

Zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen

ZHR 169 (2005) 299–309

I. Der Bundestag hat am 30. 6. mit den Stimmen der Regierungskoalition und der Unionsfraktion das „Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen“ (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz – VorstOG) beschlossen¹ und den zum selben Thema in den Bundestag eingebrachten Gesetzentwurf der FDP-Fraktion abgelehnt.² Da der Bundesrat den Vermittlungsausschuss nicht angerufen hat, wird das Gesetz noch kurz vor der vorgeschlagenen Auflösung des Bundestages in Kraft treten. Im Folgenden sollen die mit einer Offenlegung von Vorstandsvergütungen verfolgten Ziele dargestellt und gefragt werden, ob der beschlossene Entwurf diesen Zielen gerecht wird (II.). Abschließend ist nochmals die grundsätzliche Frage zu erörtern, wieso eine gesetzliche Regelung zur Offenlegung der Vorstandsvergütungen anzuraten war, und es nicht, wie vielfach vorgeschlagen, beim bisherigen Rechtszustand bleiben sollte, wonach die gesetzliche Pflicht zu den pauschalen Vergütungsangaben gemäß §§ 285 Nr. 9, 314 Abs. 1 Nr. 6 HGB ergänzt wird durch die Empfehlung des Deutschen Corporate Governance-Kodex (Ziff. 4.2.4 DCGK), in börsennotierten Gesellschaften die Vorstandsvergütungen detailliert und individuell auszuweisen (dazu unten III.).

II. 1. Für eine detaillierte Offenlegung von Vorstandsvergütungen werden verschiedene Gründe angeführt: Erstens, eine solche Offenlegung diene der Kontrolle durch die Aktionäre, ob der Aufsichtsrat seiner Pflicht zur Vereinbarung angemessener Vergütungen nachgekommen ist (*Offenlegung als Kontrollinstrument*). Zweitens, insbesondere der Zwang zur Offenlegung mit in-

1 BT-Drucksache 15/5577, vorgelegt aus der Mitte des BT von Abgeordneten der Regierungskoalition und der Fraktionen SPD und BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN; dieser Entwurf ist wortgleich mit dem vom Bundeskabinett am 18. 5. d.J. verabschiedeten Regierungsentwurf. Die erste Lesung im Bundestag hat am 3. 6. d.J. stattgefunden; dort wurde auch über den FDP-Entwurf (vgl. Fn. 2) mitberaten. Vgl. BT, Stenogr. Bericht, 179. Sitzung, Plenarprotokoll 15/179, S. 16932–16943. S. ferner dazu die Beschlussempfehlung des Rechtsausschusses des BT vom 29. 6. 2005. Zur Vorgeschichte: Im Jan. d.J. war bereits aus der Mitte des Bundestages ein „Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Transparenz von Vorstandsvergütungen“ vorgelegt worden, der im Wesentlichen (mit Ausnahme der Verpflichtung zum individuellen Ausweis für alle Vorstandsmitglieder) wortgleich war mit dem in ZIP 2004, 1877 ff. publizierten Entwurf des Verf. Dieser erste Entwurf aus der Mitte des BT wurde nach Veröffentlichung des RegE eines VorstOG zurückgezogen.

2 „Entwurf eines ersten Gesetzes zur Stärkung der Eigentümerrechte einer Aktiengesellschaft“ (im Folgenden: EigStG-E); BT-Drs. 15/5582.

dividueller Namensnennung werde die Vorstandsmitglieder davon abhalten, unangemessen hohe Vergütungen zu fordern, und so zu einer Dämpfung zu hoher Vergütungsniveaus beitragen (*Offenlegung als Präventionsinstrument*). Drittens, die Offenlegung der Vorstandsvergütungen in börsennotierten Gesellschaften könne potentiellen Investoren wichtige Informationen über die Anreize der Unternehmenslenker und die Kontrollstruktur in der betreffenden Gesellschaft vermitteln (*Offenlegung als Instrument der Kapitalmarktinformation und Integritätssignal*).

Das VorstOG stützt sich vornehmlich auf den ersten Beweggrund. Diesem Ansatz bei der Kontrolle des Aufsichtsrats durch die Anteilseigner entspricht es, dass das Gesetz eine Entscheidung der Hauptversammlung darüber vorsieht, ob die Offenlegungsvorschriften in ihrer Gesellschaft beachtet werden sollen.³ Ergänzend wird in der Gesetzesbegründung allerdings erwähnt, dass die Offenlegung auch der Information potentieller Anleger dienen soll.⁴ Wie noch zu zeigen sein wird, ergeben sich aus diesen verschiedenen Begründungsansätzen Zielkonflikte, die kaum überzeugend gelöst worden sind.

2. Für das Konzept der *Offenlegung als Kontrollinstrument* lassen sich gute Gründe anführen: Aufsichtsratsstätigkeit ist pflichtgebundener Umgang mit fremdem Geld, für den sich eine Rechenschaftspflicht gegenüber dem Geldgeber von selbst versteht. Die Notwendigkeit einer Rechenschaftslegung besteht insbesondere dort, wo in Aufsichtsratsausschüssen ohne Mitglieder mit relevantem eigenem Anteilsbesitz über die Vergütungspakete der Vorstände entschieden wird. Die Arbeitnehmervertreter in den Aufsichtsratspräsidien oder Personalausschüssen haben sich nach allem, was hierüber in Erfahrung zu bringen ist, bislang auch exorbitanten Vergütungsforderungen nicht besonders nachdrücklich in den Weg gestellt⁵; und die Anteilseignervertreter im Präsidium sind nicht selten ihrerseits Vorstände oder ehemalige Vorstandskollegen, stehen soziologisch den Vorstandsmitgliedern nahe und haben u. U. ein persönliches Interesse an hohen Vergütungsniveaus. Das spricht dafür, den Eigenkapitalgebern eine „Kontrolle der Kontrolleure“ darauf zu ermöglichen, ob diese ihrer Pflicht zur Bewilligung angemessener Vergütungen nachgekommen sind. Allerdings kann es sich hierbei nur um eine Plausibilitäts- und Lauterkeitskontrolle handeln; es kann nicht darum gehen, den Ermessens- und

3 Vgl. § 286 Abs. 5 HGB i. d. F. des VorstOG (Fn. 1): Verzicht auf Offenlegung ist durch zeitlich auf 5 Jahre begrenzten Hauptversammlungsbeschluss mit $\frac{3}{4}$ -Mehrheit möglich (*opt out*-Lösung). Abweichend davon sah § 285 a HGB i. d. F. des EigStG-E (Fn. 2) eine *opt in*-Lösung vor: Individualisierte Angaben zur Vorstandsvergütung nur, wenn die Hauptversammlung dies durch – auf 3 Jahre beschränkten – Beschluss mit einfacher Mehrheit beschlossen hat.

4 Begründung zum VorstOG (Fn. 1), sub. I. 1.

5 Erinnerung sei nur an die Rolle des Aufsichtsratsmitglieds *Zwickel* im Zusammenhang mit der Bewilligung von Anerkennungsprämien im Fall Mannesmann. Inzwischen scheint bei den Gewerkschaften aber ein Umdenken einzusetzen; vgl. *Hans Böckler-Stiftung* (Hrsg.), *Publizität der Vorstandsvergütung*, 2005.

Beurteilungsspielraum des Aufsichtsrats einzuschränken und den Aktionären zu ermöglichen, im Einzelnen nachzuprüfen, ob das jeweilige Vergütungspaket tatsächlich den Aufgaben und Leistungen des einzelnen Vorstandsmitglieds gerecht wird, oder gar die Entscheidung der Hauptversammlung an die Stelle der Entscheidung des Aufsichtsrats oder seines Personalausschusses zu setzen.

Ein denkbarer Ansatz wäre, das vereinbarte Vergütungspaket bei Abschluss des Anstellungsvertrages aufzuschlüsseln, dabei künftige Leistungen soweit wie möglich mit ihrem Zeit- oder Barwert anzugeben, und spätere Änderungen wie z. B. Anerkennungsprämien jeweils nach Vereinbarung offenzulegen. Das VorstOG geht einen anderen Weg, indem es an die bereits bisher im HGB vorgesehene periodische Berichterstattung im Anhang zum Jahresabschluss bzw. Konzernabschluss anknüpft und diese nur detaillierter vorschreibt. Das hat hinsichtlich der bereits erfüllten oder entstandenen Ansprüche (Fixum; u. U. ergebnisbezogene Ansprüche) den Vorteil, dass sie besser auf die Entwicklung der Gesellschaft in der abgelaufenen Tätigkeitsperiode bezogen werden können. Für die erst künftig fällig werdenden Leistungen und Zahlungen (Abfindungen; Ruhegehaltsansprüche; Aktienoptionen und vergleichbare aktienbasierte Vergütungsvereinbarungen) müssten dann aber die Entstehensvoraussetzungen sowie die Zeitwerte oder, soweit diese nicht zu berechnen sind, jedenfalls die die Höhe der Ansprüche betreffenden Vereinbarungen offengelegt werden. Das VorstOG sieht dies in eingeschränktem Umfang vor.⁶ Eine Plausibilitäts- und Lauterkeitskontrolle erfordert ferner, dass sämtliche Bezüge, auch soweit sie von einem mit der Gesellschaft verbundenen Unternehmen⁷ oder

6 Hier ist zu unterscheiden: Leistungen, die dem Vorstandsmitglied für den Fall der regulären oder vorzeitigen Beendigung seiner Tätigkeit zugesagt worden sind (Abfindungen; Ruhegehaltsversprechen), sind in börsennotierten Gesellschaften zwar individualisiert aufzuführen (§§ 285 S. 1 Nr. 9 a) S. 6, 314 Abs. 1 Nr. 6 a) S. 6 HGB i. d. F. des VorstOG). Eine Angabe des Barwerts oder der Rückstellungen hierfür ist insoweit jedoch nicht vorgesehen. Im Bericht des Rechtsausschusses hierzu heißt es, anzugeben seien die „Basisdaten“ der Zusage. Außerdem hat der Rechtsausschuss in seine Beschlussempfehlung den Zusatz aufgenommen, es sei „der wesentliche Inhalt der Zusagen darzustellen, wenn sie in ihrer rechtlichen Ausgestaltung von den den Arbeitnehmern erteilten Zusagen nicht unerheblich abweichen“. Damit dürften insbesondere Abweichungen von §§ 1 b, 2 BetrAVG (Unverfallbarkeits- und Quotenregelung) in Versorgungszusagen für Vorstandsmitglieder gemeint sein. – Aktienbasierte Vergütungen sind mit dem Zeitwert zum Zeitpunkt ihrer Gewährung anzugeben (§§ 285 S. 1 Nr. 9 a) S. 4; 314 Abs. 1 Nr. 6 a) S. 4 HGB i. d. F. des VorstOG); hinzu treten für börsennotierte Gesellschaften die Angaben nach IFRS 2, der gemäß VO (EG) Nr. 211/2005 der Kommission vom 4. 2. 2005 (ABl. EU Nr. L 41 S. 1) in europäisches Recht übernommen worden ist.

7 Beispiel: Der Tochtervorstand nimmt am Aktienoptionsprogramm der Mutter teil (dazu zuletzt *Habersack*, in: FS Th. Raiser, 2005, S. 111 ff. m. Nachw.). – Die Pflichtangaben im Konzernanhang (§ 314 Abs. 1 Nr. 6 a) HGB) betreffen nur die Bezüge, die der Vorstand des *Mutterunternehmens* aus dem Konzern bezieht.

von einem Dritten in Bezug auf die Vorstandstätigkeit⁸ oder von der Gesellschaft an einen dem Vorstand nahestehenden Dritten geleistet oder versprochen werden⁹, aufzuführen sind. Insoweit hat der Rechtsausschuss in seine Beschlussempfehlung den Zusatz aufgenommen, dass „Leistungen, die dem einzelnen Vorstandsmitglied von einem Dritten im Hinblick auf seine Tätigkeit als Vorstandsmitglied zugesagt oder gewährt worden sind“, ebenfalls angegeben werden müssen.¹⁰ Auch nach In-Kraft-Treten des VorstOG wird dagegen nach wie vor eine überzeugende Kontrolle nachträglich bewilligter Leistungen wie Anerkennungsprämien oder Abfindungen für inzwischen ausgeschiedene Vorstandsmitglieder fehlen; darauf ist noch zurückzukommen.¹¹

Ein weiterer Punkt in diesem Zusammenhang, der freilich die öffentliche Debatte über die Transparenz der Vorstandsbezüge nahezu vollständig beherrscht, betrifft die Frage der *individuellen* Offenlegung der Vergütung für jedes Vorstandsmitglied. Eine pauschale Angabe für alle Vorstandsmitglieder ohne individuelle Aufschlüsselung, wie bislang vorgeschrieben (§§ 285 Nr. 9a), 314 Abs. 1 Nr. 6a) HGB), lässt eine Plausibilitäts- und Lauterkeitskontrolle jedenfalls dann nicht oder nur sehr eingeschränkt zu, wenn die Bezüge der Vorstandsmitglieder stark voneinander abweichen. Gegen einen zwingenden individuellen Ausweis aller Bezüge für jedes Vorstandsmitglied werden freilich gewichtige und weniger überzeugende Argumente angeführt (Nivellierung der Vergütung im Vorstand; Anpassung des allgemeinen Vergütungsniveaus nach oben¹²; erleichtertes Abwerben von Vorstandsmitgliedern durch die Konkurrenz; künftig Anreiz zur Sitzverlegung ins nicht offenlegungspflichtige Ausland; Persönlichkeitsrechte der Vorstandsmitglieder), die an dieser Stelle nicht im einzelnen gewichtet und abgewogen werden können. Ein Kompromiss hätte hier darin bestanden, einen individualisierten Ausweis nur für das am höchsten bezahlte Vorstandsmitglied zu fordern und es für die übrigen bei anonymisierten Angaben zu belassen, wenn sich nicht die Gesellschaft dazu entschließt, der Empfehlung des Corporate Governance-Kodex

8 Beispiel aus der Praxis: Ein *private equity*-Fonds gewährt dem Vorstand einer börsennotierten Publikumsgesellschaft Wertsteigerungsrechte, die sich auf die Entwicklung der vom Fonds gehaltenen Beteiligung an der Portfoliogesellschaft bezieht.

9 So ist für die Lebensgefährtin des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der AGIV Real Estate AG ein Rentenanspruch von € 40 Mio. zur Insolvenztabelle angemeldet, für ihn selbst ein Gesamtbetrag von € 120 Mio.; vgl. Amtsgericht Hamburg, Geschäftsnr. 67 a IN 555/04, S. 28 und 34. Vgl. dazu auch den Bericht im Handelsblatt „Udo Stark bittet zur Kasse“ vom 28. 4. 2005 S. 13. Hinzu kamen in diesem Fall beim Ausscheiden aus dem Vorstand eine Abfindung von 12 Mio. DM sowie ein hoch dotierter Beratervertrag (Monitor vom 9. 6. 2005). Vgl. zur Abfindung desselben Vorstandsvorsitzenden bei *mg technologies* unten Fn. 26.

10 §§ 285 S. 1 Nr. 9a) S. 8, 314 Abs. 1 Nr. 6a) S. 8 HGB i. d. F. der Beschlussempfehlung des Rechtsausschusses (Fn. 1).

11 Text zu Fn. 26, 27.

12 Dazu noch unten 3.

(Ziff. 4.2.4 S. 2 DCGK) zu folgen und die Vergütungen aller Vorstandsmitglieder individualisiert offenzulegen.¹³ Das VorstOG entscheidet sich demgegenüber – der internationalen Entwicklung¹⁴ und der Empfehlung der EU-Kommission hierzu¹⁵ folgend – dafür, den individuellen Ausweis für jedes einzelne Vorstandsmitglied vorzusehen, allerdings nur, wenn die Aktionäre sich nicht dagegen entscheiden (*opt out*-Lösung des VorstOG¹⁶). Wie noch auszuführen sein wird, überzeugt diese Anwendungsoption zugunsten der Aktionäre, die nicht nur den individuellen Ausweis, sondern sämtliche neuen materiellen Angabepflichten zur Disposition der Aktionäre stellt, für börsennotierte Gesellschaften aber nicht (unten 4.).

Damit ist bereits der konzeptionelle Bruch angesprochen, der dem VorstOG attestiert werden muss, was seinen Anwendungsbereich betrifft. Das VorstOG ist auf börsennotierte Aktiengesellschaften beschränkt. Wenn es aber, wie die Motive zum Gesetz ausdrücklich betonen, bei der Offenlegung um die Kontrolle der Tätigkeit des Aufsichtsrates durch die Anteilseigner und nicht nur um Kapitalmarktinformation geht, dann überzeugt die Beschränkung auf börsennotierte Gesellschaften nicht.¹⁷ Überzeugen würde dann vielmehr, den Geltungsbereich der neuen Offenlegungsvorschriften auf alle Aktiengesellschaften zu erstrecken, und es für die nicht börsennotierten Gesellschaften der Hauptversammlung zu überlassen zu entscheiden, ob es bei der für börsennotierte Gesellschaften vorgeschriebenen detaillierten (und evtl. individualisierten, vgl. oben) Offenlegung der Vorstandsvergütung bleiben sollte oder eben nicht. Eine stimmige Alternative hierzu wäre, mit dem VorstOG die Anwendbarkeit der neuen Offenlegungsvorschriften auf börsennotierte Gesellschaften zu beschränken, dann aber auf eine Anwendungsoption zugunsten der Aktionäre ganz zu verzichten (vgl. unten 4.).

Das dem VorstOG zugrunde liegende Konzept der Aufsichtsratskontrolle durch die Anteilseigner wirft zwei weitere Fragen auf, die hier nur angedeutet

13 Vgl. *Baums*, ZIP 2004, 1877.

14 Etwa USA, Großbritannien, Frankreich; Schweden; eingehender rechtsvergleichender Überblick zu den EU-Staaten bei *Ferrarini/Moloney/Vespro*, *The J. of Corporate L. Studies*, No. 2 (2004), 243 ff.; eingehende Darstellung der Rechtslage in den USA und Großbritannien bei *Braunstein*, 29 *Brooklyn J. Int'l L.* (2004), 747 ff. In der Schweiz wird derzeit ein entsprechender Gesetzentwurf beraten; Botschaft des Bundesrates vom 23. 6. 2004, BBl 2004, 4471.

15 Empfehlung der Kommission zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (2004/913/EG), Amtsblatt EU L 385/55 vom 29. 12. 2004.

16 Vgl. Fn. 3.

17 Die Motive zum VorstOG begründen dies damit, in geschlossenen Gesellschaften hätten die Gesellschafter andere Mechanismen, um die Vergütungstätigkeit eines Aufsichtsrats kontrollieren zu können, Begründung zum VorstOG (Fn. 1), sub II. Die Gerichte haben aber jedenfalls über § 285 HGB hinausgehende Auskunftsansprüche des Aktionärs verneint; Nachweise bei *Hüffer*, *AktG*, 6. Aufl., 2004, § 131 Rdn. 18, 19.

werden können. Die erste Frage betrifft die Art der vorgesehenen Anwendungsoption und die hierfür erforderliche Mehrheit. Der Entwurf der FDP-Fraktion sah vor, dass die Hauptversammlung mit einfacher Mehrheit (§ 133 Abs. 1 AktG) auf jeweils drei Jahre die Anwendung der neuen Regeln beschließen können sollte (*opt in*-Modell)¹⁸. Dieser Vorschlag ging an den Realitäten der unmittelbar (§ 134 Abs. 3 S. 2 AktG) oder mittelbar (über die Depotbankempfehlungen gemäß §§ 128 Abs. 2, 135 Abs. 5 AktG) durch die Verwaltungsvorschläge bestimmten Hauptversammlungen der Publikumsgesellschaft mit überwiegendem Streubesitz vorbei. Wie die Erfahrung lehrt¹⁹, finden nicht von der Verwaltung getragene Vorschläge (Zusatz- und Gegenanträge) in solchen Gesellschaften nur in ganz seltenen Ausnahmefällen die erforderliche Mehrheit. Das ist nicht Ausdruck freier Aktionärsentscheidung, sondern eines oft beschriebenen Marktversagens.²⁰ Überzeugender erscheint daher jedenfalls auf den ersten Blick das VorstOG, das eine *opt out*-Lösung mit $\frac{3}{4}$ -Mehrheit vorsieht.²¹ Hieran ist aber, wie bereits angedeutet, zu bemängeln, dass der Anwendungsbereich der neuen Vorschriften und damit auch die *opt out*-Lösung sich ausschließlich auf börsennotierte Gesellschaften bezieht, was aus Gründen der notwendigen Kapitalmarktinformation (dazu noch unten 4.) nicht überzeugt. Eine Anwendungsoption sollte nur für die Gesellschafter nicht börsennotierter Gesellschaften in Betracht kommen.

Eine letzte Frage betrifft die Durchsetzung der durch die Offenlegung ermöglichten Kontrolle. Die (zivilrechtlichen) Kontrollalternativen sind neben einer denkbaren Anfechtungsklage wegen verweigerter oder unvollständiger Informationen (§§ 131, 243, 120, 173 AktG) bzw. einem Auskunftsverfahren (§ 132 AktG) eine Schadensersatzklage gegen die betreffenden Aufsichtsratsmitglieder (§§ 116, 93, 87, 147 AktG) oder aber – dies entspräche dem Vorschlag der EU-Kommission²² und dem britischen Vorbild²³ – die Erörterung eines Vergütungsberichts des Aufsichtsrates auf der Hauptversammlung auf Vorschlag der Verwaltung oder auf Antrag einer Minderheit (§ 122 Abs. 2 AktG) sowie gegebenenfalls Beschlussfassung im Sinne eines Missbilligungsbeschlusses. Das VorstOG verlässt sich ausschließlich auf den ersten Weg, eine kaum überzeugende Lösung, wenn man das beschränkte Auskunftsrecht der Aktionäre in diesen Fragen²⁴ und den breiten Ermessens- und Beurteilungsspielraum des Aufsichtsrates bedenkt. Überdies wird nach künftigem Recht das Verfolgungsrecht der Minderheit gemäß § 148 AktG²⁵ davon abhängen, dass

18 Vgl. Fn. 3.

19 Vgl. nur die – vor Einführung des Verwaltungsstimmrechts erhobenen – Zahlen bei *Baums/Fraune*, AG 1995, 97, 110 Tab. 18.

20 Nachweise dazu bei *Baums*, Gutachten F zum 63. DJT, 2000, S. F 24 f.

21 Vgl. Fn. 3.

22 Vgl. Fn. 15.

23 S. *Braunstein*, a. a. O. (Fn. 14), S. 787 ff.

24 S. dazu Fn. 17.

25 I. d. F. des UMAG; vgl. BT-Drs. 15/5092.

„Tatsachen vorliegen, die den Verdacht rechtfertigen, dass der Gesellschaft durch Unredlichkeit oder grobe Verletzung des Gesetzes oder der Satzung ein Schaden entstanden ist“. Das wird bei der Bewilligung von Vorstandsbezügen nur selten dargetan werden können. Wenn aber aus Fällen wie Mannesmann, AGIV oder *mg technologies* eine rechtspolitische Lehre gezogen werden sollte²⁶, dann die, dass der Aufsichtsrat dazu angehalten werden sollte, in seinem Bericht an die Hauptversammlung (§ 171 Abs. 2 S. 2 AktG; für börsennotierte Gesellschaften vgl. Ziff. 4.2.3 Satz 10 DCGK) mindestens über nachträgliche, noch nicht offengelegte Änderungen des Anstellungsvertrages, zum Beispiel im Nachhinein bewilligte Anerkennungsprämien, Abfindungen, Beraterverträge usw. zu berichten, und es dann der Hauptversammlung möglich sein sollte, das Verhalten des Aufsichtsrats zu billigen oder eben zu missbilligen. Eine in den Pauschalangaben gemäß §§ 285 Nr. 9. b), 314 Abs. 1 Nr. 6. b) HGB versteckte Berichterstattung über solche nachträglich vereinbarten, aber nicht mehr im selben Geschäftsjahr ausgezahlten Leistungen nebst einer inhaltlich den Verwaltungen überlassenen Erläuterung der „Grundzüge des Vergütungssystems der Gesellschaft“ im Lagebericht und Konzernlagebericht, wie sie das VorstOG als Sollvorschrift vorsieht (§§ 289 Abs. 2 Nr. 5, 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB i. d. F. des VorstOG), genügt hier nicht und entspricht auch nicht der Empfehlung der EU-Kommission in diesem Punkt.²⁷

3. Der Zwang zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen, insbesondere zur individualisierten Offenlegung mit Namensnennung, wird nicht selten auch damit gerechtfertigt, dass dieser Zwang die Vorstandsmitglieder davon abhalten werde, unangemessen hohe Vergütungen zu fordern. Da der Aufsichtsrat gleichfalls die mit einer Offenlegung bezweckte Kontrolle (vgl. dazu oben 2.) antizipieren dürfte, könne dies zu einer Dämpfung zu hoher Vergütungsniveaus beitragen (*Offenlegung als Präventionsinstrument*). Das VorstOG macht sich diese Argumentation allerdings nicht zu eigen. Gegen sie wird gelegentlich eingewandt, in Ländern mit individueller Offenlegung habe die Einführung detaillierter Offenlegungsregeln, so in den USA 1992, im Gegenteil sogar einen Wettbewerb um das höchste Gehalt und damit den gegenteiligen Effekt ausgelöst.²⁸ Die exorbitanten Gehaltssteigerungen der Vorstände in

26 Vgl. nur *Jahn*, „Lehren aus dem ‚Fall Mannesmann‘“, ZRP 2004, 179 ff. – Im Fall *mg technologies* war nach den Presseberichten hierüber mit dem Vorstandsvorsitzenden (es handelte sich um denselben Vorstandsvorsitzenden wie im Fall AGIV, vgl. Fn. 9), der nach hierzu eingeholten Rechtsgutachten fristlos hätte abberufen und gekündigt werden können, statt dessen gegen den Widerstand des zum Aufsichtsrat gehörenden Großaktionärs nach anderthalb Jahren Vorstandstätigkeit eine Vertragsaufhebung mit einer Abfindung von € 6,3 Mio. bewilligt worden. – Bericht über weitere Abfindungen im zweistelligen Millionenbereich aus jüngerer Zeit in Frankfurter Allg. Sonntagszeitung, 15. 5. 2005, S. 37.

27 Vgl. Ziff. 5. 3. e) der Empfehlung der Kommission (Fn. 15).

28 *Khurana*, FAZ vom 23. 8. 2004 S. 14, *Sünner*, Börsen-Zeitung vom 27. 4. 2005 S. 8. Eine eingehende Diskussion der ökonomischen Literatur zu Vor- und Nachteilen

den USA im letzten Jahrzehnt könnten freilich auch auf ganz andere Ursachen zurückzuführen sein, insbesondere die zunehmende Verwendung aktienbasierter Vergütungen mit Anknüpfung an Aktienkursentwicklungen seit Anfang der neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts.²⁹ Außerdem ist zweifelhaft, ob die durch professionelle Vergütungsberater unterstützten Vorstände nicht einen guten Überblick über die Vergütungen ihrer Kollegen und Wettbewerber haben, auch wenn es an individualisierten öffentlichen Informationen hierüber fehlt. Wenn demnach die verschärften Offenlegungsvorschriften nicht belegbar für den starken Anstieg der Vorstandsvergütungen (in den USA) verantwortlich gemacht werden können, haben sie doch, so könnte man zu bedenken geben, vielleicht nicht den dämpfenden Effekt gehabt, den man sich von ihnen versprochen haben mag. Ob sich dieses Bedenken auch auf Deutschland übertragen lässt, ist allerdings zweifelhaft. Es mag sein, dass hier andere Gerechtigkeitsvorstellungen und eine stärkere soziale Kontrolle bei verschärften Offenlegungsvorschriften durchaus einen disziplinierenden Effekt ausüben würden. Wie dem auch sei, die Argumentation, dass Offenlegungsvorschriften geradezu einen unerwünschten Anstieg von Vorstandsvergütungen auslösen und solche Vorschriften schon aus diesem Grund nicht befürwortet werden sollten, erscheint nicht fundiert und sollte von einer entsprechenden Regelung nicht abhalten, wenn dafür andere triftige Gründe (vgl. dazu oben 2. und sogleich unter 4.) angeführt werden können.

4. Das VorstOG stützt die Notwendigkeit detaillierterer Offenlegung der Vorstandsvergütung als bisher neben dem Ziel der Aufsichtsratskontrolle auch auf die Erwägung, die Offenlegung der Vorstandsvergütungen in börsennotierten Gesellschaften könne potentiellen Investoren wichtige Informationen vermitteln.³⁰ Diese Informationen könnten sich zum einen auf die durch die Vergütung vermittelten Anreize der Unternehmenslenker beziehen, zum anderen aber auch darauf, ob in der betreffenden Gesellschaft eine Kontrolle des Gebarens der Unternehmensorgane durch die Aktionäre in dem oben (unter 2.) beschriebenen Sinne möglich ist (*Offenlegung als Instrument der Kapitalmarktinformation und als Integritätssignal*). Hiergegen wird vereinzelt eingewandt, der Kapitalmarkt interessiere sich für diese Informationen nicht, jedenfalls nicht für individuelle Vorstandsvergütungen, und ziehe aus der Bekanntgabe solcher Informationen keinerlei Schlüsse.³¹ Die empirische Kapitalmarktforschung gelangt hier aber zu anderen Ergebnissen.³²

der erzwungenen Offenlegung von Managervergütungen findet sich etwa bei *Kin Lo*, J. of Accounting and Economics 35 (2003), 285 ff.

29 Vgl. dazu *Bebchuk/Fried*, Pay without Performance, 2004, S. 137 ff. Die Autoren datieren den Aufschwung der Aktienoptionsprogramme in die frühen 90er Jahre des letzten Jahrhunderts, a. a. O. S. 137.

30 Vgl. Fn. 4.

31 So *Sünner*, a. a. O. (Fn. 28) und ZRP 2005, 39.

32 Vgl. *Lo*, a. a. O. (Fn. 28) sowie für Deutschland *Bassen/Prigge/C. Zöllner*, Corporate Governance und Unternehmenserfolg – Empirische Befunde zur Wirkung des

Was die Information der Investoren über die durch die Vergütung vermittelten Anreize anbetrifft, so dürften allerdings weniger die vergangenheitsbezogenen Angaben zu der bereits erhaltenen Vergütung als vielmehr zukunftsbezogene Informationen von Interesse sein. Hierzu gehört die im VorstOG vorgesehene Information über die Aufteilung der Vergütung in Fixum, erfolgsbezogene Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und ihre relative Gewichtung.³³ Hierzu gehört aber bei erfolgsbezogenen Komponenten (Boni, Tantiemen) und Abfindungszusagen auch die Angabe der Parameter, von denen solche Zahlungen abhängen, ähnlich wie dies bei aktienbasierten Vergütungsplänen der neue Rechnungslegungsstandard vorsieht.³⁴ Das VorstOG fordert aber explizit hierzu keine Angaben. Ob sich diese künftig den Erläuterungen der „Grundzüge des Vergütungssystems der Gesellschaft“ im Lagebericht und Konzernlagebericht entnehmen lassen werden, die das VorstOG als Sollvorschrift den Verwaltungen auferlegt (§§ 289 Abs. 2 Nr. 5, 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB i. d. F. des VorstOG), bleibt abzuwarten. Eine empirische Studie, die die bislang bereits freiwillig vorgelegten Vergütungsberichte analysiert und verglichen hat, stimmt nicht optimistisch, was den Informationsgehalt und die Vergleichbarkeit der Angaben angeht.³⁵

Ein Einwand gegen eine zwingende Offenlegung dieser Informationen zugunsten potentieller Anleger besteht darin, dass es der Gesellschaft und ihren Aktionären überlassen bleiben sollte zu entscheiden, ob und wie weit sie dem Kapitalmarkt derartige Informationen zur Verfügung stellen oder die mit einer negativen Entscheidung verbundenen Kurseinbußen³⁶ gegebenenfalls hinnehmen wollen. Diese Auffassung wird vom VorstOG geteilt, das es gerade für die börsennotierte Gesellschaft der Entscheidung der Aktionäre überlassen will, ob die verschärften Offenlegungsvorschriften anzuwenden sein sollen oder nicht.³⁷ Jede *opt in-* oder *opt out-*Lösung verhindert aber, dass börsennotierte Gesellschaften, selbst wenn sie dies wollten, dem Kapitalmarkt und potentiellen Investoren ein verbindliches Versprechen des Inhalts geben können, dass es auch künftig, nach einem Investment, bei der mit der Offenlegung verbundenen Sicherung der Aktionärsinteressen und Lauterkeitskontrolle des Gebarens der Verwaltungsorgane bleiben wird. Der Gang an den organisierten Kapitalmarkt, den börsennotierte Gesellschaften überlegt unternehmen haben, bringt zwingende Publizitätspflichten mit sich, die im Interesse der Gesellschaften selbst weder zur Disposition der jeweiligen gegenwärtigen Aktionäre noch gar der Verwaltungen, soweit persönliche Interessen

Deutschen Corporate Governance Kodex. Arbeitspapier Universität Hamburg 2005.

33 §§ 285 S. 1 Nr. 9 a) S. 5, 314 Abs. 1 Nr. 6 a) S. 5 HGB i. d. F. des VorstOG.

34 Vgl. IFRS 2 (Fn. 6) Ziff. 44.

35 *Ernst & Young*, Diskussionspapier zu Best Practice-Ansätzen des individuellen Ausweises nach 4.2.4 DCGK, 2004.

36 Vgl. dazu die in Fn. 32 zitierten empirischen Studien.

37 Vgl. Fn. 3.

der Verwaltungsmitglieder im Spiele sind, gestellt werden dürfen. Die *opt out*-Klausel, die das VorstOG vorsieht³⁸, ist wohl als Konzession an die dagegen erhobenen verfassungsrechtlichen und europarechtlichen Bedenken³⁹ zu sehen, wird freilich in der börsennotierten Publikumsgesellschaft kaum nennenswerte Bedeutung erlangen, da die erforderliche Mehrheit ($\frac{3}{4}$ des bei der Beschlussfassung vertretenen Kapitals) schwer zu erreichen sein und die Verwaltung sich auch scheuen wird, einen solchen Beschlussvorschlag zu unterbreiten.

III. Mitunter wird in der öffentlichen Debatte gegen eine vom Gesetzgeber erzwungene Offenlegung von Vorstandsbezügen eingewandt, damit werde die Offenlegungsregelung des Deutschen Corporate Governance-Kodex, die auf dem *comply or explain*-Prinzip beruht (§ 161 AktG), unterlaufen. Die Gesellschaften, die sich der Empfehlung des Kodex zur individualisierten Offenlegung der Vorstandsvergütungen verweigert hätten⁴⁰, hätten gerade von der ihnen belassenen Freiheit Gebrauch gemacht. Dass diese Unternehmen jetzt deshalb mit einer gesetzlichen, zwingenden Regelung bedroht würden, widerspreche dem Regulierungsansatz des Kodex und stelle ihn als Regulierungsinstrument in Frage.⁴¹

In dieser Debatte muss aber die – zweifellos zu bejahende – Frage, ob Gesellschaften von Empfehlungen des Kodex abweichen können sollen, von der ganz anderen, rechtspolitischen Frage getrennt werden, welche Regelungsmaterien der „Selbstregulierung“ des Kodex überlassen werden sollten, und welche der Gesetzgeber an sich ziehen muss oder sollte. Das *comply or explain*-Prinzip des Kodex beruht auf der Erwägung, dass individuelle Besonderheiten einer börsennotierten Gesellschaft im Einzelfall gebieten können, von im Anlegerinteresse gegebenen Vorschriften abzuweichen. So wird sich zum Beispiel die Bildung eines Prüfungsausschusses oder Audit Committee (vgl. Ziff. 5. 3. 2 DCGK) in einer Gesellschaft mit einem kleinen Aufsichtsrat in der Regel nicht empfehlen. An die Stelle der Befolgung der Vorgabe des Kodex tritt dann die Erklärung über die Nichtbefolgung seitens der Gesellschaft dem Kapitalmarkt gegenüber. Ein Bedarf dafür, wegen Vorliegens unternehmensindividueller Besonderheiten eine Abweichung von Offenlegungsvorschriften, wie zum Beispiel zur Vergütung der Vorstände, zuzulassen, ist nicht ersichtlich. Umgekehrt gibt es aber, wie oben unter II. 4. dargelegt, gute Gründe dafür, börsennotierten Gesellschaften zu ermöglichen, dem Kapitalmarkt bindend zu signalisieren, dass es auch künftig bei der mit der Offenlegung ver-

38 Vgl. Fn. 3.

39 S. nur den auf einem Rechtsgutachten für die Porsche AG beruhenden Aufsatz von *Menke/Porsch*, Verfassungs- und europarechtliche Grenzen eines Gesetzes zur individualisierten Zwangsoffenlegung der Vergütung der Vorstandsmitglieder, BB 2004, 2533 ff.

40 Vgl. die Übersichten bei *Towers Perrin* (Hrsg.), Corporate Governance Report 2004; v. *Werder/Talauicar*, DB 2005, 841 ff.

41 So etwa *Sünner*, a. a. O. (Fn. 28); *Hopt*, ZIP 2005, 461, 472 f.

bundenen Sicherung der Aktionärsinteressen und Lauterkeitskontrolle des Gebarens der Verwaltungsorgane bleiben wird. Die hier in Rede stehenden, an den Kapitalmarkt gerichteten Offenlegungsvorschriften vertragen aus diesem Grunde weder eine Ausstiegsklausel, noch gehören sie in einen auf dem *comply or explain*-Prinzip basierenden Kodex, sondern, ähnlich wie das für die Information des Kapitalmarkts bestimmte Rechenwerk der Gesellschaft (insbesondere Konzernabschluss und -lagebericht), in ein für alle börsennotierten Gesellschaften gleichermaßen zwingendes Gesetz. Das ist durchweg auch der Ansatz solcher Kapitalmarktsysteme, die, wie Deutschland, gleichfalls über einen Verhaltenskodex für börsennotierte Gesellschaften verfügen.⁴²

Theodor Baums

42 Vgl. die Nachweise dazu bei *Ferrarini/Moloney/Vespro*, a. a. O. (Fn. 14).