

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

MATTHIAS DÖLL

SAY ON PAY: EIN BLICK INS AUSLAND
UND AUF DIE NEUE DEUTSCHE REGELUNG



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 107



PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1

D-60323 FRANKFURT AM MAIN

TEL: +49 (0)69 / 798-33753

FAX: +49 (0)69 / 798-33929

(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))

Matthias Döll

Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue deutsche Regelung

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 107

11/2009

*Das Votum zum Vergütungssystem nach § 120 Abs. 4 AktG**

Matthias Döll**

Inhalt

A. Regelungsziel und Hintergrund	1
I. Regelungsziel und -ansatz	2
II. EG-Empfehlung vom 14.12.2004	3
III. Meinungsbild vor dem VorstAG	4
B. Der Blick ins Ausland: Großbritannien und die USA.....	5
I. Advisory Vote in Großbritannien (2002)	6
II. Vereinigte Staaten: Say on Pay (seit 2007).....	8
C. Regelungsumfeld: Entlastung und § 119 Abs. 2 AktG.....	10
I. (Teil-)Entlastung des Aufsichtsrats und § 120 Abs. 4 AktG	11
II. Vorlage nach § 119 Abs. 2 und § 120 Abs. 4 AktG.....	12
III. Zwischenfazit.....	12
D. § 120 Abs. 4 AktG im Einzelnen	13
I. Beschränkung auf die börsennotierte AG.....	13
II. Initiative der Verwaltung oder der Aktionärsminderheit	14
1. Initiative von Aufsichtsrat und Vorstand.....	15
2. Verlangen der Aktionärsminderheit	17
3. Bewertung.....	17
III. Beschlussinhalt: Billigung des Systems der Vorstandsvergütung	18
1. Das System der Vorstandsvergütung.....	18
2. Billigung und (Teil-)Missbilligung	20
IV. Rechtliche Folgen des Votums	20
1. Vergütungsvotum und Vergütungskompetenz	21
2. Beschlussmängel: Anfechtbarkeit und Nichtigkeit	23
E. Bewertung von § 120 Abs. 4 AktG und Zusammenfassung.....	24

* Fassung vom 3.11.2009.

** Wiss. Mit., Institute for Law and Finance, Frankfurt am Main.

Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) wurde am 20.6.2009 im Bundestag verabschiedet und ist am 5. August 2009 in Kraft getreten.¹ Das VorstAG führt für börsennotierte Aktiengesellschaften eine beratende Abstimmung der Aktionäre über die Vorstandsbezüge ein, das „Votum zum Vergütungssystem“.² Die Vorschrift über die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat (§ 120 AktG) wurde zu diesem Zweck ergänzt um einen Absatz 4 mit folgendem Wortlaut:

„(4) ¹Die Hauptversammlung der börsennotierten Gesellschaft kann über die Billigung des Systems der Vorstandsvergütung beschließen. ²Der Beschluss begründet weder Rechte noch Pflichten; insbesondere lässt er die Verpflichtung des Aufsichtsrats nach § 87 unberührt. ³Der Beschluss ist nicht nach § 243 anfechtbar.“

Der Beitrag analysiert und bewertet diese Regelung. Dafür wird zunächst (A.) das mit § 120 Abs. 4 AktG verfolgte Regelungsziel erläutert, der Bezug zur Debatte über Vorstandsbezüge hergestellt, und die EG-Empfehlung aus 2004 zum Thema dargestellt. Hier zeigt sich, daß die gesetzliche Verankerung eines beratenden Vergütungsvotums in den deutschen Stellungnahmen dazu bisher ganz überwiegend abgelehnt worden ist. Anschließend (B.) blicken wir ins angelsächsische Ausland: In Großbritannien und in den USA wird das beratende Aktionärsvotum über die Managerbezüge seit Jahren gelebt. Die Darstellung des dort geltenden Rechts erlaubt die rechtsvergleichende Perspektive auf § 120 Abs. 4 AktG. Die Hintergründe und die praktischen Erfahrungen in beiden Ländern liefern Hinweise für eine Bewertung der neuen deutschen Vorschrift. Der nächste Abschnitt (C.) behandelt das rechtliche Umfeld der Neuregelung und stellt die Frage, ob die Hauptversammlung abseits von § 120 Abs. 4 AktG durch andere Mechanismen beratende Beschlüsse zu den Vorstandsbezügen fassen konnte und kann. Im Zentrum des Beitrags (D.) stehen die Analyse des § 120 Abs. 4 AktG und der aus der Norm resultierenden Rechtsfragen. Zum Schluss (E.) werden die Regelung im Lichte des Gesagten bewertet und die Ergebnisse des Beitrags zusammengefasst.

A. Regelungsziel und Hintergrund

Der Gesetzgeber verfolgt mit der Einführung des Vergütungsvotums dasselbe Regelungsziel wie mit dem VorstAG im Übrigen. Der Name verrät es, Gegenstand ist die Angemessenheit der Vorstandsbezüge (i.S.d. § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG). Dieser Rechtsbegriff ist Einfallstor für die in Öffentlichkeit und Politik stets aktuelle

¹ Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) vom 31.7.2009, BGBl. I 2509.

² Dazu bereits *Fleischer/Bedkowski*, AG 2009, 677 ff und in den Beiträgen zum VorstAG von *Bosse*, BB 2009, 1650 (1653); *Fleischer*, NZG 2009, 801 (804 f.); *Hanau*, NJW 2009, 1652 (1653); *Hohenstatt*, ZIP 2009, 1349 (1355 f.); v. *Kann/Keiluweit*, DSfR 2009, 1587 (1588 f.); *Thüsing*, AG 2009, 517 (524 f.).

Diskussion über „zu hohe“³ Bezüge von Vorständen und *executive directors*.⁴ Die Finanzkrise hat dem Thema neue Aufmerksamkeit beschert, denn die „negativen externen Effekte“ unangemessen strukturierter Vergütungspakete offenbaren sich dort, wo am Ende der Steuerzahler den Preis für gesteigerten Risikoappetit bezahlen muss.⁵ Abseits dieser eindeutigen Fälle wird man Klarheit darüber, was als Vergütung noch „angemessen“ ist, freilich nie ganz erreichen können. Das Recht kann hier nur Leitlinien formulieren und Strukturen schaffen, die das Regelungsziel fördern helfen. Dabei fügt sich das Instrument des beratenden Vergütungsvotums in die bekannten Regelungsansätze ein, ergänzt diese, und folgt zugleich einer besonderen Logik.

I. Regelungsziel und -ansatz

Bei der Regulierung von Vorstandsbezügen lassen sich drei Stufen unterscheiden. Auf der ersten Ebene regelt der Gesetzgeber die *Vergütungsfestsetzung*. Die Zuordnung der Vergütungskompetenz und Verfahrensregeln fallen hierunter. Ein aktuelles Beispiel ist der neue § 107 Abs. 3 AktG, nach dem der Beschluss über die Vorstandsbezüge dem Aufsichtsratsplenum vorbehalten ist. Auf der zweiten Ebene werden *materielle Kriterien*, Leitlinien für die Festsetzung der Bezüge definiert. Ausgangspunkt ist dabei das Erfordernis der „Angemessenheit“ der Bezüge, eingeführt durch das AktG 1937.⁶ Das VorstAG hat die Vorgaben in § 87 AktG präzisiert. Die dritte Ebene ist die der *Offenlegung* als Kontrollinstrument: Die Transparenz der Bezüge ist in den letzten Jahren stetig erweitert worden, in Deutschland maßgeblich durch das VorstOG.⁷ Das neue Vergütungsvotum in § 120 Abs. 4 AktG verbindet die genannten Ansätze, die Abstimmung verstärkt die Rückkopplung der dritten zur ersten und zweiten Ebene.

Die Aktionäre können im Votum nach § 120 Abs. 4 AktG das System der Vorstandsvergütung billigen oder tadeln. Damit formalisiert und verrechtlicht die Vorschrift das Zwiegespräch über die Bezüge zwischen den Aktionären und der Verwaltung. Auch ohne Votum können und konnten die Aktionäre – und darüber hinaus: jedermann – zwar Missfallen an der Vergütungspolitik der Gesellschaft kundtun. Ein Beschluss hat aber den Vorteil, daß er das Stimmengewirr ordnet und der Kakophonie in der

³ Eine (verzeihliche) Verkürzung: Unangemessen ist nicht nur die zu hohe, falsch strukturierte, sondern auch die zu niedrige Vergütung. Dieses Problem ist aber – soweit ersichtlich – nie praktisch geworden. Ein Thema waren zu niedrige Bezüge beim Aufsichtsrat; dort hat die Praxis inzwischen nachgebessert.

⁴ Prägend für die rechtspolitische Debatte *Bebchuk/Fried*, Pay without Performance, 2004. Siehe auch *Ringleb* in *Ringleb/Kremer/Lutter/v.Werder*, DCGK, 3. Aufl. 2008, 4.2.2. (Rz. 695): „das beherrschende Thema der Corporate Governance Diskussion“ und *Thüsing*, ZGR 2003, 457 ff.

⁵ Der Staat reagiert darauf in zwei Schritten: Unternehmen, die Staatshilfen erhalten, unterliegen in Vergütungsfragen rigiden Vorgaben; siehe dazu für die USA noch unten B.II. (S. 9). In einem zweiten Schritt werden – wie im VorstAG – die Angemessenheitskriterien überdacht; siehe für GB unten Fn. 35.

⁶ Dazu *Thüsing*, ZGR 2003, 457 (459) und *passim*.

⁷ Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorstOG) vom 3.8.2005, BGBl. I 2267. Siehe dazu nur *Baums*, ZHR (169) 2005, 299 ff. und *Fleischer*, DB 2005, 1611 ff. Das VorstAG hat die §§ 285, 314 HGB angepasst, siehe dazu den Gesetzentwurf, BT-Drucks. 16/12278, S. 3 f., S. 7.

Öffentlichkeit und auf der Versammlung das Verdikt der Aktionärsmehrheit entgegen oder beiseite stellt. Darin liegt der Gewinn der neuen Beschlusskompetenz. Das Votum wird so zum Instrument der Aktionäre zur Kontrolle des Vergütungssystems. Der Gesetzgeber rechnet mit positiven Wirkungen auf die Wahrnehmung der Vergütungskompetenz durch den Aufsichtsrat.⁸ Das ist die erste (prozedurale) Rückkopplung. Die Grundidee besteht darin, die Vergütungskompetenz einerseits nicht anzutasten, die Vergütungsentscheidung aber andererseits einem besonderen Rechtfertigungsdruck gegenüber den Aktionären zu unterwerfen. Die Beurteilung der Bezüge durch die Öffentlichkeit wird so ergänzt um einen parallelen Mechanismus *im* Verband. Betont wird damit, daß die Stimme der Aktionäre bei den Vorstandsbezügen zu hören ist.⁹ Dabei gilt es folgendes zu bedenken: Die absolute Höhe oder bestimmte Fehlstrukturen der Vergütung dürften für die Aktionäre weniger Relevanz haben als die Verknüpfung von Leistung und Vergütung („*pay and performance*“).¹⁰ Das ist die zweite (inhaltliche) Rückkopplung. Die besondere Rolle, die den Aktionären und damit notwendig auch ihren Interessen zugesprochen wird, zeichnet das Votum zum Vergütungssystem als besonderen und eher neuartigen Regelungsansatz aus. Beide Komponenten, die prozedurale und die inhaltliche, werden, wie zu zeigen ist, kontrovers beurteilt.

II. EG-Empfehlung vom 14.12.2004

Der Gesetzgeber folgt mit der Regelung in § 120 Abs. 4 AktG – so ausdrücklich die Materialien¹¹ – der Empfehlung der EG-Kommission vom 14.12.2004 zur Vergütung von Vorstandsmitgliedern in börsennotierten Aktiengesellschaften.¹² Diese Empfehlung beruht in ihrem Grundgedanken wie in ihren Ableitungen auf dem britischen Vorbild (dazu gleich unter B.I.). Die Prämisse lautet, daß Form, Struktur und Höhe der Vergütung Sache der Gesellschaft und ihrer Aktionäre sind.¹³ Die EG-Kommission empfiehlt den Mitgliedsstaaten, die Offenlegung der Vergütungspolitik klar und umfassend zu regeln.¹⁴ Darauf aufbauend solle den Aktionären durch einen *eigenen* und *zwingenden* Tagesordnungspunkt die Möglichkeit gegeben werden, sich auf der Jahreshauptversammlung effektiv zur Vergütungspolitik zu äußern und diese zu

⁸ BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

⁹ Ganz fremd war dieser Gedanke dem deutschen Aktienrecht auch bisher nicht, das belegen die Regelungen in § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG sowie § 286 Abs. 5 HGB und die Gesetzesbegründungen dazu.

¹⁰ Eine Wissenschaft für sich: Der Aktionär hat bei der Beurteilung *ex post* das gleiche Problem zu lösen wie der Aufsichtsrat *ex ante* bei der Vereinbarung der (erfolgsbezogenen) Vergütung. Für ein (einfach gehaltenes) Beispiel einer Analyse vgl. die Gehälterstudie 2008 im Manager-Magazin 6/2009, S. 56 ff.

¹¹ BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

¹² Empfehlung der Kommission vom 14. Dezember 2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (2004/913/EG), ABl. Nr. L 385/55 und dazu *Habersack*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 3. Aufl. 2006, § 4 Rz. 33. Die Ergänzungsempfehlung der Kommission vom 30.4.2009 (K[2009]3177) enthält für das Vergütungsvotum keine Änderungen oder Ergänzungen.

¹³ EG-Kommission (o. Fn. 12), Erwägungsgrund 2.

¹⁴ EG-Kommission (o. Fn. 12), Ziff. 3 und Erwägungsgrund 5.

erörtern.¹⁵ Eine (beratende) Abstimmung über die Vergütungspolitik wird schließlich mit dem Argument empfohlen, daß dadurch die Rechenschaftspflicht der Gesellschaft gegenüber ihren Aktionären besonders gestärkt werde.¹⁶

In Deutschland hatte der Dreiklang der EG-Kommission zur Vergütungspolitik (Offenlegung, Erörterung, Abstimmung) vor dem VorstAG nur ein gedämpftes Echo erzeugt. Bereits mit der Offenlegung der Vergütungspolitik hat man sich schwer getan, wie die „soll“-Bestimmungen in §§ 289 Abs. 2 Nr. 5, 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB belegen.¹⁷ Der Aufsichtsrat ist nicht verpflichtet, den Aktionären in der Hauptversammlung das Vergütungssystem zu erläutern;¹⁸ lediglich der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) enthält eine dahingehende Empfehlung in Ziff. 4.2.3 Abs. 5.¹⁹ Auch eine Umsetzung des dritten Punkts, der Abstimmung über die Bezüge in der Hauptversammlung, war in Deutschland, dazu nun mehr, bis zum VorstAG nicht angedacht.

III. Meinungsbild vor dem VorstAG

Die Einführung des Votums zum Vergütungssystem ist aus mehreren Gründen überraschend. Zwar war bereits seit längerem bekannt, daß die CDU/CSU ein solches Votum befürwortete,²⁰ doch im Gesetzentwurf der Koalition vom 17.3.2009 war die Regelung noch nicht enthalten. Erst der Rechtsausschuss ergänzte den Entwurf um den neuen § 120 Abs. 4 AktG.²¹ Hier ist nicht der Ort zu ergründen, was den Gesetzgeber nach fast einem Jahr andauernder politischer Debatte über die Angemessenheit von Managergehältern so kurzfristig bewegt hat, das beratende Aktionärsvotum zur Vorstandsvergütung doch noch einzuführen. Ein Blick zurück lohnt aus einem anderen Grund. Unerwartet ist die Neuregelung auch und gerade, weil eine Umsetzung der EG-Vorschläge zum Vergütungsvotum in der Literatur bislang überwiegend abgelehnt wurde.²² Die Befürworter mögen sich durchgesetzt haben.²³ Und doch muss sich die Regelung in § 120 Abs. 4 AktG an den Argumenten der Kritiker messen lassen.

¹⁵ EG-Kommission (o. Fn. 12), Ziff. 4.1 und Erwägungsgrund 7 („ohne Beschlussanträge einbringen zu müssen [...] Gegenstand eines eigenen Tagesordnungspunkts“).

¹⁶ EG-Kommission (o. Fn. 12), Ziff. 4.2 und Erwägungsgrund 8.

¹⁷ Eingefügt durch das VorstOG. Ob und wann die Angaben unterbleiben können, ist unklar, vgl. die Begründung zum Gesetzentwurf VorstOG, BT-Drucks. 15/5577, S. 8 und die Beschlussempfehlung und den Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 15/5860, S. 10 und *Lange* in MünchKommHGB, 2. Aufl. 2008, § 289 Rz. 124; *Wiedmann* in *Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn*, HGB, 2. Auf. 2008, § 289 Rz. 39.

¹⁸ Vorgeschlagen hatte das im Vorfeld des VorstOG *Baums*, ZIP 2004, 1877 (1879, 1883 f.).

¹⁹ Die Akzeptanz ist hoch, vgl. v. *Werder/Talaulicar*, DB 2009, 689 (691) für Ziff. 4.2.3 Abs. 6 a.F.

²⁰ FAZ v. 13.7.2005, S. 20 („Aktionäre sollen über Managergehälter entscheiden“) und Handelsblatt v. 17.9.2008, S. 6 („Union: Aktionäre sollen über Managergehälter abstimmen“).

²¹ Die öffentlichen Anhörung im Rechtsausschuss fand am 25. Mai 2009 statt. Die schriftlichen Stellungnahmen von *Goette*, *Hexel*, *Hirte*, *Kempter*, *Kremer*, *Lutter*, *Müller*, *Tesarczyk* und *Thüsing* sowie das Wortprotokoll sind abrufbar auf der Internetseite des Deutschen Bundestags (Ausschüsse/Recht).

²² Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht, ZIP 2003, 863 (870); *Martens*, ZHR 169 (2005), 124 (148 f.); *Marsch-Barner* in FS Röhricht, 2005, S. 401 (410); *Hoffmann-Becking*, ZHR 170 (2006), 2 (6); *Arnold*, Die Steuerung des Vorstandshandelns, 2007, S. 150.

Gegen eine Umsetzung der EG-Empfehlung und eine Übertragung des zugrunde liegenden englischen Regelung auf das Aktiengesetz brachten die Kritiker vor, daß das angelsächsische *board*-Modell und das dualistische Modell des AktG nicht vergleichbar seien, ein Umstand, der auch die Entscheidung über die Vorstandsbezüge betreffe.²⁴ Befasse man die Hauptversammlung mit der Vergütung, sei das ein „Systembruch“.²⁵ Neben den Hinweis auf die Organisationsverfassung des Aktiengesetzes trat das Argument, daß die Bezüge auch ohne gesondertes Votum Thema auf der Hauptversammlung seien: Vor der Beschlussfassung über die Entlastung des Aufsichtsrats (§ 120 Abs. 1 Satz 1 AktG) könne auch die Vorstandsvergütung diskutiert und so zum Gegenstand einer Abstimmung gemacht werden; bedenke man, daß den Aktionären auch noch das Fragerecht zustehe, seien keine Gründe für eine zusätzliche Regulierung ersichtlich.²⁶ Zwischen beiden Argumentationslinien gibt es naturgemäß ein Spannungsverhältnis (ein Votum der Aktionäre über die Vorstandsbezüge kann nicht zugleich systemwidrig und systemimmanent sein). Auf beide Aspekte, die Entlastung und die „Systemfrage“ (dualistisch/monistisch), wird zurückzukommen sein.

Gegen das beratende Aktionärsvotum zur Vorstandsvergütung wurde außerdem vorgebracht, daß eine Beschlusskompetenz der Aktionäre wegen der Anfechtbarkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen und mit Blick auf das „Anfechtungsgewerbe“ untunlich sei.²⁷ Diese Bedenken wurden – ergänzend zur Entwicklung im Übrigen²⁸ – in § 120 Abs. 4 Satz 3 AktG aufgegriffen (dazu ausführlich unten D.IV.2).²⁹

B. Der Blick ins Ausland: Großbritannien und die USA

Das VorstAG und das VorstOG bezeugen die deutsche Rezeption der internationalen Diskussion über Managergehälter. Weder das Regelungsproblem noch die Lösungsansätze sind ohne diesen Hintergrund verständlich. Die Vergangenheit hat gelehrt, dass beim Thema Vorstandsbezüge kaum Raum für nationale Sonderwege bleibt. Der Gesetzgeber hatte bei der Ausweitung der Transparenz die „internationale Entwicklung“

²³ Dafür *Jahn*, ZRP 2004, 179 (181); *Thüsing*, ZIP 2005, 1389 (1390) und Handelsblatt v. 3.8.2004, S. 7, kritisch noch *ders.*, ZGR 2003, 457 (482). Dafür zunächst *Baums* in der FAZ v. 2.8.2004, S. 9, bereits skeptischer *ders.*, ZHR 169 (2005), 299 (304 f.), zuletzt ablehnend, Börsen-Zeitung v. 5.5.2009, S. 10.

²⁴ *Hoffmann-Becking*, ZHR 170 (2006), 2 (6 f.); *Habersack* (o. Fn. 12), § 4 Rz. 33. Gleichsinnig jüngst *Baums* in der Börsen-Zeitung v. 5.5.2009, S. 10 und *Kremer* in der Börsen-Zeitung v. 23.5.2009, S. 7.

²⁵ *Hoffmann-Becking*, ZHR 170 (2006), 2 (6 f.); *Arnold* (o. Fn. 22), S. 150. Von einem Systembruch spricht auch die Stellungnahme des DGB (*Hexel*, o. Fn. 21) zum Entwurf des VorstAG, S. 12. Gleichsinnig – in Kenntnis der Neuregelung in § 120 Abs. 4 AktG – *E. Vetter*, ZIP 2009, 1307 ff.

²⁶ *Marsch-Barner* (o. Fn. 22), S. 401 (410); Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht, ZIP 2003, 863 (870); *Arnold* (o. Fn. 22), S. 150. S.a. *Martens*, ZHR 169 (2005), 124 (149): Vorstandsentlastung.

²⁷ *Baums*, Börsen-Zeitung v. 5.5.2009, S. 10; *Martens*, ZHR 169 (2005), 124 (149); *Arnold* (o. Fn. 22), S. 150 und (verblümt) *Hoffmann-Becking*, ZHR 170 (2006), 2 (6).

²⁸ Zum ARUG und zum Beschlussmängelrecht zuletzt *Florstedt*, AG 2009, 465 ff.

²⁹ BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

vor Augen.³⁰ Und bei § 120 Abs. 4 AktG hat er das Beispiel Großbritannien angeführt und auf die positiven Erfahrungen mit dem Vergütungsvotum dort verwiesen.³¹ Das ist Anlass genug, Recht und Praxis beratender Aktionärsvoten zu Mangerbezügen in Großbritannien und den USA zu betrachten. Die rechtlichen und tatsächlichen Hintergründe sowie die praktischen Erfahrungen in beiden Ländern sind Referenzpunkt für die Bewertung des „*legal transplant*“ § 120 Abs. 4 AktG. Dabei soll nicht verschwiegen werden, daß sich das britische Modell – obgleich die EG in ihren Empfehlungen darauf aufbaut – in Europa bisher keineswegs durchgesetzt hat.³²

I. Advisory Vote in Großbritannien (2002)

In Großbritannien gibt es die konsultative Abstimmung (*advisory vote*) über die offengelegten Managerbezüge (*executive remuneration*) bereits seit August 2002.³³ Anstoß war ein Konsultationspapier des Handelsministeriums, des *Department of Trade and Industry (DTI)*, aus dem Juli 1999.³⁴ Das Thema der Konsultation waren Regulierungsfragen rund um die Direktorenvergütung. Das *DTI* betonte in seinen Ausführungen, dass es nicht Aufgabe der Regierung sein könne, auf angemessene Managergehälter hinzuwirken.³⁵ Die Kontrolle der Verknüpfung zwischen Vergütung und Leistung obliege primär den Aktionären.³⁶ Hiervon ausgehend untersuchte und bejahte das *DTI* Handlungsbedarf bei den Kontrollinstrumenten der Aktionäre. Die damals bestehenden Wege, die *executive remuneration* zu tadeln, galten als unzureichend.³⁷ Interessant sind dabei die Erkenntnisse des *DTI* über das Verhältnis zwischen der Festsetzung der Bezüge durch das *board of directors* und seiner Geschäftsführung im Übrigen. Die in börsennotierten Gesellschaften übliche Abstimmung über die Abschlussunterlagen – die „britische Entlastung“ – sei aus Aktionärsicht für ein Votum über die Vergütung ungeeignet. Für institutionelle Investoren komme ein Votum gegen den Abschluss nur bei ernsthaften Bedenken gegen die gesamte Geschäftsführung in Betracht. Zweifel an der Vergütungspolitik reichten

³⁰ Vgl. die Pressemitteilung des BMJ zum VorstOG v. 11.3.2005 (im Internet: <http://www.bmj.bund.de>).

³¹ BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

³² Siehe dazu die ausführliche Darstellung bei *Ferrarini/Moloney/Ungureanu*, ECGI Law Working Paper 126/2009, S. 36 ff. (im Internet abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1418463>).

³³ Eingeführt durch die Directors' Remuneration Report Regulations 2002, Statutory Instrument 2002/1986. Dazu Gower and *Davies*, Principles of Modern Company Law, 8. Aufl. 2008, S. 385 ff. (Rz. 14-16, 14-17) und ausführlich zu den Hintergründen *Cheffins/Thomas*, JCLS Vol. 1 (2001) No. 2, 277 ff.

³⁴ DTI, Directors' Remuneration. A Consultative Document, July 1999.

³⁵ Mit der regulatorischen Aufbereitung der Finanzkrise ist für den Finanzsektor eine Neubewertung zu erwarten, siehe dazu die Untersuchungen der FSA, The Turner Review, S. 79 ff und der HM Treasury, Walker Review, S. 90 ff. und dazu den Bericht in der Börsen-Zeitung v. 23.7.2009, S. 5.

³⁶ DTI (o. Fn. 34), Ziff. 4.9. S.a. *Cheffins/Thomas*, JCLS Vol. 1 (2001) No. 2, 277 (281 ff.).

³⁷ DTI (o. Fn. 34), Ziff. 7.15. S.a. *Cheffins/Thomas*, JCLS Vol. 1 (2001) No. 2, 277 (288 f., 296, 303 ff.).

dafür praktisch nie aus.³⁸ Für die Plausibilität dieser Einschätzung mag man das Abstimmungsverhalten von Aktionären nach Einführung des *advisory vote* anführen.³⁹

Das DTI befürwortete vor diesem Hintergrund die Einführung einer jährlichen Abstimmung über einen von den Direktoren zu erstattenden Vergütungsbericht (*remuneration report*). Offenlegung und Abstimmung gingen hier also Hand in Hand. Ein die Verwaltung bindendes Votum wurde als unzweckmäßig bewertet, doch eine beratende Abstimmung der Aktionäre als geeignet angesehen, den Dialog zwischen Aktionären und Verwaltung über Vergütungsfragen zu stärken.⁴⁰ Die seit dem 1.8.2002 geltende Regelung findet sich heute in § 439 Companies Act 2006: Das *board of directors* der notierten Gesellschaft (*quoted company*) ist verpflichtet, den Aktionären in der ordentlichen Hauptversammlung einen Antrag auf Zustimmung zum Vergütungsbericht vorzulegen. Die gesetzlich formulierten Anforderungen an den Vergütungsbericht entsprechen weitgehend dem, was schon zuvor als Best Practice empfohlen und in der Praxis auch beachtet wurde.⁴¹ Für die Zustimmung oder Ablehnung des Vergütungsberichts genügt die einfache Mehrheit. Die gesetzliche Regelung stellt explizit klar, dass der Beschluss keine Rechtswirkungen entfaltet, insbesondere keine Ansprüche auf Vergütungszahlungen begründen kann.⁴² Wird das Votum nicht eingeholt, begehen die Direktoren eine bußgeldbewehrte Ordnungswidrigkeit; eine Sanktion gegen die Gesellschaft ist nicht vorgesehen.⁴³

Welche Bedeutung das *advisory vote* heute praktisch hat, sollen drei Beispiele verdeutlichen. Aufsehen erregte der Fall GlaxoSmithKline (2003).⁴⁴ Das *board* des Pharmaunternehmens hatte geplant, Gehälter und Abfindungen deutlich zu erhöhen, die Bezüge des CEO Garnier auf 11 Millionen Pfund zu verdoppeln und dessen Vertrag vorzeitig zu verlängern. Hiergegen protestierten die Aktionäre mit Hinweis auf die Lage des Unternehmens, sie stimmten gegen die Vergütungspolitik, und die Verwaltung gelobte eine Anpassung des Vergütungssystems. Ein weiterer Fall, aus der aktuellen Hauptversammlungssaison 2009, ist Royal Dutch Shell.⁴⁵ Stein des Anstoßes war dort ein Bonus-Plan: Obwohl dessen Kriterien nicht erfüllt waren, bewilligte das *board* den *executives* die Hälfte der Boni. Daraufhin stimmten fast 60 Prozent der Aktionäre gegen

³⁸ DTI (o. Fn. 34), Ziff. 7.14. Siehe *Cheffins/Thomas*, JCLS Vol. 1 (2001) No. 2, 277 (289).

³⁹ Zwei aktuelle Beispiele (aus 2009): Bei Royal Dutch Shell wurde dem Abschluss mit großer Mehrheit zugestimmt (99,90%), der Remuneration Report aber missbilligt (von 59,42%). Gleiches – und dort ist der Unterschied noch deutlicher – passierte bei der Royal Bank of Scotland (99,91% / 90,42).

⁴⁰ DTI (o. Fn. 34), Ziff. 7.17. ff.

⁴¹ *Cheffins/Thomas*, JCLS Vol. 1 (2001) No. 2, 277 (280); *Davies* (o. Fn. 33), S. 385 ff. (Rz 14-16, 14-17) und die Vorschriften in § 420, § 421, § 422 CA 2006.

⁴² Vgl. § 439(5) CA 2006.

⁴³ Vgl. § 439(4), § 440(4) CA 2006. Eine „*fine not exceeding level 3 on the standard scale*“ entspricht einem Bußgeld für die Direktoren bis zu 1.000 Britischen Pfund, vgl. den Criminal Justice Act 1982.

⁴⁴ Dazu der Bericht in der FAZ v. 21.5.2003, S. 15 und *Thüsing*, DB 2003, 1612 (1614).

⁴⁵ Dazu der Bericht im Handelsblatt v. 20.5.2009, S. 16 und die Abstimmungsergebnisse oben Fn. 39.

das Vergütungssystem; auch hier versprach das *board*, über Anpassungen nachzudenken. Besonders deutlich war die Ablehnung im Fall Royal Bank of Scotland.⁴⁶ Im April 2009 stimmten über 90 Prozent der Aktionäre gegen den *remuneration report* der Verwaltung. Die Bezüge bei der mit Staatsgeldern aufgefangenen Bank waren wochenlang Thema in der Presse; der aktuelle und der ehemalige *CEO* machten nach der Abstimmung erhebliche Zugeständnisse.

Wie wird das *advisory vote*, abseits dieser Einzelfälle, heute bewertet? Eine vom *DTI* in Auftrag gegebene und im November 2004 veröffentlichte Studie zeichnet ein positives Bild.⁴⁷ Die Unternehmen führen das Votum wie gesetzlich vorgegeben durch. Allgemein ist heute anerkannt, daß sich der Dialog zwischen den Aktionären – eine wichtige Rolle spielen institutionelle Investoren – und den Verwaltungen über die Bezüge intensiviert hat. Nach kritischen Aktionärsvoten ist eine Anpassung des Vergütungssysteme zu beobachten.⁴⁸ Aktionäre kritisieren vor allem Fälle, in denen „*rewards for failure*“ im Raum stehen; eingefordert werden leistungsgerechte Bezüge, während deren absolute Höhe eher nachrangig ist.⁴⁹ Gegen das beratende Votum mag man einwenden, dass ein beratendes Votum für sich genommen das Problem unangemessener Managerbezüge nicht lösen kann.⁵⁰ Gemessen an den Regelungszielen dürfte der britische Gesetzgeber das *advisory vote* aber als Erfolg ansehen.

II. Vereinigte Staaten: Say on Pay (seit 2007)

In den USA werden seit spätestens 2007 unter dem Stichwort „*Say on Pay*“ unverbindliche Aktionärsvoten zur Vergütung der *executive directors* diskutiert.⁵¹ Die Initiative ging hier von Aktionären aus. Die Anteilseigner verlangen von ausgewählten (im Jahr 2009: über 100) Gesellschaften und deren *boards* die Einführung einer *Say on Pay*-Politik. Mittel ist der Aktionärsantrag nach SEC Rule 14a-8 (*shareholder proposals*).⁵² Mit diesem Antrag können Aktionäre, soweit bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind, auf Kosten der Gesellschaft um die Stimmen ihrer Mitaktionäre werben. Das Anteilsquorum für Anträge nach Rule 14a-8 ist niedrig

⁴⁶ Siehe die Berichte im Handelsblatt v. 3.7.2009, S. 19, v. 23.6.2009, S. 23 und in der Börsen-Zeitung v. 19.6.2009, S. 5. Die Abstimmungsergebnisse finden sich oben in Fn. 39.

⁴⁷ Deloitte, Report on the Impact of the Directors' Remuneration Report Regulations, November 2004.

⁴⁸ Deloitte (o. Fn. 47), S. 8 ff., 11, 19; *Davies* (o. Fn. 33), S. 386 (Rz 14-16); *Solomon*, Corporate Governance and Accountability, 2. Aufl. 2007, S. 101, 124 f.; *Ferrarini/Moloney/Ungureanu* (o. Fn. 32), S. 20; *Ferri/Maber*, Say on Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK (abrufbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1420394).

⁴⁹ Siehe dazu die Untersuchung von *Ferri/Maber* (Fn. 48).

⁵⁰ So vor Inkrafttreten der Änderungen *Cheffins/Thomas*, JCLS Vol. 1 (2001) No. 2, 277 (314 f.).

⁵¹ Vgl. die FAZ v. 3.5.2008, S. 22. „Erfinderin“ von *Say on Pay* war 2005 die Gewerkschaft AFSCME, die einen Pensionsfonds mit Mitteln in Höhe von (immerhin) über 850 Mio. US-Dollar (2008) unterhält.

⁵² 17 CFR (Code of Federal Regulations) § 240.14a-8. Siehe dazu *Merkt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2006, S. 406 ff.; *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation, 5. Aufl. 2004, S. 550 ff. und *Cheffins/Thomas*, JCLS Vol. 1 (2001) No. 2, 277 (301 ff.).

(Kurswert: 2000 US-Dollar), doch verlangt wird eine Haltedauer von einem Jahr.⁵³ Die Kompetenzverteilung zwischen dem *board*, das für die *executive compensation* zuständig ist, und den Aktionären darf mit solchen Anträgen zwar nicht außer Kraft gesetzt werden. Statthaft und verbreitet ist aber, dass die Aktionäre der Verwaltung ein bestimmtes Verhalten empfehlen. Die Vorstandsvergütung ist dabei seit 1992 als zulässiger Gegenstand anerkannt.⁵⁴ Eine typische Formulierung für *Say on Pay*-Anträge lautet: „*shareholders of 'Company Name' urge the board of directors to adopt a policy that Company shareholders be given the opportunity at each annual meeting of shareholders to vote on an advisory resolution, to be proposed by Company's management, to ratify the compensation of the (...) executive officers (...). The proposal submitted to shareholders should make clear that the vote is non-binding and would not affect any compensation paid or awarded (...).*“⁵⁵ Stimmt die Mehrheit der Mitaktionäre dem Antrag zu, dürfte das *board* regelmäßig einen starken Anreiz haben, vom Folgejahr an das beratende Votum der Aktionäre zu den Managerbezügen einzuholen.

Ein *Say on Pay*-Antrag ist nach alledem nur eine Vorstufe für regelmäßige Vergütungsvoten. Bislang ist die Erfolgsquote der Anträge noch gering. Erfolgreiche Versuche gab es in den letzten Jahren aber immerhin bei Gesellschaften wie Verizon, Motorola, Apple und Pfizer. Daß in den USA beratende Abstimmungen zur *executive compensation* in Zukunft dennoch in großer Zahl stattfinden werden, hat der Gesetzgeber entschieden: Unternehmen, die im Rahmen des aktuellen Konjunkturprogramms Staatshilfen beanspruchen, sind seit Anfang des Jahres verpflichtet, ein nicht bindendes Votum über die Managerbezüge durchzuführen.⁵⁶

Ablehnende *Say on Pay*-Voten gab es in den USA bislang – soweit ersichtlich – nicht.⁵⁷ Festzuhalten ist damit ein eigenartiges Spannungsverhältnis: Der Aktivismus weniger Aktionäre trifft auf die Zurückhaltung der Mitaktionäre, und zwar sowohl bei der Einführung des Vergütungsvotums wie auch, später, bei dessen Einsatz zur Missbilligung der Bezüge. Von Unternehmensseite wird das Thema gleichwohl ernst genommen. Zu nennen ist etwa der Fall Aflac, ein Versicherer, dessen *board* vor zwei Jahren freiwillig eine *Say on Pay*-Politik verabschiedet und dafür positive Reaktionen

⁵³ Genauer: Der Aktionär muss mindestens 1% der Aktien oder Aktien im Kurswert von mindestens 2000 US-Dollar bereits ein Jahr vor Einreichung des Antrags gehalten haben und bis zur Versammlung halten.

⁵⁴ Siehe dazu in unserem Zusammenhang *Cheffins/Thomas*, JCLS Vol. 1 (2001) No. 2, 277 (302).

⁵⁵ Vgl. den „Sample Proposal for an Advisory Vote on Executive Compensation“ der für *Say on Pay* der Gewerkschaft AFSMCE (http://www.afscme.org/docs/070125_sample-resolution.pdf).

⁵⁶ Sec. 7001 des American Recovery and Reinvestment Act of 2009 (H.R. 1) zur Ergänzung von Sec. 111(e) des Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (H.R. 1424) und dazu die Stellungnahme der SEC siehe <http://sec.gov/divisions/corpfin/guidance/arrainterp.htm>. Die Zahl der betroffenen Unternehmen ist erheblich, siehe das Wall Street Journal v. 6.4.2009, B4 („Companies Seek Shareholder Input on Pay Practices“): „roughly 400“ Gesellschaften.

⁵⁷ Siehe das Wall Street Journal v. 18.5.2009, B6 („A Quiet Response to ‚Say on Pay‘ Measures“).

von Investoren und der Presse erhalten hat.⁵⁸ Eine aktuelle Entwicklung (Amgen, Prudential Financial) ist ferner, daß Unternehmen ihren Anlegern über ihre Internetseite die Stellungnahme zur Vergütungspolitik ermöglichen.⁵⁹ Hieraus lässt sich ableiten, daß der Dialog über die Managerbezüge bereits intensiver geworden ist.

Die gesetzliche Verankerung des Vergütungsvotums – abseits der erwähnten Regelung aus Anfang 2009 für Unternehmen, die Staatshilfen erhalten, – wird in den USA aktuell geprüft. Ein Gesetzentwurf aus dem Jahr 2007, der die Einführung eines beratenden Votums für alle (börsennotierten) Gesellschaften zum Inhalt hatte, ist den Neuwahlen zum Opfer gefallen.⁶⁰ Die Krisengesetzgebung und ein neuer Gesetzentwurf deuten aber darauf hin, daß die *advisory vote* auch in den USA gesetzlich verankert werden wird.⁶¹ Zu erwähnen bleibt bei alledem, daß in der US-Literatur der *Say on Pay*-Ansatz von einigen Kommentatoren heftig kritisiert wird. Die Kritiker machen – unter anderem – geltend, dass ein beratendes Aktionärsvotum ungerechtfertigt in die Autorität des *board of directors* eingreife.⁶² Diese Bedenken gleichen den Einwänden hierzulande.

C. Regelungsumfeld: Entlastung und § 119 Abs. 2 AktG

Eine angemessene Einordnung von § 120 Abs. 4 AktG setzt ein Verständnis darüber voraus, ob und wie die Aktionäre ihren Unmut über die Vorstandsbezüge bereits vor dem VorstAG und damit auch künftig, abseits der Neuregelung, äußern konnten und können. Handelt es sich bei § 120 Abs. 4 AktG gar um eine nur deklaratorische Bestimmung, um eine in das Aktiengesetz aufgenommene Wiederholung dessen, was bereits vor dem VorstAG galt? Wäre dem so, dann stellten sich Folgeprobleme, denn § 120 Abs. 4 AktG will das Votum zum Vergütungssystem zwar eröffnen, schränkt seinen Anwendungsbereich aber ein und fordert für eine Aktionärsinitiative ein beachtliches Quorum. Mit der Frage wird auch die Kritik derer aufgegriffen, die gegen das konsultative Votum eingewandt haben, daß sein Zweck im Aktiengesetz bereits durch die Entlastungsentscheidung besorgt werde. Freizulegen ist daher das Verhältnis des neuen § 120 Abs. 4 AktG zu ähnlichen Beschlussfassungen, und zwar zur Entlastung der Aufsichtsratsmitglieder (§ 120 Abs. 1 AktG) und zu § 119 Abs. 2 AktG.

⁵⁸ Vgl. den Bericht der Washington Post v. 29.5.2007, D01 („Aflac Looks Smart on Pay“).

⁵⁹ Siehe das Wall Street Journal v. 6.4.2009, B4 („Companies Seek Shareholder Input on Pay Practices“).

⁶⁰ Vgl. dazu die Nachweise auf <http://www.govtrack.us/congress/bill.xpd?bill=h110-1257>.

⁶¹ Vgl. den Entwurf eines “Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009”, H.R. 3269 vom 3.8.2009.

⁶² Vgl. *Bainbridge*, Remarks on Say on Pay: An Unjustified Incursion on Director Authority (abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1101688) und *Gordon*, ‘Say on Pay’: Cautionary Notes on the UK Experience and the Case for Shareholder Opt-In (abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262867).

I. (Teil-)Entlastung des Aufsichtsrats und § 120 Abs. 4 AktG

Mit den Vorstandsbezügen unzufriedene Aktionäre konnten bereits bisher und können auch zukünftig den Aufsichtsratsmitgliedern die Entlastung nach § 120 Abs. 1 AktG verweigern. Das war und ist den Kritikern eines neuen Votums zuzugeben. Ein Aktionär, der einen Antrag auf Verweigerung der Entlastung allein auf unangemessene Bezüge stützt, schießt allerdings übers Ziel hinaus – denn missbilligt würde im Erfolgsfall „die Verwaltung der Gesellschaft“ durch den Aufsichtsrat (§ 120 Abs. 2 Satz 1 AktG), deutlich mehr also als „nur“ die Wahrnehmung der Vergütungskompetenz. Das dürfte denn auch der Grund dafür sein, daß in der Praxis nur auf die Vorstandsvergütung rekurrierende Anträge auf Verweigerung der Entlastung des Aufsichtsrats kaum vorkommen, geschweige denn Erfolg haben. Aktionäre in Deutschland, die ja heute oft genug aus dem Ausland stammen, dürften insoweit genauso denken wie Aktionäre in Großbritannien vor Einführung des Votums dort.⁶³

Eine Lösung dieses Dilemmas wird unter dem Stichwort „Teilentlastung“ diskutiert. Der Begriff wird uneinheitlich verwendet. Für unsere Zwecke ist unter Teilentlastung ein Beschluss zu verstehen, in dem die Verwaltung der Gesellschaft im Allgemeinen gebilligt, zugleich aber eine Missbilligung bestimmter Angelegenheiten ausgesprochen wird. Nach weit überwiegender Meinung kann die Hauptversammlung grundsätzlich einen solchen Beschluss fassen.⁶⁴ Besondere materielle Voraussetzungen hat die Teilentlastung – wie die Entlastung im Übrigen – nicht.⁶⁵ Einschränkend wird nur verlangt, daß der von der Entlastung ausgeklammerte Aspekt abgrenzbar ist und nicht den „Kern der Amtsführung“ betrifft. Daß sich die Festsetzung des Vergütungssystems, vor allem aber die Vereinbarung konkreter Vergütungspakete, von den übrigen Aufgaben des Aufsichtsrats abgrenzen lässt, ist nicht zu bezweifeln, wie auch die Einführung des Vergütungsvotums in § 120 Abs. 4 AktG belegt. Gleiches gilt mit Blick auf den Kern der Amtsführung, der bei den Vorstandsbezügen auch angesichts des Nebeneinanders von Vergütungsvotum und Entlastung nicht berührt sein kann. Hinzu kommt die Wahrnehmung der Aktionäre, die wie geschildert zwischen der Verwaltung der Gesellschaft im Ganzen und den Vorstandsbezügen unterscheidet. Auf Grundlage der herrschenden Meinung zur Teilentlastung konnte daher schon bisher ein Beschluss zur Missbilligung der Vorstandsvergütung gefasst werden, gemeinsam mit einer

⁶³ Siehe dazu oben S. 6 f.

⁶⁴ Vgl. mit Unterschieden *Sethe*, ZIP 1996, 1321 ff.; *Hüffer*, AktG, 8. Aufl. 2008, § 120 Rz. 12; *Butzke* in *Obermüller/Werner/Winden*, Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft, 4. Aufl. 2001, S. 335; *Kubis* in *MünchKommAktG*, 2. Aufl. 2004, § 120 Rz. 22. Zur Gegenmeinung siehe OLG Düsseldorf, AG 1996, 273 (274 f.); *Zöllner* in *KölnKommAktG*, 1973, § 120 Rz. 37 (im Widerspruch zu Rz. 20).

⁶⁵ Siehe dazu noch unten Fn. 130 und im Text.

Entlastung des Aufsichtsrats im Übrigen.⁶⁶ Im praktischen Ergebnis entspricht ein solcher Beschluss der Aktionäre dem ablehnenden Votum nach § 120 Abs. 4 AktG.

Daß auch Teilentlastungen in der Praxis – soweit ersichtlich – von Aktionären noch nicht angestrebt wurden, um das Thema Vorstandsvergütung zu adressieren, mag mit Blick auf die Neuregelung skeptisch stimmen, da auch § 120 Abs. 4 AktG seine Funktion nur erfüllen kann, wenn die Auseinandersetzung über die Vorstandsbezüge gesucht wird. Nimmt der Aktivismus der Aktionäre in diesem Bereich aber zu, stellt sich die Folgefrage, ob § 120 Abs. 4 AktG einen Antrag auf Teilentlastung (mit praktisch gleichem Ziel) sperrt. Das ist nicht nur theoretisch, sondern auch praktisch relevant, da für einen Antrag auf Teilentlastung, anders als beim neuen Votum zum Vergütungssystem, weder das Prozedere noch das Quorum des § 122 Abs. 2 AktG einzuhalten sind. Gegen eine „Sperrwirkung“ spricht jedenfalls, daß der Gesetzgeber das Thema offenbar übersehen hat und daß es nicht Sinn und Zweck der Neuregelung in § 120 Abs. 4 AktG sein kann – bereits bestehende – Aktionärsrechte zu beschränken.⁶⁷

II. Vorlage nach § 119 Abs. 2 und § 120 Abs. 4 AktG

An Bedeutung verloren hat angesichts des neuen § 120 Abs. 4 AktG für börsennotierte Gesellschaften die Frage, ob ein beratendes Votum der Aktionäre über die Vorstandsbezüge über § 119 Abs. 2 AktG eingeholt werden kann. Schwierigkeiten mach(t)en insoweit die Vorlagefähigkeit und -berechtigung⁶⁸ und die Beschlusswirkungen⁶⁹. Für nicht börsennotierte Gesellschaften und für Verwaltungen, die mit dem Thema Vorstandsbezüge besonders offensiv umgehen möchten,⁷⁰ sind diese Fragen weiterhin relevant. Eine „Sperrwirkung“ von § 120 Abs. 4 AktG dürfte sich auch hier verbieten.

III. Zwischenfazit

Es lässt sich festhalten, daß einiges für die Zulässigkeit beratender Abstimmungen der Aktionäre über die Vorstandsbezüge vor und abseits der Einführung des neuen Votums

⁶⁶ So bereits *Baums*, ZIP 2004, 1877 (1884); *ders.*, Börsen-Zeitung v. 2.12.2008, S. 6.

⁶⁷ **AA** *Fleischer/Bedkowski*, AG 2009, 677 (681), die das Thema Teilentlastung allerdings ausklammern.

⁶⁸ Voraussetzung ist, daß § 119 Abs. 2 AktG auf Geschäftsführungsmaßnahmen des Aufsichtsrats überhaupt anwendbar ist (sehr str.). Bejahendenfalls lautet die Folgefrage, wer diese Maßnahmen vorlegen darf, vor allem, ob der Aufsichtsrat nach § 119 Abs. 2 AktG (analog) zur Vorlage berechtigt ist. Für letzteres – zur Wahrung der Kompetenz des Aufsichtsrats jedenfalls bei Beschlüssen über die Vorstandsbezüge einzig angemessen – immerhin *Barz* in *GroßKommAktG*, 3. Aufl. 1973, § 119 Rz. 7. Von einer Vorlageberechtigung des Vorstands geht offenbar *Lutter* in seiner Stellungnahme (o. Fn. 21, S. 8) aus, wenn er meint, die Neuregelung in § 120 Abs. 4 AktG rechtfertige sich daraus, daß mit einem entsprechenden Antrag des Vorstands „nicht zu rechnen“ sei.

⁶⁹ Daß über § 119 Abs. 2 AktG auch unverbindliche Beschlüsse eingeholt werden dürfen, befürworten – freilich ohne nähere Begründung – *Zöllner* (o. Fn. 64), § 119 Rz. 37; *Semler* in *Semler/Volhard*, *Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung*, 2. Aufl. 2003, § 1 Rz. 235; *Barz* (o. Fn. 68), § 120 Rz. 5.

⁷⁰ Bsp.: Beschluss auf der Hauptversammlung der Solarworld AG v. 6.4.2009 zur Deckelung der Bezüge. Dazu *Lutter* (o. Fn. 21, S. 8); *Recktenwald*, *AnwBl* 2009, 532 und kritisch *E. Vetter*, ZIP 2009, 1307 ff. (ohne Diskussion der hier [Fn. 68, Fn. 69] aufgeworfenen Fragen).

in § 120 Abs. 4 AktG spricht. Die Frage ist bislang nur weder praktisch geworden, noch wurde sie ausführlich in der Literatur diskutiert. Angesichts der verbleibenden Zweifel ginge es zu weit, die Neuregelung als deklaratorisch anzusehen. Aus dem Gesagten wird aber deutlich, daß die Hauptversammlung unstrittig (beratend) über Geschäftsführungsmaßnahmen oder – allgemeiner – über die „Verwaltung der Gesellschaft“, und hierzu gehören die Vorstandsbezüge, abstimmen darf und – wenn der Gegenstand (außer-)regelmäßig auf die Tagesordnung gesetzt wird – abstimmen muss. Das weckt Zweifel an einer Argumentation, die das Vergütungsvotum als generell „systemwidrig“ bezeichnet. Mit der Regelung des § 120 Abs. 4 AktG könnten die Vorstandsbezüge als Thema auf den Hauptversammlungen an Bedeutung gewinnen. Tritt diese Entwicklung ein, werden die allgemeinen Erwägungen zur Teilentlastung und zu § 119 Abs. 2 AktG praktisch relevant. In Einzelfällen mögen dann nicht börsennotierte Aktiengesellschaften eine Vorlage nach § 119 Abs. 2 AktG prüfen. Und Aktionäre, die das für § 120 Abs. 4 AktG erforderliche Quorum (§ 122 Abs. 2 AktG) nicht erreichen, können einen vergleichbaren Beschlussgegenstand mit einem mittels § 126 AktG oder in der Versammlung gestellten Antrag auf „Teilentlastung“ zur Abstimmung stellen.

D. § 120 Abs. 4 AktG im Einzelnen

Im Folgenden wird die Neuregelung in § 120 Abs. 4 AktG in ihren einzelnen Facetten dargestellt und analysiert. Dabei sind (I.) der Anwendungsbereich der Vorschrift, die Frage, (II.) wie das Vergütungsvotum auf die Tagesordnung gelangt, (III.) der Beschlussinhalt und (IV.) die Rechtswirkungen der Abstimmung zu behandeln.

I. Beschränkung auf die börsennotierte AG

Das VorstAG beschränkt den Anwendungsbereich des § 120 Abs. 4 AktG auf börsennotierte Aktiengesellschaften (i.S.d. § 3 Abs. 2 AktG). Der Gesetzgeber folgt damit der Empfehlung der EG-Kommission und den ausländischen Vorbildern. Die Debatte über Managergehälter nimmt generell und auch hier die börsennotierte Gesellschaft in den Blick. Als Gründe sind die besonderen Governance- und Kontrollprobleme, komplexere Vergütungsstrukturen und der Öffentlichkeits- und Sozialbezug der betroffenen Unternehmen zu nennen. In ihrem Zusammenwirken rechtfertigen diese Eigenheiten eine Regulierung der Bezüge, die über das Maß bei nicht börsennotierten Gesellschaften hinausgeht. Speziell für das Vergütungsvotum gilt zudem, daß Inhalt der Abstimmung die offengelegten Bezüge sind. Angesichts der dort nur eingeschränkten (Pflicht-)Transparenz der Bezüge⁷¹ hat ein Vergütungsvotum bei nicht börsennotierten Gesellschaften eine geringere Aussagekraft. Aus alledem folgt, daß ein (zwingendes)

⁷¹ Vgl. die §§ 285 Nr. lit. a), 289 Abs. 2 Nr. 5, 314 Abs. 1 Nr. 6 lit. a), 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB.

Votum zum Vergütungssystem für nicht börsennotierte, also die große Mehrzahl der Aktiengesellschaften, auch in Zukunft nur eine untergeordnete Bedeutung haben wird.

Der beschränkte Anwendungsbereich des § 120 Abs. 4 AktG ist dennoch zu kritisieren. Das Vergütungsvotum wird nur eröffnet und seine Durchführung nicht vorgeschrieben. Die Gesetzesmaterialien meinen, daß geschlossene Gesellschaften „so differenzierter Regelungen“ nicht bedürften.⁷² In der geschlossenen Gesellschaft sollen die Aktionärsrechte also begrenzter sein als in der Publikumsgesellschaft: ein eigenartiges Ergebnis.⁷³ Beantragt die Minderheit in der geschlossenen Gesellschaft nach § 122 Abs. 2 AktG die Ergänzung der Tagesordnung, ist der Antrag mangels Hauptversammlungskompetenz, soweit er auf ein Votum nach § 120 Abs. 4 AktG abzielt, bedeutungslos und unbeachtlich.⁷⁴ Durch Auslegung oder Konversion (§ 140 BGB) kann sich in solchen Fällen aber ergeben, daß ein Gegenantrag (§ 126 AktG) auf Teilentlastung gestellt wurde. Hieraus und aus dem zur Teilentlastung und zu § 119 Abs. 2 AktG bereits Gesagten folgt, dass in der nicht börsennotierten Gesellschaft ein Beschluss über die Vorstandsbezüge nicht unzulässig und nichtig sein muss.⁷⁵ Diese Unsicherheit hätte durch ein universelle Geltung der Vorschrift beseitigt werden können, ohne dass damit ein allgemeiner und (nur deshalb) ungebührlicher Zwang einhergegangen wäre.

II. Initiative der Verwaltung oder der Aktionärsminderheit

Das Votum zum Vergütungssystem ist kein zwingender, regelmäßig wiederkehrender Tagesordnungspunkt. Eine Pflicht der Verwaltung, das Votum auf die Tagesordnung zu setzen, verneinen die Materialien.⁷⁶ § 120 Abs. 4 AktG regelt lediglich, daß die Hauptversammlung einen entsprechenden Beschluss fassen „kann“. Die hiermit verbundenen Fragen sind im Folgenden aufzugreifen (dazu 1.). Der Gesetzgeber hat klargestellt, daß das Votum zum Vergütungssystem als ein eigener Beschlussgegenstand ausgestaltet ist. Die Regelung als Abs. 4 von § 120 AktG ist folglich nur Ausdruck der Sachnähe zur Entlastung und rührt nicht daher, daß der Gesetzgeber eine „Teilentlastung“ regeln wollte. In Fällen, in denen Vorstand und Aufsichtsrat das Votum nicht anbieten, können die Aktionäre die Initiative ergreifen, vorausgesetzt, daß eine Minderheit das Quorum des § 122 Abs. 2 AktG erreicht (dazu 2.). Im Ergebnis bleibt das deutsche Recht damit hinter der EG-Empfehlung und dem englischen Vorbild zurück (dazu unter 3.).

⁷² BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

⁷³ Zutreffend *Hirte* (o. Fn. 21), S. 10.

⁷⁴ Vgl. dazu allgemein *Kubis* (o. Fn. 64), § 122 Rz. 15 mwN.

⁷⁵ Die Nichtigkeit des Beschlusses (nach § 241 Nr. 3 AktG) ist nach ganz herrschender Meinung die Rechtsfolge, wenn die Hauptversammlung einen nicht in ihre Zuständigkeit fallenden Beschluss fasst. Siehe dazu *Hüffer* (o. Fn. 64), § 241 Rz. 20 und *Baums*, ZHR 142 (1978), 582 (584 f.).

⁷⁶ BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

1. Initiative von Aufsichtsrat und Vorstand

Beginnen wir mit dem Fall, in dem die Initiative für das Vergütungsvotum von der Verwaltung ausgeht. Hier stellt sich die Frage, wer für die Vorlage zuständig ist, anhand welcher Kriterien über die Einholung des Votums zu entscheiden ist, und ob in der Satzung die zwingende Durchführung des Votums vorgesehen werden kann.

a) Zuständigkeit innerhalb der Verwaltung

Der Vorstand beruft im Regelfall die Hauptversammlung ein (§ 121 Abs. 2 AktG) und stellt daher auch die Tagesordnung auf (§ 124 Abs. 1 AktG).⁷⁷ Formal entscheidet dann der Vorstand, ob die Gesellschaft ein Aktionärsvotum über das ihn betreffende Vergütungssystem anbietet.⁷⁸ Eine dahingehende Weisung des Aufsichtsrats scheidet nach allgemeinen Grundsätzen aus.⁷⁹ Diese Regel erscheint unglücklich; der Gesetzgeber hat den Aspekt offenbar übersehen. Immerhin ist in der Praxis zu erwarten, daß Vorstand und Aufsichtsrat in dieser Frage eine Übereinkunft erzielen. Hiervon geht auch der Gesetzgeber aus, denn die Materialien sprechen davon, daß das Votum auf „Vorschlag der Verwaltung“⁸⁰ eingeholt werden könnte, eine Formulierung, die § 124 Abs. 3 AktG entlehnt sein dürfte. Aus dieser Vorschrift folgt, daß Vorstand und Aufsichtsrat der Bekanntmachung des Vergütungsvotums ihre Beschlussempfehlungen beizufügen haben. Die Bandbreite an Empfehlungen reicht dabei so weit wie die möglicher Aktionärsanträge (dazu gleich D.III.2). In der Praxis üblich dürften ein einheitliches Auftreten der Verwaltung und die übereinstimmende Empfehlung an die Aktionäre sein, die Billigung des Vergütungssystems zu beschließen.

b) Kriterien für die Entscheidung über die Einholung des Votums

Der Gesetzgeber verneint eine Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat, das Vergütungsvotum nach § 120 Abs. 4 AktG einzuholen.⁸¹ Gegenwärtig offen ist auch, ob sich die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex dem Thema annehmen und im DCGK die Durchführung des Votums empfehlen wird. Abseits einer gesetzlichen Pflicht zur Einholung des Votums stellt sich freilich die Frage, welcher Maßstab für die Entscheidung darüber gilt, ob das Vergütungsvotum eingeholt wird. Aus dem Wortlaut des § 120 Abs. 4 AktG kann dazu nichts abgeleitet werden, denn die Vorschrift regelt nur die (fakultative) Beschlusskompetenz der Hauptversammlung. Richtig ist daher – unter Berücksichtigung des gesetzgeberischen Willens – auf

⁷⁷ Siehe nur *Semler* in Münchener HdbGesR, 3. Aufl. 2007, § 35 Rz. 38; *Butzke* (o. Fn. 64), S. 40.

⁷⁸ Den Unterschied zwischen der Aufstellung der Tagesordnung und den Beschlussvorschlägen verkennt *Bosse*, BB 2009, 1650 (1653), der ein Initiativrecht des Aufsichtsrats analog § 124 Abs. 3 AktG andenkt.

⁷⁹ Vgl. *Spindler* in MünchKommAktG, 3. Aufl. 2008, § 76 Rz. 22; *Hüffer* (o. Fn. 64), § 76 Rz. 10.

⁸⁰ BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

⁸¹ Dazu bereits oben und BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

allgemeine Grundsätze für das Verwaltungshandeln abzustellen. Die Materialien legen nahe, daß der Gesetzgeber eine „freie“ Ermessensentscheidung im Sinn hatte. Entsprechendes wird für § 119 Abs. 2 AktG vertreten, hieran ließe sich anknüpfen.⁸²

Schon der vom Gesetzgeber nicht berücksichtigte Umstand, daß im Regelfall der Vorstand für die Vorlage zuständig ist (s.o. D.II.1.a), wirft aber die Frage auf, ob eine völlig „freie“ Entscheidung des Vorstands über die Vorlage der Vergütungspolitik dem Regelungsziel des § 120 Abs. 4 AktG entspricht und daher sachgerecht ist. Anders als bei der Vorlage von Geschäftsführungsmaßnahmen nach § 119 Abs. 2 AktG ist beim Votum nach § 120 Abs. 4 AktG weder die Kompetenz des Vorstands, denn es geht um seine Vergütung, noch die des Aufsichtsrats berührt, da das Votum ist beratend ist. Überzeugend ist daher folgendes: Die Entscheidung, ob das Votum eingeholt wird, ist eine Maßnahme der Geschäftsführung.⁸³ Maßstab ist damit das Unternehmensinteresse. Da die Gesellschaft regelmäßig kein Interesse für oder gegen das Votum hat und die Eigeninteressen des Vorstands irrelevant sind, muss entscheidend abgestellt werden auf den Willen des Aufsichtsrats, das Interesse der Aktionäre und der übrigen *stakeholder*. Wie bei § 119 Abs. 2 AktG wird man bei § 120 Abs. 4 AktG die Möglichkeit einer „Ermessenreduzierung auf Null“ freilich grundsätzlich verneinen müssen.⁸⁴

c) Regelmäßiges Vergütungsvotum durch Satzungsregel?

Eine weitere Frage ist, ob die Durchführung des Vergütungsvotums durch eine Satzungsbestimmung zur Pflicht erhoben werden kann (§ 119 Abs. 1 Alt. 2 AktG). Die Antwort ergibt sich aus § 23 Abs. 5 Satz 2 AktG: Danach kann das Gesetz durch Satzungsbestimmungen ergänzt werden, wenn keine abschließende Regel getroffen ist. Gegen einen abschließenden Charakter von § 120 Abs. 4 AktG sprechen der offene Wortlaut und eröffnende Inhalt der Norm („*kann ... beschließen*“). Daß der Gesetzgeber die Verwaltung selbst nicht zur Abhaltung der Abstimmung verpflichten wollte, kann gegen eine entsprechende Regelung im Verband nicht angeführt werden. Auch die vom Gesetzgeber in Bezug genommene EG-Empfehlung⁸⁵ und der mit der Norm verfolgte Zweck, die wirksame Kontrolle der Bezüge durch die Aktionäre⁸⁶ (dazu noch unter 3.), sprechen im Ergebnis für die Zulässigkeit einer solchen Satzungsbestimmung.

⁸² Zöllner (o. Fn. 64), § 119 Rz. 36; Kubis (o. Fn. 64), § 119 Rz. 22.

⁸³ So für § 119 Abs. 2 AktG Mülbart in GroßKommAktG (Stand: 1.9.1999), § 119 Rz. 45; Hüffer (o. Fn. 64), § 119 Rz. 13).

⁸⁴ Siehe für § 119 Abs. 2 AktG Mülbart in GroßKommAktG (Stand: 1.9.1999), § 119 Rz. 48; Zöllner (o. Fn. 64), § 119 Rz. 36. In die gleiche Richtung Fleischer/Bedkowski, AG 2009, 677 (680 f.) mit Hinweis auf die Regelung in § 121 Abs. 1 Alt. 3 AktG (Einberufung der HV zum „Wohl der Gesellschaft“).

⁸⁵ Oben Fn. 12 und die Ausführungen dazu (oben S. 3).

⁸⁶ Oben S. 3 und BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

2. Verlangen der Aktionärsminderheit

Das Vergütungsvotum ist unter den Voraussetzungen des § 122 Abs. 2 AktG auf Verlangen einer Aktionärsminderheit zur Beschlussfassung bekannt zu machen. Damit gelangt der Gegenstand auch gegen den Willen der Verwaltung auf die Tagesordnung. Das Verlangen muss der Gesellschaft mindestens 30 Tage vor der Versammlung zugehen (§ 122 Abs. 2 Satz 3 AktG). Notwendig ist ein Antrag von Aktionären, deren Anteil zusammen den zwanzigsten Teil des Grundkapitals oder den anteiligen Betrag von 500.000 Euro erreichen; dabei haben die Antragsteller nachzuweisen, daß sie seit mindestens drei Monaten vor dem Tag der Hauptversammlung Inhaber der Aktien sind und daß sie die Aktien bis zur Entscheidung über den Antrag halten (§ 122 Abs. 2 und 1, § 142 Abs. 2 Satz 2 AktG).⁸⁷ Ein Anspruch auf Durchführung des Votums geht auch mit einem zulässigen Minderheitsverlangen nicht einher, denn die Hauptversammlung kann den Tagesordnungspunkt durch entsprechenden Beschluss wieder absetzen.⁸⁸

3. Bewertung

Mit der „kann“-Bestimmung des § 120 Abs. 4 AktG bleibt der deutsche Gesetzgeber hinter der Empfehlung der EG-Kommission und dem britischen Vorbild zurück.⁸⁹ Das ist mißlich.⁹⁰ Die Zurückhaltung wird in den Gesetzesmaterialien nicht begründet. Für einen jährlich wiederkehrenden Beschlussgegenstand spricht, daß gerade ein regelmäßiges Vergütungsvotum die Wirksamkeit der Kontrolle der Vergütung fördert. Allzu häufige Anpassungen eines Vergütungssystems dürften zwar selten sein, so daß die Aktionären bei jährlichen Voten mitunter über dasselbe wie im Vorjahr abstimmen. Für ein jährliches Votum spricht aber, daß der wahre Charakter des Vergütungssystems häufig erst im Zeitablauf offenkundig wird, etwa wenn das Unternehmen besonders gut oder besonders schlecht dasteht, oder bei Ausscheiden eines Vorstandsmitglieds. Vor allem aber wird der Aufsichtsrat gerade dann zu „besonderer Gewissenhaftigkeit“⁹¹ bei der Festlegung der Bezüge angehalten, wenn er fortlaufend einem besonderen Rechtfertigungsdruck unterworfen wird. Auch nur dann, und das ist für eine wirksame Aktionärskontrolle im Ergebnis entscheidend, wird sich der Aufsichtsrat geeignete Freiräume bewahren, um auf ein die Vergütungspolitik missbilligendes Votum – nach sorgfältiger Prüfung des Ob und Wie – auch reagieren zu können (dazu gleich D.III.).

⁸⁷ Vgl. Hüffer (o. Fn. 64), § 122 Rz. 9; Willamowski in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 122 Rz. 12.

⁸⁸ Dazu Hüffer (o. Fn. 64), § 122 Rz. 9; Werner in GroßKommAktG (Stand: 1.2.1993), § 122 Rz. 52.

⁸⁹ Hinsichtlich der EG-Empfehlung wurde das verkannt, siehe BT-Drucks. 16/13433, S. 12 und dazu oben Fn. 15 und S. 4 sowie Thüsing (o. Fn. 21), S. 20, dort in Fn. 69.

⁹⁰ Kritisch auch Thüsing (o. Fn. 21), S. 20.

⁹¹ So die Formulierung in BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

Ein verpflichtendes Vergütungsvotum hat nicht nur den Vorteil, daß es den Aufsichtsrat zwingt, die Angemessenheit der Vorstandsbezüge forlaufend zu beobachten. Für die Aktionäre gilt dasselbe. Ihnen fällt bei der deutschen Regelung, wenn nicht die Verwaltung das Votum anbietet, die „Initiativlast“⁹² zu. Aber gerade in guten Zeiten kann (Klein-)Aktionären der Anreiz fehlen, gegen unangemessene Vergütungen vorzugehen.⁹³ Die Kollektivhandlungsprobleme werden durch das Quorum in § 122 Abs. 2 AktG noch verschärft, denn die Hürde erscheint angesichts der Erfahrungen im Ausland zu hoch.⁹⁴ Es ist nicht sachgerecht, für die Missbilligung des Vergütungssystems dieselben Schranken vorzusehen, die nach § 147 AktG für einen Beschluss über die Geltendmachung von Ersatzansprüchen wegen der Gewährung unangemessener Bezüge gelten. Da die Vorstandsbezüge schon bislang selten (öffentlich) von aktivistischen Aktionären als Thema aufgegriffen wurden, besteht die Gefahr, daß das Vergütungsvotum als Instrument ungenutzt bleibt. Eine regelmäßig wiederkehrende Abstimmung würde gerade institutionelle Investoren, die bei der Ausübung des Stimmrechts gegenüber ihren Anlegern verpflichtet sind,⁹⁵ noch stärker einbinden. Daß dort, wo Aktionärsinitiativen bislang unterblieben sind und zukünftig unterbleiben werden, ohne weiteres von der Angemessenheit des Vergütungssystems ausgegangen werden kann, dürfte auch nicht die Vorstellung eines Gesetzgebers sein, der § 87 Abs. 1 AktG neu gefasst hat.

III. Beschlussinhalt: Billigung des Systems der Vorstandsvergütung

Inhalt des Beschlusses nach § 120 Abs. 4 AktG ist das *System der Vorstandsvergütung* (dazu 1.); die Hauptversammlung kann es billigen oder missbilligen (dazu 2.).

1. Das System der Vorstandsvergütung

Im Vergütungsvotum wird nicht über die im Anhang zum (Konzern-)Abschluss veröffentlichten „harten Zahlen“, also die gewährten Gesamt- und Einzelbezüge, sondern über das Gesamtkonzept – eben das „System der Vorstandsvergütung“ – abgestimmt.⁹⁶ Der Gesetzgeber hat das nicht besonders begründet und folgt damit der EG-Empfehlung aus 2004 und dem britischen Vorbild. In der Praxis – das zeigen die Beispiele aus Großbritannien eindrücklich – wird freilich Anlass für eine Ablehnung des Vergütungssystems häufig ein konkreter Teilaspekt der Vergütungspolitik, oft das Vergütungspaket für ein bestimmtes Vorstandsmitglied geben. Mit der Formulierung

⁹² Davies (o. Fn. 33), S. 386 (Rz. 14-16) spricht im gleichen Zusammenhang von der „burden of action“.

⁹³ Dazu Thüsing (o. Fn. 21), S. 20 und allgemein zur rationalen Aktionärsapathie Baums, Gutachten F zum 63. DJT 2000, S. 24 f. und ders./v. Randow, AG 1995, 145 (147 f.). Rechtstatsachen unten Fn. 127.

⁹⁴ Kritisch auch Hirte (o. Fn. 21), S. 10 und in die gleiche Richtung Thüsing (o. Fn. 21), S. 20. In Großbritannien war das hohe Quorum für Aktionärsanträge (ebenfalls 5%, heute Sec. 338 CA 2006) ein Grund für die zwingende *advisory vote*, oben S. 6 und Fn. 37. Zu den USA oben S. 9.

⁹⁵ Dazu S. Winkler, Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA, 2008, S. 142 ff.

⁹⁶ Ein *opt-out*-Beschluss nach § 286 Abs. 5 HGB ist daher für das Vergütungsvotum ohne Bedeutung.

des Beschlussinhalts in § 120 Abs. 4 AktG dürfte jedenfalls klargestellt sein, daß der Aufsichtsrat der Festsetzung der Vorstandbezüge ein „System“ zugrunde zu legen hat.⁹⁷ Diese Selbstverständlichkeit bestätigt auch die Neufassung von § 87 Abs. 1 AktG.⁹⁸

Begrifflich ist das „System der Vorstandsvergütung“ in § 120 Abs. 4 AktG den Empfehlungen in Ziff. 4.2.3 und 4.2.5 des DCGK entlehnt.⁹⁹ Die in Ziff. 4.2.3 Abs. 6 DCKG genannten „Grundzüge des Vergütungssystems“ sind ihrerseits deckungsgleich mit den Offenlegungsanforderungen der § 289 Abs. 2 Nr. 5, § 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB. Für das Vergütungsvotum werden diese Angaben aus dem (Konzern-)Lagebericht relevant, soweit sie die Vorstandsvergütung betreffen; so sind das „System der Vorstandsvergütung“ und der Hinweis auf Ziff. 4.2.5 DCGK¹⁰⁰ zu verstehen. Die Verweisungskette ist zumindest unglücklich, da zur Auslegung des Gesetzes auf die Regelungen eines privaten Gremiums zurückgegriffen werden muss.¹⁰¹ Durch eine klare und eindeutige Regelung des Offenlegungs- und Beschlussgegenstands – wie sie die EG-Kommission empfiehlt – hätte diese Unstimmigkeit vermieden werden können.¹⁰²

Worüber stimmen die Aktionäre beim Votum zur Vorstandsvergütung nun also ab? In Anlehnung an die Lesart bei § 289 Abs. 2 Nr. 5, § 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB sind als Gegenstand der Abstimmung folgende Aspekte zu nennen: Die Vergütungspolitik des Aufsichtsrats; das allgemeine Konzept der Anstellungsverträge; Form, Struktur und Höhe der Vorstandbezüge; der Einsatz von ergebnisorientierten Vergütungsbestandteilen und von Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und ihr Verhältnis zur Fixvergütung; die Behandlung der Bezüge von Dritten oder Tochterunternehmen, von Versorgungs- und Ruhestandsleistungen und ein Vergleich des Vergütungssystems gegenüber dem Vorjahr.¹⁰³ Diese Angaben sind dem (Konzern-)Lagebericht zu entnehmen; ein Auskunftsverlangen (§ 131 AktG) kann daher abgelehnt werden.¹⁰⁴

Das VorstAG regelt nicht die Frage, ob und wenn ja, wie die Informationen zum Vorstandssystem vor dem Votum besonders in die Versammlung einzuführen sind. Damit gelten die allgemeinen Regeln: Der Vorstand und der Vorsitzende des Aufsichtsrats *können* in ihren Berichten (§ 176 Abs. 1 Satz 1 AktG) sowie in der

⁹⁷ Eine andere – zu bejahende – Frage ist, ob der Aufsichtsrat im Einzelfall vom System abweichen darf.

⁹⁸ Vergütungskriterien wie die Aufgaben des Betreffenden, die (vertikale) Üblichkeit der Vergütung und die Nachhaltigkeit der Vergütungsstruktur sind ohne ein Vergütungssystem nicht handhabbar. Anders aber *Thüsing* (o. Fn. 21, S. 20), der eine Pflicht zur Einrichtung eines Vergütungssystem ablehnt.

⁹⁹ BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

¹⁰⁰ Siehe dazu *Ringleb* (o. Fn. 4), 4.2.5 (Rz. 786).

¹⁰¹ Vgl. allgemein hierzu *Spindler* in K. Schmidt/Lutter, AktG, 2008, § 161 Rz. 11.

¹⁰² Kritisch auch *Thüsing* (o. Fn. 21, S. 20) und *Hohenstatt*, ZIP 2009, 1349 (1355).

¹⁰³ *Wiedmann* (o. Fn. 17), § 289 Rz. 38; *Lange* (o. Fn. 17), § 289 Rz. 126 und *Thüsing* in Fleischer, Vorstandsrecht, 2006, § 6 Rz. 119.

¹⁰⁴ Jedenfalls wenn der (Konzern-)Lagebericht die Angaben enthält, siehe hierzu oben Fn. 17. Allgemein zum Verhältnis zwischen § 131 AktG und der Rechnungslegung *Hüffer* (o. Fn. 64), § 131 Rz. 19.

Begründung ihrer Vorschläge (§ 124 Abs. 3 AktG) und der Anträge zur Beschlussfassung auf das Thema eingehen. Als die für die Unternehmenspraxis naheliegende Anknüpfung nennt der Gesetzgeber den Bericht des Aufsichtsrats (§ 176 Abs. 1 Satz 1, § 171 Abs. 2 AktG) und die Empfehlung dazu in Ziff. 4.2.3 Abs. 6 des DCGK.¹⁰⁵ Die gesetzliche Verankerung einer Berichtspflicht hätte das Vergütungsvotum nicht nur aufgewertet, sondern auch die Eingrenzung des Beschlussgegenstands erleichtert;¹⁰⁶ der Gesetzgeber hat hierauf verzichtet und setzt dagegen auf Selbstregulierung.

2. Billigung und (Teil-)Missbilligung

Im Vergütungsvotum nach § 120 Abs. 4 AktG wird über die „Billigung“ des Vergütungssystems für Vorstände beschlossen. Es gilt der Grundsatz der einfachen Stimmenmehrheit (§ 133 Abs. 1 AktG). Findet ein Antrag auf Billigung nicht die Mehrheit der abgegebenen Stimmen, haben die Aktionäre das Vergütungssystem missbilligt.

Im Gesetzgebungsverfahren ist die Frage aufgeworfen worden, ob die Aktionäre das System der Vorstandsvergütung nur in Gänze oder auch in Teilen billigen oder missbilligen können.¹⁰⁷ Voraussetzung für ein Votum über Teile des Vergütungssystems wäre ein Antrag mit diesem Ziel von Aktionären oder, in der Praxis unwahrscheinlich, der Verwaltung. Der Gesetzgeber hat sich dazu nicht eingelassen, ein Umstand, den man als Argument für die „Einheitlichkeit“ des Votums nach § 120 Abs. 4 AktG anführen kann, aber nicht muss. Allgemein gilt, daß der Beschlussgegenstand auszulegen ist, um zu beurteilen, welche Beschlussanträge sich in seinem Rahmen bewegen und welche nicht mehr.¹⁰⁸ Da das Vergütungsvotum nicht die einzelnen Anstellungsverträge zum Inhalt hat, sind jedenfalls insoweit Ausklammerungen unzulässig. Im Übrigen ist wie bei der Entlastung zu entscheiden. Bejaht man die Zulässigkeit einer Teilentlastung (oben C.I.), ist eine Teilbilligung bei § 120 Abs. 4 AktG – etwa eine Billigung des Vergütungssystems unter Ausklammerung des Konzepts für die Versorgungs- und Ruhestandsleistungen – als zulässig anzusehen.

IV. Rechtliche Folgen des Votums

Das Vergütungsvotum ist in § 120 Abs. 4 AktG als beratende, für die Verwaltung unverbindliche Abstimmung ausgestaltet.¹⁰⁹ Nach § 120 Abs. 4 Satz 2 AktG begründet der Beschluss weder Rechte noch Pflichten, insbesondere lässt er die Verpflichtung des Aufsichtsrats nach § 87 AktG unberührt (dazu 1.). Die Anfechtbarkeit des Beschlusses hat der Gesetzgeber in § 120 Abs. 4 Satz 3 AktG ausgeschlossen (dazu 2.).

¹⁰⁵ BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

¹⁰⁶ Zutreffend *Thüsing* (o. Fn. 21), S. 20. Regelungsvorschlag bei *Baums*, ZIP 2004, 1877 (1879, 1883 f.).

¹⁰⁷ Siehe dazu *Thüsing* (o. Fn. 21), S. 20 f., der sich aber einer Antwort auf die Frage enthält.

¹⁰⁸ Vgl. *Kubis* (o. Fn. 64), § 124 Rz. 71; *Werner* (o. Fn. 88), § 124 Rz. 84 ff.

¹⁰⁹ Siehe dazu auch *Fleischer*, NZG 2009, 801 (805).

1. Vergütungsvotum und Vergütungskompetenz

Die Grundidee des Votums zum Vergütungssystem nach § 120 Abs. 4 AktG besteht darin, die Vergütungskompetenz des Aufsichtsrats einerseits nicht anzutasten, die Vergütungsentscheidung aber andererseits einem besonderen Rechtfertigungsdruck zu unterwerfen. Damit sind die außerrechtliche Wirkungen des Vergütungsvotums angesprochen (a.), doch grundlegende Bedeutung hat darüber hinaus, ob und wie der Aufsichtsrat ein missbilligendes Votum der Aktionäre zeitnah und sachgerecht bei der Wahrnehmung seiner Vergütungskompetenz berücksichtigen kann (b.).

a) Außerrechtliche Wirkungen

Der Gesetzgeber betont die „rein tatsächlichen Wirkungen“ des Vergütungsvotums und spricht davon, daß „positive Rückwirkungen auf die Wahrnehmung der Verpflichtungen aus § 87 AktG zu erwarten“ seien.¹¹⁰ Die Beschlusskompetenz nach § 120 Abs. 4 AktG wird als Präventionsinstrument gegen unangemessene Vorstandsbezüge gedeutet.¹¹¹ Das Wissen darum, daß die Aktionäre öffentlichkeitswirksam und in eindeutiger Form eine ihrer Auffassung nach unangemessene Vergütungspolitik rügen können, soll disziplinierend auf den Aufsichtsrat – gleiches dürfte für die Vorstände gelten – wirken. Greifbar ist der Vergleich mit der Entlastung (§ 120 Abs. 1 AktG). Die praktische Bedeutung der Entlastung ist, ungeachtet der begrenzten Rechtsfolgen, unbestritten.¹¹² Wegen des öffentlichen Interesses am Abstimmungsergebnis steht die Reputation von Aufsichtsrat und Vorstand auf dem Spiel. Beim Vergütungsvotum ist das nicht anders. Die Billigung oder Missbilligung des Vergütungssystems durch die Aktionäre dürfte für die Öffentlichkeit und den Kapitalmarkt erhebliche Signalwirkung haben.¹¹³ Verglichen mit dem Inhalt der Entlastung („die Verwaltung der Gesellschaft“) ist das Thema Vorstandsbezüge für alle Beteiligten zudem handfest und potentiell kontrovers.

Die Wirkung unverbindlicher Aktionärsvoten beruht trotz alledem auf mehr als nur diesen „weichen“ Folgen. Entscheidend ist auch und gerade der rechtliche Hintergrund. Die Entlastung wird ernst genommen, weil ihre Verweigerung die Neubestellung gefährden oder eine Abberufung ankündigen kann. Zwar sind das keine Automatismen, sondern autonome Folgeentscheidungen. Die Beschluss gewordene Meinungsäußerung der Aktionärsmehrheit dürfte dabei aber entscheidungsleitend sein. Das gilt schon deshalb, weil in der Publikumsgesellschaft eine durch Beschluss festgestellte, von der

¹¹⁰ BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

¹¹¹ Zur Offenlegung der Bezüge als Präventionsinstrument vgl. *Baums*, ZHR 169 (2005), 299 (305 f.).

¹¹² Siehe dazu *Kubis* (o. Fn. 64), § 120 Rz. 2; *Zöllner* (o. Fn. 64), 120 Rz. 24 f.; *Mülbart* (o. Fn. 82), § 120 Rz. 11; *Butzke* (o. Fn. 64), S. 332.

¹¹³ So die Einschätzung in BT-Drucks. 16/13433, S. 12. Siehe für die USA und speziell mit Blick auf den Kapitalmarkt *Cai/Walking*, Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value? (abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030925).

Verwaltung abweichende Meinung der Aktionärsmehrheit eine seltene Ausnahme ist. Um einschätzen zu können, wie das Vergütungsvotum nach § 120 Abs. 4 AktG als Präventions- und Kontrollinstrument wirkt, sind daher auch die Mechanismen zu untersuchen, mit denen der Aufsichtsrat auf (missbilligende) Voten reagieren kann.

b) Vergütungsvotum und Vergütungskompetenz

Der Beschluss begründet nach § 120 Abs. 4 Satz 2 AktG weder Rechte noch Pflichten, insbesondere lässt er die Verpflichtung des Aufsichtsrats nach § 87 AktG unberührt. Das Vergütungsvotum ist nur beratend und hat keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Vergütungskompetenz und -verantwortung des Aufsichtsrats. Eine Billigung des Vergütungssystems durch die Aktionäre kann gegen eine Haftung wegen der Gewährung unangemessener Bezüge nicht angeführt werden.¹¹⁴ Überhaupt ist ein Grundmotiv des VorstAG – siehe auch den neuen § 116 Satz 3 AktG –, daß heute für den Aufsichtsrat bei der Vergütungsfestsetzung höhere Anforderungen gelten.

Der Aufsichtsrat wird künftig bei der Wahrnehmung der Vergütungskompetenz das Vergütungsvotum und die Debatte darüber in der Hauptversammlung berücksichtigen. Missbilligen die Aktionäre das Vergütungssystem, wird der Aufsichtsrat ein Festhalten an der Vergütungspolitik sorgfältig überprüfen. Aus § 120 Abs. 4 Satz 2 AktG und aus dem bereits Gesagten folgt, daß die Kritik der Aktionäre nicht zu automatischen Anpassungen verleiten darf, gefragt sind autonome Entscheidungen des Aufsichtsrats. Die Praxis hat ein Kunststück zu meistern: Einerseits darf es nicht zu einer schleichenden, ungewollten Verlagerung der Vergütungskompetenz auf die Aktionäre kommen. Auch dürfen Aktionärsinteressen nicht leichtfertig mit dem maßgebenden Unternehmensinteresse gleichgesetzt werden. Andererseits sollte das Vergütungsvotum, auch und gerade wenn es von der Verwaltung eingeholt wird, nicht vollends ins Leere gehen. Eine „starke faktische Bindungswirkung für den Aufsichtsrat“¹¹⁵ kann es nur innerhalb der Grenzen geben, die von den bestehenden Verträgen gesteckt werden. Hierbei ist zu bedenken, daß Anstellungsverträge häufig für die gesamte Dauer der Bestellung – für bis zu fünf Jahre (§ 84 Abs. 1 Satz 1 AktG) – abgeschlossen sind.¹¹⁶ Eine vom Aufsichtsrat als notwendig erkannte Umstellung des Vergütungssystems wird daher in einigen Fällen nur nach und nach in den Einzelverträgen nachvollzogen werden können. Unter solchen Umständen ist fraglich, ob das Votum nach § 120 Abs. 4 AktG ein wirksames Instrument der Aktionäre zur Kontrolle der Bezüge darstellen kann. Das Votum und die dazugehörige Debatte werden vor allem dort Wirkung entfalten, wo die (zeitnahe) Berücksichtigung der Aktionärsmeinung rechtlich überhaupt *möglich* ist.

¹¹⁴ BT-Drucks. 16/13433, S. 12. § 116 Satz 1 i.V.m. 93 Abs. 4 AktG sind hier also – dem Normzweck der Vorschriften entsprechend (siehe § 83 Abs. 2 AktG) – nicht anwendbar.

¹¹⁵ *Thüsing* (o. Fn. 21), S. 21.

¹¹⁶ Vgl. *Thüsing* (o. Fn. 103), § 4 Rz. 73; *Fleischer* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 84 Rz. 40.

Eine solche Anpassung der Verträge nach einer kontroversen Diskussion der Vorstandsbezüge oder gar einem missbilligenden Aktionärsvotum kann auf zwei Wegen erfolgen. Zum einen kann der Anstellungsvertrag einvernehmlich angepasst werden.¹¹⁷ Zum anderen kann sich die Gesellschaft bei Abschluss des Anstellungsvertrags den notwendigen Freiraum belassen. Die Vertragsdauer als eine Stellschraube wurde bereits genannt. Denkbar und zulässig ist auch, in Klauseln gezielt an das (missbilligende) Vergütungsvotum anzuknüpfen. Für diese Zwecke kommen ein Widerrufsvorbehalt und eine Nachverhandlungsklausel in Betracht.¹¹⁸ Behält sich die Gesellschaft einseitig den Widerruf vor, beschränkt etwa auf die variable Vergütung abseits der Festvergütung,¹¹⁹ findet § 315 BGB entsprechende Anwendung. Der Aufsichtsrat hat einen Widerruf dann nach billigem Ermessen zu prüfen; die Missbilligung der Vergütungspolitik könnte als ermessenleitendes Kriterium fixiert werden.¹²⁰ Mit einer Nachverhandlungsklausel könnten sich die Parteien im Anstellungsvertrag verpflichten, die Bezüge für den Fall eines missbilligenden Vergütungsvotums nachzuverhandeln.¹²¹ All diesen Varianten ist gemein, daß sie die gestiegenen Anforderungen erahnen lassen, die für den Aufsichtsrat mit Einführung des Vergütungsvotums in § 120 Abs. 4 AktG verbunden sind.

2. Beschlussmängel: Anfechtbarkeit und Nichtigkeit

Die Anfechtbarkeit des Beschlusses wird in § 120 Abs. 4 Satz 3 AktG ausgeschlossen. Das ist eine für das Aktienrecht ganz und gar neuartige Regelung. Eingriffe der Gesellschaft in Aktionärsrechte wie die unrechtmäßige Verweigerung der Teilnahme an der Hauptversammlung¹²² sollen also sanktionslos bleiben und den Bestand des Beschlusses nicht berühren. Eine Ausnahme bilden die Nichtigkeitsgründe des § 241 AktG, deren Feststellung im Wege der Nichtigkeitsklage (§ 249 AktG) vom klaren Wortlaut des § 120 Abs. 4 Satz 3 AktG nicht eingeschränkt wird.¹²³

Mit dem Ausschluss der Anfechtbarkeit greift der Gesetzgeber in den Schutzbereich des Grundrechts des Aktionärs in Art. 14 Abs. 1 GG ein, das neben seinem vermögens-einen mitgliedschaftsrechtlichen Gehalt hat und die Klagemöglichkeiten mitumfasst.¹²⁴ Der Gesetzgeber begründet § 120 Abs. 4 Satz 3 AktG mit den fehlenden rechtlichen Wirkungen des Beschlusses und damit, daß das Beschlussmängelrecht von

¹¹⁷ Dazu allgemein *Emmerich* in MünchKommBGB, 5. Aufl. 2007, § 311 Rz. 28 ff. und speziell zur Aufhebung des Anstellungsvertrags *Thüsing* (o. Fn. 103), § 5 Rz. 39, 70 ff.

¹¹⁸ Vgl. zu solchen Klauseln in Anstellungsverträgen *Thüsing* (o. Fn. 103), § 6 Rz. 38 ff.

¹¹⁹ Eine Flexibilisierung des Entgeltbereichs im Anstellungsvertrag ist wohl sehr weitgehend, nicht aber vollständig zulässig, siehe dazu *Thüsing* (o. Fn. 103), § 6 Rz. 42.

¹²⁰ Siehe dazu allgemein *Rieble* in Staudinger, BGB (2004), § 315 Rz. 117 ff., 126.

¹²¹ Siehe dazu allgemein *Horn*, AcP 181 (1981), 255 (282 ff.).

¹²² Ein Anfechtungsgrund, vgl. BGHZ 44, 245 (250 ff.); *Hüffer* (o. Fn. 64), § 243 Rz. 11.

¹²³ Zurückhaltend *Fleischer*, NZG 2009, 801 (805): „erscheint (...) nicht gänzlich ausgeschlossen“.

¹²⁴ Vgl. jeweils mit Nachweisen *Baums/Drinhausen*, ZIP 2008, 145 (148 ff.); *Schön* in FS Ulmer, 2003, 1359 (1361, 1372, 1376 ff., 1380); *Papier* in Maunz/Dürig, GG, 53. Aufl. 2009, Art. 14 Rz. 195.

entsprechenden Verfahren freizuhalten sei.¹²⁵ Diese Begründung überzeugt nicht.¹²⁶ Beim zweitgenannten Punkt bleibt offen, wer durch den Anfechtungsausschluss entlastet werden soll, die Gerichte oder die Gesellschaften. Schon die Kritiker des Vergütungsvotums hatten auf die „Berufskläger“ hingewiesen (A.III.). Ob das Votum – angesichts seiner eingeschränkten Rechts- und Hebelwirkung – zum Objekt der Berufskläger geworden wäre, ist zweifelhaft.¹²⁷ Im Übrigen rechtfertigt dieses Argument für sich genommen keine Beschränkung der Anfechtbarkeit, die über das für andere Beschlüsse geltende Maß hinausreicht. Damit kommt es auf das Zusammenspiel mit dem zweiten Argument an, der fehlenden rechtlichen Wirkung des Beschlusses. Hier wird der Unterschied zwischen Beschlussgegenstand und -wirkung verkannt.¹²⁸ Auch ein (nur) beratendes Votum ist kein rechtliches Nullum. Als Rechtsgeschäft (eigener Art) ist der Beschluss rechtlich existent. Im Beschluss wird in rechtlicher Form der Wille der Hauptversammlung und damit des Verbandes festgestellt, eben die Billigung oder Missbilligung des Vergütungssystems für die Vorstandsmitglieder. Kommt der Beschluss unter Umständen zustande, die ihn nach allgemeinen Grundsätzen anfechtbar machen würden, haben der Aktionär als Mitglied und der Verband selbst daher ein berechtigtes Interesse, daß seine Wirksamkeit beseitigt werden kann.¹²⁹ Der Fall liegt wie bei der Entlastung, die einer Anfechtung wegen Inhaltsfehlern zwar nur selten, wegen Verfahrensfehlern aber wie üblich zugänglich ist.¹³⁰ Die Begründung des Anfechtungsausschlusses nach § 120 Abs. 4 Satz 3 AktG genügt daher kaum, den mit der Regelung verbundenen Eingriff in die Aktionärsrechte zu rechtfertigen.

E. Bewertung von § 120 Abs. 4 AktG und Zusammenfassung

Mit § 120 Abs. 4 AktG hat der Gesetzgeber zum 5.8.2009 das beratende Votum zum System der Vorstandsvergütung als eigenständigen Beschlussgegenstand auf der Hauptversammlung der börsennotierten Aktiengesellschaft eingeführt. Die Regelung kommt unvorbereitet und überraschend, sie folgt einem britischen Vorbild und einer EG-Empfehlung aus 2004, deren Umsetzung in Deutschland bis heute zögerlich erfolgte und hinsichtlich des Vergütungsvotums überwiegend abgelehnt wurde. Gleichwohl ist die Regelung des § 120 Abs. 4 AktG im Ergebnis zu begrüßen. Daß das Votum positive Wirkungen zeitigen kann, belegen die Erfahrungen im Ausland: Mit Einführung des Votums in Großbritannien und in Folge der „Say on Pay“-

¹²⁵ BT-Drucks. 16/13433, S. 12.

¹²⁶ Kritisch auch *Hirte* (o. Fn. 21), S. 10 f.

¹²⁷ Die Studie von *Baums/Keinath/Gajek*, ZIP 2007, 1629 (1639) kommt zu dem Ergebnis, daß die Entlastung – der Vergleich mit dem Vergütungsvotum liegt auf der Hand – kaum isoliert angefochten wird. Unangemessene Bezüge wurden nur in einem von 97 betrachteten Verfahren geltend gemacht.

¹²⁸ Dazu *Karsten Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, § 14 VI 2b) (für die Entlastung).

¹²⁹ Unzutreffend daher *Hohenstatt*, ZIP 2009, 1349 (1356), der meint, einer Anfechtungsklage fehle wegen des „deklaratorischen Charakters der Abstimmung“ stets das Rechtsschutzbedürfnis.

¹³⁰ *Kubis* (o. Fn. 64), § 120 Rz. 47 ff.; *Mülbert* (o. Fn. 82), § 120 Rz. 117 ff.; *Butzke* (o. Fn. 64), S. 345.

Bewegung in den USA hat sich der Dialog zwischen den Gesellschaften und ihren Aktionären intensiviert. In den (seltenen) Fällen, in denen die Aktionäre die Vergütungspolitik missbilligen, sind die Verwaltungen bereit, ihre Politik zu überdenken und Anpassungen vorzunehmen. Besondere Aufmerksamkeit ziehen dabei Fälle auf sich, in denen Bezüge und Leistung („*pay and performance*“) aus Aktionärssicht besonders eklatant („*rewards for failure*“) auseinander fallen.

Die grundsätzlichen Bedenken gegen ein Vergütungsvotum hat der deutsche Gesetzgeber zumindest mittelbar durch den Verzicht auf eine Pflicht zur Abstimmung und durch den Ausschluss der Anfechtbarkeit in § 120 Abs. 4 Satz 3 AktG aufgegriffen. Beide Punkte sind, wie dargelegt, misslich. Nun bleibt abzuwarten, ob die Abstimmung in der Praxis überhaupt durchgeführt wird, insbesondere aber, ob und wie die Aktionäre das Thema auf den Hauptversammlungen zur Sprache bringen.¹³¹ Für den Aufsichtsrat besteht bei dem Vergütungsvotum fraglos die Herausforderung darin, mit etwaiger Kritik der Aktionäre sachgerecht umzugehen, sei es durch Anpassung oder Erläuterung des Vergütungssystems, und zwar ohne dabei „das große Ganze“ zu vergessen.

Für die Rechtsanwendung sind folgende Ergebnisse des Beitrags festzuhalten:

- 1.) Gute Gründe sprechen dafür, daß eine Missbilligung der Vorstandsbezüge im Wege der *Teilentlastung* des Aufsichtsrats vor und abseits der neuen Regelung in § 120 Abs. 4 AktG möglich war und bleibt. Im praktischen Ergebnis entspricht das einem ablehnenden Votum nach § 120 Abs. 4 AktG. Da ein Antrag auf Teilentlastung auch in der geschlossenen Gesellschaft gestellt werden kann und überdies nicht an das Quorum des § 122 Abs. 2 AktG gebunden ist, laufen die entsprechenden Beschränkungen des § 120 Abs. 4 AktG dann praktisch leer.
- 2.) Das Votum zum Vergütungssystem des § 120 Abs. 4 AktG ist kein regelmäßig wiederkehrender Tagesordnungspunkt, vielmehr bedarf es dahingehender Initiative. Als Beschlussgegenstand ist das Votum mit der Einladung zur Hauptversammlung bekannt zu machen, hierfür ist regelmäßig der Vorstand zuständig. Gleichwohl ist zu erwarten, daß Vorstand und Aufsichtsrat insoweit Einvernehmen herstellen – das nimmt auch der Gesetzgeber an, der von einer Vorlage „der Verwaltung“ spricht. Eine Pflicht zur Einholung des Votums lässt sich auch aus allgemeinen Grundsätzen kaum herleiten. Unter den Voraussetzungen des § 122 Abs. 2 AktG können Aktionäre das Votum gegen den Willen der Verwaltung auf die Tagesordnung setzen lassen.

¹³¹ Als erstes Anzeichen dafür, daß das Votum von Aktionären eingefordert werden wird, lässt sich der Brief des britischen Pensionsfonds Hermes an die Dax- und MDax-Aufsichtsratsvorsitzenden deuten; siehe dazu die Berichte in der Börsen-Zeitung v. 28.8.2009, S. 9 und in der FAZ v. 28.8.2009, S. 14.

- 3.) Die Satzung kann bestimmen, daß das Vergütungsvotum jährlich einzuholen ist.
- 4.) Beschlussgegenstand ist das *System* der Vorstandsvergütung. Damit nimmt § 120 Abs. 4 AktG Bezug auf die – unscharfen – Offenlegungsregeln der § 289 Abs. 2 Nr. 5, § 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB, soweit sie den Vorstand betreffen. Die Hauptversammlung kann das Vergütungssystem billigen oder missbilligen, eine *Teilbilligung* kommt entsprechend den Grundsätzen zur Teilentlastung in Betracht.
- 5.) Das Vergütungsvotum des § 120 Abs. 4 AktG hat beratenden Charakter und soll primär außerrechtlich wirken, vergleichbar der Entlastung. Der Aufsichtsrat kann jedoch Vergütungsentscheidungen an das Votum knüpfen. Als Gestaltungsmittel hierfür sind Widerrufsvorbehalte und Nachverhandlungsklauseln zu nennen.

WORKING PAPERS

- 1 Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2 Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen
- 3 Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4 Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland
- 5 Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6 Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7 Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der
Finanzmärkte
- 8 Regina Nößner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich
relevantem Verhalten
- 9 Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and
Investor Protection
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10 Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail
Investors? A balancing Act for Regulators
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11 Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a
New Direction?
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums / Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetrehänders nach deutschem Recht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy
Regulatory Architecture
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus
Regulatory Competition
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single
Financial Market
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing
Product Diversity

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht
(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan
(publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidtbleicher/
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?
(publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay
(publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?
(publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/
Astrid Keinath/
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie
(publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien
(publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
- 67 Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts
(publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
- 68 David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries

- 69 Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
- 70 Theodor Baums/
Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von
Hauptversammlungsbeschlüssen
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
- 71 David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-
Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
- 72 Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
- 73 Melanie Döge/
Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten
Anstellungsverhältnissen
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
- 74 Roland Schmidbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
- 75 Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und
Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung
und Finanzplatz*, 2008, S. 525 ff)
- 76 Andreas Cahn/
Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe
(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
- 77 David C. Donald Approaching Comparative Company Law
- 78 Theodor Baums/
Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project
(publ. in: Tison/de Wulf/van der Elst/Steennot [eds.],
*Perspectives in Company Law and Financial Regulation.
Essays in Honour of Eddy Wymeersch*, 2009, S. 5 ff.)
- 79 Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés
(publ. in : *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
- 80 Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.
WpHG und § 244 AktG
(publ. in : Die AG 2008, S. 311 ff.)
- 81 Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als
Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als

	Horst Hammen	Bewährungsprobe für das Börsenrecht Verschmelzung von Börsen?	VIII
82	Günther M. Bredow/ Hans-Gert Vogel	Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze	
83	Theodor Baums	Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts (publ. in: Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Nobbe, 2009, S. 815 ff)	
84	José Engrácia Antunes	The Law of Corporate Groups in Portugal	
85	Maike Sauter	Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) (publ. in: ZIP 2008, 1706 ff.)	
86	James D. Cox, Randall S. Thomas, Lynn Bai	There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs : An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements	
87	Michael Bradley, James D. Cox, Mitu Gulati	The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes : Lessons from the Sovereign Debt Market	
88	Theodor Baums	Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda (publ. in: Gedächtnisschrift für Gruson, 2009, S. 1 ff)	
89	Theodor Baums	Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht (publ. in: Festschrift für K. Schmidt, 2008, S. 57 ff)	
90	Theodor Baums	Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes (publ. in: ZBB 2009, S. 1 ff)	
91	Tim Florstedt	Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems (publ. in: Der Konzern 2008, 504 ff.)	
92	Lado Chanturia	Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS	
93	Julia Redenius-Hövermann	Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied	

- 94 Ulrich Seibert,
Tim Florstedt Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentlich
Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf
(publ. in: ZIP 2008, 2145 ff.)
- 95 Andreas Cahn Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG –
aktien- und konzernrechtliche Aspekte des neuen
Liquiditätsschutzes
(publ. in: Der Konzern 2009, S. 7 ff)
- 96 Thomas Huertas Containment and Cure: Some Perspectives on the Current
Crisis
- 97 Theodor Baums,
Maike Sauter Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled
Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag
- 98 Andreas Cahn Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur
MPS-Entscheidung des BGH
(publ. in: Der Konzern 2009, S. 67 ff)
- 99 Melanie Döge,
Stefan Jobst Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem
Ansatz
- 100 Theodor Baums Der Eintragungsstopp bei Namensaktien
(publ. in: – noch in Vorbereitung –)
- 101 Nicole Campbell,
Henny Mühler Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft
einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft
- 102 Brad Gans Regulatory Implications of the Global Financial Crisis
- 103 Arbeitskreis Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung
„Unternehmerische sowie zur Größe des mitbestimmten Aufsichtsrats
Mitbestimmung“
- 104 Theodor Baums Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung
börsennotierter Gesellschaften
- 105 Tim Florstedt Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG
- 106 Melanie Döge Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungs-
gesetz

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT