

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhalt	XI
Einleitung	1
Teil 1 Grundlagen und Problemstellung	11
I. Aufsichtsratsvergütung und Corporate Governance	11
II. Aktienkursorientierte Anreizvergütung	53
Teil 2 Zweckmäßigkeit aktienkursorientierter Aufsichtsratsvergütung unter besonderer Berücksichtigung von Stock Option Plänen	85
I. Zweckmäßigkeit von Anreizvergütungsprogrammen für Aufsichtsratsmitglieder	86
II. Nutzen speziell aktienkursorientierter Vergütungsformen, unter besonderer Berücksichtigung von Stock Option Programmen	154
III. Empirische Untersuchungen	194
IV. Zusammenfassung und Ergebnis	199
Teil 3 Zulässigkeit aktienkursorientierter Aufsichtsratsvergütung unter besonderer Berücksichtigung von Stock Option Plänen	203
1. Abschnitt Zulässigkeit der Gewährung von Optionsrechten auf Aktien an Aufsichtsräte zu Vergütungszwecken	205
I. Einleitung	205
II. Zulässigkeit der Ausgabe selbstständiger Optionen über § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG zur Aufsichtsratsvergütung?	220
III. Zulässigkeit der Ausgabe selbstständiger Optionen über § 71 Abs. 1 S. 1 Nr. 8 AktG zur Aufsichtsratsvergütung?	227
IV. Zulässigkeit der Ausgabe von Options- oder Wandelanleihen über § 221 Abs. 1 AktG zur Aufsichtsratsvergütung?	263
V. Zulässigkeit der Ausgabe selbstständiger Optionen zur Aufsichtsratsvergütung über §§ 192 Abs. 2 Nr. 1, 221 Abs. 1 AktG analog?	286
VI. Zulässigkeit eines Einsatzes von Covered Warrants zur Aufsichtsratsvergütung?	287
VII. Fazit: Unzulässigkeit der Ausgabe von Stock Options an Aufsichtsratsmitglieder seit dem UMAG	291
2. Abschnitt Zulässigkeit sonstiger aktienkursbasierter Aufsichtsratsvergütungen	293
I. Fehlen einer Sonderregelung	293
II. Allgemeine Zulässigkeitsgrenzen für die Aufsichtsratsvergütung, § 113 AktG	294

IX

Inhaltsübersicht

III. Rechtsfolgen bei Verstößen	365
IV. Ergebnis	366
Teil 4 Gesamtbewertung und Exkurs zur Societas Europaea	369
I. Zusammenfassender Überblick über die Ergebnisse	369
II. Exkurs zur Societas Europaea (SE)	373
III. Bewertung	381
Abkürzungen	385
Literatur	391
Sachregister	425

Inhalt

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Einleitung	1
I. <i>Geschichte der aktienkursorientierten Vergütung in den USA und Deutschland</i>	1
II. <i>Aktienkursorientierte Vergütung von Aufsichtsratsmitgliedern in Deutschland</i>	6
III. <i>Fragestellung und Gang der Untersuchung</i>	9
Teil I Grundlagen und Problemstellung	11
I. <i>Aufsichtsratsvergütung und Corporate Governance</i>	11
1. Professionalisierung der Aufsichtsrats Tätigkeit in Deutschland	11
a) Internationale Corporate Governance Bewegung und ihre Auswirkungen in Deutschland	11
b) Aufsichtsratsreform und Deutscher Corporate Governance Kodex ..	20
aa) Gesetzliche Aufgaben des Aufsichtsrats seit der Aktiengesetzreform von 1965	20
bb) Änderungen durch das KonTraG 1998	23
cc) Weitere Reform durch TransPubG, UMAG und Deutschen Corporate Governance Kodex	26
dd) Entwicklung in der Praxis	35
ee) Zwischenfazit	36
c) Neue Herausforderungen	36
2. Derzeitige Vergütung von Aufsichtsratsmitgliedern in Deutschland	38
a) Gesetzliche Rahmenbedingungen	38
b) Arten der Vergütung	43
c) Zahlen zur Höhe und Zusammensetzung der Aufsichtsratsvergütung ..	46
3. Fazit mit Ausgangsthese	51
II. <i>Aktienkursorientierte Anreizvergütung</i>	53
1. Begriff und Funktionsweise aktienkursorientierter Vergütungen	53
a) Stock Option Begriff	53
b) Funktionsweise von Aktienoptionsprogrammen	58
c) Begriff und Funktionsweise anderer Formen aktienkursorientierter Vergütung	60
aa) Stock Appreciation Rights	60
bb) Phantom Stocks	63
cc) Restricted Stock	65
2. Funktion erfolgsabhängiger Vergütungen und Theorie der Anreizvergütung	66
	XI

a)	Kontrollbasierte versus anreizbasierte Verhaltenssteuerung	68
b)	Vergütungsanreize im Anreizsystem Unternehmen	69
c)	Grundfunktionen von Anreizvergütungsprogrammen	71
aa)	Motivation zu erhöhtem Arbeitseinsatz	72
bb)	Motivation zur Ausrichtung auf die vorgegebenen Unternehmensziele	73
d)	Nebenfunktionen von Anreizvergütungsprogrammen	75
aa)	Anziehung, Bindung und Selektion	75
bb)	Information über die Unternehmensziele	76
3.	Innere Systematik der verschiedenen Anreizvergütungsformen	77
4.	Charakteristika der einzelnen wertorientierten Vergütungsformen	81
a)	Ausrichtung auf den Shareholder Value als Maß für den Unternehmenserfolg	81
b)	Ausrichtung auf den Kapitalmarkt und damit auf eine externe Erfolgsmessung	82
c)	Beteiligung am Eigenkapital der Gesellschaft versus Barauszahlung	83
d)	Ausgabe von Optionen auf Aktien versus unmittelbare Aktienausgabe	83
5.	Fazit	84
Teil 2	Zweckmäßigkeit aktienkursorientierter Aufsichtsratsvergütung unter besonderer Berücksichtigung von Stock Option Plänen	85
1.	<i>Zweckmäßigkeit von Anreizvergütungsprogrammen für Aufsichtsrats- mitglieder</i>	<i>86</i>
1.	Kosten von Anreizvergütungsprogrammen	86
2.	Motivationstheoretische Fundamentalkritik gegen exogene materielle Anreize	91
3.	Nutzen einer möglichen Ersparnis von Agencykosten	93
a)	Die Agencytheorie als Fundament der Anreizvergütung von Führungskräften	95
aa)	Principal-Agent-Theorie und das Trennungproblem in der Publikumsaktiengesellschaft	95
bb)	Interessengegensätze zwischen Aktionären und Managern	98
cc)	Informationsasymmetrie und Agencykosten	99
dd)	Anreizvergütung als Lösungsansatz der Agencytheorie	102
ee)	Fazit	104
b)	Übertragbarkeit der Agencytheorie auf Aufsichtsratsmitglieder	105
aa)	Unterschiedlicher Ausgangskonflikt	105
bb)	Grundsätzliche Anwendbarkeit der Agencytheorie auf den Konflikt von Aufsichtsrat und Aktionären	109
cc)	Grenzen der Übertragbarkeit, insbesondere in mitbestimmten Aufsichtsräten	114
(1)	Mitbestimmung in deutschen Großunternehmen	115
(2)	Arbeitnehmervertreter als Agenten der Aktionäre?	121
(3)	Motivationszweck und Abführungszwang bei Arbeitnehmervertretern	123
(4)	Weitere Abführungsverpflichtungen einzelner Aufsichtsratsmitglieder	129

c) Fazit	130
4. Nutzen einer möglichen strategischen Ausrichtung des Aufsichtsrats . . .	131
a) Strategische Ausrichtung der Inzentivierten durch langfristige Anreizvergütung	131
b) Zweckmäßigkeit einer strategischen Ausrichtung von Aufsichtsratsmitgliedern?	132
c) Zweckmäßigkeit der Information über die strategische Ausrichtung . . .	142
d) Fazit	143
5. Nutzen einer möglichen Bindung und Anziehung qualifizierter und engagierter Aufsichtsratsmitglieder	144
a) Anziehung, Bindung, Selektion	144
b) Zweckmäßigkeit im Rahmen der Aufsichtsratsvergütung	145
c) Fazit	149
6. Sonstige Zweckmäßigkeitserwägungen	150
7. Zwischenergebnis zur Anreizvergütung für Aufsichtsratsmitglieder	151
<i>II. Nutzen speziell aktienkursorientierter Vergütungsformen, unter besonderer Berücksichtigung von Stock Option Programmen</i>	<i>154</i>
1. Besonderer Nutzen einer Ausrichtung auf den Shareholder Value	155
a) Vor- und Nachteile des Shareholder Value gegenüber anderen Erfolgsmaßen	156
b) Aktienkurs als Maß für Aufsichtsratsmitglieder?	170
2. Weitere Vorteile einer dezidierten Kapitalmarktausrichtung	173
a) Allgemeine Zweckmäßigkeitserwägungen	173
aa) Höhere Bedeutung der externen Kontrolle durch Ausrichtung auf externe Erfolgsmessung	173
bb) Erleichterung der Kapitalbeschaffung und Signalwirkung am Kapitalmarkt	175
b) Zweckmäßigkeit im Rahmen der Aufsichtsratsvergütung	177
3. Besonderer Vorteil der Liquiditätsschonung bei Aktien und Aktienoptionen	179
a) Allgemeine Zweckmäßigkeitserwägungen	179
b) Zweckmäßigkeit im Rahmen der Aufsichtsratsvergütung	182
4. Besonderer Vorteil durch stärkere Risikoausrichtung und erweiterte Gestaltungsmöglichkeiten?	183
a) Allgemeine Zweckmäßigkeitserwägungen	184
(1) Förderung der Risikobereitschaft der Inzentivierten	184
(2) Erweiterte Gestaltungsmöglichkeiten	187
b) Zweckmäßigkeit im Rahmen der Aufsichtsratsvergütung	190
5. Sonstige Zweckmäßigkeitserwägungen und Zwischenergebnis	191
<i>III. Empirische Untersuchungen</i>	<i>194</i>
1. Empirische Studien zu Managementvergütung und Unternehmenserfolg . .	194
2. Empirische Studien zur Aufsichtsratsvergütung	196
3. Bewertung der bisherigen Untersuchungen und Ergebnisse	198
<i>IV. Zusammenfassung und Ergebnis</i>	<i>199</i>

Teil 3	Zulässigkeit aktienkursorientierter Aufsichtsratsvergütung unter besonderer Berücksichtigung von Stock Option Plänen	203
1. Abschnitt	Zulässigkeit der Gewährung von Optionsrechten auf Aktien an Aufsichtsräte zu Vergütungszwecken	205
<i>I.</i>	<i>Einleitung</i>	205
1.	Zulässigkeit der Gewährung von Optionsrechten auf Aktien zu Vergütungszwecken als Vorfrage der Zulässigkeit von Stock Option Plänen	205
2.	Optionsrechtseinräumung und Bezugsrecht im deutschen Aktienrecht	206
a)	Allgemeine zivilrechtliche Qualifizierung von Option und Optionseinräumung	206
b)	Ausgabe von Optionen auf bereits bestehende Aktien	208
aa)	Rückkauf eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft, § 71 AktG	208
bb)	Programmkauf und Ausgabe so genannter Covered Warrants	209
c)	Ausgabe von Optionen auf neu geschaffene Aktien	211
aa)	Optionsrechte auf neue Aktien und das Bezugsrecht der Altaktionäre	211
bb)	Umsetzung von Aktienoptionsprogrammen, die Optionen auf neue Aktien gewähren	213
cc)	Rechtliche Einordnung der ausgegebenen Bezugsrechte	217
dd)	Covered Warrants auf neue Aktien aus einer Kapitalerhöhung?	219
3.	Mögliche Umsetzungswege und Fortgang der Untersuchung	219
<i>II.</i>	<i>Zulässigkeit der Ausgabe selbstständiger Optionen über § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG zur Aufsichtsratsvergütung?</i>	220
1.	Einführung	220
2.	Zulässigkeit einer Ausgabe selbstständiger Optionen an Aufsichtsräte zu Vergütungszwecken über § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG?	221
3.	Rechtsfolgen bei Nichtbeachtung	226
<i>III.</i>	<i>Zulässigkeit der Ausgabe selbstständiger Optionen über § 71 Abs. 1 S. 1 Nr. 8 AktG zur Aufsichtsratsvergütung?</i>	227
1.	Einführung in die Geschichte der Norm und Problemstellung	227
2.	Auslegung der Verweisung in § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 AktG	233
a)	Rechtsgrundverweisung auf § 193 Abs. 2 Nr. 4 und § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG	234
b)	Partielle Rechtsfolgenverweisung nur auf § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG	235
c)	Alternative Verweisung auf § 186 Abs. 3, 4 oder § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG	237
d)	BGH Urteil in der Sache MobilCom vom 16. Februar 2004	238
e)	Diskussion des Urteils hinsichtlich der Auslegung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG	242
aa)	Alternative oder kumulative Verweisung?	242
bb)	Rechtsgrundverweisung oder partielle Rechtsfolgenverweisung?	244
(1)	Grammatikalische Auslegung	245
(2)	Systematische Auslegung	246
(3)	Historische Auslegung	248
(4)	Teleologische Auslegung	249

(5) Zwischenfazit zur Auslegung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG in der Fassung des KonTraG	257
(6) Auswirkungen des UMAG auf die Auslegung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 AktG	257
(7) Ergebnis	260
f) Genereller Ausschluss von Aufsichtsrats Stock Options bereits in § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG?	261
3. Fazit und Rechtsfolgen bei Nichtbeachtung	262
IV. <i>Zulässigkeit der Ausgabe von Options- oder Wandelanleihen über § 221 Abs. 1 AktG zur Aufsichtsratsvergütung?</i>	263
1. Sachlage vor Inkrafttreten des KonTraG	263
2. Änderung der Rechtslage durch das KonTraG?	265
a) Diskussionsstand bis zum MobilCom-Urteil des BGH	265
b) Obiter dictum im MobilCom-Urteil des BGH vom 16. Februar 2004 ..	266
c) Diskussion und Stellungnahme: Genereller Ausschluss von Aufsichtsrats Stock Options durch § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG im Rahmen des KonTraG?	268
d) Zwischenergebnis zur Rechtslage nach dem KonTraG	278
3. Änderung der Rechtslage durch das UMAG?	278
4. Fazit und Rechtsfolgen bei Nichtbeachtung	284
V. <i>Zulässigkeit der Ausgabe selbstständiger Optionen zur Aufsichtsrats- vergütung über §§ 192 Abs. 2 Nr. 1, 221 Abs. 1 AktG analog?</i>	286
VI. <i>Zulässigkeit eines Einsatzes von Covered Warrants zur Aufsichtsrats- vergütung?</i>	287
VII. <i>Fazit: Unzulässigkeit der Ausgabe von Stock Options an Aufsichtsrats- mitglieder seit dem UMAG</i>	291
2. Abschnitt Zulässigkeit sonstiger aktienkursbasierter Aufsichtsratsvergütungen	293
I. <i>Fehlen einer Sonderregelung</i>	293
II. <i>Allgemeine Zulässigkeitsgrenzen für die Aufsichtsratsvergütung, § 113 AktG</i>	294
1. Grundsatz der Gestaltungsfreiheit	295
2. Vier Schranken der Gestaltungsfreiheit	296
a) Der Grundsatz der Gleichbehandlung	297
b) Berechnungsvorgabe für Gewinnbeteiligungen, § 113 Abs. 3 AktG ..	298
c) Unzulässigkeit von Aktienoptionen für Aufsichtsratsmitglieder gemäß § 192 Abs. 2 Nr. 3, § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5, § 221 Abs. 4 Satz 2 AktG	299
aa) Ausstrahlung auf sonstige aktienkursabhängige Aufsichtsrats- vergütungen?	299
(1) Wortlaut des § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG	301
(2) Systematischer Ort des Verbots von Aufsichtsrats Stock Option Plänen	301
(3) Gesetzgebungsgeschichte des Verbots von Aufsichtsrats Stock Option Plänen	302
bb) Fazit	305

d)	Angemessenheitsgebot des § 113 Abs. 1 Satz 3 AktG	305
aa)	Verbot unangemessen hoher Aufsichtsratsvergütungen	306
(1)	Inhalt und Zweck des Angemessenheitsgebots	306
(2)	Was ist angemessen? Der unbestimmte Rechtsbegriff der Angemessenheit	307
(3)	Angemessenheit der Aufsichtsratsvergütung zur Lage der Gesellschaft	308
(4)	Angemessenheit der Vergütung zu den Aufgaben der Aufsichtsratsmitglieder	309
(5)	Gerichtliche Durchsetzbarkeit des Angemessenheitsgebots	310
(6)	Fazit: Sehr weites Entscheidungsermessen der Hauptversammlung	311
(7)	Anwendung auf die Frage nach der Zulässigkeit aktienkursorientierter Vergütungen	311
bb)	Verbot inhaltlich unangemessener Aufsichtsratsvergütungen?	312
(1)	Problembeschreibung	312
(2)	Abschließende gesetzliche Schrankenregelung	313
(3)	Angemessenheitsgebot als Instrument zur Kontrolle der Art und Struktur der Vergütung	314
(4)	Berücksichtigung übergeordneter systematischer Aspekte im Rahmen des Angemessenheitsgebots	315
cc)	Fazit und weitere Prüfung der Zulässigkeit aktienkursgestützter Aufsichtsratsvergütungen	316
3.	Einschränkung der Gestaltungsfreiheit aus übergeordneten allgemeinen Wertungen, §§ 111, 113 Abs. 1 Satz 3 AktG	317
a)	Gefährdung der Kontrollfunktion des Aufsichtsrats durch aktienkursorientierte Anreizvergütungsprogramme?	317
aa)	Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder vom Vorstand als unabdingbare Voraussetzung der Erfüllung der Kontrollaufgabe des Aufsichtsrats, § 111 AktG	317
bb)	Gefahr der Verleitung zu einer engen unternehmerischen Zusammenarbeit mit dem Vorstand und zur Vernachlässigung der eigentlichen Überwachungsaufgabe	322
cc)	Gefährdung der Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder bei Betroffenheit der Aufsichtsratsvergütung vom wirtschaftlichen Erfolg der Gesellschaft	327
dd)	Gefährdung der Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder wegen besonderer Anfälligkeit des Aktienkurses für Manipulationen durch den Vorstand	330
ee)	Gefährdung der Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder durch möglichen Vorstandseinfluss auf die Vergütungsgestaltung (Kompetenzproblem)	333
ff)	Gefährdung der Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder bei einem Gleichlauf aktienkursorientierter Vergütungsprogramme von Aufsichtsrat und Vorstand	335
gg)	Fazit: Kontrollfunktion und aktienkursorientierte Aufsichtsratsvergütung	339

b)	Gefährdung der Ausrichtung des Aufsichtsrats auf das Unternehmensinteresse durch aktienkursorientierte Anreizvergütungsprogramme?	341
aa)	Das »Unternehmensinteresse« als Leitmaxime der Aufsichtsratsstätigkeit	342
(1)	Bindung von Vorstand und Aufsichtsrat an das Gesellschaftsinteresse	343
(2)	Bindung an das Unternehmensinteresse nach herrschender Ansicht und DCGK	343
(3)	Sonstige Ansichten zur Leitmaxime von Vorstand und Aufsichtsrat	347
(4)	Zwischenergebnis	349
bb)	Aktienkursorientierte Anreizvergütung als Umsetzung des Shareholder Value Konzepts	351
(1)	Geschichte und Inhalt des Shareholder Value Konzepts	351
(2)	Wesensmerkmale des Shareholder Value Konzepts	352
(a)	Interessenmonismus	352
(b)	Kapitalmarktorientierung	354
(3)	Stock Options und sonstige aktienkursorientierte LTIP-Programme als strukturelle Grundentscheidung für eine Shareholder Value Orientierung der Unternehmensführung	356
(4)	Ökonomische und öffentliche Kritik	357
cc)	Vereinbarkeit von Shareholder Value Orientierung und Kapitalmarktausrichtung mit der Ausrichtung des Aufsichtsrats auf das Unternehmensinteresse?	359
(1)	Trennung von Einzelmaßnahmen und strukturellen Maßnahmen	359
(2)	Bedeutung für die Zulässigkeit bzw. Gestaltung aktienkursorientierter Aufsichtsratsvergütungsprogramme	361
dd)	Fazit	363
c)	Widerspruch zum Nebenamtscharakter des Aufsichtsratsamtes?	364
III.	Rechtsfolgen bei Verstößen	365
IV.	Ergebnis	366
Teil 4	Gesamtbewertung und Exkurs zur Societas Europaea	369
I.	Zusammenfassender Überblick über die Ergebnisse	369
1.	Überblick über das Ergebnis der Zweckmäßigkeitsuntersuchung	369
2.	Überblick über die Zulässigkeitsregelung de lege lata	371
II.	Exkurs zur Societas Europaea (SE)	373
1.	Rechtliche Grundlagen der Societas Europaea (SE)	374
2.	Monistische und dualistische SE mit Sitz in Deutschland	375
3.	Zweckmäßigkeit einer aktienkursorientierten Anreizvergütung von Verwaltungsratsmitgliedern einer monistischen SE mit Sitz in Deutschland	376
4.	Zulässigkeit einer aktienkursorientierten Anreizvergütung von Verwaltungsratsmitgliedern einer monistischen SE mit Sitz in Deutschland	378
5.	Fazit	380

Inhalt

<i>III. Bewertung</i>	381
1. Kritische Analyse der aktuellen Gesetzeslage in Deutschland	381
2. Rechtspolitischer Handlungsbedarf	383
Abkürzungen	385
Literatur	391
Sachregister	425