

CHRISTIAN STEMBERG

Clawback-Klauseln in Vorstandsverträgen

*Max-Planck-Institut
für ausländisches und internationales
Privatrecht*

*Studien zum ausländischen
und internationalen Privatrecht*
547

Mohr Siebeck

Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht

547

Herausgegeben vom
Max-Planck-Institut für ausländisches
und internationales Privatrecht

Direktorium:

Holger Fleischer, Ralf Michaels, Anne Röthel



Christian Stemberg

Clawback-Klauseln in Vorstandsverträgen

Mohr Siebeck

Christian Stemberg, geboren 1992; Studium der Rechtswissenschaft in Münster und Philadelphia; Rechtsreferendariat in Münster; Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Münster; Wissenschaftlicher Assistent am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg; 2025 Promotion; Forschungsaufenthalt an der University of Cambridge; Richter in Berlin.
orcid.org/0009-0006-9316-7564

Die Open-Access-Finanzierung wurde durch die Max-Planck-Gesellschaft (MPDL) ermöglicht.

Zur Arbeit gehört ein Online-Appendix, der abrufbar ist unter:
DOI 10.1628/978-3-16-164890-8-Appendix

ISBN 978-3-16-164889-2 / eISBN 978-3-16-164890-8
DOI 10.1628/978-3-16-164890-8

ISSN 0720-1141 / eISSN 2568-7441
(Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

Publiziert von Mohr Siebeck Tübingen 2025. www.mohrsiebeck.com

© Christian Stemberg.

Dieses Werk ist lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung 4.0 International“ (CC BY 4.0). Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>.

Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung der jeweiligen Urheber unzulässig und strafbar.

Gedruckt auf alterungsbeständiges Papier.

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

Meinen Eltern

Vorwort

Diese Arbeit ist während meiner Zeit als Wissenschaftlicher Assistent am Hamburger Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht entstanden und wurde im Wintersemester 2024/25 von der Bucerius Law School als Dissertation angenommen. Sie befindet sich auf dem Stand der Abgabe im Dezember 2023. Die mündliche Prüfung fand am 24. März 2025 statt.

Für die erfolgreiche Fertigstellung dieser Arbeit verdienen viele verschiedene Personen meinen Dank.

Dieser gilt zuvorderst meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Dr. h.c. Dr. h.c. Holger Fleischer, LL.M. (Michigan). Ich habe die Zeit in seiner Arbeitsgruppe sowie den fachlichen und menschlichen Austausch mit ihm als sehr bereichernd empfunden. Ihm verdanke ich die Anregung zum Thema dieser Arbeit sowie die Möglichkeit, während meiner Promotionszeit an vielen spannenden Projekten mitzuarbeiten.

Frau Professor Dr. Frauke Wedemann danke ich für die Erstellung des Zweitgutachtens sowie für die Betreuung meiner ersten akademischen Schritte noch während des Studiums und Referendariats in Münster.

Darüber hinaus danke ich Johannes Baur, Jan Robert Boertz, Nils Buchholz, Julian Hinkemann, Simon Koch, Jonas Kroener, Marius Rakers, Dominik Schlepphorst und Johannes Wendland, den Freunden, die mich seit dem Studium begleiten und die diese Arbeit durch Korrekturen, fachliche Diskussionen oder auch durch die ein oder andere notwendige Ablenkung vom alltäglichen Stress bereichert haben.

Sodann danke ich all den tollen Menschen am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht: Insbesondere den Direktoren des Instituts für die Aufnahme in die Schriftenreihe des Instituts sowie die Ermöglichung eines Forschungsaufenthalts an der Universität Cambridge während meiner Dissertationszeit, den Kollegen aus der Forschungsgruppe von Prof. Fleischer und den anderen Forschungsgruppen, die mir stets mit Rat zur Seite standen und ein offenes Ohr für sämtliche Probleme hatten, sodann Frau Holland und ihrem wunderbaren Bibliotheksteam und schließlich Herrn Eckl und Frau Jentz, die bei der Veröffentlichung dieser Arbeit wertvolle Hilfe geleistet haben.

Ganz besonders danke ich schließlich meinen Eltern für ihre fortwährende, liebevolle und bedingungslose Unterstützung. Ihnen widme ich diese Arbeit.

Berlin, im Sommer 2025

Christian Stemberg

Inhaltsübersicht

Vorwort.....	VII
Inhaltsverzeichnis.....	XI
Abbildungsverzeichnis	XXIII
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Einleitung.....	1
Teil 1 – Bestandsaufnahme – rechtlicher und empirischer Befund zu Clawbacks.....	7
Kapitel 1 – Was sind Clawbacks?.....	9
Kapitel 2 – Rechtliche Grundlagen: Der Normenbestand zu Clawbacks.....	45
Kapitel 3 – Tatsächliche Grundlagen: Die Verbreitung von Clawbacks in Deutschland	79
Zusammenfassung von Teil 1	107
Teil 2 – Gekommen, um zu bleiben? (Gegen-)Gründe für den Clawback-Boom.....	111
Kapitel 4 – Clawbacks in den Vereinigten Staaten als Vorreiter und Vorbild	113
Kapitel 5 – Ein zweischneidiges Schwert? Clawbacks im Spiegel der Ökonomie	153
Kapitel 6 – Große Krallen, nichts dahinter? – Bedenken gegen die Zulässigkeit und Durchsetzung von Clawback-Klauseln	189
Kapitel 7 – Clawbacks als Instrument zur Nachhaltigkeit und Langfristigkeit	279
Zusammenfassung von Teil 2	303
Schlussbetrachtung.....	305
Zusammenfassung der Arbeit in Thesen.....	307

Literaturverzeichnis.....	321
Sachverzeichnis.....	339

Anhang – Geschäftsberichte 2019–2021:

DOI: 10.1628/978-3-16-164890-8-Appendix

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abbildungsverzeichnis	XXIII
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Einleitung	1
A. <i>Die Ausbreitung von Clawbacks als Wellenbewegung</i>	2
B. <i>Gegenstand und Gang der Untersuchung</i>	5
Teil 1 – Bestandsaufnahme – rechtlicher und empirischer Befund zu Clawbacks	7
Kapitel 1 – Was sind Clawbacks?	9
A. <i>Grundlagen zu Clawbacks</i>	9
I. Begriff und Definition von Clawbacks	9
II. Abgrenzung von anderen Vergütungsgestaltungen	11
1. Bonus-Malus-Klausel	11
2. Bad-Leaver-Klausel	12
III. Rechtliche Konstruktion von Clawback-Klauseln	13
IV. Zuständigkeit für Clawback-Klauseln	14
B. <i>Typisierung von Clawbacks</i>	15
I. Nach Grundlage – gesetzlich und vertraglich	15
II. Nach Zwang – verpflichtend und freiwillig	16
III. Nach Tatbestand – Performance- und Compliance-Clawbacks	17
1. Compliance-Clawbacks	18
2. Performance-Clawbacks	19
a) Klassische Performance-Clawbacks	19

aa) Clawbacks wegen Nichterreichung vereinbarter Kennzahlen.....	20
bb) Clawbacks wegen Lageverschlechterung	21
b) Correction-Clawbacks – Clawbacks ohne Änderung der Tatsachenbasis	21
3. Kombinationen, Mischformen und Qualifikationen	23
IV. Nach Rechtsfolge – erfasste Vergütung.....	23
V. Nach Wirkung – <i>ex ante</i> und <i>ex post</i>	24
C. <i>Stellschrauben jenseits der Wahl des Clawback-Typs</i>	25
I. Auslösender Tatbestand	25
II. Verschuldenserfordernis	26
III. Länge der Rückforderungsfrist.....	26
IV. Höhe der erfassten Vergütung.....	27
V. Erfasste Personen.....	27
VI. Ermessensspielraum des Aufsichtsrates	27
VII. Stärkere und schwächere Clawback-Regelungen.....	28
D. <i>Abgrenzung zu anderen bestehenden Rechtsinstituten zur Rückforderung von Vorstandsvergütung im deutschen Recht</i>	28
I. § 812 BGB – Bereicherungsrecht.....	29
II. § 313 BGB – Wegfall der Geschäftsgrundlage.....	30
III. § 87 Abs. 1 S. 3 Hs. 2 AktG – Begrenzung der Vorstandsvergütung.....	31
IV. § 87 Abs. 2 AktG – Herabsetzung der Vorstandsvergütung.....	32
1. Tatbestand	33
2. Rechtsfolge.....	34
V. § 93 Abs. 2 S. 1 AktG – aktienrechtlicher Schadensersatz	35
1. Tatbestand	36
a) Erfasste Pflichtverletzungen	36
b) Anwendbarkeit der Business Judgment Rule (§ 93 Abs. 1 S. 2 AktG).....	36
c) Beweislastumkehr	39
2. Rechtsfolge.....	39
a) Anspruchsbemessung	39
b) Schadenserfordernis	40
c) Anwendbarkeit von D&O-Versicherungen.....	40
VI. § 84 Abs. 4 AktG – Abberufung als Vorstandsmitglied.....	41
VII. Zusammenfassung: Durchaus eigener Anwendungsbereich für Clawbacks.....	42
E. <i>Zusammenfassung von Kapitel 1 in Thesen</i>	42

Kapitel 2 – Rechtliche Grundlagen: Der Normenbestand zu Clawbacks	45
<i>A. Erste Ansätze im europäischen Recht</i>	45
<i>B. Umsetzung und Ausdifferenzierung im nationalen Recht</i>	49
I. § 20 Abs. 6 S. 1 InstitutsVergV – bereichsspezifische Clawback-Pflicht in der InstitutsVergV	49
1. Anwendungsbereich	51
2. Tatbestand	52
a) § 18 Abs. 5 S. 3 Nr. 1 InstitutsVergV	53
aa) Tatbestandsmäßiges Verhalten	53
bb) Einordnung als Compliance-Clawback	54
b) § 18 Abs. 5 S. 3 Nr. 2 InstitutsVergV	56
aa) Tatbestandsmäßige Verhalten	56
bb) Einordnung als Compliance-Clawback	56
3. Rechtsfolge	57
4. Folge von Verstößen gegen die InstitutsVergV	58
a) Keine Unwirksamkeit der Vergütungsvereinbarung	58
b) Aufsichtsrechtliche Maßnahmen	59
II. § 87a Abs. 1 S. 2 Nr. 6 AktG – Aufnahme in das Vergütungssystem	60
1. Allgemeines	60
2. Keine Pflicht zur Verwendung einer Clawback-Klausel	60
III. § 162 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 AktG – Aufnahme in den Vergütungsbericht	63
1. Allgemeines	63
2. Pflicht zur Negativerklärung bei Verwendung einer Clawback-Klausel	63
a) Meinungsstand	64
b) Stellungnahme: Negativerklärung bei Verwendung einer Clawback-Klausel	65
<i>C. Druck durch soft law und andere Beteiligte</i>	67
I. G. 11 DCGK – Empfehlung im soft law	67
1. Allgemeines	68
2. Grundsätzliche und nicht nur situationsbezogene Empfehlung	69
3. Alternative und nicht kumulative Empfehlung von Malus- und Clawback-Klauseln	70
4. Offene Empfehlung hinsichtlich Clawback-Typ	72
5. Zusammenfassung	73
II. Institutionelle Investoren und Vergütungsberater	74
1. Vergütungsberater	75

2. Vermögensverwalter.....	76
<i>D. Zusammenfassung von Kapitel 2 in Thesen</i>	77
Kapitel 3 – Tatsächliche Grundlagen: Die Verbreitung von Clawbacks in Deutschland	79
<i>A. Bisherige Annahmen zur Häufigkeit von Clawback-Klauseln.....</i>	<i>79</i>
<i>B. Erhebung und Befund.....</i>	<i>82</i>
<i>I. Untersuchungsmethode</i>	<i>82</i>
<i>II. Ergebnis der Untersuchung</i>	<i>85</i>
1. Entwicklung der Anzahl von Clawbacks.....	85
a) 2019	86
b) 2020	86
c) 2021	87
2. Verwendete Klauseltypen.....	88
a) 2019	89
b) 2020	89
c) 2021	90
3. Unterarten der Performance-Clawbacks.....	91
4. Auffälligkeiten	93
a) Clawback-Klauseln sind etabliert	93
b) Angleichung von DAX- und MDAX-Unternehmen.....	94
c) Clawback-Typen: Zunahme der Kombinationen.....	94
d) Unklare Klauseltypen.....	94
e) Falsche Angaben über Nutzung von Clawback-Klauseln.....	95
<i>III. Qualitative Beobachtungen</i>	<i>96</i>
1. Variabilität der Klauseln.....	97
a) Performance-Clawbacks.....	97
b) Compliance-Clawbacks.....	97
2. Kombination mit Malus-Klauseln.....	99
3. Qualifizierte Clawbacks.....	100
4. Ermessen	101
5. Zeiträume/Rückforderungsfrist	103
a) Zeitraum der erfassten Vergütung	103
b) Rückforderungsfrist.....	104
<i>C. Zusammenfassung von Kapitel 3 in Thesen</i>	<i>105</i>

Zusammenfassung von Teil 1	107
A. <i>Der Befund: Clawbacks sind in Recht und Rechtspraxis etabliert</i>	107
B. <i>Rückblick: Under Pressure – Anreize durch hard law, soft law und externe Faktoren</i>	107
I. <i>Gesetzgeberische Anregung</i>	107
II. <i>Empfehlung aus soft law</i>	108
III. <i>Erwartungshaltung Dritter</i>	108
C. <i>Ausblick: Weitere zu untersuchende Gründe</i>	109
I. <i>Vorbildwirkung der Vereinigten Staaten</i>	109
II. <i>Positive Effekte der Clawback-Klausel</i>	109
III. <i>Keine durchschlagenden Bedenken</i>	110
IV. <i>Erfüllung von Vorgaben an die Vorstandsvergütung</i>	110
Teil 2 – Gekommen, um zu bleiben? (Gegen-)Gründe für den Clawback-Boom	111
Kapitel 4 – Clawbacks in den Vereinigten Staaten als Vorreiter und Vorbild	113
A. <i>Der Clawback nach dem Sarbanes-Oxley Act infolge des Enron-Skandals</i>	114
I. <i>Tatbestand: restatement infolge von misconduct</i>	115
1. <i>Grundsätzliches</i>	115
2. <i>Kein Erfordernis eines persönlichen misconduct von CEO oder CFO</i>	116
II. <i>Rechtsfolge: Verlust der gesamten variablen Vergütung</i>	118
III. <i>Einordnung als Performance-Clawback</i>	119
IV. <i>Enforcement: Aufsichtsrechtliche Durchsetzung</i>	120
V. <i>Zwecksetzung: Verbesserung der Finanzberichterstattung</i>	124
B. <i>Der EESA-Clawback infolge des Bailouts nach 2008/2009</i>	126
C. <i>Der Dodd-Frank-Clawback als Reaktion auf die Finanzkrise</i>	127
I. <i>Tatbestand: restatement</i>	129
II. <i>Rechtsfolge: Rückzahlung von excess pay</i>	130
III. <i>Enforcement: Durchsetzung durch das Unternehmen</i>	133
IV. <i>Zwecksetzung: Ausgleich ungerechtfertigter Bereicherung</i>	134

<i>D. Freiwillig eingeführte vertragliche Clawbacks</i>	136
I. Verbreitung	137
II. Tatbestände	138
III. Adressaten	140
IV. Rechtsfolge	141
V. Enforcement	142
<i>E. Entwicklungslinien bei den Clawbacks in den Vereinigten Staaten</i>	143
I. Clawback-Gesetzgebung: Reaktion auf Krisenerfahrungen	143
II. Freiwillige Clawbacks: <i>best practice</i>	144
<i>F. Vergleich zwischen Clawbacks in den Vereinigten Staaten und in Deutschland</i>	145
I. Gesetzliche Situation	145
1. Tatbestand	145
2. Rechtsfolge	146
3. Enforcement	146
4. Zielsetzung	146
5. Regulierungsstrategie: Anregung vs. Zwang	147
II. Freiwillige Clawbacks	148
III. Clawbacks in Deutschland als <i>legal transplant</i> ?	149
<i>G. Zusammenfassung von Kapitel 4 in Thesen</i>	150
Kapitel 5 – Ein zweischneidiges Schwert? Clawbacks im Spiegel der Ökonomie	153
<i>A. Theoretisches Fundament: die Prinzipal-Agent-Theorie</i>	153
I. Grundlagen der Prinzipal-Agent-Theorie	154
II. Vergütung als Mittel zur Minderung des Prinzipal-Agenten-Konflikts	157
<i>B. Theoretische Einflussmöglichkeiten von Clawbacks auf Prinzipal-Agent-Konflikte</i>	159
I. Klassische Performance-Clawbacks	160
II. Correction-Clawbacks	162
III. Compliance-Clawbacks	162
<i>C. Überblick über Studien zu Clawbacks</i>	163

I.	Faktoren für die Einführung von Clawbacks	164
1.	Einfluss der Buchhaltung	165
2.	Einfluss der Corporate Governance	167
II.	Folgen der Clawback-Einführung	170
1.	Einfluss auf die Buchhaltung	170
2.	Einfluss auf die Corporate Finance	174
3.	Einfluss auf die Corporate Governance	179
4.	Einfluss auf die Vorstandsvergütung	180
5.	Reaktionen auf erfolgte Rückforderungen	182
6.	Erklärungsansätze	183
a)	Broader Commitment Hypothesis	183
b)	Risk Reduction Hypothesis	184
III.	Übertragbarkeit der Ergebnisse auf Deutschland: Vorsicht geboten	185
D.	<i>Zusammenfassung von Kapitel 5 in Thesen</i>	186

Kapitel 6 – Große Krallen, nichts dahinter? –

Bedenken gegen die Zulässigkeit und Durchsetzung von Clawback-Klauseln	189
--	-----

A.	<i>Keine aktienrechtlichen Bedenken gegen Clawback-Klauseln</i>	189
I.	§ 87 AktG – Grundsätze der Vorstandsvergütung	190
II.	§ 89 AktG – Kreditgewährung an Vorstandsmitglieder	190
B.	<i>Konkrete Ausgestaltung – Clawback-Klauseln und das AGB-Recht</i>	191
I.	Vorstandsverträge als AGB	192
1.	§ 310 Abs. 4 S. 1 BGB – Bereichsausnahme für das Gesellschaftsrecht	192
2.	Einseitig gestellt	194
3.	§ 310 Abs. 3 BGB – Der Vorstandsvertrag als Verbrauchervertrag	194
a)	Unternehmereigenschaft der Gesellschaft	195
b)	Verbrauchereigenschaft des Vorstands	196
aa)	Ein Ausgangspunkt: Verbrauchereigenschaft des GmbH-Geschäftsführers	196
bb)	Meinungsstand zur Verbrauchereigenschaft des Vorstandsmitglieds	198
	(1) Rechtsprechung	199

(2) Schrifttum	200
cc) Stellungnahme	203
(1) Bei Abschluss des Vertrages	204
(2) Bei späteren Vertragsverlängerungen oder -anpassungen.....	204
dd) Zwischenergebnis	205
4. Für eine Vielzahl von Verträgen vorformuliert	205
5. § 305 Abs. 1 S. 3 BGB – kein Aushandeln im Einzelnen.....	206
6. § 310 Abs. 4 S. 2 BGB – Besonderheiten des Arbeitsrechts zu beachten?.....	207
II. § 305c BGB – überraschende Klausel	209
III. Inhaltskontrolle	210
1. Besonderheiten im Maßstab.....	210
2. Kontrollfähigkeit	210
a) § 307 Abs. 3 S. 1 BGB – Ausschluss der Inhaltskontrolle bei deklaratorischen Klauseln.....	210
aa) Kein deklaratorischer Charakter von klassischen Performance- und Compliance-Clawbacks	211
bb) Unklarer deklaratorischer Charakter von Correction- Clawbacks	212
(1) Keine Abweichung von der Rechtslage in Tatbestand und grundsätzlicher Rechtsfolge.....	212
(2) Mögliche Abweichung hinsichtlich Einrede der Entreicherung	212
cc) Sonderfall im Anwendungsbereich von § 20 Abs. 6 InstitutusVergV	214
b) § 307 Abs. 3 S. 1 BGB – nicht lediglich Festschreibung vertraglicher Hauptleistungspflicht.....	215
c) Keine analoge Anwendung.....	217
d) Zwischenergebnis.....	217
3. § 309 Nr. 6 BGB – Klauselverbot ohne Wertungsmöglich- keiten für Vertragsstrafen	217
a) Clawbacks als Vertragsstrafe?	218
aa) Performance-Clawbacks sind keine Vertragsstrafe	218
bb) Compliance-Clawbacks als Vertragsstrafe?	219
(1) Meinungsstand	219
(2) Stellungnahme.....	221
(a) Keine Einzelfallbetrachtung.....	221
(b) Compliance-Clawbacks sind keine Vertragsstrafen.....	221
b) Relevanz für AGB-rechtliche Betrachtung	222
4. § 308 Nr. 4 BGB – Klauselverbot mit Wertungsmöglichkeit für Änderungsvorbehalte	224

5. Inhaltskontrolle nach § 307 Abs. 1 S. 1 Abs. 2 BGB	224
a) Verstoß gegen den Grundsatz „verdient ist verdient“?.....	225
aa) Anwendbarkeit des Grundsatzes auf Vorstandsverträge.....	226
bb) Kein Verstoß von Clawback-Klauseln gegen den Grundsatz	227
cc) Sonderproblem: Der Clawback „nach Ablauf des Bemessungszeitraumes“.....	228
dd) Zwischenergebnis:	230
b) Begrenzung der Rückforderungssumme	231
aa) Performance-Clawbacks	233
bb) Compliance-Clawbacks	234
c) Wie lange darf zurückgefordert werden?.....	235
d) Unangemessene Benachteiligung durch Performance- Clawbacks.....	236
aa) Konnexität	236
bb) Zurechenbarkeit.....	236
cc) Deutliche Prognoseverfehlung	237
dd) Ausschluss der Entreicherungseinrede	238
e) Unangemessene Benachteiligung durch Compliance- Clawbacks.....	240
aa) Verzicht auf Schadenserfordernis	240
bb) Verzicht auf die Business Judgment Rule, § 93 Abs. 1 S. 2 AktG.....	241
cc) Verzicht auf ein Verschuldenserfordernis	243
dd) Konnexität	244
f) Zwischenergebnis Inhaltskontrolle	244
6. Transparenzgebot – § 307 Abs. 1 S. 2 BGB	245
a) Inhaltliche Anforderungen.....	245
b) Ermessen.....	246
c) Tatbestand.....	247
aa) Performance-Clawbacks	247
bb) Compliance-Clawbacks	248
(1) Konkretisierung anhand von Beispielen.....	248
(2) Übernahme des Wortlauts der InstitutsVergV.....	249
(3) Verweis auf Regelungen des AktG	250
(4) Verweis auf unternehmensinterne Regelungen	252
cc) Zwischenergebnis	254
d) Rechtsfolge	254
aa) Welche Vergütungsteile?	254
bb) Vergütung aus welchem Zeitraum?.....	255
cc) Brutto- oder Nettobetrag?	257
dd) Vergütung in Aktien	258

e) Zwischenergebnis: Transparenz ist möglich, aber schwierig.....	259
IV. Folgen eines Verstoßes gegen AGB-Recht.....	259
1. Folgen für die Klausel	259
2. Haftungsfalle für den Aufsichtsrat?	260
V. Folgen der Zulässigkeitsschwierigkeiten.....	261
VI. Zusammenfassung.....	263
C. Bedenken bezüglich Durchsetzbarkeit und Rückforderung	263
I. Bedenken durch Probleme bei der Rückforderung	263
1. Durchsetzbarkeit.....	263
2. Rückforderungsentscheidung.....	265
a) Begrenzte Anreize zur Durchsetzung	266
b) Anreize gegen Durchsetzung.....	267
c) Zusammenfassung.....	268
3. Haftung bei fehlender Clawback-Durchsetzung.....	268
a) Grundzüge der ARAG/Garmenbeck-Entscheidung.....	268
b) Anwendbarkeit auf Clawback-Ansprüche	269
4. Auswirkung der ARAG/Garmenbeck-Doktrin auf die Durchsetzungsbedenken	272
II. Zusammenfassung und Ausblick: Wirksamkeit trotz Durchsetzungsbedenken?	272
D. Zusammenfassung von Kapitel 6 in Thesen	273
Kapitel 7 – Clawbacks als Instrument zur Nachhaltigkeit und Langfristigkeit.....	279
A. Vorgaben von § 87 Abs. 1 AktG	280
I. Kein Einfluss von Clawback-Klauseln auf die Angemessenheit und Begrenzungsmöglichkeit.....	280
II. Anforderungen an die Struktur der Vorstandsvergütung	281
1. § 87 Abs. 1 S. 2 AktG – Langfristigkeit und Nachhaltigkeit	281
2. Nachhaltigkeit	282
a) Zusätzliche Dimension durch ARUG II.....	283
b) Verpflichtung zur Nachhaltigkeit	285
c) Inhalt des Nachhaltigkeitserfordernisses	285
3. Langfristigkeit	287
4. Mehrjährige Bemessungsgrundlage	288
a) Inhalt.....	288

b) Verhältnis zu den Geboten der Nachhaltigkeit und Langfristigkeit.....	289
<i>B. Auswirkungen von § 87 Abs. 1 S. 2 und 3 AktG auf Clawbacks</i>	289
I. Clawback-Klauseln potentiell geeignet zur Erfüllung der Vorgaben	289
1. Mehrjährigkeit.....	290
a) Performance-Clawbacks.....	290
aa) Klassische Performance-Clawbacks.....	290
bb) Correction-Clawbacks.....	291
b) Compliance-Clawbacks.....	291
2. Nachhaltigkeit	292
3. Langfristigkeit	293
a) Compliance-Clawbacks.....	293
b) Performance-Clawbacks.....	293
aa) Klassische Performance-Clawbacks.....	294
bb) Correction-Clawbacks.....	294
II. Clawback-Klauseln potentiell notwendig zur Erfüllung der Vorgaben	295
1. Grundsatz: Clawback-Klauseln nicht notwendig.....	295
2. Ausnahme: Clawback-Klauseln im Einzelfall notwendig.....	296
<i>C. Folgen der Nichterfüllung der Vorgaben</i>	296
I. In der Regel keine Unwirksamkeit der Vergütungsabrede	296
II. Mögliche Haftung wegen eines Verstoßes gegen die Vergütungsvorgaben	297
1. Keine Haftung des Vorstandsmitglieds	297
2. Haftung des Aufsichtsrats	298
<i>D. Rückbezug auf tatsächlichen Befund</i>	299
<i>E. Zusammenfassung von Kapitel 7 in Thesen</i>	300
 Zusammenfassung von Teil 2	303
<i>A. Begrenzte Vorbildwirkung der Vereinigten Staaten.....</i>	303
<i>B. Zweiseitige Effekte von Clawback-Klauseln.....</i>	303
<i>C. Bedenken, die nicht unumgänglich sind, aber zur Anpassung zwingen</i>	304
<i>D. Ungenutztes Potential für Nachhaltigkeit und Langfristigkeit</i>	304

Schlussbetrachtung.....	305
A. <i>Einführung aus rationaler Apathie</i>	305
B. <i>„Ihm ist, als ob es tausend Stäbe gäbe ...</i>	306
C. <i>Was man hat, das hat man (wohl immer noch)</i>	306
 Zusammenfassung der Arbeit in Thesen.....	307
 Literaturverzeichnis.....	321
Sachverzeichnis.....	339
 Anhang – Geschäftsberichte 2019–2021: DOI: 10.1628/978-3-16-164890-8-Appendix	

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Clawback-Klauseln bei untersuchten Gesellschaften.....	85
Abbildung 2: Verteilung der Clawback-Typen	90
Abbildung 3: Verteilung der Unterarten von Performance-Clawbacks.....	92

Abkürzungsverzeichnis

2.ARRL	Zweite Aktionärsrechterichtlinie
a.A.	andere Ansicht
AbI.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
Account. Finance	Journal of Accounting and Finance
Account. Rev.	The Accounting Review
Adv. Account.	Advances in accounting
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/ Die Aktiengesellschaft
AGG	Allgemeines Gleichbehandlungsgesetz
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AGBG	Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
AktienR	Aktienrecht
Alt.	Alternative
AR	Der Aufsichtsrat
ArbR	Arbeitsrecht
ArbRB	Arbeits-Rechtsberater
Art.	Artikel
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BAGE	Entscheidungssammlung des Bundesarbeitsgerichts
BB	Betriebs-Berater
BeckOGK	beck-online.GROSSKOMMENTAR
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründer
Beil.	Beilage
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache

Bull. Econ. Res.	Bulletin of Economic Research
Bus. Law.	The Business Lawyer
BW	Burgerlijk Wetboek
bzw.	beziehungsweise
CB	Compliance Berater
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CEBS	Committee of European Banking Supervisors
CEO	chief executive officer
CFO	chief financial officer
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Contemp. Account.	Contemporary Accounting Research
Res.	
Corp. Gov.	Corporate Governance: An International Review
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DePaul Bus. &	DePaul Business and Commercial Law Journal
Com. L.J.	
d.h.	das heißt
Diss.	Dissertation
DK	Der Konzern
D&O	Directors and Officers
Dodd-Frank Act	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010
DSTR	Deutsches Steuerrecht
DSW	Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz
EBA	European Banking Authority
EBITDA	earnings before interest, tax, depreciation and amortization
EESA	Emergency Economic Stabilization Act 2008
EU	Europäische Union
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECGI	European Corporate Governance Institute
ErfK	Erfurter Kommentar
ESG	Environmental, Social und Governance
ESGZ	Fachzeitschrift für Nachhaltigkeit und Recht
EuErbVO	Europäische Erbrechtsverordnung
Eur. Account. Rev.	European Accounting Review
f./ff.	folgende
FCA	Financial Conduct Authority
Fla. Tax Rev.	Florida Tax Review
FS	Festschrift
FSB	Financial Stability Board
GesR	Gesellschaftsrecht
GG	Grundgesetz

ggf.	gegebenenfalls
GK	Großkommentar
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Habil.-Schr.	Habilitationsschrift
HGB	Handelsgesetzbuch
HK	Handkommentar
h. M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
Hs.	Halbsatz
Hum. Resour.	Human Resource Management Journal
Manag. J.	
i. E.	im Ergebnis
IJCG	International Journal of Corporate Governance
insb.	insbesondere
InstitutsVergV	Institutsvergütungsverordnung
Invest. Manag.	Investment Management and Financial Innovations
Financ. Innov.	
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
i. S. d.	im Sinne des/der
i. S. v.	im Sinne von
ISS	Institutional Shareholder Services
i. V. m.	in Verbindung mit
J. Account. Audit.	Journal of Accounting, Auditing & Finance
Finance	
J. Account. Econ.	Journal of Accounting and Economics
J. Account. Public	Journal of Accounting and Public Policy
Policy	
J. Appl. Corp. Finance	Journal of Applied Corporate Finance
J. Bus. Entrepreneur-	The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law
ship & L.	
J. Bus. Ethics	Journal of Business Ethics
J. Bus. Finance	Journal of Business Finance & Accounting
Account.	
J. Corp. Finance	Journal of Corporate Finance
J. Finance	The Journal of Finance
J. Financ. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Financ. Regul.	Journal of Financial Regulation and Compliance
Compliance	
J. Invest. Compliance	Journal of Investment Compliance
J. Manag. Account.	Journal of Management Accounting Research
Res.	
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung

KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KK	Kölner Kommentar
KoR	Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
krit.	kritisch
LA	Liber Amicorum
LFA	Journal of Law, Finance, and Accounting
LG	Landgericht
lit.	littera
Ls.	Leitsatz
LTI	Long Term Incentive
MAH	Münchener Anwaltshandbuch
Manag. Account. Res.	Management Accounting Research
MDAX	Mid-Cap-DAX
MHdB	Münchener Handbuch
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
MüKo	Münchener Kommentar
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
NEO	named executive officers
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Rechtsprechungsreport Zivilrecht der Neuen Juristischen Wochenschrift
No.	Number
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZA-RR	Rechtsprechungsreport der neuen Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
Ohio St. L.J.	Ohio State Law Journal
OLG	Oberlandesgericht
RdA	Recht der Arbeit
Rev. Quant. Finance Account.	Review of Quantitative Finance and Accounting
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Satz/Seite
SDAX	Small-Cap-DAX
SE	Europäische Aktiengesellschaft
SEC	Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
Seton Hall L. Rev.	Seton Hall Law Review

sog.	sogenannte/sogenannter
SOX	Sarbanes-Oxley Act 2002
S&P	Standard and Poor's
st.	ständig
StGB	Strafgesetzbuch
STI	Short Term Incentive
St. Louis U. L.J.	Saint Louis University Law Journal
StUB	Unternehmensteuern und Bilanzen
TARP	Troubled Asset Relief Program
TecDAX	Technology-DAX
u.	und
u.a.	und andere
UKCGC	United Kingdom Corporate Governance Code
UklaG	Unterlassungsklagengesetz
U. Mem. L. Rev.	University of Memphis Law Review
Univ.	Universität
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
v.	von/vom
Var.	Variante
VersVergV	Versicherungsvergütungsverordnung
vgl.	vergleiche
Vill. L. Rev.	Villanova Law Review
Vol.	Volume
Vorb.	Vorbemerkung
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
WM	Wertpapiermitteilungen; Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
Wm. Mitchell L. Rev.	William Mitchell Law Review
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZCG	Zeitschrift für Corporate Governance
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozeßordnung
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
zugl.	zugleich
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Einleitung

Was man hat, das hat man. Für die Vorstandsmitglieder börsennotierter Unternehmen gehört diese Sicherheit möglicherweise der Vergangenheit an. Der Schuldige: die Clawback-Klausel.

Ein Clawback, das ist die nachträgliche Rückforderung bereits an ein Vorstandsmitglied ausgezahlter variabler Vergütung durch ein Unternehmen. Werden solche Rückforderungsregeln in Vorstandsverträgen vereinbart, nennt man sie Clawback-Klauseln. Diese Klauseln erfreuen sich international und hierzulande wachsender Beliebtheit; sie verbreiten sich geradezu rasant.¹

Für den Zeithorizont der variablen Vergütung stellen diese unscheinbaren Vertragsteile einen potentiellen Paradigmenwechsel dar: Aus Sicht des Vorstandsmitglieds geht es nicht mehr nur darum, variable Vergütung im Auszahlungszeitpunkt zu erhalten, sondern auch darum, diese in Zukunft behalten zu dürfen.

Kann sich ein Vorstandsmitglied sicher sein, eine einmal ausgezahlte variable Vergütung endgültig verdient zu haben? Oder muss er das langfristige Wohlergehen des Unternehmens auch nach Auszahlung im Blick behalten und andernfalls Vergütung zurückgeben? Gibt es andere Ereignisse, wie z.B. Fehlverhalten des Vorstands, die es gerechtfertigt erscheinen lassen, dass er Vergütung zurückzahlen muss?

Für Manager² können durch die variable Vergütung Anreize bestehen, das langfristige Unternehmenswohl zugunsten kurzfristiger Erfolge und einer entsprechend hohen variablen Vergütung zu gefährden.³ Für manch ein Vorstandsmitglied mag das Erhalten hoher Boni gar wichtiger als das Erhalten des Unternehmens sein. Um das Behalten der Boni musste es sich bisher kaum Sorgen machen: „Après moi le déluge!“

¹ Siehe zuletzt die Untersuchungen von *Arnold/Zeh/Hanke*, AG 2022, 843; *Plagemann/Kopelke*, AR 2023, 104.

² Aufgrund der besseren Lesbarkeit wird im Text das generische Maskulinum verwendet. Gemeint sind jedoch immer alle Geschlechter.

³ *Bebchuk/Fried*, U. Pa. L. Rev. 158 (2010), 1915, 1922: „[...] managers may take actions that boost the stock price in the short run, even if such actions would destroy value in the long run. For example, executives may enter into transactions that improve the current bottom line but create large latent risks that could cripple the firm in the future.“

Eine Clawback-Klausel im Vorstandsvertrag aber bringt die Frage nach dem Behalten(-dürfen) der Vergütung ins Spiel. Dabei machen sich Clawbacks das psychologische Phänomen der Verlustaversion zunutze und ergänzen so die Steuerungswirkung der Vorstandsvergütung.⁴ Je nach Tatbestand der Klausel kann diese dabei unterschiedliche Schwerpunkte setzen. So kann sie einen Fokus auf die langfristige Unternehmensentwicklung legen, oder ein Vorstandsmitglied von unerwünschtem Verhalten abschrecken.⁵

Diese Arbeit widmet sich der wachsenden Verbreitung von Clawback-Klauseln in Deutschland. Im Vordergrund steht dabei die Frage, was den derzeitigen Clawback-Boom verursacht. Gleichzeitig wird herausgearbeitet, ob Clawbacks einen sinnvollen Beitrag zur Vorstandsvergütung leisten können; wo liegt ihr Nutzen, welche Nachteile sind mit ihnen verbunden?

A. Die Ausbreitung von Clawbacks als Wellenbewegung

Zeichnet man die Geschichte der Clawbacks mit groben Strichen nach, so zeigt sie sich als Wellenbewegung. Insgesamt lassen sich drei solche Wogen – jede davon größer als die vorhergehende – erkennen.

Den Anfang macht ein Finanzskandal in den Vereinigten Staaten. Im Jahr 2001 stellte sich heraus, dass Enron und andere Unternehmen ihre Gewinne als deutlich zu hoch angegeben hatten, was zu großen Verwerfungen an den Finanzmärkten und Firmenpleiten führte, in deren Folge Anleger viel Geld verloren. Als Reaktion hierauf wurde der Sarbanes-Oxley Act 2002 (SOX) verabschiedet, der eine erste Regelung zu Clawbacks enthält.⁶

Auch die zweite Clawback-Welle folgte auf eine Krisenerfahrung. Ausgelöst durch die internationale Finanzkrise im Jahr 2008 entstanden in den Vereinigten Staaten gleich zwei Gesetzesvorhaben, die einen Clawback enthielten: Der Emergency Economic Stabilization Act 2008⁷ (EESA) und der Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010⁸ (Dodd-Frank Act). Zudem schwäpften Clawbacks mit dieser Welle erstmals auch über den Atlantik nach Europa, zwar zunächst nicht in Gesetzesform, aber als Empfehlungen der EU-Kommission. Ebenfalls in Reaktion auf die Finanzkrise veröffentlichte die Kommission derer zwei: Die erste zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor⁹, die zweite zur Regelung der Vergütung

⁴ Siehe zur Verlustaversion Kahneman/Tversky, *Econometrica* 47 (1979), 263.

⁵ Siehe zu den unterschiedlichen Clawback-Tatbeständen unten, S. 17 ff.

⁶ Siehe eingehend zum sog. SOX-Clawback unten, S. 114 ff.

⁷ Siehe hierzu unten, S. 126 ff.

⁸ Siehe hierzu unten, S. 127 ff.

⁹ Empfehlung der Kommission vom 30.4.2009 zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor (2009/384/EG), ABl. L 120/22.

von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften¹⁰. Hinzu kam eine Regulierung in der Finanzbranche, die hierzulande in einer Einführung von Regelungen zu Clawbacks in der Institutsvergütungsverordnung (InstitutsVergV) mündete.¹¹ Erstmals benetzten Clawbacks damit den Boden des hiesigen Rechts.

Die Dritte und bis dato letzte Welle gleicht eher einer Flut. Sie dauert derzeit noch fort und reagiert nicht selbst auf eine akute Krise, sondern ist vielmehr Ausläufer oder Nachbeben der Finanzkrise. Sie zeichnet sich durch eine weite Verwendung von Clawbacks in der Rechtspraxis, teils losgelöst von rechtlichem Zwang, aus. In den Vereinigten Staaten verbreiteten sich freiwillig eingeführte Clawback-Klauseln innerhalb der letzten Jahre rasant¹² und als jüngster Entwicklungsschritt wurden die Regeln des Dodd-Frank Act zu Clawbacks im Oktober 2022 scharf gestellt. In Europa erfolgte vermehrte gesetzliche Aktivität zu Clawbacks, insbesondere in Form der zweiten Aktiö-närsrechterichtlinie (2.ARRL).¹³ Diese enthielt zwar keinen Clawback-Zwang aber immerhin entsprechende Veröffentlichungspflichten. Ihren Weg ins deutsche Recht fand die Richtlinie durch das Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktiö-närsrechterichtlinie (ARUG II). Ergänzt wurde dies durch eine bereits mit der Reform des Corporate Governance Kodex (DCGK) im Jahr 2019¹⁴ eingeführte Empfehlung im *soft law*. Ohne einen umfassenden gesetzlichen Zwang findet sich eine stark anschwellende Verbreitung freiwillig eingeführter Clawback-Klauseln.

In der wissenschaftlichen Literatur erfolgten erste Auseinandersetzungen in Anfängen während der zweiten Clawback-Welle und insbesondere zu ihren Ausläufern in der InstitutsVergV.¹⁵ Spätestens seit der dritten Welle hat das Thema aber Breitenwirkung erzielt und war Gegenstand sowohl von Aufsät-

¹⁰ Empfehlung der Kommission vom 30.4.2009 zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (2009/385/EG), ABl. L 120/28.

¹¹ Siehe zum Clawback nach der InstitutsVergV unten, S. 49 ff.

¹² Siehe zu den freiwilligen Clawback-Klauseln in den Vereinigten Staaten unten, S. 136 ff.

¹³ Richtlinie 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre.

¹⁴ Siehe zu den Empfehlungen des Corporate Governance Kodex unten, S. 67 ff.

¹⁵ Bereits früh Schuster, in: FS Bauer, 2010, 973 sowie Wettich, AG 2013, 374; siehe zur InstitutsVergV insbesondere Baeck/Winzer/Abend, NZG 2017, 1059; Fischbach, WM 2018, 1491; Johnson, CCZ 2018, 9; Kramer/Lang/Neugeboren, CB 2017, 425; Krumey/Merkelbach, CCZ 2019, 266; Kuhn, CCZ 2017, 171; Löw, NZA 2017, 1365; Reufels/Volmari, ArbRB 2019, 26; Rom/Herz/Jagodschinski, Kreditwesen 2017, 1075; Rubner/Raible, NZG 2017, 1052; Schirrmacher, ZBB 2017, 281; Thum, NZA 2017.

zen¹⁶ als auch ersten Monografien¹⁷. Die ökonomische Aufarbeitung des Phänomens Clawback läuft in den Vereinigten Staaten bereits seit der ersten Welle und ist daher weiter fortgeschritten als hierzulande.¹⁸

Die Clawback-Wogen haben auch andere Länder erfasst. Erwähnenswert sind insbesondere die Niederlande. Dort gibt es bereits seit 2014 einen gesetzlichen Clawback-Tatbestand im Bürgerlichen Gesetzbuch, der über die europäischen Regeln zur Bankenregulierung hinausgeht.¹⁹ Art. 2:135 Nr. 8 S. 1 des Burgerlijk Wetboek (BW) berechtigt die Gesellschaft dazu, einen an die Direktoren²⁰ ausgezahlten Bonus ganz oder teilweise zurückzufordern, soweit die Zahlung auf der Grundlage unrichtiger Angaben über die Erreichung der dem Bonus zugrunde liegenden Ziele oder über die Umstände, von denen der Bonus abhängig war, erfolgt ist.²¹ Infolge der gesetzlichen Regelungen sollen sich in den Niederlanden kaum vertragliche Regelungen zu Clawbacks finden.²²

Im Vereinigten Königreich gelten nach dem Remuneration Code der Financial Conduct Authority (FCA) Clawback-Regelungen für Finanzinstitute.²³ Hinzu kommen Regelungen im United Kingdom Corporate Governance Code (UKCGC), die auf comply or explain-Basis für alle börsennotierten Unternehmen gelten.²⁴ Allerdings ist die Empfehlung sehr allgemein gehalten

¹⁶ Siehe insbesondere *Dörrwächter/Wolff*, AG 2020, 233; *Florstedt*, NZG 2022, 588; *Lindemann/Heim*, Jus 2018, 1121; *Löbbe/Fischbach*, AG 2019, 373; *Poelzig*, NZG 2020, 41; *Raitzsch*, ZIP 2019, 104; *Redenius-Hövermann/Siemens*, ZIP 2020, 145; *Schockenhoff/Nußbaum*, AG 2018, 813; *Seyfarth*, WM 2019, 521; *Seyfarth*, WM 2019, 569; *Spindler*, AG 2020, 61; *Werner*, NZA 2020, 155.

¹⁷ *Ebel*, Rückforderung bereits ausgezahlter Vorstandsvergütung, 2022; *Engelke*, Rückforderung variabler Vorstandsvergütung, 2022; *Rosiak*, Clawback-Klauseln im System der Vorstandsvergütung, 2022; sowie in einem Teil *Jänsch*, Angemessene Vorstandsverträge, 2021.

¹⁸ Siehe aus der Literatur hierzulande insbesondere die Literaturauswertung bei *Velte*, DK 2020, 50.

¹⁹ Vgl. hierzu auch *Ebel*, Rückforderung bereits ausgezahlter Vorstandsvergütung, 2022, 353; *Ho*, Journal of Business Law 2023, 139, 145; *Rosiak*, Clawback-Klauseln im System der Vorstandsvergütung, 2022, 76; *Seyfarth*, WM 2019, 521, 528.

²⁰ Vgl. Art. 2:135 Nr. 1 S. 1: „bezoldiging van het bestuur“.

²¹ Art. 2:135 Nr. 8 S. 1 BW: „De vennootschap is bevoegd een bonus geheel of gedeeltelijk terug te vorderen voor zover de uitkering heeft plaatsgevonden op basis van onjuiste informatie over het bereiken van de aan de bonus ten grondslag liggende doelen of over de omstandigheden waarvan de bonus afhankelijk was gesteld.“

²² *Seyfarth*, WM 2019, 521, 528.

²³ FCA, SYSC 19D Principal 12 (h), <<https://perma.cc/3U8D-H69E>>; inhaltliche entsprechen diese Vorgaben jenen der InstitutsVerG, siehe dazu unten, S. 49 ff.; vgl. auch *Rosiak*, Clawback-Klauseln im System der Vorstandsvergütung, 2022, 74 f.

²⁴ Nr. 37 UKCGC 2018, <<https://perma.cc/N2UM-L82C>>; „Vergütungssysteme und -richtlinien sollten es ermöglichen, nach eigenem Ermessen formelhafte Ergebnisse außer Kraft zu setzen. Sie sollten auch Bestimmungen enthalten, die es dem Unternehmen er-

und gewährt Unternehmen einen großen Spielraum bei der Umsetzung.²⁵ Die meisten Unternehmen scheinen den Empfehlungen zu folgen. So stellte das Financial Reporting Council im Jahr 2022 fest, dass von 100 untersuchten börsennotierten Unternehmen 97 eine Clawback-Klausel verwendeten.²⁶

In Österreich sieht § 39b BWG i.V.m. Ziff. 12a Anlage zu § 39b BWG ebenfalls Clawback-Regelungen für Finanzinstitute vor. Hinzu kommt eine Empfehlung im Österreichischen Corporate Governance Kodex.²⁷

B. Gegenstand und Gang der Untersuchung

Die nachfolgende Arbeit untersucht das Phänomen der Clawbacks in Deutschland. Dabei werden Clawback-Klauseln bei börsennotierten Unternehmen in den Blick genommen. Dies geschieht in zwei Teilen. Der erste Teil nimmt eine Bestandsaufnahme zu Clawbacks in Deutschland vor. Dafür widmet er sich der Beantwortung einer Trias aus Fragen: Was sind Clawbacks? Was sind ihre rechtlichen Grundlagen? Wie steht es um ihre Verbreitung in Deutschland?

Die Beantwortung der ersten Frage legt Grundlagen. Es wird geklärt, was genau sich hinter Clawbacks verbirgt, wie sie von anderen Rechtsinstituten abzugrenzen sind und welche unterschiedlichen Clawback-Typen existieren (Kapitel 1). Anschließend richtet sich der Fokus auf den Normenbestand zu Clawbacks (Kapitel 2), bevor schließlich die tatsächliche Verbreitung von Clawback-Klauseln bei börsennotierten Unternehmen in Deutschland empirisch untersucht wird (Kapitel 3).

Der zweite Teil der Arbeit beleuchtet Clawback-Klauseln aus verschiedenen Blickwinkeln und versucht, Gründe für (und gegen) ihren Erfolg herauszuarbeiten. Dazu betrachtet er zunächst die Clawbacks in den Vereinigten Staaten rechtsvergleichend und ergründet, ob diese möglicherweise eine Vorbildwirkung ausüben (Kapitel 4). Danach werden die ökonomischen Erkenntnisse zu Clawbacks darauf ausgewertet, inwieweit diese für oder gegen den

möglichen würden, Beträge oder Aktienzuteilungen zurückzufordern und/oder einzubehalten, und die Umstände angeben, unter denen dies angemessen wäre.“

²⁵ Vgl. *Ho*, Journal of Business Law 2023, 139, 147 f.

²⁶ Financial Reporting Council, Review of Corporate Governance Reporting, November 2022, <<https://perma.cc/E3Y2-GH72>>, S. 54; vgl. auch *Ebel*, Rückforderung bereits ausgezahlter Vorstandsvergütung, 2022, 351; siehe auch *Ho*, Journal of Business Law 2023, 139, 148, der auf eine Deloitte Studie verweist, wonach beinahe 90 % der FTSE 100-Unternehmen über eine Clawback-Klausel verfügen.

²⁷ Österreichischer Corporate Governance Kodex in der Fassung vom Jänner 2023, Ziff. 27: „Es ist vorzusehen, dass die Gesellschaft variable Vergütungskomponenten zurückfordern kann, wenn sich herausstellt, dass diese auf der Grundlage von offenkundig falschen Daten ausgezahlt wurden.“

Erfolg von Clawbacks sprechen (Kapitel 5). Im Anschluss daran widmet sich ein Kapitel den rechtlichen und tatsächlichen Bedenken gegen Clawbacks (Kapitel 6), bevor abschließend untersucht wird, ob Clawbacks einen Beitrag zur Langfristigkeit und Nachhaltigkeit der Vorstandsvergütung leisten können (Kapitel 7).

Teil 1

Bestandsaufnahme –
rechtlicher und empirischer Befund zu Clawbacks

Kapitel 1

Was sind Clawbacks?

Bevor der Frage nach der Verbreitung von Clawbacks in Deutschland nachgegangen werden kann, müssen zunächst einige Grundlagen gelegt werden. Das folgende Kapitel widmet sich daher der Frage, was genau unter Clawbacks zu verstehen ist und wie eine Clawback-Klausel rechtlich konstruiert werden kann (A.). Darüber hinaus wird eine Typisierung von Clawbacks in verschiedene Untergruppen vorgenommen (B.). Zusätzlich werden weitere Stellschrauben erläutert, die Kautelarjuristen und dem Gesetzgeber beim Gestalten einer Clawback-Klausel bzw. eines gesetzlichen Clawback-Tatbestandes zur Verfügung stehen (C.). Schließlich werden Clawback-Klauseln von anderen Rechtsinstituten mit ähnlichen Wirkungen abgegrenzt (D.).

A. Grundlagen zu Clawbacks

I. Begriff und Definition von Clawbacks

Eine gesetzliche Definition von Clawbacks existiert nicht.¹ Der Begriff ist auch keinesfalls ausschließlich dem Kontext der Vorstandsvergütung vorbehalten. So kennt beispielsweise das internationale Erbrecht die Bezeichnung Clawback auch im Zusammenhang mit der Ausgleichung und Anrechnung unentgeltlicher Zuwendungen.² Auch in den Vereinigten Staaten und Großbritannien ist „Clawback“ nicht für das Gesellschaftsrecht reserviert, sondern bedeutet in verschiedenen Kontexten schlicht „Rückforderung“.³

Hierzulande hat sich der Begriff „Clawback“ aber im Rahmen der Diskussion um die Vorstandsvergütung etabliert. Definitionen und Begriffsbestimmungen findet man im aktienrechtlichen Schrifttum zuhauf.⁴ Gemeinhin wird

¹ Rosiak, Clawback-Klauseln im System der Vorstandsvergütung, 2022, 139.

² Vgl. statt vieler BeckOGK-EuErbVO/Schmidt, Art. 23 EuErbVO Rn. 53.

³ Siehe hierzu Magnus, Der Rückholanspruch, 2018, 4.

⁴ Goette/Arnold, § 4 Rn. 1513; Ebel, Rückforderung bereits ausgezahlter Vorstandsvergütung, 2022, 280–282; v. Schenck/Wilsing/Grau, § 11 Rn. 158; Ghassemi-Tabar/Kießling, G. 11 Rn. 11; Koch, § 87 Rn. 31; Krumey/Merkelbach, CCZ 2019, 266, 266; Klein, Performanceorientierte Vergütung in der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2020, 97 f.; Johnson, CCZ 2018, 9, 9; Poelzig, NZG 2020, 41, 42; Rosiak, Clawback-Klauseln im System der Vorstandsvergütung, 2022, 139 f.; Schockenhoff/Nußbaum, AG 2018,

auf die Etymologie im Englischen verwiesen und „Clawback“ mit „Rückforderung“ übersetzt.⁵ Im Kontext der Vorstandsvergütung aber greift diese Übersetzung zu kurz. Denn „Clawback“ ist mittlerweile im aktienrechtlichen Kontext mit einer über den eigentlichen Wortsinn hinausgehenden, charakteristischen Bedeutung aufgeladen. Zum einen sind die Parteien der Rückforderung spezifisch: Gemeint sind Rückforderungsansprüche einer Gesellschaft gegen eines ihrer Vorstandsmitglieder. Zum anderen ist auch der Gegenstand der Rückforderung klar umgrenzt: Dieser ist stets nur eine bereits ausgezahlte variable Vorstandsvergütung.⁶ Wird ein solcher Clawback vertraglich im Anstellungsvertrag vereinbart,⁷ so spricht man von einer Clawback-Klausel.

Beispiel- und Musterformulierungen für solche Clawback-Klauseln sind in der aktienrechtlichen Literatur mittlerweile ebenfalls zahlreich.⁸ In den Details weichen sie voneinander ab.⁹ Einig sind sie sich aber darin, dass die Klausel stets in Tatbestand und Rechtsfolge gegliedert werden kann. Dies mag auf den ersten Blick banal wirken, ist aber für ein tieferes Verständnis sowie eine Systematisierung der unterschiedlichen Klauselvarianten unerlässlich. Stets stimmen die Klauseln zudem in ihrer wesentlichen Rechtsfolge überein: Immer sind sie auf die Rückzahlung bereits ausgezahlter variabler Vergütung eines Vorstandsmitglieds gerichtet. Das Grundgehalt ist nie Rückforderungsgegenstand.¹⁰ In den Einzelheiten finden sich hier freilich Unterschiede, so kann die Rückforderung z. B. auf einen gewissen Teil der variablen Vergütung begrenzt werden.¹¹ Die deutlichsten Unterschiede zwischen einzelnen Klauseln bestehen hinsichtlich des Tatbestandes, der den Rückforderungsanspruch auslöst. Teils wird hier abstrakt von einem „negativen Er-

813, 813; *Schuster*, in: FS Bauer, 2010, 973, 973; *Grigoleit/Schwennicke*, § 87 Rn. 21; *Seyfarth*, WM 2019, 569, 570; *MüKoAktG/Spindler*, § 87 Rn. 94; *Hölters/Weber/Weber*, § 87 Rn. 36; *MHdB GesR IV/Wentrup*, § 21 Rn. 74; *Werner*, NZA 2020, 155, 155 f.

⁵ *Ebel*, Rückforderung bereits ausgezahlter Vorstandsvergütung, 2022, 281; *Schuster*, in: FS Bauer, 2010, 973, 973; *Rosiak*, Clawback-Klauseln im System der Vorstandsvergütung, 2022, 83; *Johnson*, CCZ 2018, 9, 9; *Timmer*, Vorstandsvergütung 2020, 2022, 190.

⁶ *Schuster*, in: FS Bauer, 2010, 973, 973; ähnlich auch *Seyfarth*, WM 2019, 569, 570, der aber anscheinend nicht zwischen Clawbacks und vertraglichen Clawbacks differenziert.

⁷ Siehe zur Abgrenzung zwischen gesetzlichen und vertraglichen Clawbacks sogleich, S. 15.

⁸ So z. B. *Engelke*, Rückforderung variabler Vorstandsvergütung, 2022, 173 f.; *Jänsch*, Angemessene Vorstandsvergütungen, 2021, 255 f.; *Rosiak*, Clawback-Klauseln im System der Vorstandsvergütung, 2022, 267–275; *Schockenhoff/Nußbaum*, AG 2018, 813, 817–821; *Schuster*, in: FS Bauer, 2010, 973, 974; *Seyfarth*, WM 2019, 569, 575 f.

⁹ Zu verschiedenen Stellschrauben siehe sogleich, S. 25 ff.

¹⁰ Siehe für einen Überblick zu Elementen der variablen Vorstandsvergütung *Engelke*, Rückforderung variabler Vorstandsvergütung, 2022, 5–21.

¹¹ So beispielsweise *Schuster*, in: FS Bauer, 2010, 973, 974, die die Rückforderung auf maximal 25 % der Gesamtvergütung beschränkt.

Sachverzeichnis

- Abberufung *siehe auch* Bad-Leaver-Klausel
- Geschäftsführer 59
 - Vorstandsmitglied 41–42
- Abschreckung *siehe* Abschreckungswirkung
- Abschreckungswirkung
- Compliance-Clawbacks 162–163, 243
 - Dodd-Frank- Clawback 131
 - Schadensersatz 41
 - SOX-Clawback 117, 119, 124, 141
- AGB-Kontrolle 191–261
- AGB-Eigenschaft von Vorstandsverträgen 192–206
 - Bereichsausnahme für das Gesellschaftsrecht 192–194
 - Besonderheiten des Arbeitsrechts 207–209
 - deklaratorische Klausel 210–217
 - für eine Vielzahl von Verträgen formuliert 205–206
 - Inhaltskontrolle 210–259
 - Klauselverbot mit Wertungsmöglichkeit 224
 - Klauselverbot ohne Wertungsmöglichkeit 217–222
 - Konnektität 236, 244
 - Kontrollfähigkeit 210–217
 - Transparenzgebot 245–259
 - überraschende Klausel 209–210
 - unangemessene Benachteiligung 236–244
 - Verbrauchervertrag 194–205
- AGB-Recht *siehe* AGB-Kontrolle
- ARAG/Garmenbeck-Rechtsprechung 268–272
- Agency-Kosten *siehe* Prinzipal-Agent-Theorie *siehe auch* moral hazard
- Agenturkosten *siehe* Prinzipal-Agent-Theorie *siehe auch* moral hazard

- Aktionäre
- Beziehung zum Vorstand *siehe* Prinzipal-Agent-Theorie
- Aktionärsrechterichtlinie *siehe* Zweite Aktionärsrechterichtlinie
- Anreize
- Clawback-Einführung 107–109
 - Clawback-Klauseln 36, 159–163, 293–295
 - SOX-Clawback 122–124
 - Vergütungsrückforderung 266–268, 272
 - Vorstandsvergütung 157–159
- Anstellungsvertrag *siehe* Vorstandsvertrag
- ARUG II 3, 60, 63, 74, 190, 209, 281–285
- Arbeitskreis deutscher Aufsichtsrat 81
- Aufsichtsrat
- Anreizsituation 266–268
 - Ermessen 27–28, 102–103, 233–234, 246
 - Haftung 35, 260–261, 268–273, 298–299
 - Zuständigkeit 14–15, 31–35, 41, 60, 265
- „Bad-boy“-Clawbacks 139
- Bad-Leaver-Klausel 12–13
- Bedingung
- auflösende 13–14, 213, 239
 - aufschiebende 13–14
- Bedenken *siehe* Clawback-Klausel – Bedenken
- Bemessungsgrundlage *siehe* Bemessungszeitraum
- Bemessungszeitraum 20, 21, 228–230, 235, 255–258, 288–289 *siehe auch* Rückforderungsfrist
- Bereicherungsrecht 29–30, 212–214, 238–240

- best practice* 52, 144 *siehe auch* Marktstandard
- Beweislast
 - beim aktienrechtlichen Schadensersatz 39
 - bei Clawbacks 28
- Bid-Ask-Spread 175
- Bonus *siehe* Vergütung – variable
- Bonus-Malus-Klausel 11–12, 26, 295
- Bonus-Malus-System *siehe* Bonus-Malus-Klausel
- Bruttobetrag 257–258 *siehe auch* Netto-betrag
- Business Judgment Rule *siehe auch* Pflichtverletzung, Schadensersatz
- aktienrechtlicher Schadensersatz 36–39
- Ausschluss in Compliance-Clawbacks 241–243
- Clawbacks 26
- CEBS-Leitlinien 46–47
- chief executive officer* (CEO) 116–118, 129–130, 140–141
- chief financial officer* (CFO) 116–118, 129–130, 140–141
- Clawback-Klausel *siehe auch* Clawbacks, Correction-Clawbacks, Compliance-Clawbacks, Performance-Clawbacks
 - AGB-rechtliche Zulässigkeit 191–261
 - Bedenken 189–273
 - Nachhaltigkeit und Langfristigkeit 279–299
 - Ökonomie 154–185
 - Pflicht 49–59, 60–63, 63, 295–296
 - Verbreitung 80–104
- Clawbacks
 - Definition 9–11
 - Durchsetzung 120–124, 142–143, 146, 265–273
 - freiwillig 16–17, 136–142, 147–148
 - gesetzlich 15–16
 - Normbestand 45–76
 - rechtliche Konstruktion 13–14
 - rechtliche Grundlagen 45–76
 - Rechtsfolge 23–24
 - Tatbestand 17–23, 25–26
 - Typen 15–25
 - verpflichtend 16–17, 147–148
 - in den Vereinigten Staaten 114–149
 - vertraglich 15–16
 - Wirkung 24–25
- Cliff-Vesting 295–296
- Compliance-Clawback *siehe auch* Clawback-Klausel, *siehe auch* Clawbacks
 - AGB-rechtliche Zulässigkeit *siehe* Clawback-Klausel – AGB-rechtliche Zulässigkeit
 - Auswirkung 162–163
 - Definition 18–19
 - InstitutsVergV 56–57
 - Langfristigkeit 293
 - Mehrjährigkeit 291–292
 - Nachhaltigkeit 292
 - qualifizierte 23, 55, 100–101
 - Verbreitung *siehe* Clawback-Klausel – Verbreitung
 - Verhältnis zu § 93 AktG 35–41
- Corporate Finance 174–179
- Corporate Governance 167–170, 179–180 *siehe auch* DCGK
- Correction-Clawback *siehe auch* Performance-Clawback, Bereicherungsrecht
 - Abgrenzung zum Bereicherungsrecht 29–30
 - Auswirkungen 25, 162
 - Definition 21
 - deklaratorischer Charakter 212–214
 - erfasste Vergütung 27
 - Langfristigkeit 294
 - Mehrjährigkeit 291
 - Nachhaltigkeit 292
 - Verbreitung *siehe* Clawback-Klausel – Verbreitung
- CRD IV 47–48, 49
- D&O-Versicherungen 40–41, 163
- DAX 82–96
- DCGK 67–74
- Dienstvertrag 194, 202, 207 *siehe auch* Vorstandsvertrag
- dienstvertragliche Pflichten 251–252 *siehe auch* Vorstandsvertrag
- Dodd-Frank Act 17, 22, 127–136, 145–148 *siehe auch* Clawbacks in den Vereinigten Staaten
- Dodd-Frank-Clawback *siehe* Dodd-Frank Act

- Durchsetzung *siehe* Clawbacks – Durchsetzung
- EBA 46–47
- EESA 126–127
- EESA-Clawback *siehe* EESA
- Eigenkapitalrentabilität 176
- Einrede der Entreicherung *siehe* Entreicherung
- Emergency Economic Stabilization Act *siehe* EESA
- Empirische Untersuchung 82–105
- Enforcement *siehe* Clawbacks – Durchsetzung
- Enron 114, 117, 125, 143, 146
- Entlassung *siehe* Abberufung
- Entreicherung 14, 16, 30, 212–214, 238–240
- Ermessen *siehe auch* Rückforderung, Aufsichtsrat
- Business Judgment Rule 36–39
 - Herabsetzung der Vorstandsvergütung 34–35
 - Rückforderung 27–28, 58, 101–103, 133–134, 143, 233–234, 271–273
 - Schadensersatz 269
 - Transparenz 246–247
- Ermessensspielraum *siehe* Ermessen
- ESG-Kennzahlen 132, 286, 292 *siehe auch* Nachhaltigkeit
- EU-Recht 45–48
- European Banking Authority *siehe* EBA
- Ex-Post-Risikoadjustierung 47
- Fehlverhalten 39, 115–118, 130 *siehe auch* Compliance-Clawback, *mischconduct*, Pflichtverletzung
- Financial Stability Board (FSB) 49
- Finanzberichterstattung 109, 124–125, 132, 135–136, 147, 167, 171–174, 182
- Finanzkrise 2–3, 46, 50, 126–129, 134–136
- Fixgehalt *siehe* Grundgehalt
- Gesamtkapitalrentabilität 176
- Geltendmachung *siehe* Clawbacks – Durchsetzung
- Grundgehalt 24, 237–240
- Hauptversammlung 41, 60, 83, 298
- Haftung
- Aufsichtsrat *siehe* Aufsichtsrat – Haftung
 - Vorstand *siehe* Vorstandshaftung
- Herabsetzung der Vorstandsvergütung 32–35
- Horizontproblem *siehe* Zeitpräferenzkonflikt
- Individualvereinbarung 206
- institutionelle Investoren 74–76, 304
- Institutsvergütungsverordnung (InstitutsvergV) 49–67, 145–148, 214–215
- Investitionen 160, 172, 177–179
- Kapitalmarkt *siehe* Kapitalmarktreaktionen
- Kapitalmarktreaktionen 174–176
- Kapitalverwaltungsgesellschaft 49–50
- klassischer Performance Clawback *siehe* Performance Clawback – klassischer
- Klauselarten *siehe* Compliance-Clawbacks, Performance-Clawbacks, Correction Clawbacks *siehe auch* Clawback-Klauseln
- Klauseltyp *siehe* Compliance-Clawbacks, Performance-Clawbacks, Correction Clawbacks *siehe auch* Clawback-Klauseln
- Kombinationsklauseln 88–93, 94
- Kondition *siehe* Bereicherungsrecht
- Kündigung *siehe* Abberufung
- Lageverschlechterung *siehe* Performance-Clawback – wegen Lageverschlechterung
- Langfristigkeit 281–289, 293–296
- legal transplant 113, 149, 303
- Malus-Klauseln *siehe* Bonus-Malus-Klausel
- Managerverhalten *siehe* Verlustaversion, *moral hazard*, Verhaltenssteuerung
- Marktstandard 93, 108, 209 *siehe auch* best practice
- mehrjährige Bemessungsgrundlage *siehe* Mehrjährigkeit *siehe auch* Bemessungszeitraum

- Mehrjährigkeit 288–289, 290–292
- Mehrjährigkeitserfordernis *siehe* Mehrjährigkeit
- MDAX 82–96
- misconduct* 115–118, 130, 139, 143–144, 145–146 *siehe auch* Pflichtverletzung
- moral hazard* 158–159, 160
- Nachhaltigkeit 281–286, 292, 304 *siehe auch* ESG-Kennzahlen
- named executive officers* (NEO) 140
- Negativerklärung 62, 63–67
- Nettobetrag 257–258
- Netzwerkeffekte 108–109, 170
- Organhaftung *siehe* Aufsichtsrat – Haftung, Vorstandshaftung
- Performance-Clawback *siehe auch* Correction-Clawback, Clawback-Klauseln
 - AGB-rechtliche Zulässigkeit *siehe* Clawback-Klausel – AGB-rechtliche Zulässigkeit
 - Auswirkung 160–162
 - Definition 19–23
 - klassischer 19–20, 160–162, 211, 290–291, 294
 - wegen Lageverschlechterung 21, 26, 29, 160, 219, 238, 247, 294
 - Langfristigkeit 293–294
 - Mehrjährigkeit 290–291
 - Nachhaltigkeit 292
 - wegen Nichterreitung vereinbarter Kennzahlen 20–21
 - SOX-Clawback 119–120
 - Verbreitung *siehe* Clawback-Klausel – Verbreitung
- Pflichtverletzung *siehe* Compliance-Clawbacks, *misconduct*, Business Judgment Rule
- Prinzipal-Agent-Theorie 153–162 *siehe auch* *moral hazard*
- Proxy Voting Guidelines *siehe* Vergütungsberater
- Rechtsfolge *siehe* Clawbacks – Rechtsfolge
- Reputationsrisiko 266–267
- Rückforderung *siehe* Clawbacks
- Rückforderungsfrist 26–27, 103–105
- Sarbanes-Oxley Act (SOX) 114–125
- Schadensersatz 35–41 *siehe auch* Aufsichtsrat – Haftung, Business Judgment Rule, Vorstandshaftung
- SDAX 82–96
- Securities and Exchange Commission (SEC) 115–124
- Signaling 30, 108
- soft law* 67–74
- SOX-Clawback *siehe* Sarbanes-Oxley Act
- Stimmrechtsberater 74–76, 108, 262
- Strohfeuer 294–295
- Tatbestand *siehe* Clawbacks – Tatbestand
- TecDAX 82–96
- Transparenz *siehe* AGB-Kontrolle – Transparenzgebot
- Typisierung *siehe* Clawbacks – Typen
- UK Corporate Governance Code 4
- unklarer Klauseltyp 94–95
- Unternehmenspraxis *siehe* Clawbacks – Verbreitung
- USA 113–150
- Verbrauchereigenschaft
 - des GmbH Geschäftsführers 196–198
 - des Vorstandsmitglieds 198–205
- verdient ist verdient 225–231
- Vereinigte Staaten 113–150
- Vereinigtes Königreich 4, 75
- Vergütung
 - Anreize *siehe* Anreize – Vorstandsvergütung *siehe auch* Prinzipal-Agent-Theorie
 - Begrenzung 31–32
 - fixe *siehe* Grundgehalt
 - Herabsetzung 32–35
 - Rückforderung *siehe* Clawbacks
 - variable 23–24, 118–119, 219–228
- Vergütungsanreiz *siehe* Anreize – Vorstandsvergütung *siehe auch* Prinzipal-Agent-Theorie
- Vergütungsausschuss 168
- Vergütungsberater 75–76, 170, 261
- Vergütungsbericht 63–67, 81–84

- Vergütungssystem 60–63, 66, 74–76, 82–84
- Verhaltenssteuerung *siehe* Anreize – Vorstandsvergütung, Prinzipal-Agent-Theorie
- Verlustaversion 159–162 *siehe auch* Prinzipal-Agent-Theorie
- Vermögensverwalter 76
- Vorstand
- Anstellungsvertrag *siehe* Vorstandsvertrag
 - Abberufung *siehe* Abberufung – Vorstandsmitglied
 - Beziehung zu Aktionären *siehe* Prinzipal-Agent-Theorie
 - Verbraucher *siehe* Verbrauchereigenschaft – des Vorstandsmitglieds
 - Vergütung *siehe* Vorstandsvergütung
 - Vertrag *siehe* Vorstandsvertrag
- Vorstandshaftung 35–42, 297
- Vorstandsvergütung *siehe* Vergütung
- Vorstandsvertrag *siehe auch* AGB-Kontrolle – AGB-Eigenschaft von Vorstandsverträgen
- Wegfall der Geschäftsgrundlage 30–31
- Widerruf *siehe* Abberufung – Vorstandsmitglied
- Widerrufsvorbehalt 13–14, 224
- Wirtschaftsprüfer 173, 180
- Zeitpräferenzkonflikt 160
- Zuständigkeit
- für Clawback-Einführung 14–15
 - für Rückforderung 15, 121, 142–143
- Zweite Aktionärsrechterichtlinie (2.ARRL) 3, 48, 60, 63