies gilt bereits bei Verschlechterungen geringeren Ausmaßes, etwa einem Absinken des Börsenkurses um 10%, wenn dieses Absinken auf den risiko erhöhenden Handlungen des Vorstands beruht.¹²⁷

bb) Fall 2: Nachträgliche Erhöhung des Gesellschaftsrisikos

Für einen weiteren Beispielsfall¹²⁸ stelle man sich eine börsennotierte Gesellschaft vor, die ein solides Geschäft betreibt und deren Börsenkurs den Schwankungen des Aktienmarktes nur in geringem Maße ausgesetzt ist. Die Vorstandsmitglieder erhalten einen relativ hohen Anteil ihrer Vergütung in der Form von Aktienoptionen. Die Optionen enthalten zwar eine langfristige Bemessungsgrundlage. Alle Aktien können jedoch unmittelbar nach Ausübung der Optionen veräußert werden. Dies erscheint dem Aufsichtsrat angemessen. Die Gesellschaft ist in einem Industriezweig tätig, in dem man typischerweise in langfristige Projekte investiert und in besonderem Maße auf qualifiziertes Personal angewiesen ist. Zudem notieren die Aktien der Gesellschaft im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse, in dem keine Quartalsberichte vorgelegt werden müssen. Exzessive Kurzsichtigkeit und Risikoneigung drohen nach Ansicht des Aufsichtsrats nicht. Würde man neben der langjährigen Bemessungsgrundlage noch Haltefristen vorsehen, befürchtet der Aufsichtsrat, dass im Gegenteil die Leistungsanreize des Vorstands erlöschen würden.

In den folgenden Jahren gestaltet der Vorstand die Gesellschaft durch lauter nicht „Holzmüller/Gelatine-pflichtige“ Maßnahmen um. Er betreibt risikoreiche Finanzgeschäfte, deren Umsatz bald den Umsatz des Grundgeschäfts um ein Vielfaches übersteigt. Je nach dem Umfang und dem Risiko dieser Geschäfte kann nun eine Situation entstehen, in welcher der Vorstand auf-

126 Wie hoch dieser Anreiz ist, hängt davon ab, wie viel Gehalt überhaupt herabgesetzt werden kann. Dies ist freilich kein Mangel des hier vertretenen Konzepts, sondern der Rechtsfolge des § 87 Abs. 2 AktG immanent.

127 Zur Verteilung der Beweislast s. o. VI.3.b) sub. 2.

128 In loser Anlehnung an die Vorgänge in der Porsche AG zwischen den Jahren 2005–2009. Vergleiche zur Entwicklung der Porsche AG von einem Autohersteller zu einem „Hedgefonds mit angeschlossener Autoabteilung“ etwa <http://www.faz.net/s/Rub320BC4BB396D497C85EA10766A7DB69B/Doc~E04F72DD59BAC466B8BB895EFCEAFDE1C~ATpl~Ecommon~Scontent.html>.

grund des hohen Optionsanteils seiner Vergütung Anreize zu exzessivem Risiko und kurzfristigem Denken bekommt. Die Vergütung genügt anfangs den Vorgaben des § 87 Abs. 1 AktG. Infolge der Umgestaltungen der Gesellschaft ist dies später jedoch nicht mehr der Fall. § 87 Abs. 2 AktG wirkt nach dem hier vertretenen Konzept als „Notbremse“ und leitet den Vorstand an, auch dann eine nachhaltige Unternehmensentwicklung anzustreben, wenn das Vergütungspaket andere Anreize setzt.

VII. Dogmatische Absicherung

1. § 87 Abs. 2 AktG als spezielle Regelung einer Störung der Geschäftsgrundlage

Der wesentliche Unterschied der hier vorgeschlagenen Lösung im Vergleich zur bisherigen Interpretation von § 87 Abs. 2 AktG besteht darin, dass das hier vertretene Konzept die Ausrichtung der Vergütungsstruktur auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung als Geschäftsgrundlage des Anstellungsvertrags qualifiziert, während die herrschende Meinung den Wegfall der Geschäftsgrundlage allein in der Verschlechterung der Lage der Gesellschaft sieht.¹²⁹ Zumindest seit der Neufassung des § 87 Abs. 2 AktG durch das VorstAG erscheint die hier vertretene Lösung überzeugender.

Schon bisher konnte die Gegenansicht nicht plausibel erklären, warum das Gesetz ausgerechnet in § 87 Abs. 2 AktG eine Ausnahme von dem Grundsatz macht, wonach der Geldleistungsschuldner grundsätzlich das Risiko der Geldbeschaffung trägt („Geld hat man zu haben“).¹³⁰ Üblicherweise wird diese Ausnahme auf die Rechtsnatur des Vorstandsvertrags als Vertrag zur Wahrung von Fremdinteressen und die damit verbundene Pflicht zur Vertragstreue gegenüber der Gesellschaft sowie die organschaftliche Treuepflicht des Vorstandsmitglieds zurückgeführt.¹³¹ Doch dies kann nicht überzeugen.

Erstens ist die Ableitung bestimmter Inhalte des § 87 Abs. 2 AktG aus dem fremdnützigen Charakter des Vorstandsvertrags bei Lichte besehen eine reine

129 S. o. I.

130 Zu dem Grundsatz, wonach der Geldleistungsschuldner grundsätzlich das Geldbeschaffungsrisiko trägt, s. etwa BGH WM 1964, 1253 (Werkvertrag); BGH NJW 1983, 1489, 1490 (Werkvertrag); BGHZ 107, 92, 102 = NJW 1989, 1276, 1278 (Bürgerschaft).

131 SPINDLER, aaO (Fn. 14), § 87 AktG Rdn. 85; WELLER, NZG 2010, 7, 9 ff; WITTUHN/HAMANN, ZGR 2009, 847, 852 f. Vgl. auch OLG Stuttgart ZIP 2004, 1850, 1854; DAUNER-LIEB, aaO (Fn. 38), § 87 AktG Rdn. 35; DIES., Konzern 2009, 583, 589; HOHENSTATT, ZIP 2009, 1349, 1352: Herabsetzung gerechtfertigt, wenn die weitere Zahlung der Bezüge nicht mit der organschaftlichen Treuepflicht des Vorstandsmitglieds vereinbar wäre.

petitio principii. Nicht der Interessenwahrungscharakter des Vorstandsvertrags entscheidet über den Inhalt des § 87 Abs. 2 AktG. Wie weit die Fremdnützigkeit des Vorstandsvertrags geht, wird (unter anderem) durch § 87 Abs. 2 AktG bestimmt. Zwar liegt es nahe, § 87 Abs. 2 AktG als Ausprägung eines Grundsatzes zu deuten, wonach der Vorstand seine eigenen Interessen denen der Gesellschaft unterordnen müsse.¹³² Mit dieser Deutung ist an sich jedoch kaum etwas gewonnen, denn die Frage lautet, wie weit diese Verpflichtung geht. Wer bestimmte Inhalte des § 87 Abs. 2 AktG aus dem Interessenwahrungscharakter des Vorstandsvertrags ableitet, läuft mit anderen Worten Gefahr, diese Inhalte zunächst in diesen Charakter „hineinzulegen“.¹³³

Zweitens wird die Regel des § 87 Abs. 2 AktG vom Gesetzgeber gerade nicht auf alle Verträge über die Fremdinteressenwahrung erstreckt – nicht einmal auf den Anstellungsvertrag des GmbH-Geschäftsführers, obwohl dieser die Gesellschaft nicht in eigener Verantwortung leitet, sondern sogar an die Weisungen der Gesellschaft gebunden ist.¹³⁴ Dagegen ließe sich zwar anführen, § 87 Abs. 2 AktG sei als Kompensation der Weisungsfreiheit des Vorstands konzipiert, für die beim GmbH-Geschäftsführer kein Bedürfnis bestehe.¹³⁵ Die Weisungsfreiheit gem. § 76 AktG ist aber keine Schutzbestimmung zugunsten des Vorstands, sondern besteht im Interesse der AG, da sie den Vorstand verpflichtet, die in der Gesellschaft zusammentreffenden, für den Vorstand beachtlichen¹³⁶ Interessen auszugleichen.¹³⁷ Selbst wenn man dies anders sehen würde, bliebe der Einwand, dass auch die Vorstellung einer Kompensationsfunktion des § 87 Abs. 2 AktG – ebenso wie die dogmatische Einordnung des Vorstandsvertrags als Vertrag zur Fremdinteressenwahrung – *für sich genommen* keinen verwertbaren Schluss für die Auslegung dieser Norm zulässt.¹³⁸ Anders gewendet: Nicht die Kompensationsfunktion des § 87 Abs. 2 AktG bestimmt über den Inhalt der Norm, der Inhalt des § 87 Abs. 2 AktG entscheidet darüber, wie weit die Kompensation reicht.

Drittens kann die Ableitung der erleichterten Herabsetzungsmöglichkeit gem. § 87 Abs. 2 AktG aus dem Interessenwahrungscharakter des Vorstandsver-

132 Zuletzt WELLER, NZG 2010, 7, 9 ff.

133 Ein Fehler, der WELLER, NZG 2010, 7, 9 ff freilich nicht unterläuft, da es ihm allein um die Systemkohärenz des § 87 Abs. 2 AktG geht.

134 Beschlussempfehlungen und Bericht des Rechtsausschusses VorstAG, BT-Drs. 16/13433, S. 10.

135 Vgl. zu dieser Idee WELLER, NZG 2010, 7, 11.

136 Abhängig von den dazu vertretenen Konzepten handelt es sich um die Interessen der Aktionäre (*shareholder value*) oder auch der sonstigen Interessenträger, etwa der Gläubiger und Arbeitnehmer (*stakeholder value*).

137 Zu dieser Moderator-Funktion des Vorstands KLÖHN, Das System der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche, 2009, S. 259 f.

138 Eine Frage, die WELLER, NZG 2010, 7, 11 auch gar nicht beantworten muss, da es ihm nur um die Systemkohärenz des § 87 Abs. 2 AktG geht.

trags auch deshalb nicht überzeugen, weil der Vorstand trotz Fremdnützigkeit seiner Tätigkeit keine „Pflicht zur Zurückhaltung“ bei den Verhandlungen über sein Gehalt hat, sondern der Aktiengesellschaft wie jeder andere Dritte gegenübertritt.¹³⁹ Warum sich dies ändern sollte, sobald der Vertrag abgeschlossen ist, ist nicht ersichtlich,¹⁴⁰ zumal der Vorstand für jeden Malus nach § 87 Abs. 2 AktG einen Zuschlag auf das Grundgehalt verlangen und im Rahmen des Angemessenheitsgebots (§ 87 Abs. 1 Satz 1 AktG) auch erhalten kann¹⁴¹.

Auch die Rechtsfolge des § 87 Abs. 2 AktG passt besser zu dem hier vertretenen Konzept. Ginge es nur um die Beseitigung einer Störung des Äquivalenzverhältnisses, müsste die Rechtsfolge des § 87 Abs. 2 AktG – wie bereits erwähnt¹⁴² – darauf beschränkt sein, die Vergütung auf das gerade nicht mehr unangemessene Niveau zu reduzieren. § 87 Abs. 2 AktG geht jedoch darüber hinaus und verlangt die Herabsetzung auf das nach § 87 Abs. 1 AktG angemessene Niveau. Dies ist konsequent, wenn man den Wegfall der Geschäftsgrundlage in der Tatsache sieht, dass die vertragliche Vergütungsregelung nicht mehr den Vorgaben des § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG entspricht. Die Rechtsfolge besteht darin, die Vergütung in einem Maße herabzusetzen, dessen Androhung die Anreize des Vorstands wiederherstellt, eine nachhaltige Unternehmensentwicklung zu verfolgen. Dies ist die nach § 87 Abs. 1 AktG angemessene Vergütung.

Schließlich ist die hier vertretene Auslegung besser mit dem historischen Hintergrund des § 87 Abs. 2 AktG vereinbar. Dessen Verschärfung erfolgte zugleich mit der Änderung des § 87 Abs. 1 AktG und der Einführung von § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG. Diese Änderungen hatten den ausdrücklichen Zweck, dem Vorstand bessere Anreize zur Leitung der Gesellschaft zu geben.¹⁴³ Folglich sollte auch § 87 Abs. 2 AktG mit Rücksicht auf dieses Steuerungsziel interpretiert werden.

2. *Kein übermäßiger Eingriff in die Vertragsfreiheit*

Das hier vertretene Konzept hält dem häufig gegen § 87 Abs. 2 AktG vorgebrachten Einwand eines übermäßigen Eingriffs in die Vertragsfreiheit¹⁴⁴ stand. Da § 87 Abs. 2 AktG nur eingreift, wenn der Anstellungsvertrag nicht den Voraussetzungen des § 87 Abs. 1 AktG genügt, liegt kein – zumindest kein

139 MERTENS/CAHN, aaO (Fn. 3), § 87 AktG Rdn. 5.

140 Gleichsinnig MARTENS, FS Hüffer, 647, 652.

141 Dazu bereits o. IV.1.

142 S. o. II.1.

143 S. o. I. zum Gesetzgebungsimpuls des VorstAG.

144 S. o. II.1.

über § 87 Abs. 1 AktG hinaus gehender – Eingriff in die Vertragsfreiheit vor. Im Gegenteil: In den Fällen, in denen die im Anstellungsvertrag enthaltene Vergütungsstruktur anfänglich den Voraussetzungen des § 87 Abs. 1 AktG genügt, unterstützt § 87 Abs. 2 AktG das Ziel der Vertragsparteien, indem er eine Auffangregelung bereithält, die eingreift, wenn das vertragliche Vergütungsregime sein Ziel nicht mehr erreicht.

3. Wertungsabgleich mit § 87 Abs. 1 AktG

Beseitigt wird außerdem der drohende Widerspruch zwischen der Herabsetzungspflicht und den Vorgaben des § 87 Abs. 1 AktG.¹⁴⁵ Bereits oben wurde darauf hingewiesen, dass § 87 Abs. 1 AktG Aufsichtsrat und Vorstand nur äußerste Grenzen bei der Suche nach der besten Vergütungsstruktur aufzeigt.¹⁴⁶ Dies gilt insbesondere für die Vorgaben zu den variablen Vergütungsbestandteilen, die sich darin erschöpfen, dass sie eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben und eine Begrenzungsmöglichkeit für außergewöhnliche Entwicklungen vorsehen müssen (§ 87 Abs. 1 Satz 3 AktG). Warum das Gesetz im Hinblick auf Anpassungsregeln und Pay-cut-Ermächtigungen konkreter sein soll, ist nicht unmittelbar einsichtig. Das hier vorgestellte Konzept beseitigt diesen Widerspruch. § 87 Abs. 2 AktG setzt voraus, dass der Anstellungsvertrag nicht (mehr) den Anforderungen des § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG genügt, so dass die Gestaltungsfreiheit, die der Gesetzgeber den Parteien bei den Verhandlungen über die Vergütungsstruktur einräumt, durch § 87 Abs. 2 AktG nicht gestört wird.

4. Wertungsabgleich mit § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG

Die hier entwickelte Lösung hält schließlich im Gegensatz zur herrschenden Meinung einem Wertungsabgleich mit § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG stand. Schon oben wurde darauf hingewiesen, dass § 87 Abs. 2 AktG die Gefahr birgt, unternehmerische Handlungen zu sanktionieren, zu denen die *business judgment rule* den Vorstand ermutigen will.¹⁴⁷ Das hier vorgestellte Konzept löst diesen Widerspruch auf. Wenn nämlich die Vergütungsstruktur keine Anreize zu einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung setzt, ist ein wesentlicher interner Steuerungsmechanismus – die Vorstandsvergütung – außer Kraft gesetzt. Allen risikohöhen Handlungen des Vorstands darf man daher mit erhöhter Skepsis begegnen.¹⁴⁸

145 S. o. II.2.

146 S. o. II.2.

147 S. o. II.2.

148 S. bereits o. VI.3.b) sub. 2.

Diese Wertung ist sogar in der Dogmatik zur *business judgment rule* selbst angelegt. Der Vorstand kann sich nämlich nur dann auf sie berufen, wenn er im Interesse der Gesellschaft handelt (§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG: „zum Wohle“). Setzt ihm der Anstellungsvertrag ihm keine Anreize zu einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung, ist damit zwar nicht per se ein Interessenkonflikt nachgewiesen.¹⁴⁹ Es ist jedoch eine erhöhte Skepsis gegenüber den Handlungen des Vorstands angebracht, die eine zusätzliche Sanktion – die des § 87 Abs. 2 AktG – rechtfertigt. Damit ist auch der Bereich derjenigen Handlungen „im Vorfeld“ der unternehmerischen Entscheidungen abgegrenzt, die der Gesetzgeber des VorstAG als nicht pflichtwidrige, aber doch zurechenbare Handlungen beschreibt.¹⁵⁰

5. Erklärung der Soll-Bestimmung und Anwendbarkeit der *business judgment rule*

Schließlich wird jetzt verständlich, warum § 87 Abs. 2 AktG als „Soll“-Vorschrift ausgestaltet ist. Da § 87 Abs. 2 AktG voraussetzt, dass die im Vertrag festgelegte Vergütung nicht die in § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG geforderten Anreize schafft, folgt die Androhung der Herabsetzung aus der Überwachungs- und Legalitätspflicht des Aufsichtsrats, für die die *business judgment rule* nicht gilt.¹⁵¹ Soweit der Aufsichtsrat bei der Ausgestaltung der Herabsetzung einen Gestaltungsspielraum hat, birgt die Herabsetzungsentscheidung freilich ein Prognose-Element (nämlich über die von der neuen Vergütung ausgehenden Steuerungswirkungen), so dass insoweit die *business judgment rule* gem. §§ 93 Abs. 1 Satz 2, 116 AktG zur Anwendung kommt.¹⁵² Gleiches gilt, soweit der Aufsichtsrat aus übergeordneten Gesellschaftsinteressen ausnahmsweise von der Herabsetzung absehen darf, denn auch insoweit geht es um eine Prognose-Entscheidung unter Unsicherheit.¹⁵³

6. Verfassungsrechtliche Kontrollüberlegung

Schließlich hilft das hier vertretene Konzept über die verfassungsrechtlichen Bedenken des § 87 Abs. 2 AktG im Hinblick auf seine Rückwirkung hinweg.¹⁵⁴ Es ist nämlich in der Tat zweifelhaft, ob § 87 Abs. 2 AktG in bestehen-

149 Wäre dies anders, wäre § 87 Abs. 2 AktG überflüssig.

150 S. bereits o. VI.2.

151 Dazu allgemein etwa HABERSACK, Münchener Komm. z. AktG, 3. Aufl., 2008, § 116 Rdn. 40; HÜFFER, aaO (Fn. 33), § 116 AktG Rdn. 8; SPINDLER, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., 2010, § 116 Rdn. 37; HABERSACK, FS Hüffer, 2010, 259, 265.

152 Zum Meinungsstand o. II.2. Fn. 31.

153 Insoweit im Ergebnis übereinstimmend OETKER, ZHR 175 (2011), 527, 549 f.

154 Dazu bereits o. II.3.

de, dem Schutz des Art. 14 GG unterfallende Rechte wie Pensionszulagen allein deshalb eingreifen darf, um Störungen des Äquivalenzverhältnisses zu beseitigen, denn dabei handelt es sich kaum um einen im öffentlichen Interesse liegenden Zweck. Stattdessen geht es nach dem hier entworfenen Konzept nicht um Vertragsgerechtigkeit, sondern um die Vermeidung von Kurzsichtigkeit und exzessiver Risikoneigung. Dieser Steuerungszweck des § 87 Abs. 2 AktG kann einen Eingriff in Art. 14 GG rechtfertigen.

VIII. Zur Anwendung des § 87 Abs. 2 AktG auf nicht börsennotierte Aktiengesellschaften

Es bleibt die Frage, wie § 87 Abs. 2 AktG in der nicht börsennotierten Aktiengesellschaft angewandt wird. Grundlage des hier entwickelten Konzepts ist der Verweis des § 87 Abs. 2 AktG auf den gesamten § 87 Abs. 1 AktG, insbesondere § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG. Die Anwendung in geschlossenen Aktiengesellschaften hängt also davon ab, ob man auch hier eine Ausrichtung der Vorstandsvergütung auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung verlangt. Der Gesetzgeber des VorstAG geht davon aus. Von einer ausdrücklichen Regelung hat er nur deshalb abgesehen, weil sich ansonsten Fragen zum Verhältnis der GmbH und den Personenhandelsgesellschaften gestellt hätten.¹⁵⁵ Folgt man dem, gilt das oben entwickelte Konzept entsprechend für die kapitalmarktferne Gesellschaft.

Ist man hingegen der Ansicht, dass sich dem Aktiengesetz keine Anforderungen an die Ausrichtung der Vergütungsstruktur in der geschlossenen Gesellschaft entnehmen lassen, muss § 87 Abs. 2 AktG im Sinne der herrschenden Meinung ausschließlich als Korrektiv einer Äquivalenzstörung im Vorstandsvertrag interpretiert werden. Diese „gespaltene Auslegung“ des § 87 Abs. 2 AktG wäre die Konsequenz aus der Beschränkung des § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG auf die börsennotierte Aktiengesellschaft.

Vorzugswürdig erscheint mit Rücksicht auf den ausdrücklichen Willen des Gesetzgebers zur Anwendung des Nachhaltigkeitsgedankens auch auf die nicht börsennotierte AG die zuerst genannte Lösung einer einheitlichen Auslegung des § 87 Abs. 2 AktG.¹⁵⁶ Zu bedenken ist dabei freilich, dass die oben genannten Fehlanreize des Vorstands aufgrund der Vergütungsstruktur abseits des Kapitalmarktes und der Kapitalmarktöffentlichkeit (Quartalsberichte, Analysten-

155 Beschlussempfehlungen und Bericht des Rechtsausschusses VorstAG, BT-Drs. 16/13433, S. 10.

156 Zur Anwendung des in § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG enthaltenen Rechtsgedankens auf die geschlossene Aktiengesellschaft DAUNER-LIEB, aaO (Fn. 38), § 87 AktG Rdn. 24; FLEISCHER, aaO (Fn. 2), § 87 AktG Rdn. 30; OETKER, ZHR 175 (2011), 527, 530.

konferenzen etc.) seltener drohen.¹⁵⁷ Die Bedeutung des § 87 Abs. 2 AktG ist in der geschlossenen Aktiengesellschaft daher geringer als in der Börsengesellschaft, weil seltener Fälle eintreten, in denen die Vergütungsstruktur den Vorstand zu kurzfristigem Handeln oder exzessivem Risiko verleitet.

IX. Thesen

1. § 87 Abs. 2 AktG ist seit seiner Verschärfung durch das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung nicht nur als Norm zur Verhinderung exzessiver Vorstandsbezüge zu interpretieren (d. h. zur Unterstützung von § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG), sondern auch als Norm zur Verhinderung von Fehlanreizen (d. h. zur Unterstützung von § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG).
2. Unbillig i. S. v. § 87 Abs. 2 Satz 1 AktG ist die Weitergewährung der Bezüge in der börsennotierten Aktiengesellschaft, wenn die im Vorstandsvertrag enthaltene Vergütungsregelung nicht oder nicht mehr auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung i. S. d. § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG ausgerichtet ist und sich deshalb die Lage der Gesellschaft verschlechtert hat. Es müssen also die folgenden Voraussetzungen erfüllt sein:
 - a) Die im Vorstandsvertrag enthaltene Vergütungsregelung verstößt gegen § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG, setzt dem Vorstand also keine hinreichenden Anreize zu einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung. Dieser Zustand kann von Anfang an bestehen oder nachträglich eintreten.
 - b) Die Lage der Gesellschaft muss sich verschlechtert haben.
 - c) Der Vorstand muss die Verschlechterung der Lage durch eine Handlung (Tun oder Unterlassen) verursacht haben.
 - d) Der Zurechnungszusammenhang muss gewahrt sein, und zwar in doppelter Hinsicht:
 - aa) In der Handlung des Vorstands muss sich die spezifische Gefahr der nicht mehr § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG genügenden Vergütungsstruktur niedergeschlagen haben. Die Beweislast hierfür trägt der Vorstand. Er muss beweisen, dass er im Sinne einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung handelte.
 - bb) In der Verschlechterung der Lage muss sich das durch den Vorstand geschaffene Risiko einer nicht nachhaltigen Unternehmensentwicklung verwirklicht haben.
3. Die vorstehend genannten Grundsätze gelten entsprechend für die kapitalmarktferne Gesellschaft, wenngleich § 87 Abs. 2 AktG hier eine geringere praktische Bedeutung hat.

157 So für das Phänomen der Kurzsichtigkeit ASKER/FARRE-MENSA/LJUNGQVIST, Does the Stock Market Harm Investment Incentives? (August 15, 2010). ECGI – Finance Working Paper No. 282/2010, <http://ssrn.com/abstract=1603484>.