

Vergütung für Vorstandsmitglieder – juristische und ökonomische Perspektiven¹

1. Einleitung

Nur wenige Themen haben sowohl die fachliche Diskussion als auch die Medien derart beschäftigt wie die angemessene Vergütung von Vorstandsmitgliedern,² angefangen durch den bekannten Mannesmann-Prozess³ und der von vielen als exzessiv empfundenen Abfindungsprämie für den damaligen Vorstandsvorsitzenden. Die Hoffnungen auf eine Klärung durch den BGH sind jedoch enttäuscht worden, da der 3. Strafsenat sich auf eine salomonische Lösung zurückgezogen und grundsätzlich Anerkennungsprämien bei endgültigem Ausscheiden des Organmitglieds äußerst enge Grenzen gesetzt hat, ohne selbst zur Frage der Angemessenheit einer Vergütung Stellung zu beziehen.⁴

Die Frage nach der angemessenen Ausgestaltung der Vergütung von Organmitgliedern steht daher nach wie vor offen im Raum – und spielt angesichts der zunehmenden strafrechtlichen Flankierung des Aktienrechts⁵ sowie der radikal abgesenkten Quoren für Aktionärsklagen nach § 148 AktG eine erhebliche Rolle. In diesem Zusammenhang richtet sich der Blick auf mögliche Maßstäbe, an denen der Jurist seine Entscheidung ausrichten kann. Naturgemäß ist dies zunächst die Ökonomie, die ähnlich wie bei der Bewertung angemessener Abfindungen im Rahmen von Spruchverfahren um fachlichen Beistand ersucht wird. In den Reigen zahlreicher fruchtbarer Modelle fügt sich in diesem Rahmen auch das hier zu kommentierende Papier von Dittmann/Maug/Spalt, das die optimale Ausgestaltung von Managervergütungen diskutiert, wenn diese avers gegenüber Verlusten reagieren (»loss averse«). Der folgende Comment setzt

1 Comment zu *Dittmann/Maug/Spalt*, Executive Stock Options when Managers are Loss-Averse, Paper präsentiert auf dem Workshop »Uncertainty, Risk and Regulation: The Behavioral Law and Economics Perspective«, TU Berlin, 16.-17.6.2006. in Berlin. Dieser Beitrag kann leider hier nicht veröffentlicht werden.

2 Siehe etwa *Baums*, in: FS Huber, 2006, S. 657; *Lutter*, ZIP 2006, 733; *Fleischer*, DStR 2005, 1279 (I), 1318 (II); *Marsch-Barner*, in: FS-Röhrich, 2005, S. 401; *Schwark*, in: FS-Raiser, 2005, S. 381; *Hoffmann-Becking*, ZHR 169 (2005), 155; *Martens*, ZHR 169 (2005), 124; *Lücke*, NZG 2005, 692; *Spindler*, DStR 2004, 36; *Körner*, NJW 2004, 2697; *Thüsing*, ZGR 2003, 457; *ders.*, DB 2003, 1612.

3 BGH, ZIP 2006, 72 = NJW 2006, 522; s. dazu *Spindler*, ZIP 2006, 349; *Lutter*, ZIP 2006, 733; *Kort*, NZG 2006, 131; *Fleischer*, DB 2006, 542; *Peltzer*, ZIP 2006, 205; *Hoffmann-Becking*, NZG 2006, 127; *Jahn*, ZIP 2006, 738; *Vogel/Hocke*, JZ 2006, 568; *Reiner/Geuter*, EWiR 2006, 187; *Rönnau*, NSiZ 2006, 218; *Ransiek*, NJW 2006, 814; *Schünemann*, NSiZ 2006, 196.

4 BGH ZIP 2006, 72, 73 ff. = NJW 2006, 522, 523 ff.; s. dazu *Spindler*, ZIP 2006, 349, 351; *Kort*, NZG 2006, 131; *Hoffmann-Becking*, NZG 2006, 127; *Fleischer*, DB 2006, 542, 543; *Jahn*, ZIP 2006, 738, 741.

5 S. zur Frage, ob das Aktienrecht durch die strafrechtliche Rechtsprechung überformt wird, *Dreher*, AG 2006, 213; zur Bedeutung der strafrechtlichen Haftung von Geschäftsleitern im europarechtlichen Kontext s. auch *Rönnau*, ZGR 2006, 833.

sich zunächst kurz mit dem Paper von Dittmann u.a. auseinander, befasst sich sodann aber schwerpunktmäßig mit der Frage, welche (ökonomischen) Maßstäbe überhaupt für die Konkretisierung der angemessenen Vergütung fruchtbar gemacht werden können, um mit einem Plädoyer für die Öffnung gegenüber Marktkräften zu schließen.

II. Optimale Vergütungen bei »loss averse« Managern

Das Modell von Dittmann u.a. unterscheidet sich vor allem in einem wesentlichen Punkt von herkömmlichen Ansätzen: der zugrunde gelegten Verhaltensannahme von Managern. Anders als viele Ansätze gehen Dittmann u.a. nicht von einer einfachen Risikoaversion der Manager und Risikoneutralität der Aktionäre aus, sondern von einer Verlustaversion (»loss averse«) der Manager. Damit reihen sich Dittmann u.a. in die neueren Strömungen der Behavioral Finance ein, die von den bislang zugrunde gelegten Verhaltensannahmen abgeht und versucht, realistischere Modelle zugrunde zu legen,⁶ hier insbesondere hinsichtlich der in der Praxis zu beobachtenden wesentlich stärkeren Gewichtung von Verlusten als von Gewinnen. Dittmann u.a. weisen zu Recht daraufhin, dass die von der bislang gängigen Theorie prognostizierten Anreizstrukturen gerade bei Firmen mit hohen Werten nicht eintreten, da Manager eher auf negative Anreize (Sanktionen) reagieren als auf marginale Zuwächse.

Der Ansatz von Dittmann u.a. kann daher in der Tat besser geeignet sein, in der Realität anzutreffende Vergütungsstrukturen zu erklären – allerdings liegt auch gerade hier der Pferdefuß: Denn zumindest in Kontinental-Europa scheint nach neueren Berichten von Personalberatungsfirmen wie Towers & Perrin nicht mehr die Aktienoptionsvergütung zu dominieren, sondern die rein aktienbasierte Vergütung, die den Managern ein von Schwellenwerten abhängige, aber fest zu kalkulierende Vergütung einräumt. Hiervon hängt aber eine der Annahmen des Modells von Dittmann u.a. ab, wenn sie davon ausgehen, dass CEOs die fixe Vergütung und die variable, spätere Entlohnung als ein einheitliches Entgeltschema begreifen und Gewinn und Verluste insgesamt für alle Vergütungsbestandteile als gegenseitig ausgleichsfähig ansehen.⁷ Allerdings weisen Dittmann u.a. daraufhin, dass das Modell entsprechend angepasst werden könnte, was mit Sicherheit für die derzeitige Praxis interessant wäre.

Zudem ist bei allen Modellen nicht geklärt, inwieweit dynamische Aspekte, insbesondere Lernvorgänge bei denjenigen, die die Vergütungsstrukturen bestimmen, eine Rolle spielen können. So war nach Einführung der Aktienoptionen als Vergütungsinstrument eine gewisse Lernphase zu beobachten, innerhalb derer die Ausgestaltung von Optionen wesentlich verfeinert und angepasst wurde – allerdings bis zu einem Grad der Komplexität, der diese Instrumente in der Praxis auch hinsichtlich der Ausübung der Optionen ohne kompetente, spezialisierte Beratung nur noch schwer handhabbar erscheinen lässt.

6 Zusammenfassend und grundlegend für die deutsche Rezeption *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 81 ff.; zur Entwicklungsgeschichte der Behavioral Finance s. auch *Shiller*, 17 J. Econ. Persp. 83 (2003).

7 Dittmann u.a., sub. 5 S. 26.

III. Juristische und ökonomische Konkretisierungen der angemessenen Vergütung

Das Paper von Dittman u.a. zeigt exemplarisch den Nutzen, aber auch die Restriktionen ökonomischer Ansätze zur Konkretisierung von Vergütungen der Organmitglieder auf. Das von Dittmann u.a. entwickelte Modell beruht – wie auch zahlreiche andere konkurrierende Modelle – auf bestimmten Annahmen, die der endgültigen empirischen Verifikation harren und die überdies stetigem Wandel unterworfen sind. Schließlich ist keineswegs gesichert, dass die oftmals für die USA gewonnenen empirischen Daten über Verhalten, Vergütungen und Anreizstrukturen auch für europäische Märkte und Manager Gültigkeit beanspruchen dürfen.

So verdienstvoll derartige Untersuchungen aus Sicht der Principal-Agent-Theorie sind, so vorsichtig sollte der Jurist mit der Implementierung von ökonomischen Modellen verfahren. Stets geht es um die Optimierung bestimmter Strukturen unter gegebenen Annahmen und Randbedingungen, die zwar eine normative Gestaltungsempfehlung zu geben vermögen, ihre Legitimation schnell verlieren, wenn grundlegende Annahmen nicht mehr haltbar sind oder modifiziert werden müssen. Wie oben bereits angedeutet, wird von einschlägigen Personalberatungsfirmen berichtet, dass »stock options« nach den Änderungen der Rechnungslegungsvorschriften der IFRS schlichtweg »out« sind, da sie zu entsprechenden Belastungen in der Bilanz führen⁸ – stattdessen dominieren jüngst offenbar reine Aktienvergütungen, die keinerlei Optionscharakter mehr tragen, sondern den Managern (und Arbeitnehmern) unmittelbar Vermögenswerte in Form von Aktien zukommen lassen.

Dies soll den ökonomischen Wert derartiger Modelle keineswegs schmälern, doch muss sich der Jurist stets ihrer erkenntnistheoretischen Grundlagen und der Einbettung in bestimmte ökonomie-theoretische Parameter bewusst sein. Ökonomische Modelle und Erkenntnisse können aber wesentlich zur Transparenz-Steigerung juristischer Entscheidungen beitragen, indem der Jurist sich stets darüber Rechenschaft ablegen muss, unter welchen Bedingungen und mit welchen Konsequenzen eine Entscheidung zu treffen ist.

In diesem Rahmen müssen grundsätzlich zwei Ansätze unterschieden werden, die der Bestimmung der angemessenen Vergütung dienen: der empirisch-vergleichende Ansatz und der normative Ansatz. Der empirisch-vergleichende Ansatz recurriert für die Bestimmung der Angemessenheit einer Vergütung auf Preise auf vergleichbaren Märkten,⁹ in der Praxis durch Einholung von entsprechenden Gutachten, die die Vergütungsstrukturen und das Niveau auf anderen (Manager-) Märkten und in anderen Ländern heranziehen. Demgegenüber geht der normative Ansatz von vornherein von einer objektiven Größe oder Struktur einer Vergütung aus, die sich theoretisch ableiten

8 Ähnliche Wertung bei *Rossmannith/Funk/Alber*, WPg 2006, 664, 671; s. auch *Bursee/Schawilje*, Auf der Suche nach Alternativen, Unternehmen rücken von Stock Options ab, *Finance* v. 28.5.2004, S. 74; zur Bilanzierung von stock options nach IFRS etwa *Ekkenga*, DB 2004, 1897, 1900; *Hasbargen/Stauske*, BB 2004, 1153.

9 S. hierzu etwa *Kort*, NJW 2005, 333, der eine Vergütung für angemessen hält, wie sie einem Vorstandsmitglied mit entsprechenden Aufgaben in einer vergleichbar großen AG in ähnlicher wirtschaftlicher Lage gezahlt wird.

lässt.¹⁰ Die Kette juristischer Versuche, das *iustum pretium* zu finden, ist lang und reicht von der Antike über das Hochmittelalter bis heute, etwa in anderen Rechtsbereichen wie dem Urheberrecht, das erst jüngst die Figur der angemessenen Vergütung eingeführt hat¹¹ – und ähnliche Probleme seitdem erleidet wie andere Rechtsgebiete auch, die mit der Figur einer angemessenen Vergütung oder eines angemessenen Preises arbeiten (müssen). Aber wie dargelegt, können auch ökonomische Modelle durchaus als normativ begriffen werden, wenn sie beweisen, dass unter bestimmten Rahmenbedingungen nur eine bestimmte Struktur oder gar eine bestimmte Vergütung effizient ist, um die Anreizstrukturen von Aktionären (Prinzipalen) und Managern (Agenten) optimal zu gestalten. Nur können – wie bereits dargelegt – derartige normative Modelle keine Allgemeingültigkeit für sich beanspruchen.

Beide Ansätze schließen indes einander nicht aus, sondern sind häufig überlappend;¹² denn auch der empirisch-vergleichende Ansatz sieht sich genötigt, aus den faktischen Feststellungen normative Aussagen abzuleiten, indem etwa bestimmte Ergebnisse für übertragbar in andere (streitbefangene) Sektoren erklärt werden. Genau diese »Übersetzungsleistung« aber unterliegt entsprechenden Wertungen (und Zweifeln): sollen etwa Märkte für US-amerikanische Manager herangezogen werden können, um Vergütungserhöhungen für deutsche Vorstandsmitglieder zu rechtfertigen? Welche Märkte für Manager (und ihre Vergütungen) können überhaupt miteinander verglichen werden?¹³ Umgekehrt kommt der normative Ansatz nicht ohne bestimmte Annahmen aus, die auf empirischen Aussagen beruhen, und seien es auch nur Verhaltensannahmen wie etwa »loss aversion«.

Für die Versuche der Konkretisierung des normativ-juristischen Kriteriums der angemessenen Vergütung ergibt sich daher ein ernüchterndes Bild: Alle Ansätze, ob empirisch-vergleichend oder ökonomisch-normativ, vermögen nur Hilfskriterien zu liefern. Umgekehrt ist es ein aussichtsloses Unterfangen, in einer Marktwirtschaft den

10 Vgl. in diesem Zusammenhang *Fleischer*, DStR 2005, 1279, 1282, der darauf hinweist, dass marktübliche Vergütungen keineswegs stets als angemessen anzusehen sind, und der Marktüblichkeit deshalb nur eine Indizwirkung beimisst; auf Ineffizienzen im Zusammenhang mit Vorstandsvergütungen hinweisend auch *Bebchuk/Fried/Walker*, 69 U. Chi. L. Rev. 751 (2002); dazu ferner *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 465.

11 Siehe § 32 UrhG, eingeführt durch das Gesetz zum Urhebervertragsrecht v. 22.3.2002, dazu allgemein etwa *Wandtke/Holzapfel*, GRUR 2004, 284, 292; *Berger*, ZUM 2003, 521 und in diesem Zusammenhang auch *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 468, sowie jüngst § 137l Abs. 5 UrhG-E (Entwurf eines Zweiten Gesetzes zur Regelung des Urheberrechts in der Informationsgesellschaft v. 22.3.2006, abrufbar unter <http://www.bmj.de/media/archive/1174.pdf>), dazu kritisch *Spindler/Heckmann*, ZUM 2006, 620, 629.

12 So hält etwa *Lutter*, ZIP 2006, 733, 736, einen kontrollierenden Blick auf die Situation bei vergleichbaren Unternehmen für hilfreich; s. auch *Fleischer*, DStR 2005, 1279, 1282, der zwar marktübliche Vergütungen nicht stets für angemessen hält, der Marktüblichkeit gleichwohl aber eine Indizwirkung beimisst.

13 Siehe hierzu etwa *Kort*, NJW 2005, 333, der jedenfalls nur solche ausländischen Märkte zum Vergleich heranzieht, auf denen das Vorstandsmitglied aufgrund seiner Ausbildung und Laufbahn auch als Geschäftsleitungsmitglied in Betracht kommt; ebenso *Fleischer*, DStR 2005, 1279, 1282; dazu auch *Schwark*, in: FS-Raiser, 2005, S. 381, 385; *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 471.

»gerechten« Preis zu definieren – eine Aufgabe, an der sich bereits Generationen von Ökonomen, Theologen, Philosophen und Juristen buchstäblich die Zähne ausgebissen haben, und die wohl auch aus fundamtenalen Gründen überhaupt nicht zu leisten ist, da der inhärente Wert einer Sache oder einer Leistung nicht zu bestimmen ist¹⁴. Kann man indes nicht Kriterien finden, um den gerechten bzw. angemessenen Preis zu finden, liegt es nahe, nicht auf solche (schein-) objektiven Maßstäbe zu vertrauen, sondern sich selbst den Marktmechanismus zu nutze zu machen:

IV. Angemessene Vergütungen und Marktmechanismen

Gelingt es nicht, objektiv einen Maßstab abzuleiten, der eine normative Aussage über die »angemessene« Vergütung erlaubt, richtet sich das Augenmerk auf Verfahrensregelungen und auf die Rückkoppelung zum Markt. Vereinfacht formuliert: Wie kann bei Principal-Agency-Problemen der Markt letztlich über den »richtigen« Preis für einen Manager befinden, wie können entsprechende Informationen und Entscheidungsbefugnisse der Aktionäre (Prinzipale) aussehen? Hier sind in den letzten Jahren gerade in Europa Reformen in Kraft getreten, die zunächst über Publizitätsbestimmungen, etwa in Deutschland das VorstOG,¹⁵ versuchen, Transparenz zu erzeugen und damit mittelbar auf Marktprozesse zu setzen. Ob dies allerdings genügen wird, erscheint nach wie vor fraglich und wäre zumindest empirisch zu überprüfen.

Gewisse Sympathie haben daher Vorschläge vor allem aus dem angelsächsischen Raum, den Aktionären die Entscheidung zumindest über die Vergütungsstruktur zu überlassen, gegebenenfalls sogar die Vergütungshöhe, auch wenn dies prima vista mit zahlreichen Prinzipien des deutschen Rechts bricht und gewiss praktische Probleme erzeugt, da die Verträge mit den Vorstandsmitgliedern eine komplexe Aushandlungssache sind. Andererseits zeigt schon § 113 AktG, dass es nicht völlig abwegig ist, die Vergütung von Organmitgliedern der Hauptversammlung zu überlassen.¹⁶ Zudem

14 Apologeten dieser Ansätze waren im 19. Jahrhundert noch Marx und Ricardo. Von den mittelalterlichen Philosophen ist im Zusammenhang mit dem *iustum pretium* insbesondere Thomas von Aquino zu nennen, s. dazu *Hagenauer*, VSWG 1931, Beiheft 24. Zur Unbestimmbarkeit des *iustum pretium* im Hinblick auf § 87 AktG s. *Spindler*, DStR 2004, 36, 41; *Hüffer*, § 87 AktG Rz. 2; *Thüsing*, ZGR 2003, 457 ff.; *Lücke*, NZG 2005, 692, 694; *Kort*, NJW 2005, 333, 336; *Hoffmann-Becking*, ZHR 169 (2005), 155, 158.

15 Dazu *Spindler*, NZG 2005, 689; *Baums*, ZHR 169 (2005), 299; *Fleischer*, DB 2005, 1611; *Thüsing*, ZIP 2005, 1389; *van Kann*, DStR 2005, 1496; *Augsberg*, ZRP 2005, 105. Siehe auf europäischer Ebene auch die Empfehlung der EU-Kommission zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften vom 14. 12. 2004, ABIEU Nr. L 385, S. 55, sowie für Großbritannien Director's Remuneration Report Regulations 2002, Statutory Instrument 2002, No. 1986.

16 S. ferner das spektakuläre Beispiel von Glaxo Smith Kline, wo das Gehaltspaket der Top-Manager Ende 2003 geändert wurde, nachdem die Aktionäre in der Hauptversammlung am 19.5.2003 den Gehaltsbericht abgelehnt hatten, s. dazu etwa *Bolger*, *Investors reject Glaxo Chief's payoff package*, The Times (London) v. 20.5.2003, S. 53; *Schreiber*, Deutschlands Top-Manager verdienen mehr; DSW-Studie zeigt mangelnde Transparenz bei Vergütung, FAZ v. 16.12.2003, S. 20 sowie *Dunsch*, BB 2003, Heft 24, S. I.

könnte die Frage, welches Gremium über die Vergütungen entscheidet, der Satzung überlassen werden, so dass den Aktionären die Möglichkeit eröffnet würde, die für sie am geeignetsten erscheinende Organisationsform zu wählen.¹⁷

Auch hier wären allerdings rechtsvergleichende Rechtstatsachenforschung einschließlich kapitalmarktempirischer Untersuchungen indes von Nöten, um beurteilen zu können, zu welchen Resultaten die Zuweisung von Vergütungskompetenzen an die Hauptversammlung geführt hat. Zudem müsste berücksichtigt werden, dass Hauptversammlungen in anderen Ländern häufig andere Funktionen haben oder unter anderen Rahmenbedingungen stattfinden als in Deutschland.

Last but not least wird trotz der Kritik an Angemessenheitstatbeständen ein Rest an Überprüfung dem Recht verbleiben müssen, vergleichbar der Prüfung auf Sittenwidrigkeit. Denn immer dann, wenn Märkte versagen, werden zumindest evidenzbasierte¹⁸ rechtliche Kontrollen eingreifen müssen. Dabei sind Evidenzkontrollen keineswegs gleichbedeutend mit dem wesentlich detaillierteren bzw. die Schwelle niedriger ansetzenden Maßstab der Angemessenheit.

Summa summarum bleibt das Feld der Vergütung für Organmitglieder noch für lange Zeit eine Spielwiese für Juristen und Ökonomen, die auf interdisziplinäre Arbeiten, wie die von Dittmann u.a., angewiesen sind.

17 S. dazu auch *Hefermehl/Spindler*, in Münchkomm. AktG, § 87 AktG Rz. 12; *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 491; *Lutter*, ZIP 2003, 737, 739; *Körner*, NJW 2004, 2697, 2701; *Kramarsch*, ZHR 169 (2005), 112, 118; Stellungnahme der Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht zu den Empfehlungen der High Level Group of Company Law Experts on a modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, ZIP 2003, 863, 870; zu vergleichbaren Ansätzen in den USA *Bebchuk/Fried/Walker*, 69 Univ.Chi.L.Rev. 751 (2002); kritisch hingegen *Martens*, ZHR 169 (2005), 124, 148.

18 Zur Evidenz als Kontrollkriterium im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht *Sester*, ZGR 2006, 1, 8 ff.