

Inauguraldissertation zur Erlangung der Doktorwürde  
an der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät  
der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

***Vorstandsvergütung***  
***in der deutschen Corporate Governance***

Eine ökonomische Analyse der Vorstandsvergütung  
am Beispiel der DAX 30 Unternehmen

Vorgelegt von Michael Kara, geboren in Gleiwitz (Polen)

Düsseldorf, November 2009

Gedruckt mit der Genehmigung der  
Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der  
Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

1. Gutachter: Prof. Dr. Winfried Hamel
2. Gutachter: Prof. Dr. Christoph J. Börner

Tag der mündlichen Prüfung: 24. Februar 2010

*Für meine Großmutter*

## *Geleitwort*

Gegen Ende des ersten Jahrzehnts des einundzwanzigsten Jahrhunderts entwickelte sich eine sehr emotional geführte Diskussion über die Gehälter und Boni von Vorständen und Geschäftsführern international tätiger Unternehmen, deren Brisanz noch gesteigert wurde durch Forderungen einzelner Manager auf Auszahlung millionenschwerer Abfindungen, nachdem die Unternehmen Insolvenz anmelden müssen. Das allgemeingesellschaftliche Gerechtigkeitsempfinden war nachhaltig gestört. Der Gesetzgeber fühlt sich gar verpflichtet, u.a. Obergrenzen für Managergehälter festzusetzen und ein Gesetz zur Angemessenheit von Vorstandsvergütungen zu erlassen. Die Diskussion wurde in erster Linie ideologisch geführt, Fakten spielten nur eine untergeordnete Rolle. Diese Diskussion griff Herr Kara auf, um eine Versachlichung der Debatte herbeizuführen, indem er die Vorstandsvergütungen unter Beachtung des Deutschen Corporate Governance Kodex untersuchte und mit Hilfe zahlreicher empirischer Belege aus dem In- und Ausland gleichermaßen konkretisierte und relativierte. Er bezog sich dabei auf unterschiedliche theoretische Ansätze, die möglicherweise bei der Entwicklung des DCGK Pate gestanden hatten, auf jeden Fall aber der Beachtung wert sind, um nicht in eine Argumentation auf Stammtischniveau hineinzugeraten. Ein derartiges Unterfangen ist als mutig zu bezeichnen, vor allem von einem Verfasser, der die vorliegende Arbeit als externer Doktorand und Mitarbeiter eines international handelnden Großunternehmens anfertigte – sein Arbeitgeber gehört damit in den Kreis derjenigen Unternehmen, die von der politisch-gesellschaftlichen Diskussion kritisch beobachtet werden. Es ist dem Verfasser zu bescheinigen, dass er in ausgewogener Weise die Argumente für und wider individuell verhandelter Vorstandsvergütungen würdigt und zum Schluss als Ergebnis seiner Analyse einen eigenen Vorschlag kritisch erörtert, welcher der gegenwärtigen Praxis fundamental widerspricht – auch das spricht für den wissenschaftlich unterlegten Mut eines unabhängig denkenden Bürgers.

Die vorliegende Arbeit verdient eine rasche und umfassende Verbreitung, ist sie doch geeignet, die heftige Diskussion zu versachlichen und mit Argumenten statt lediglich mit Meinungen zu versehen. Ich hatte die Betreuung dieser als Dissertation angelegten wissenschaftlichen Untersuchung mit realpolitischer Bedeutung für die Unternehmenslandschaft gern übernommen und halte das Ergebnis für ausgesprochen bemerkenswert.

*Winfried Hamel*

## ***Vorwort***

Die Chance auf eine externe Dissertation ist ein besonderes Geschenk im akademischen Ausbildungsweg eines Menschen. Sie erfordert zwar ein hohes Maß an Disziplin und Eigenmotivation, bildet aber den krönenden Abschluss eines langen Weges.

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als Mitarbeiter im Konzern Controlling der Rheinmetall AG und Leiter Controlling der RWM GmbH. Sie wurde an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf im Wintersemester 2009/10 als Dissertation angenommen.

Dank und Anerkennung gelten an dieser Stelle in erster Linie meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Winfried Hamel, für die Bereitschaft, meine Arbeit als externes Promotionsthema anzunehmen. Ohne seine fachliche und persönliche Unterstützung wäre die Realisierung der Arbeit kaum möglich gewesen. Ebenso bedanke ich mich bei Herrn Prof. Dr. Christoph J. Börner, für die Übernahme des Zweitgutachtens und seine wertvollen Hinweise und Anregungen.

Weiterhin möchte ich mich bei Herrn Helmut P. Merch, Bereichsvorstand des Unternehmensbereichs Defence der Rheinmetall AG, und den Herren Thorsten Quade und Michael Wittlinger, Leitung Konzern Controlling der Rheinmetall AG, für die Möglichkeit einer berufsbegleitenden Promotion bedanken.

Ein besonderer Dank gebührt auch meinem Vater und meiner Großmutter, die meine akademische Ausbildung immer unterstützt und somit die Anfertigung der vorliegenden Schrift erst ermöglicht haben.

Mein abschließender Dank gilt meiner Familie und vor allem meiner Verlobten Alicja Wycislok, die mir in all den Jahren während der Entstehung dieser Arbeit den nötigen Rückhalt, viel Geduld und Verständnis entgegengebracht haben.

*Michael Kara*

## ***Inhaltsverzeichnis***

<b>Geleitwort</b> .....	<b>IV</b>
<b>Vorwort</b> .....	<b>V</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>X</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	<b>XI</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>XII</b>
<b>A. Einführung</b> .....	<b>1</b>
I. Problemstellung und Zielsetzung der Arbeit .....	1
II. Gang der Arbeit .....	5
<b>B. Thematischer Untersuchungsrahmen</b> .....	<b>9</b>
I. Corporate Governance in Deutschland .....	9
a. Terminologische Grundlagen und inhaltliche Abgrenzung vom Begriff der Unternehmensverfassung .....	9
b. Einflussfaktoren auf die Entwicklung der deutschen Corporate Governance .....	13
c. Systemische Merkmale der deutschen Corporate Governance .....	16
1. Zweistufige Spitzenorganisation .....	17
2. Arbeitnehmer als wesentliche Stakeholdergruppe .....	18
3. Personelle und finanzielle Verflechtungen und die Rolle der Banken .....	19
d. Corporate Governance Mechanismen .....	21
1. Interne Corporate Governance-Mechanismen .....	22
1.1 Anreizsysteme: .....	22
1.2 Aufsichtsrat .....	22
1.3 Eigentümerstruktur .....	22
1.4 Kapitalstruktur .....	26
2. Externe Corporate Governance Mechanismen .....	29
2.1 Markt für Unternehmenskontrolle .....	29
2.2 Produktmarkt .....	32
3. Regelungsquellen der deutschen Corporate Governance .....	32
II. Unternehmerischer Zielrahmen .....	36
a. Unternehmerischer Zielrahmen .....	37
1. Normative Begründung des unternehmerischen Zielrahmens .....	39
2. Operationalisierung des unternehmerischen Zielsystems .....	44
b. Unternehmerischer Zielrahmen im Kontext der deutschen Corporate Governance .....	46

<b>C.</b>	<b>Inhaltliche Gestaltungsmerkmale einer effizienten Vorstandsvergütung: Anreizsysteme.....</b>	<b>49</b>
I.	Grundlagen .....	49
a.	Prinzipal-Agenten-Theorie	49
	1. Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie .....	52
	2. Das Linear-Exponential-Normal (LEN)-Modell .....	58
b.	Determinanten von Anreizsystemen	61
	1. (Unternehmens-)Risiko.....	61
	2. Arbeitsmarkt für Manager .....	64
	3. Humankapital.....	67
	4. „Managerial discretion“ .....	69
	5. Produktmarkt Wettbewerb.....	72
c.	Vergütungsbestandteile	73
	1. Fixe Vergütungskomponenten.....	74
	2. Erfolgsabhängige Vergütungskomponenten.....	75
	3. Aktienbasierte Vergütungskomponenten.....	77
II.	Gestaltungskriterien effizienter Anreizsysteme.....	80
a.	Kriterium der Angemessenheit	85
b.	Kriterium der Anreizkompatibilität	88
c.	Kriterium der Wirtschaftlichkeit	97
d.	Kriterium der Leitungsorientierung	106
e.	Kriterium der Stabilität	113
f.	Kriterium der Transparenz	117
g.	Kriterium der Nachhaltigkeit	119
III.	Inhaltliche Ausgestaltung der Vorstandsvergütung in den DAX 30 Unternehmen .....	122
a.	Konzeption der empirischen Untersuchung	122
	1. Untersuchungsziele.....	122
	2. Datensatz.....	123
	3. Datenbasis.....	124
b.	Vorstandsvergütung in den DAX 30 Unternehmen	124

c.	Ausgestaltung der Vorstandsvergütung in den DAX 30 Unternehmen	126
1.	Zur Relevanz des Kriteriums der Anreizkompatibilität.....	127
2.	Zur Relevanz des Kriteriums der Wirtschaftlichkeit .....	130
3.	Zur Relevanz des Kriteriums der Leistungsorientierung .....	132
4.	Zur Relevanz des Kriteriums der Stabilität.....	135
5.	Zur Relevanz des Kriteriums der Nachhaltigkeit.....	137
d.	Pay-Performance Relation in den DAX 30 Unternehmen	139
IV.	Zwischenfazit .....	143
<b>D.</b>	<b>Institutionelle Rahmenbedingungen einer effizienten Vorstandsvergütung: Aufsichtsrat .....</b>	<b>146</b>
I.	Grundlagen .....	146
a.	Managerial Power-Theorie	146
b.	Empirische Befunde zur Managerial Power-Theorie	151
c.	Aufsichtsrat als Institution	155
1.	Kompetenzen des Aufsichtsrats.....	156
2.	Binnenorganisation des Aufsichtsrats.....	158
3.	Größe und Zusammensetzung des Aufsichtsrats .....	160
4.	Informationsversorgung des Aufsichtsrats .....	163
II.	Die (In-)Effizienz des Aufsichtsrats bei der Gestaltung der Vorstands- vergütung .....	165
a.	Mangelnde Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder	165
b.	Mangelnde Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder	172
c.	Soziale Kohäsion zwischen Vorstand und Aufsichtsrat	174
d.	Ineffiziente Ausschussarbeit im Aufsichtsrat	176
e.	Einfluss der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat	178
f.	Mangelnde Informationsversorgung des Aufsichtsrats durch den Vorstand	180
III.	Aufsichtsratsstrukturen in den DAX 30 Unternehmen.....	182
a.	Merkmale des Aufsichtsrats in den DAX 30 Unternehmen	182
b.	Zusammenhang zwischen der Vorstandsvergütung und der Aufsichtsrats- vergütung	189
IV.	Zwischenfazit .....	192

<b>E.</b>	<b>Gestaltungsprämissen zur Verbesserung der deutschen Vorstandsvergütung .....</b>	<b>194</b>
I.	Gestaltungsempfehlungen zur Ergänzung des DCGK in der Fassung vom 06. Juni 2008 .....	194
a.	Verbesserung der Anreizkompatibilität .....	194
b.	Verbesserung der Wirtschaftlichkeit .....	198
c.	Verbesserung der Nachhaltigkeit .....	201
d.	Verbesserung der Transparenz .....	204
e.	Stärkung der Rolle der Aufsichtsratsmitglieder .....	207
	1. Hinzuziehung eines externen Experten.....	208
	2. Weiterbildung .....	210
f.	Reduzierung der sozialen Kohäsion im Aufsichtsrat .....	211
g.	Methodische Praktikabilität und wirtschaftliche Diskutabilität der Gestaltungsempfehlungen .....	214
II.	Fixlöhne als Alternative zu erfolgsabhängigen Anreizsystemen .....	216
<b>F.</b>	<b>Schlussbetrachtung .....</b>	<b>225</b>
	<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>230</b>
<b>Anhang A:</b>	<b>Zusammensetzung der Vergütung der DAX 30 Vorstandsmitglieder pro Kopf im Geschäftsjahr 2007 .....</b>	<b>261</b>
<b>Anhang B:</b>	<b>Finanzielle Performance der DAX 30 Unternehmen im Geschäftsjahr 2007.....</b>	<b>262</b>
<b>Anhang C:</b>	<b>Zusammensetzung der Vergütung der DAX 30 Aufsichtsratsmitglieder pro Kopf im Geschäftsjahr 2007.....</b>	<b>263</b>
<b>Anhang D:</b>	<b>Übersicht der Vorschläge zur Erweiterung und Ergänzung des DCGK in der ..... Fassung vom 6. Juni 2008.....</b>	<b>264</b>

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1:	Aufbau der Arbeit.....	7
Abbildung 2:	Taxonomie von Corporate Governance-Systemen.....	17
Abbildung 3:	Corporate Governance-Mechanismen .....	21
Abbildung 4:	Bezugsrahmen der Effizienzbetrachtung.....	37
Abbildung 5:	Determinanten auf den Ermessensspielraum von Vorstandsmitgliedern .....	71
Abbildung 6:	Bestandteile der Vorstandsvergütung im DCGK.....	74
Abbildung 7:	Dreifach-geknickte Anreizfunktion.....	77
Abbildung 8:	Vergleich eines ineffizienten mit einem effizienten Bonussystem ...	100
Abbildung 9:	Wert der Aktienoptionen aus Sicht des Managers .....	104
Abbildung 10:	Vorstandsvergütung pro Kopf 2007 in den DAX 30 Unternehmen..	125
Abbildung 11:	Bemessungsgrundlagen erfolgsabhängiger Vergütungskomponenten.....	128
Abbildung 12:	Form der Anreizfunktion erfolgsabhängiger Vergütungskomponenten.....	129
Abbildung 13:	Form der Anreizfunktion aktienbasierter Vergütungskomponenten.....	129
Abbildung 14:	Ausübungshürden aktienbasierter Vergütungskomponenten.....	133
Abbildung 15:	Höhe der absoluten Hürden aktienbasierter Vergütungskomponenten.....	134
Abbildung 16:	Formen relativer Hürden aktienbasierter Vergütungskomponenten.....	135
Abbildung 17:	Sonderbonuskomponente im Anreizsystem .....	136
Abbildung 18:	Anteil der aktienbasierten Vergütungskomponenten an der Gesamtvergütung.....	138
Abbildung 19:	Sperrfristen aktienbasierter Vergütungskomponenten .....	139
Abbildung 20:	Korrelationsanalyse: Fundamentale Überrendite im Geschäftsjahr 2007 .....	141
Abbildung 21:	Korrelationsanalyse: Überrendite an der Börse im Geschäftsjahr 2007 .....	142

Abbildung 22:	Ursachen von Machtverschiebungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat als Ausgangspunkt für die Diskussion der Managerial Power-Hypothese .....	165
Abbildung 23:	Größe des Aufsichtsrats in den DAX 30 Unternehmen .....	183
Abbildung 24:	Verteilung der Anteilseignermandate in den Aufsichtsräten der DAX 30 Unternehmen.....	184
Abbildung 25:	Verteilung der Arbeitnehmermandate in den Aufsichtsräten der DAX 30 Unternehmen.....	186
Abbildung 26:	Für die Vorstandsvergütung zuständiger Ausschuss.....	187
Abbildung 27:	Über die Vorstandsvergütung beschließendes Gremium .....	188
Abbildung 28:	Anteil der Arbeitnehmervertreter im für Vorstandsvergütung zuständigen Ausschuss .....	189
Abbildung 29:	Aufsichtsratsvergütung in den DAX 30 Unternehmen .....	190
Abbildung 30:	Zusammenhang zwischen der Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder und der Vergütung der Vorstandsmitglieder .....	191
Abbildung 31:	Struktur einer Bonusbank.....	196

## ***Tabellenverzeichnis***

Tabelle 1:	Zeitliche Entwicklung der Regelungsquellen der deutschen Corporate Governance.....	34
Tabelle 2:	Synoptischer Vergleich der Gestaltungskriterien von WINTER und LAUX mit den Empfehlungen und Anregungen des DCGK.....	82
Tabelle 3:	Vergleich Brutto- und Nettokosten von zwei Bonussystemen.....	99
Tabelle 4:	Sensitivität der Aktienoptionswerte aus Sicht des Managers.....	105
Tabelle 5:	Vergütungsbestandteile der Vorstandsmitglieder der DAX 30 Unternehmen .....	126
Tabelle 6:	Wirtschaftlichkeit der Vergütungskomponenten.....	131
Tabelle 7:	Wesentliche Hilfsvariablen und Hypothesen der Managerial Power-Theorie.....	154
Tabelle 8:	Zusammensetzung des deutschen Aufsichtsrats.....	161
Tabelle 9:	Verteilung der Anteilseignermandate in den DAX 30 Unternehmen .....	187
Tabelle 10:	Mindestangaben zum Anreizsystem im Vergütungsbericht.....	206

## ***Abkürzungsverzeichnis***

Abs.	Absatz
Anm.	Anmerkung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
CEO	Chief Executive Officer
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DGB	Deutscher Gewerkschaftsbund
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
EBIT	Earnings before interest and tax
Et al.	et alii
f.	Folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	Fortfolgende
Fn.	Fußnote
Hrsg.	herausgegeben
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
LEN-Modell	Lineare Teilungsregel, Exponentielle Nutzenfunktion, Normalverteilte Zufallsvariablen- Modell
LTIP	Long Term Incentive Plan
MA	Massachusetts
MDAX	Mid-Cap Deutscher Aktienindex

---

Mind.	mindestens
MioEUR	Millionen Euro
Nr.	Nummer
NZZ	Neue Züricher Zeitung
o. V.	ohne Verfasser
Rn.	Randnummer
ROCE	Return on Capital Employed
S.	Seite
SE	Societas Europaea
Sp.	Spalte
TEUR	Tausend Euro
u. a.	unter anderem
US	United States
usw.	und so weiter
Vgl.	Vergleiche
VorstAG	Vorstandsvergütungs-Angemessenheitsgesetz
VorstOG	Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz
z. B.	zum Beispiel
zit.	zitiert

## A. Einführung

### I. Problemstellung und Zielsetzung der Arbeit

Kaum ein anderes Thema polarisiert mehr als die Vergütung von Vorständen großer börsennotierter Unternehmen. Jedes Jahr aufs Neue beginnt mit der Publizierung der Geschäftsberichte die öffentliche Diskussion zum einen über die Angemessenheit, Höhe und Struktur der Vergütung und zum anderen über die Effizienz des Aufsichtsrats, der für die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung verantwortlich ist.<sup>1</sup> Neben der öffentlichen Kritik bestimmt das Thema auch die wissenschaftliche Diskussion in Deutschland in immer stärker werdendem Maß. Während die empirische Literatur in den USA eine bis heute kaum mehr überblickbare Menge an Untersuchungen zu Determinanten, Strukturen und Wirkungsweisen von Anreizsystemen hervorgebracht hat, mit zum Teil sehr widersprüchlichen Ergebnissen, so sind die Ergebnisse deutscher Studien sehr überschaubar.<sup>2</sup> Dies mag zwei Ursachen haben. Erstens hat das Forschungsobjekt der Vorstandsvergütung erst in den letzten Jahren in Deutschland an Bedeutung gewonnen. Wie SCHWALBACH (2007) in einer Untersuchung zur Entwicklung der Vorstandsvergütung im Verhältnis zu den Personalkosten pro Kopf der DAX 30 Unternehmen für die Jahre 1987-2006 aufzeigt, hat erst seit Mitte der 1990er Jahre ein deutlicher Trend nach oben bei der Höhe der Vorstandsbezüge eingesetzt.<sup>3</sup> Diese Entwicklung kann zugleich mit der stärkeren Ausrichtung der Unternehmen am Shareholder Value taxiert werden, die ebenfalls seit Mitte der 1990er Jahre, bedingt durch äußere Einflussfaktoren, zum Hauptparadigma einer aktionärsorientierten Unternehmensführung geworden

---

<sup>1</sup> Vgl. DSW: Kurzfrist-Boni verführen Manager – Aktionärsvereinigung DSW fordert weniger Jahrestantieme und mehr langfristige Anreize für Vorstände, in: Handelsblatt Nr. 161 vom 20. August 2008, S. 13; FOCKENBROCK: Bezahlung gut, Leistung unklar – Kritik an Vergütungspraxis bei Aufsichtsräten – Kaum Kontrollkriterien – Zusatzverdienste durch Beraterverträge, in: Handelsblatt Nr. 160 vom 21. August 2006, S. 11; DSW: Die Deutschland AG lebt, in: FAZ vom 19. August 2006, S. 16. Vgl. auch FALLGATTER/BREITSOHL (Diskussion, 2006), S. 3.

<sup>2</sup> „In short, after at least six decades of research, the failure to identify a robust relationship between top management compensation and firm performance has led scholars into a blind alley. To move this stream of research forward requires that greater efforts be devoted to examining alternative mechanisms and criteria for how top management compensation is set.” BARKEMA/GOMEZ-MEJIA (Compensation, 1998), S. 135; für eine detaillierte Übersicht über den Stand der US-amerikanischen Forschung siehe ABOWD/KAPLAN (Compensation, 1999); GOMEZ-MEJIA (Executive, 1994); MURPHY (Compensation, 1999); PAVLIK ET AL. (Compensation, 1993).

<sup>3</sup> Vgl. SCHWALBACH (Vergütungsstudie 2007). 1995 lag das Verhältnis der Vorstandsvergütung zu den Personalkosten pro Kopf aller DAX 30 Unternehmen bei 14. Dieses Verhältnis ist bis 2006 auf einen Wert von 44 angestiegen mit einem Spitzenwert bei der E.ON AG von 63.

ist.<sup>4</sup> Eine zweite mögliche Ursache für das erweiterte wissenschaftliche Interesse an der Vergütung von Vorständen liegt in der heute deutlich verbesserten Transparenz.<sup>5</sup> Während vor der Verabschiedung des Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetzes (VorstOG) im Jahr 2005 lediglich Daten zur Gesamtvergütung des Vorstandsorgans in den Geschäftsberichten angegeben wurden, so sind börsennotierte Unternehmen seit dem 1.1.2006 dazu verpflichtet, Angaben zur Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung individualisiert auszuweisen.<sup>6</sup> Diese Transparenz erlaubt es der Wissenschaft erstmals, die Struktur der Vergütung, d. h. die relative Verteilung der Vergütungsbestandteile untereinander, zu vergleichen und zu analysieren.<sup>7</sup>

Traditionell wird das Forschungsobjekt der Vorstandsvergütung unter dem Oberbegriff der Corporate Governance diskutiert.<sup>8</sup> Corporate Governance ist allerdings ein schillernder Begriff, der seinen Ursprung im US-amerikanischen Raum hat.<sup>9</sup> Obwohl der Begriff bis heute keine inhaltlich eindeutige Präzisierung erfahren hat, werden unter dem Begriff im Allgemeinen Lösungen für die aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle resultierenden Probleme subsumiert.<sup>10</sup> Das theoretische Fundament für die Analyse dieser Probleme liefert die Prinzipal-Agenten-Theorie. Die Prinzipal-Agenten-Theorie geht auf Arbeiten von JENSEN/MECKLING (1976) zurück, die das von BERLE/MEANS (1932) beschriebene Problem formalisiert wiedergegeben haben.<sup>11</sup> Im Einzelnen untersucht die Prinzipal-Agenten-Theorie die Kosten, die entstehen können, wenn die Führung eines Unternehmens an ein eigennutzenorientiertes Management-Team delegiert wird und Informationsasymmetrie zwischen Prinzipal und Agent herrscht. Die Generalthese der Prinzipal-Agenten-Theorie lautet, dass eine „gute“ Corporate Governance die Kosten des Prinzipal-Agenten-Problems reduzieren kann und dadurch das betreffende Unternehmen an Wert gewinnt.<sup>12</sup> Problematisch an dieser These ist, dass es keine standardisierte Handlungsanweisung für eine „gute“ oder „schlechte“ Corporate Governance gibt.<sup>13</sup> Wird z. B. das Shareholder Value-Konzept als Ziel-

---

<sup>4</sup> Für einen Überblick über die Einflussfaktoren, die zu einer Ausrichtung der Unternehmen am Shareholder Value geführt haben, siehe HÖPNER (Unternehmen, 2003), S. 79 ff. und JÜRGENS ET AL. (Governance, 2000), S. 1.

<sup>5</sup> Vgl. ERNST ET AL. (Vergütung, 2009), S. 901.

<sup>6</sup> Die Unternehmen können sich von dieser Verpflichtung durch die Hauptversammlung bei Vorliegen einer 75 % Mehrheit für fünf Jahre freisprechen lassen.

<sup>7</sup> Vgl. WOLFF/RAPP (Unternehmensmerkmale, 2008), S. 1.

<sup>8</sup> Vgl. JENSEN ET AL. (Remuneration, 2004), S. 22; OTTEN (Origins, 2007), S. 15.

<sup>9</sup> Vgl. CRONE (Risiko, 2004), S. 553; WIELAND (WerteManagement, 2002), S. 2.

<sup>10</sup> Vgl. JANUSZEWSKI ET AL. (Competition, 2002), S. 302; SHLEIFER/VISHNY (Survey, 1997), S. 738.

<sup>11</sup> Vgl. BERLE/MEANS (Property, 1932); JENSEN/MECKLING (Theory, 1976).

<sup>12</sup> Vgl. ZÖLLNER (Governance, 2007), S. 10 f.

<sup>13</sup> SHLEIFER/VISHNY konstatieren, dass „(...) even in advanced market economies, there is a great deal of disagreement on how good or bad the existing governance mechanisms are.“ SHLEIFER/VISHNY (Survey, 1997), S. 737.

rahmen für ein Unternehmen angesetzt, so kann zumindest die Ausrichtung der Vorstandsvergütung am Shareholder Value als ein Element „guter“ Corporate Governance vermutet werden.<sup>14</sup>

Inhaltlich manifestiert sich die deutsche Corporate Governance-Diskussion in dem im Jahr 2002 eingeführten Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK). In Ziffer 4.2.2 sieht der Kodex vor, dass der Vorstand in angemessener Höhe und auf Grundlage einer Leistungsbeurteilung vergütet werden soll. Der Leistungsbegriff ist allerdings nicht näher erläutert, so dass unter Zuhilfenahme der Ziffer 4.1.1 des Kodex die Leistung als die Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes unter Beachtung des Unternehmensinteresses verstanden werden kann.<sup>15</sup> Die Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes ist wiederum, wie noch gezeigt wird, angelehnt an das Paradigma des Shareholder Value-Konzepts. Wird das Unternehmensinteresse als Nebenbedingung verstanden, dann sollte der Anstieg der Vorstandsvergütungen in den letzten Jahren durch die Entwicklung der Unternehmenswerte oder der aus den Unternehmenswerten ableitbaren Kenngrößen teilweise oder vollständig erklärbar sein.

Empirisch wird dieser Zusammenhang unter dem Begriff der Pay-Performance Relation untersucht. Die Pay-Performance Relation zeigt die Abhängigkeit der Vergütung von einem zugrunde gelegten Erfolgsmaß.<sup>16</sup> Die ersten deutschen Studien zur Pay-Performance Relation kommen von SCHWALBACH/GRAßHOFF (1997) und SCHWALBACH (1999).<sup>17</sup> SCHWALBACH/GRAßHOFF (1997) untersuchen 83 Unternehmen im Zeitraum 1968-1990 und 220 Unternehmen im Zeitraum 1988-1992 und stellen fest, dass der Zusammenhang zwischen dem Anstieg der Vergütung und der Erhöhung der Unternehmensperformance in der betrachteten Stichprobe äußerst gering sei.<sup>18</sup> In SCHWALBACH (1999) konstatiert der Autor weiterhin, dass nur bei 68 % der von ihm untersuchten 70 Unternehmen eine gleichgerichtete Veränderung der Unternehmensperformance und Vorstandsvergütung zu beobachten sei.<sup>19</sup> Leider fehlen wei-

---

<sup>14</sup> Vgl. RAPPAPORT (Shareholder, 1986). Zur Diskussion des Shareholder Value als Zielfigur für das Unternehmen siehe auch Abschnitt B.II der vorliegenden Arbeit.

<sup>15</sup> Für eine umfangreiche Diskussion des Leistungsbegriffs siehe BECKER (Grundlagen, 1992), S. 11 ff.

<sup>16</sup> Einen wichtigen Meilenstein in der Diskussion um die Pay-Performance Relation bildet der oft zitierte Artikel „CEO Incentives – It’s Not How Much You Pay, But How“ von JENSEN/MURPHY, in dem beide Autoren feststellen, dass eine Abhängigkeit zwischen der Vorstandsvergütung und der Unternehmensperformance nicht festzustellen sei. Basierend auf diesem Ergebnis empfehlen beide Autoren, die Vorstandsvergütung mittels Aktien und Aktienoptionen deutlich stärker an die Interessen der Aktionäre zu koppeln. Vgl. JENSEN/MURPHY (CEO, 1990), S. 140. Interessanterweise revidieren beide Autoren nach den Skandalen um exorbitante Gehaltssteigerungen in den 1990er Jahren ihre Feststellungen aus dem ersten Artikel und stellen fest, „(...) that while executive compensation can be a powerful tool for reducing the agency conflicts between managers and the firm, compensation can also be a substantial source of agency costs if it is not managed properly“. JENSEN ET AL. (Remuneration, 2004), S. 98.

<sup>17</sup> Vgl. SCHWALBACH/GRAßHOFF (Managervergütung, 1997); SCHWALBACH (Kompensation, 1999).

<sup>18</sup> Vgl. SCHWALBACH/GRAßHOFF (Managervergütung, 1997), S. 214.

<sup>19</sup> Vgl. SCHWALBACH (Kompensation, 1999), S. 116.

terführende Angaben zum Untersuchungsmodell und zum Datensatz. Beide Studien haben gemein, dass sie nicht den Zeitraum ab Mitte der 1990er Jahre betrachten. Neuere Studien zur Pay-Performance Relation in Deutschland sind die von SCHMIDT/SCHWALBACH (2007), RANG (2008) und WOLFF/RAPP (2008).<sup>20</sup> SCHMIDT/SCHWALBACH (2007) untersuchen in einer Längsschnittsbetrachtung die Entwicklung der durchschnittlichen Personalkosten je Kopf, der durchschnittlichen Vorstandsbezüge je Kopf und des durchschnittlichen Aktienkurses der DAX 30 Unternehmen über einen Zeitraum von 19 Jahren (1987-2006). Die Ergebnisse zeigen eine deutliche Entkoppelung der Wachstumsraten der Vorstandsvergütung und der Aktienkurse seit Ende der 1990er Jahre. Beide Autoren ziehen zum Ende ihres Beitrags ein Resümee dahingehend, dass der mangelnde Bezug der Vergütung zur Unternehmensperformance wiederholt Hinweise darauf zu geben scheint, dass die variablen Vergütungsbestandteile ineffizient wirken würden.<sup>21</sup> Weiterhin wertet RANG (2008) insgesamt 69 Geschäftsberichte des Jahres 2006 der DAX 30 und MDAX Unternehmen auf einen Zusammenhang zwischen der Vorstandsvergütung und den Kennzahlen aus dem betrieblichen Rechnungswesen aus. In seiner Auswertung kommt er zu dem Ergebnis, dass ein Zusammenhang nur für die Veränderung der Bilanzsumme mit einer statistischen Signifikanz nachgewiesen werden kann, während sich für die untersuchten Erfolgsparameter, wie Cashflow aus Geschäftstätigkeit und Ergebnis vor Steuern, nur ein minimaler, nicht signifikanter Zusammenhang ergibt.<sup>22</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch WOLFF/RAPP (2008), die eine der umfangreichsten empirischen Untersuchungen zur Entwicklung der Vorstandsvergütung in Deutschland durchgeführt haben. WOLFF/RAPPs Datensatz umfasst nicht nur die DAX 30 und MDAX Unternehmen, sondern auch Unternehmen aus dem SDAX und TecDAX Segment. Ihr Datensatz basiert auf den Angaben in den Geschäftsberichten der Jahre 2005 und 2006. Wie in den vorherigen Studien ziehen die Autoren das Fazit dahingehend, dass nur schwach ausgeprägte Sensitivitäten der Vergütungshöhe und Unternehmensperformance (Eigenkapitalrendite, Return on Invested Capital, Cash Flow over Assets) festzustellen seien.<sup>23</sup> Die Ergebnisse der vorgestellten empirischen Untersuchungen legen die Vermutung nahe, dass die Vergütungspraktiken in deutschen Unternehmen nicht im Einklang mit

---

<sup>20</sup> Vgl. RANG (Vorstandsvergütung, 2008); SCHMIDT/SCHWALBACH (Vorstandsvergütung, 2007); WOLFF/RAPP (Unternehmensmerkmale, 2008).

<sup>21</sup> Vgl. SCHMIDT/SCHWALBACH (Vorstandsvergütung, 2007), S. 120.

<sup>22</sup> Vgl. RANG (Vorstandsvergütung, 2008), S. 77.

<sup>23</sup> Vgl. WOLFF/RAPP (Unternehmensmerkmale, 2008), S. 21 f. Zu ähnlichen Ergebnissen für den angloamerikanischen Raum kommen auch BEBCHUK/GRINSTEIN (Executive, 2005); BERTRAND/MULLAINATHAN (Luck, 2001); DECKOP (Compensation, 1988); DYL (Management, 1985); McGUIRE ET AL. (CEO, 2003); TOSI (Pay, 2005).

der Unternehmensperformance stehen, was zugleich auch gegen eine „gute“ Corporate Governance in deutschen Unternehmen sprechen würde. Die Überprüfung dieser These steht im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit und soll anhand der folgenden beiden Fragenblöcke diskutiert werden:

- 1) *Was sind die inhaltlichen (und durch den DCGK empfohlenen und angeregten) Gestaltungskriterien einer effizienten Vorstandsvergütung und wie werden diese in den DAX 30 Unternehmen umgesetzt?*
- 2) *Ist der institutionelle Rahmen ausreichend, um eine effiziente Vorstandsvergütung zu gewährleisten? Ist der Aufsichtsrat in der heutigen Struktur ein gleichwertiger Verhandlungspartner des Vorstands oder können personelle und strukturelle Ineffizienzen zu suboptimalen Verhandlungsergebnissen führen?*

Die Zielsetzung dieser Arbeit ist demnach, durch eine kritische Diskussion und eine empirische Überprüfung der Anreiz- und Aufsichtsratsstrukturen der DAX 30 Unternehmen Anhaltspunkte dafür zu gewinnen, ob die dargestellten negativen Befunde zur Pay-Performance in deutschen Unternehmen mit Defiziten in der deutschen Corporate Governance begründet werden können. Darüber hinaus sollen basierend auf den Erkenntnissen dieser Untersuchung weitergehende inhaltliche und institutionelle Gestaltungsempfehlungen zur Verbesserung der Effizienz der Vorstandsvergütung abgeleitet werden, um auf diese Weise einen wissenschaftlichen Beitrag zur deutschen Corporate Governance-Diskussion zu leisten.

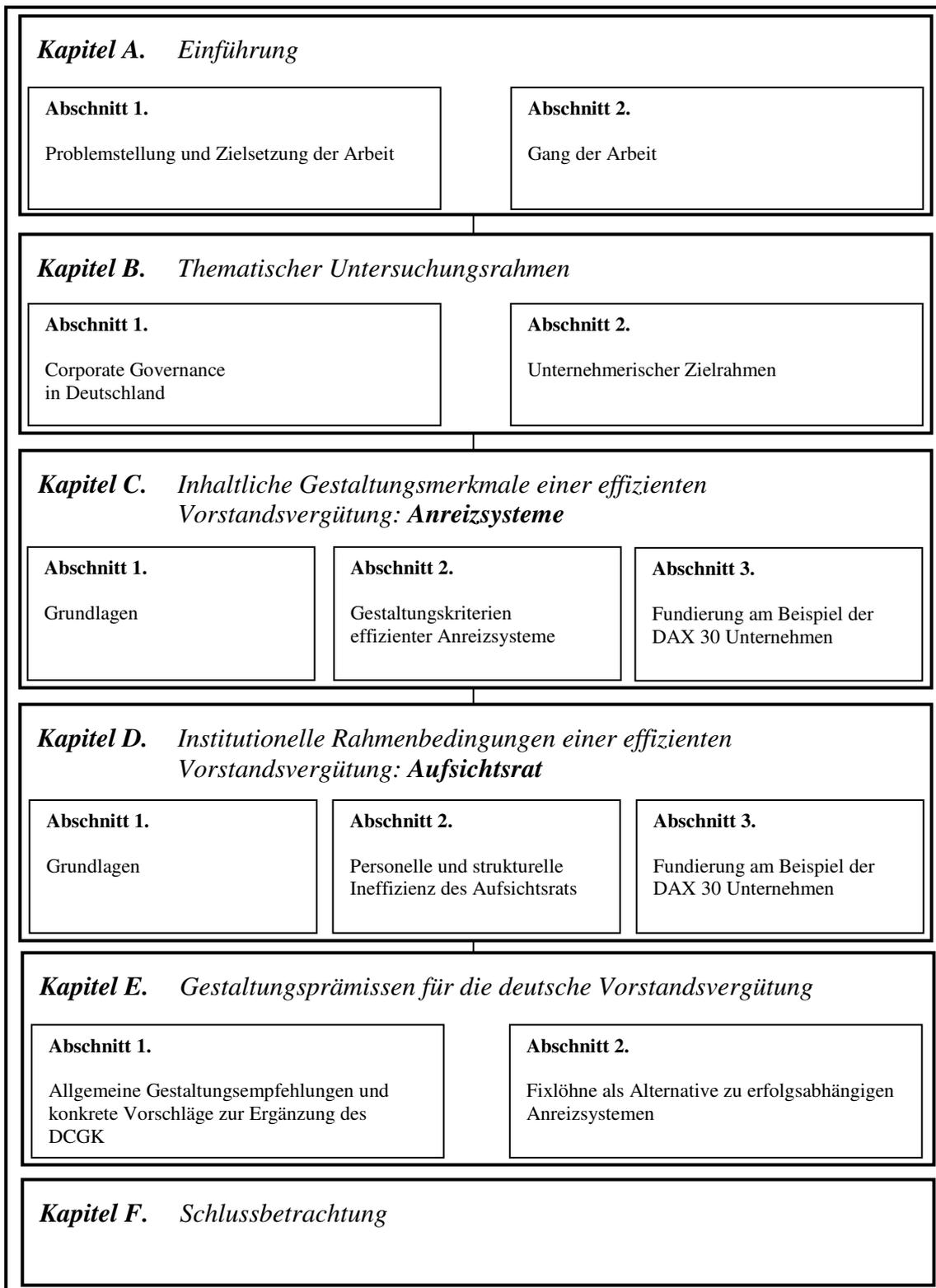
## **II. Gang der Arbeit**

Auf der Grundlage der vorangegangenen Erörterung zum Forschungsbedarf des Themas in Theorie und Praxis und auf der Basis der hier definierten wissenschaftlichen Zielsetzung skizziert das folgende Kapitel B. den thematischen Untersuchungsrahmen der vorliegenden Arbeit. Der erste Abschnitt von Kapitel B. konkretisiert dabei die inhaltliche Bedeutung der deutschen Corporate Governance, wobei zunächst die terminologische Grundlegung des Begriffs im Vordergrund steht. Daran anschließend werden die Einflussfaktoren und die systemischen Merkmale der deutschen Corporate Governance vorgestellt, bevor zum Abschluss des Abschnitts eine ausführliche Diskussion relevan-

ter Corporate Governance-Mechanismen erfolgen soll. Der zweite Abschnitt des zweiten Kapitels stellt den spezifischen Zielrahmen der Untersuchung vor. Erst die Festlegung eines Zielrahmens erlaubt es, Aussagen über die Effizienz der Vorstandsvergütung zu machen und Gestaltungsempfehlungen zu entwickeln.

In Kapitel C. werden die inhaltlichen Gestaltungsmerkmale einer effizienten Vorstandsvergütung herausgearbeitet. Den theoretischen Rahmen für die Analyse bietet die Prinzipal-Agenten-Theorie, deren wesentlichen Prämissen vorgestellt und am Beispiel des mathematischen Grundmodells der Prinzipal-Agenten-Theorie diskutiert werden. Im Anschluss an die Vorstellung der Prinzipal-Agenten-Theorie werden dann verschiedene Determinanten aufgezeigt, welche die Höhe und die Struktur der Vorstandsvergütung beeinflussen. Des Weiteren werden die verschiedenen monetären Vergütungskomponenten vorgestellt, die einem Aufsichtsrat bei der Festlegung eines Anreizsystems zur Verfügung stehen. Daran anschließend werden im zweiten Abschnitt die inhaltlichen Gestaltungskriterien effizienter Anreizsysteme erarbeitet, die als Grundlage für den empirischen Teil der Arbeit dienen sollen. Dabei liegt der Fokus sowohl auf der theoretischen Fundierung der Gestaltungskriterien als auch auf deren Operationalisierbarkeit. Die empirische Untersuchung der Anreizsysteme der DAX 30 Unternehmen erfolgt ausführlich im dritten Abschnitt des Kapitels. Hier werden die Angaben zur Höhe und Struktur der einzelnen Vergütungskomponenten aus den Vergütungsberichten des Jahres 2007 zusammengetragen, bevor im Anschluss daran die Beachtung der zuvor herausgearbeiteten Gestaltungskriterien überprüft werden soll. Darüber hinaus wird in diesem Abschnitt auch eine eigene Berechnung der Pay-Performance Relation durchgeführt. Die Berechnung der Pay-Performance Relation dient einerseits dazu, die Ergebnisse bestehender empirischer Studien am Beispiel der DAX 30 Unternehmen zu verifizieren und andererseits, um die Erkenntnisse der eigenen empirischen Untersuchungen besser beurteilen zu können.

In Kapitel D. wird die Rolle des Aufsichtsrats bei der Ausgestaltung der Vorstandsvergütung diskutiert. Dabei wird im ersten Abschnitt des Kapitels zunächst mit der Managerial Power-Theorie der theoretische Untersuchungsrahmen vorgestellt, um von hier aus die wesentlichen empirischen Befunde zur Relevanz der Managerial Power-Theorie für die Vorstandsvergütung zusammenzutragen. In diesem Kontext wird die Institution des deutschen Aufsichtsrats kurz beschrieben und werden im zweiten Abschnitt des Kapitels die personellen und strukturellen Schwächen des deutschen Aufsichtsrats herausgearbeitet. Die hier gewonnenen Ergebnisse sollen als Grundlage für eine empirische Überprüfung der tatsächlichen Verhältnisse in den DAX 30 Unternehmen im dritten Abschnitt des Kapitels dienen und sollen die Ergebnisse aus Kapitel C. ergänzen.



**Abbildung 1:** Aufbau der Arbeit

Aufbauend auf den Ergebnissen der theoretischen Diskussion und empirischen Untersuchung der Kapitel C. und D. werden im ersten Abschnitt des Kapitels E. zunächst allgemeine Gestaltungsempfehlungen entwickelt und diskutiert, die zu einer Steigerung der Effizienz der deutschen Vorstandsvergütung beitragen könnten, bevor dann darauf

aufbauend konkrete Empfehlungen und Anregungen zur Ergänzung des Deutschen Corporate Governance Kodex abgeleitet werden sollen. Die Diskussion orientiert sich dabei an der Reihenfolge der in Kapitel C. erarbeiteten Gestaltungskriterien und der in Kapitel D. dargestellten Schwächen des deutschen Aufsichtsrats. Im zweiten Abschnitt des Kapitels werden sodann hypothesenartig Gründe und Gestaltungsprämissen für einen Paradigmenwechsel in der Vorstandsvergütung diskutiert, wobei die Frage in den Mittelpunkt gestellt wird, ob Vorstände großer börsennotierter Unternehmen wirklich variabel vergütet werden müssen oder ob nicht Fixlöhne vor allem vor dem Hintergrund der Entwicklungen der letzten Jahre eine bessere Alternative darstellen könnten.

Kapitel F. schließt mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse der Arbeit ab und geht kurz auf aktuelle Entwicklungen ein.

Mithilfe der Abbildung 1 sei eine zusammenfassende Übersicht hinsichtlich der weiteren Vorgehensweise gegeben.

## B. Thematischer Untersuchungsrahmen

### I. Corporate Governance in Deutschland

#### a. Terminologische Grundlagen und inhaltliche Abgrenzung vom Begriff der Unternehmensverfassung

Der Anglizismus „Corporate Governance“ erfreut sich in Wissenschaft und Wirtschaftspraxis einer großen Beliebtheit.<sup>24</sup> Darüber hinaus intensivieren Medien die öffentliche Diskussion durch populistische Berichterstattungen und führen dazu, dass Corporate Governance zu einem allgemein diskutierten Thema wird.<sup>25</sup> Dabei sind der Begriff Corporate Governance und die mit ihm umrissenen Sachverhalte keinesfalls genau definiert.<sup>26</sup> Der Grund ist die Schwierigkeit, diesen Begriff in eine andere Sprache und insbesondere ins Deutsche zu übersetzen.<sup>27</sup> So wird der Begriff in einigen Fällen mit den Worten Unternehmensleitung, Unternehmenskontrolle oder -überwachung<sup>28</sup>, Unternehmensaufsicht<sup>29</sup> oder auch mit dem deutschen Begriff der Unternehmensverfassung<sup>30</sup> übersetzt.

Wortetymologisch fußt Corporate Governance auf den lateinischen Begriffen „Corpus“ und „Gubernaculum“. Der lateinische Begriff „Corpus“ kann sowohl mit „Körper“ als auch mit „Unternehmen“ oder „Staatswesen“ übersetzt werden. Der Begriff „Gubernaculum“ bedeutet „Ruder eines Schiffes“. Allerdings steht dieser lateinische Terminus auch mit dem griechischen Begriff „kybernetike“ (Steuermannskunst) in Verbindung.

---

<sup>24</sup> Vgl. BOEHMER (Governance, 1999), S. 1. WEISBACH bringt es wie folgt auf den Punkt: „To an economist, corporate governance provides a natural subject for study, both because the issues in it are incredibly interesting and important and because it provides a place where our knowledge can provide guidance to practitioners and policymakers.“ WEISBACH (Compensation, 2007), S. 420.

<sup>25</sup> Vgl. MAUCHER (Governance, 2002), S. 5.

<sup>26</sup> WIELAND spricht bei Corporate Governance von einem unscharfen, wenn nicht gar schillernden Begriff. Vgl. WIELAND (WerteManagement, 2002), S. 2.

<sup>27</sup> Vgl. BERRAR (Governance, 2001), S. 24; ähnlich auch MAUCHER (Governance, 2002), S. 5 und CRONE (Risiko, 2004), S. 553.

<sup>28</sup> Vgl. HERZIG/WATRIN (Rotation, 1995), S. 775; NASSAUER (Governance, 2000), S. 1.

<sup>29</sup> Vgl. NÖLTING (Unternehmenskontrolle, 2000), S. 134.

<sup>30</sup> Vgl. NEUBAUER/LANK (Business, 1998), S. 65. Ähnlich auch GERUM (Unternehmensverfassung, 1992), Sp. 2480 f., dessen Text stark angelehnt ist an den Text von STEINMANN (Governance, 1990) zur Corporate Governance.

Überträgt man diese Herleitungen auf „Corporate Governance“, bedeutet dies, dass es gilt, ein Schiff bzw. Unternehmen im Gleichgewicht und auf Kurs zu halten.<sup>31</sup>

In den Wirtschaftswissenschaften tauchte die heutige Bezeichnung Corporate Governance erst vor drei Jahrzehnten in der englischsprachigen Literatur auf; sie umschreibt den Einfluss immer stärker werdender Aktionäre, die sich zunehmend unzufriedener mit den Leistungen des Managements zeigten und erhebliche Defizite in der Arbeit der Kontrollorgane feststellten.<sup>32</sup> Daran anknüpfend entwickelten sich im angelsächsischen Raum Definitionen, die unterschiedlich weit reichend den Themenbereich der Corporate Governance abgrenzen und definieren.<sup>33</sup> Eine der häufigsten, aber auch am engsten gefassten Definitionen, die in der Literatur Verwendung findet, ist die von SHLEIFER/VISHNY (1997):

*„Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investments. How do the suppliers of finance get managers to return some of the profits to them? How do they make sure that managers do not steal the capital they supply or invest in bad projects? How do suppliers of finance control managers? (...) Corporate governance mechanisms are economic and legal institutions that can be altered through the political process.“<sup>34</sup>*

Corporate Governance umfasst nach dieser Begriffsdefinition den institutionellen Rahmen eines Unternehmens und die Mechanismen, mit denen das Management einer Corporation kontrolliert werden kann, wobei mit Corporations insbesondere börsennotierte Unternehmen gemeint sind. Zentrales Element der Corporate Governance ist die Beantwortung der Fragen, wer in einem Unternehmen die Entscheidungen treffen und sie beeinflussen können soll und wie sichergestellt werden kann, dass das Management im Sinne der Aktionäre handelt.<sup>35</sup> Die Fokussierung der Corporate Governance auf die Anspruchsgruppe der Aktionäre ist zugleich auch ein wesentlicher Kritikpunkt an dieser Definition. Die Definition reduziert das Corporate Governance-Problem auf den Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Management und blendet andere Anspruchsgruppen, wie z. B. die Mitarbeiter, Lieferanten oder den Staat, vollständig aus der Corporate

<sup>31</sup> Vgl. SCHNEIDER/BIENEK (Governance, 2004), S. 26 ff. Ähnlich auch bei MÜLLER (Governance, 2007), S. 26, der allerdings konstatiert, dass die wortetymologische Herleitung nicht ausreicht, um damit der vielfältigen Bedeutung des Begriffs gerecht zu werden.

<sup>32</sup> 1976 veröffentlichte Courtney C. Brown das Buch „Putting the Corporate Board to Work“, in dem erstmals der Begriff Corporate Governance verwendet wurde. Vgl. BROWN (Board, 1976), S. 107.

<sup>33</sup> BÖCKLI begründet dies damit, dass es im angloamerikanischen Raum weniger um eine elegante Begriffsdefinition geht als um die funktionalen Zusammenhänge von Corporate Governance-Sachverhalten. Vgl. BÖCKLI (Governance, 2000), S. 134 und BÖCKLI (Governance, 1999), S. 2.

<sup>34</sup> SHLEIFER/VISHNY (Survey, 1997), S. 737. Ähnlich auch bei SUTER: „Unter Corporate Governance werden alle Mechanismen verstanden, welche den Konflikt zwischen Management und Investoren reduzieren können und so dem Investor zu einer adäquaten Rendite auf seine Investition verhelfen.“ SUTER (Governance, 2000), S. 141.

<sup>35</sup> Vgl. SCHMIDT (Wandel, 2001), S. 65.

Governance-Diskussion aus.<sup>36</sup> Dieser Fokus gründet auf der starken Kapitalmarktorientierung des angloamerikanischen Ordnungssystems, in dem traditionellerweise der Anlegerschutz im Vordergrund steht.<sup>37</sup> Demnach ist die Corporate Governance so zu konzipieren, dass im Hinblick auf das zentrale Interesse der Anleger „Maximierung des Shareholder Value“ ein höchstmöglicher Unternehmenswert angestrebt wird.<sup>38</sup>

Dagegen wird in der kontinentaleuropäisch geführten Corporate Governance-Diskussion auch das Beziehungsgeflecht zwischen Unternehmen, Kapitalmarkt und anderen Stakeholdern wie beispielsweise Arbeitnehmern, Lieferanten und Kunden berücksichtigt.<sup>39</sup> Diese Sichtweise wird auch in der gegenüber SHLEIFER/VISHNY deutlich erweiterten Corporate Governance-Definition von SCHMIDT/TYRELL (1997) deutlich:

*„In the context of a firm, corporate governance refers to the totality of the institutional and organizational mechanisms, and the corresponding decision-making, intervention and control rights, which serve to resolve conflicts of interests between the various groups which have a stake in the firm. The term covers not only the company’s charter and the legal framework, including, for example, the bankruptcy, law, disclosure rules and laws on insider trading, but also the actual distribution of ownership rights to the company, as well as the rights of creditors, including banks, to intervene and exercise control, and also the extent to which the company’s employees, as well as its suppliers and the customers who buy its products, can influence its actions within the relevant legal framework.“<sup>40</sup>*

Sämtlichen Corporate Governance-Definitionen ist gemein, dass sie Corporate Governance als Prozess auffassen, der den Interessenausgleich verschiedener Gruppen, die am Unternehmen und dessen Entscheidungsprozessen beteiligt sind, zum Ziel hat.<sup>41</sup> Die zu klärenden Interessenkonflikte ergeben sich hierbei aus der Trennung von Eigentum, Leitung und Kontrolle.<sup>42</sup> Neben dem Interessenausgleich weist BÖCKLI (2006) darauf hin, dass Corporate Governance nicht nur dazu beitragen kann, Interessenkonflikte innerhalb und außerhalb des Unternehmens zu reduzieren, sondern auch eine vertrauensbildende Maßnahme darstellen kann. Vertrauen kann dabei als ein zentraler Faktor für das Funktionieren eines Unternehmens angesehen werden, da durch fehlendes Vertrau-

<sup>36</sup> Vgl. SCHWALBACH/SCHWERK (Governance, 2008), S. 73.

<sup>37</sup> Vgl. BERTRAMS (Haftung, 2004), S. 24; GERUM (Governance, 2004), Sp. 175.

<sup>38</sup> Zur terminologischen Inpräzision zwischen der Maximierung des Shareholder Value und der Maximierung des Unternehmenswertes siehe Abschnitt B.II.

<sup>39</sup> Vgl. GRIEWEL (Governance, 2006), S. 31; zur Unterscheidung zwischen einer engen und einer weiten Definition von Corporate Governance siehe HAUSCH (Governance, 2004), S. 33 ff. und SCHWALBACH/SCHWERK (Governance, 2008), S. 72 ff.

<sup>40</sup> SCHMIDT/TYRELL (Systems, 1997), S. 342; ähnlich auch bei LANNOO: „Corporate Governance can be defined as the whole system of rights, processes and controls established internally and externally over the management of a business entity with the objective of protecting the interests of all the stakeholders.“ LANNOO (Governance, 1995), S. 5.

<sup>41</sup> Vgl. CHING ET AL. (Governance, 2002), S. 5; ZÖLLNER (Governance, 2007), S. 8.

<sup>42</sup> Vgl. HÖNSCH ET AL. (Governance, 2005), S. 7; ZÖLLNER (Governance, 2007), S. 8 f.

en oder Misstrauen Reibungsverluste entstehen und der Kontrollaufwand erheblich ansteigt.<sup>43</sup>

Eine wichtige Abgrenzung muss auch im Hinblick auf einen Vergleich von Corporate Governance mit dem deutschen Begriff der Unternehmensverfassung erfolgen. Unternehmensverfassung und die damit einhergehenden Sachverhalte wurden bereits frühzeitig als Forschungsgebiet in Deutschland identifiziert. Der deutsche Begriff der Unternehmensverfassung ist analog zur Staatsverfassung als Grundordnung zu verstehen, welche die Wirkungsbereiche und Zuständigkeiten der Einzelnen sowie das Zusammenwirken aller Beteiligten regelt.<sup>44</sup> Als Ziel der Unternehmensverfassung kann die Regelung der Verteilung von Macht und Einkommen in einem Unternehmen genannt werden.<sup>45</sup> Ähnlich aber wie bei einem genauen Begriffsverständnis von Corporate Governance fällt ein Begriffsverständnis der Unternehmensverfassung aufgrund einer fehlenden einheitlichen Definition schwer.

So fassen BOHR ET AL. (1981) und ENGELS (1981) unter Unternehmensverfassung die Gesamtheit aller Regelungen zusammen, die das Ziel verfolgen, die Rechte von Aktionären und Unternehmensleitung sowie deren Verhältnis zueinander zu definieren sowie festzulegen, welche Organe im Unternehmen vertreten sein und welche Zuständigkeiten diese besitzen sollen.<sup>46</sup> Dabei können diese Regelungen gesetzlicher sowie vertraglicher Natur sein.<sup>47</sup> Auch GERUM (1999) bezieht sich in seiner Definition auf die „Gesamtheit der konstitutiven und langfristig angelegten Regelungen für die Steuerung der Unternehmensaktivitäten.“<sup>48</sup> Dabei führt er aber neben den gesetzlichen Regelungen wie dem Gesellschaftsrecht, dem Arbeits- und Mitbestimmungsrecht, dem Wettbewerbs- und Verbraucherschutzrecht auch kollektivvertragliche Vereinbarungen wie Firmentarifverträge und Betriebsvereinbarungen und privatautonome Rechtssetzungen wie den Gesellschaftsvertrag, die Satzung, die Geschäftsordnungen oder Unternehmensverträge an.<sup>49</sup> Neben den rechtlichen, kollektivvertraglichen und privatautonomen Regelungen gehen BALLWIESER/SCHMIDT (1981) einen Schritt weiter und fügen noch die organisatorischen Regelungen hinzu.<sup>50</sup> So definieren BALLWIESER/SCHMIDT Unternehmensverfassung als die „(...) Gesamtheit der gesetzlichen,

---

<sup>43</sup> Vgl. BÖCKLI (Governance, 2006), S. 33.

<sup>44</sup> Vgl. WITTE (Verfassung, 1978), S. 331; BROSE (Unternehmensverfassung, 1984), S. 39; HAMEL (Unternehmensverfassung, 2004), S. 465.

<sup>45</sup> Vgl. CHMIELEWICZ ET AL. (Unternehmensverfassung, 1981), S. XI.

<sup>46</sup> Vgl. BOHR ET AL. (Unternehmensverfassung, 1981) S. 11; ENGELS (Unternehmensverfassung, 1981), S. 199.

<sup>47</sup> HAUSCH (Governance, 2004), S. 34.

<sup>48</sup> GERUM (Unternehmensverfassung, 1999), S. 149.

<sup>49</sup> Vgl. GERUM (Unternehmensverfassung, 1999), S. 149.

<sup>50</sup> Vgl. BALLWIESER/SCHMIDT (Unternehmensverfassung, 1981), S. 645.

vertraglichen und dauerhaften organisatorischen Regelungen, die bestimmen oder beeinflussen, welche Chancen Interessengruppen haben, durch Einflussnahme auf den Unternehmensprozess ihre Interessen zu realisieren.“<sup>51</sup> Damit ist die von BALLWIESER/SCHMIDT weiter gefasste Definition von Unternehmensverfassung enger angelehnt an die im kontinentaleuropäischen Raum vorzufindenden Definitionen von Corporate Governance, weil sie neben der Binnenorganisation des Unternehmens auch die Einbindung anderer Interessengruppen in das Unternehmensumfeld berücksichtigt.<sup>52</sup>

Die inhaltliche Konkretisierung des Begriffs Corporate Governance kann, wie die vorangegangenen Ausführungen gezeigt haben, nicht abschließend erfolgen. Dies wird umso mehr erschwert, als dass Corporate Governance ein international vielschichtig diskutiertes Thema ist, das vor allem durch das politische und rechtliche System eines Landes geprägt wird.<sup>53</sup> Daraus folgend ist den Corporate Governance-Definitionen der Vorzug zu geben, die eher breit gefasst sind und die mögliche Freiräume für zeitpunktgerechte, inhaltliche Konkretisierungen bieten. Eine solche Definition bietet WERDER (2004), der Corporate Governance als den faktischen und rechtlichen Ordnungsrahmen definiert, nach dem Unternehmen geführt und kontrolliert werden sollen.<sup>54</sup> Regelungsgegenstände der Corporate Governance ergeben sich nach WERDER insbesondere bei der Berücksichtigung der Interessengruppen in der übergeordneten Zielsetzung des Unternehmens, bei der Zusammensetzung und Strukturierung der Spitzenorgane, bei der Bewertung der Arbeitsweise der Spitzenorgane und bei der Kommunikation zur Herstellung von Transparenz und Vertrauen.<sup>55</sup>

### *b. Einflussfaktoren auf die Entwicklung der deutschen Corporate Governance*

Auch wenn der Begriff der Corporate Governance erst in den letzten Jahrzehnten an Bedeutung und die Diskussion um die damit verbundenen Sachverhalte an Intensität gewonnen hat, so sind die Ursachen für die Grundprobleme der heutigen Corporate Governance-Diskussion schon viel früher zu finden.<sup>56</sup> Mit den Anfängen der industriellen

<sup>51</sup> BALLWIESER/SCHMIDT (Unternehmensverfassung, 1981), S. 645.

<sup>52</sup> Ähnlich auch WERDER: „Während die Unternehmensverfassung aber primär die Binnenorganisation des Unternehmens betrifft, werden unter dem Stichwort CG [Corporate Governance (Anm. des Verfassers)] Fragen der (rechtlichen und faktischen) Einbindung des Unternehmens in sein Umfeld (wie namentlich den Kapitalmarkt) adressiert.“ WERDER (Governance, 2004), S. 160.

<sup>53</sup> Vgl. SCHWALBACH/SCHWERK (Governance, 2008), S. 74.

<sup>54</sup> Vgl. WERDER (Code, 2001), S. 2.

<sup>55</sup> Vgl. WERDER (Grundfragen, 2003), S. 4.

<sup>56</sup> Vgl. NAGY (Governance, 2002), S. 75 f.

Revolution im 18. Jahrhundert stellten Unternehmen fest, dass sie zur Realisierung von Wachstumschancen zusätzliches Kapital benötigten, welches nicht mehr nur allein von den Unternehmenseigentümern bereitgestellt werden konnte. Es bedurfte anderer Marktteilnehmer, die sich mit der entsprechenden Risikobereitschaft und eigenem Kapital an solchen Wachstumsaussichten beteiligen wollten und dadurch zu Miteigentümern dieser Unternehmen wurden.<sup>57</sup> Die Beteiligung unternehmensexterner Marktteilnehmer an Unternehmen führte in der Folge zu Verschiebungen in den Eigentümerstrukturen, die sich nicht eins zu eins in den Spitzenorganen der Unternehmen widerspiegeln konnten. Es war die Geburtsstunde moderner Unternehmen, die heterogene Eigentümerstrukturen aufweisen und von professionellen Management-Teams geleitet werden.<sup>58</sup>

Die aus dieser Trennung von Eigentum und Kontrolle resultierenden potenziellen Dysfunktionalitäten analysierten in einer heute klassischen Untersuchung BERLE/MEANS (1932) für den US-amerikanischen Raum. Beide Autoren konstatieren, dass die Delegation der Unternehmensführung an eine Gruppe von Managern zu einer Unternehmenspolitik führen kann, die nicht primär den Interessen der Kapitalgeber folgt, sondern daneben auch Eigeninteressen der Manager in den Vordergrund stellt.<sup>59</sup> Theoretisch gründet diese Überlegung darauf, dass Unternehmen Zusammenschlüsse von Personen sind, die auf Basis impliziter und expliziter Verträge einen gemeinsamen Zweck verfolgen, der über den Markt abgewickelt zu deutlich höheren Kosten führen würde.<sup>60</sup> Diese Verträge können aber wegen transaktionsbezogener Kosten nicht vollständig sein, so dass einzelne Personen im Allgemeinen und Manager im Speziellen Ermessensspielräume erlangen, die sie gegenüber anderen Bezugsgruppen auszunutzen bereit sind.<sup>61</sup> Die Antwort auf solche Ermessensspielräume können aber funktionierende Corporate Governance-Mechanismen sein, die das Verhalten der Manager wieder in Richtung der Interessen der Bezugsgruppen ausrichten.

---

<sup>57</sup> Vgl. WEICHENRIEDER (Finanzmärkte, 2003), S. 42.

<sup>58</sup> Vgl. CHANDLER (Revolution, 1977), S. 1 ff. CHANDLER untersuchte die Entwicklung und Eigenschaften der modernen Unternehmung. Die moderne Unternehmung kann seiner Meinung nach durch zwei Eigenschaften charakterisiert werden: Im Vergleich zum traditionellen Unternehmen besteht sie erstens aus einer Anzahl eigenständiger Bereiche („operating units“) und zweitens aus einer hierarchisch gegliederten Gruppe bezahlter Manager, die die Unternehmung leiten. Siehe auch SCHAUBENBERG (Gegenstand, 1998), S. 11.

<sup>59</sup> Vgl. BERLE/MEANS (Corporation, 1967), S. 5; ähnlich schon Adam Smith: „The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.“ SMITH (Inquiry, 1776), S. 574.

<sup>60</sup> Vgl. ROST/OSTERLOH (Management, 2009), S. 123 und WERDER (Führungsorganisation, 2005), S. 37; ähnlich auch CHANDLER: „(...) the modern business enterprise took the place of market mechanisms in coordinating the activities of the economy and allocating its resources.“ CHANDLER (Revolution, 1977), S. 1; siehe auch FAMA (Agency, 1980), S. 290.

<sup>61</sup> HÖNSCH ET AL. (Governance, 2005), S. 13.

Neben den strukturellen Veränderungen in der Organisation von Unternehmen haben auch gerade in jüngerer Zeit Veränderungen in den wirtschaftlichen und politischen Systemen zu einer nachhaltigen Entwicklung und Veränderung der Corporate Governance in Deutschland geführt.<sup>62</sup> Die Globalisierung als Stichwort für den Prozess einer bedingt durch den technischen Wandel zunehmenden internationalen Verflechtung von Wirtschaftssystemen hat dazu beigetragen, dass sich deutsche Unternehmen heute mit ihren Produkten und Dienstleistungen auf internationalen Märkten einem direkten Wettbewerb mit anderen Unternehmen ausgesetzt sehen.<sup>63</sup> Während weniger erfolgreiche Unternehmen Opfer dieses Wettbewerbs werden und der Markt über den weiteren Fortbestand dieser Unternehmen entscheidet, haben erfolgreiche Unternehmen durch die in den 1970er und 1980er Jahren eingeleitete Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte die Möglichkeit bekommen, ihren Finanzierungsbedarf nicht nur national, sondern auch international zu artikulieren. In diesem Wettbewerb um Kapital hat sich gezeigt, dass die Einhaltung internationaler Spielregeln über Erfolg oder Misserfolg eines Unternehmens am Kapitalmarkt langfristig entscheiden kann. So setzt z. B. der größte US-amerikanische Pensionsfonds CALPERS (California Public Employees' Retirement System) von allen Unternehmen, an denen er sich beteiligen möchte oder an denen er beteiligt ist, die Einhaltung internationaler Corporate Governance-Mindeststandards zur Unternehmensführung und Kontrolle voraus.<sup>64</sup> Daneben fordern zunehmend auch internationale und institutionelle Investoren die Einhaltung von Corporate Governance-Standards, bevor sie bereit sind, größere Investments in ein Unternehmen einzugehen.<sup>65</sup> Die Beachtung von Corporate Governance-Regeln wird zu einem Qualitätssiegel, das auch an der Börse zu einem Premium führen soll. Dieser Vermutung liegt eine viel zitierte, wenn auch fragliche Studie von McKinsey Inc. aus dem Jahr 2000 zu Grunde. Die Studie zeigt, dass Investoren bereit sind, ein Premium für Unternehmen mit einer guten Corporate Governance zu zahlen.<sup>66</sup> Kritisch an dieser Studie ist, dass nur die Meinungen der befragten Investoren in das Gesamturteil eingegangen sind und dabei andere Stakeholdergruppen von der Befragung ausgeschlossen wurden.<sup>67</sup>

---

<sup>62</sup> Vgl. GERUM (Governance, 2008), S. 1.

<sup>63</sup> Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) bezeichnet Globalisierung als einen „Prozess, durch den Märkte und Produktion verschiedener Länder durch die Dynamik des Handels mit Gütern und Dienstleistungen sowie durch die Bewegungen von Technologie und Kapital, immer abhängiger voneinander werden.“ PLATE (Globalisierung, 1999), S. 3.

<sup>64</sup> Vgl. BAUMS (Governance, 2003), S. 4.

<sup>65</sup> Vgl. BAUMS (Governance, 2003), S. 4; HÖNSCH ET AL. (Governance, 2005), S. 7.

<sup>66</sup> Die Prämien schwankten in den USA und Westeuropa zwischen 12 und 14 % und in Asien und Lateinamerika zwischen 20 und 25%. In Osteuropa lagen sie sogar bei über 30 %. Vgl. COOMBS/WATSON (Survey, 2000).

<sup>67</sup> Vgl. SCHWERK (Engagement, 2008), S. 131 f.

Ordnungspolitische Bedeutung hat die Diskussion um die Lösung des Problems der Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle und der Vorgabe internationaler Mindeststandards für eine gute Unternehmensführung und -kontrolle unter dem Schlagwort Corporate Governance erst mit dem in Großbritannien im Jahr 1992 veröffentlichten „Cadbury Report“ erfahren. Der „Cadbury Report“ trägt den Titel „Financial Aspects of Corporate Governance“ und enthält Empfehlungen zur Verbesserung der Spitzenorganisation und der Rechnungslegungsvorschriften eines Unternehmens. Dieser Bericht war auch gleichzeitig Vorbild für die weiterführende Diskussion über Corporate Governance u. a. in der Europäischen Union und den USA. Dem „Cadbury Report“ folgten drei weitere englische Berichte, namentlich der „Greenbury Report“ (1995), der „Hampel Report“ (1998) und der „Turnbell Report“ (1998). Zur Kanalisierung der wichtigsten Empfehlungen aus den vier Berichten wurde der „Combined Code“ formuliert, der seit dem 1. Januar 2000 für alle an der Londoner Börse gelisteten Unternehmen verbindlich ist. In Deutschland setzte die Diskussion erst mit einer zeitlichen Verzögerung ein, da davon ausgegangen wurde, dass der gesetzliche Rahmen ausreichen würde, um international im Wettbewerb der Corporate Governance-Systeme bestehen zu können. Erst Ende der 1990er Jahre wurden in Deutschland nach dem Platzen der Technologie-Blase an der Börse und in der Folge einer stetig steigenden Zahl von Unternehmensschieflagen, Firmeninsolvenzen und feindlichen Übernahmen die Stimmen nach einer Verbesserung der Corporate Governance-Mechanismen lauter, die neben der Überarbeitung gesetzlicher Vorgaben auch einen Kodex guter Unternehmensführung und -kontrolle postulierten.<sup>68</sup> Ziel dieser Maßnahmen sollte sein, das verlorene Vertrauen der Kapitalmärkte „(...) und einer breiteren Öffentlichkeit in das Management großer Unternehmen, aber auch in die Aktie als Investitionsinstrument wieder herzustellen (...)“.<sup>69</sup>

### *c. Systemische Merkmale der deutschen Corporate Governance*

Die internationale Diskussion um die Wirksamkeit von Mechanismen guter Unternehmensführung und -kontrolle ist zugleich auch eine Diskussion über die Stabilität und Effizienz unterschiedlicher Corporate Governance-Systeme. Es geht um die Beantwortung der Frage, wie ein Corporate Governance-System in einer kapitalistischen Marktwirtschaft aussehen sollte, um erfolgreich im internationalen Wettbewerb auf den Pro-

---

<sup>68</sup> Vgl. SCHWALBACH/SCHWERK (Governance, 2008), S. 76.

<sup>69</sup> Vgl. HÖNSCH ET AL. (Governance, 2005), S. 7; Siehe auch HUBER/WELS (Governance, 2003), S. 2.

dukt-, Kapital- und Faktormärkten bestehen zu können.<sup>70</sup> International lassen sich nach einer Untersuchung von WEIMER/PAPE (1999) vier Typen von Corporate Governance-Systemen unterscheiden, deren wesentliche Merkmale in Abbildung 2 dargestellt sind und im Folgenden für Deutschland auszugsweise vorgestellt werden.<sup>71</sup>

Kriterium/Systemtyp	Anglo-amerikanisch	Germanisch	Lateinisch	Japanisch
• Spitzenorganisation	Einstufig	Zweistufig	Optional	Einstufig
• Wesentliche Stakeholder	Aktionäre	Banken, Arbeitnehmer	Holding, Familie	Banken, Arbeitnehmer
• Rolle Kapitalmarkt	Stark	Moderat	Moderat	Stark
• Zeithorizont ökonomischer Bindungen	Kurzfristig	Langfristig	Langfristig	Langfristig
• Leistungsabhängige Anreizsysteme	Vorhanden	Kaum vorhanden	Teilweise vorhanden	Kaum vorhanden
• Eigentümerkonzentration	Niedrig	Hoch	Hoch	Mittel
• Aktiver Markt für Unternehmenskontrolle	Ja	Nein	Nein	Nein

**Abbildung 2:** Taxonomie von Corporate Governance-Systemen

(Quelle: eigene Darstellung)

## 1. Zweistufige Spitzenorganisation

Ein wesentliches Merkmal des deutschen Corporate Governance-Systems ist die im Aktiengesetz vorgeschriebene Zweistufigkeit der Spitzenorganisation für Aktiengesellschaften, die sich in die beiden Organe des Vorstands (Führungsorgan) und des Aufsichtsrats (Kontrollorgan) untergliedert.<sup>72</sup> Die Unternehmensführung ist dabei institutionell von der Unternehmenskontrolle getrennt. Dieses „Trennungsmodell“ unterscheidet

<sup>70</sup> Vgl. GERUM (Governance, 2008), S. 1.

<sup>71</sup> Zu den vier Typen zählen das angloamerikanische (Großbritannien, USA, Kanada, Australien), das germanische (Deutschland, Niederlande, Schweiz, Schweden, Österreich, Dänemark, Norwegen, Finnland), das romanische (Frankreich, Italien, Spanien, Belgien) und das japanische System. Vgl. WEIMER/PAPE (Taxonomy, 1999), S. 154.

<sup>72</sup> Die zweistufige Spitzenorganisation wurde in Deutschland erfunden und wurde erstmals nach der Reformnovelle des Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuchs im Jahr 1870 für Aktiengesellschaften verbindlich. Heute findet sie neben Deutschland leicht modifiziert in Österreich Anwendung. In den Niederlanden gilt sie für große Aktiengesellschaften und in Frankreich haben die Unternehmen das Wahlrecht zwischen einer einstufigen oder einer zweistufigen Spitzenorganisation.

det sich fundamental von dem im angloamerikanischen Raum vorzufindenden „Vereinigungsmodell“.<sup>73</sup> Für das Vereinigungsmodell ist charakteristisch, dass die Unternehmensführung und -kontrolle eines Unternehmens durch ein institutionell einheitliches Board of Directors wahrgenommen wird. Das Board of Directors setzt sich aus geschäftsführenden Mitgliedern („Executive Directors“) und externen Mitgliedern („Non-Executive Directors“) zusammen, die von der Hauptversammlung gewählt werden. Die Überwachung der Geschäftsführung wird zum einen durch das Board selbst durchgeführt und zum anderen durch den Markt für Unternehmenskontrolle. Im Trennungsmodell besteht hingegen strikte Gewaltenteilung. Die Vor- und Nachteile des deutschen dualistischen Modells der Aktiengesellschaft werden intensiv diskutiert.<sup>74</sup> Als Vorteil für das dualistische Modell wird die eindeutige Aufgabenzuordnung angeführt, die eine gegenseitige Überwachung der beiden Organe gewährleisten soll. Weitere Vorteile sind in der höheren Unabhängigkeit der Mitglieder beider Organe und in der für Deutschland einmaligen Arbeitnehmervertretung im Aufsichtsrat zu sehen. Als Vorteile des Board of Directors werden dagegen die schnelle Entscheidungsfindung und die bessere Informationsversorgung der Directors vorgebracht.

## 2. Arbeitnehmer als wesentliche Stakeholdergruppe

Der Vorstand eines deutschen Unternehmens ist nach noch immer herrschender Meinung dem „Unternehmensinteresse“ verpflichtet. SCHMIDT (2008) beschreibt das Unternehmensinteresse als ein Amalgam verschiedener Stakeholderinteressen, in deren Mittelpunkt nicht nur die Aktionäre stehen, sondern auch die Interessen anderer Anspruchsgruppen, insbesondere der Arbeitnehmer.<sup>75</sup> Daraus folgt, dass das deutsche System der Corporate Governance interessenpluralistisch angelegt ist im Vergleich zum angelsächsischen System, welches interessenmonistisch nur die Interessen der Aktionäre in den Vordergrund stellt.<sup>76</sup> Eine wesentliche Stellung nehmen in diesem interessenpluralistischen System die Arbeitnehmer ein, deren Einfluss sich bei den großen börsennotierten Unternehmen in der paritätischen Zusammensetzung des Aufsichtsrats mit Arbeitnehmer- und Arbeitgebervertretern manifestiert. Im Vergleich zu anderen Ländern handelt es sich bei der Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat um eine

---

<sup>73</sup> Vgl. BLEICHER ET AL. (Unternehmensverfassung, 1989), S. 44; GERUM (Governance, 2004), S. 172.

<sup>74</sup> Vgl. BÖCKLI (Konvergenz, 2003), S. 212 ff.

<sup>75</sup> Vgl. SCHMIDT (Transformation, 2008), S. 328.

<sup>76</sup> Vgl. GERUM (Governance, 2004), S. 172.

Insellösung Deutschlands, die die Ausrichtung des deutschen Systems auf Kohäsion und Reduzierung sozialer Konflikte fördern soll.<sup>77</sup> Die Wirkungen der Unternehmensmitbestimmung werden von Wissenschaftlern kritisch diskutiert, wobei sich die Wirtschaftspraxis mit dieser Situation längst abgefunden zu haben scheint.<sup>78</sup> Die kritischen Stimmen an der Unternehmensmitbestimmung kommen überwiegend aus dem US-amerikanischen Raum, wo argumentiert wird, dass bei positiven Wirkungen der Unternehmensmitbestimmung auf die Unternehmensperformance der Markt schon längst zur Übernahme dieser Praxis geführt hätte.<sup>79</sup> Diesem Argument können aber die hohen Kosten eines Systemwechsels entgegengebracht werden, die ohne eine staatliche Regulierung vom Markt nicht getragen werden können. Inwiefern heute noch von einer positiven Wirkung der Unternehmensmitbestimmung ausgegangen werden kann, können nur neuere empirische Befunde aufzeigen. SCHWALBACH (2004) konstatiert deswegen, dass die Unternehmensmitbestimmung zu Recht beweisen muss, dass sie heute noch eine Daseinsberechtigung hat.<sup>80</sup>

### 3. Personelle und finanzielle Verflechtungen und die Rolle der Banken

Ein weiteres, aber zunehmend schwächer werdendes Merkmal der deutschen Corporate Governance sind die personellen und finanziellen Verflechtungen zwischen deutschen Unternehmen untereinander und/oder einem Kreis von Personen, die zur Wirtschaftselite zugehörend angesehen werden. Lange Zeit wurde das deutsche System unter dem Begriff der Deutschland AG geführt, die durch finanzielle Überkreuzbeteiligungen von Banken, Industrieunternehmen und Kapitalgebern geprägt war. Die Deutschland AG wies alle Merkmale eines Insider-Systems auf, in dem neben den Aktionären auch weitere Interessengruppen wie ehemalige Manager, Banken und Arbeitnehmer in einer engen und stabilen Beziehung zu den Unternehmen standen.<sup>81</sup> Diese Beziehungen sicherten das System gegen äußere Markteinflüsse ab und führten zum Aufbau personeller „Seilschaften“, deren Einsatz zum Machtausbau und Machterhalt der betroffenen Akteure beitrug. Eine herausragende Rolle spielten dabei die Banken, die neben der Rolle

---

<sup>77</sup> Vgl. HÖNSCH ET AL. (Governance, 2005), S. 17.

<sup>78</sup> Für einen Überblick über die empirischen Befunde zur Akzeptanz der Unternehmensmitbestimmung siehe HÖPNER (Unternehmensmitbestimmung, 2004), S. 13 ff.

<sup>79</sup> Vgl. JENSEN/MECKLING (Rights, 1979), S. 474: „If codetermination is beneficial to both stockholders and labor, why do we need laws which force firms to engage in it? Surely they would do so voluntarily.“

<sup>80</sup> Vgl. SCHWALBACH (Effizienz, 2004), S. 187.

<sup>81</sup> Nach GERUM zeichnen sich insiderorientierte Corporate Governance-Systeme „(...) durch die zentrale Stellung von Universalbanken oder Hausbanken bei der Finanzierung und Kontrolle der Unternehmen aus, in denen eine hohe Anteilskonzentration und Konzernverflechtungen vorherrschen.“ GERUM (Governance, 2008), S. 173.

als wichtigste Quellen der externen Unternehmensfinanzierung auch erhebliche Beteiligungen an deutschen Unternehmen hielten. Bankenvertreter saßen in den Aufsichtsgremien der Unternehmen und konnten so die Interessen der repräsentierenden Bank wahrnehmen. Es entstanden Netzwerke von Unternehmen, in deren Mittelpunkt führende deutsche Finanzinstitute standen, die die Nichtfinanzunternehmen überwachten und den Wettbewerb zwischen diesen regulierten.

In den letzten Jahren zeigen sich aber zunehmend Auflösungstendenzen der alten Deutschland AG. Eingeleitet wurde dieser Prozess durch die Neuausrichtung der deutschen Privatbanken weg von dem nationalen und wenig rentablen Kreditfinanzierungsgeschäft und hin zum vermeintlich mehr profitablen Investment Banking<sup>82</sup>, bei dem aber zu enge Verflechtungen mit anderen Unternehmen zu Interessenkonflikten führen können, die sich negativ auf die Gewinnung potenzieller Beratungsmandate auswirken.<sup>83</sup> Weitere ordnungspolitische Unterstützung erhielt dieser Prozess durch die im Jahr 2000 verabschiedete Unternehmenssteuerreform, die Steuerbefreiungen für Veräußerungsgewinne aus dem Verkauf von Kapitalbeteiligungen eingeräumt hatte.<sup>84</sup> Als Ergebnis dieser Veränderungen haben die Zahl der Bankenvertreter in den Aufsichtsräten deutscher Unternehmen und die Höhe der finanziellen Beteiligungen deutscher Banken kontinuierlich abgenommen. Die Reduzierung des Bankeneinflusses hat aber bis heute nicht zum erwünschten Effekt geführt. Das entstandene Vakuum nach dem Rückzug der deutschen Banken wurde nicht durch einen stärkeren Einfluss des Marktes und der Aktionäre abgelöst, sondern führte dazu, dass die Zahl ehemaliger Spitzenmanager in den Aufsichtsräten zugenommen hat und stärkere Beteiligungen von Nichtfinanzunternehmen wie z. B. der Beteiligung von Volkswagen an Porsche und der Haniel Gruppe an dem Metro Konzern das Netzwerk personeller und finanzieller Verflechtungen wieder in anderer Form gestärkt haben. Aus diesem Grund sind die Auflösungstendenzen der alten Deutschland AG eher kritisch zu bewerten, da sich anstelle der alten Deutschland AG eine neue Form der Deutschland AG zunehmend herauskristallisiert, bei der nicht mehr die Finanzinstitute die tragende Säule spielen, sondern andere starke Marktteilnehmer.

---

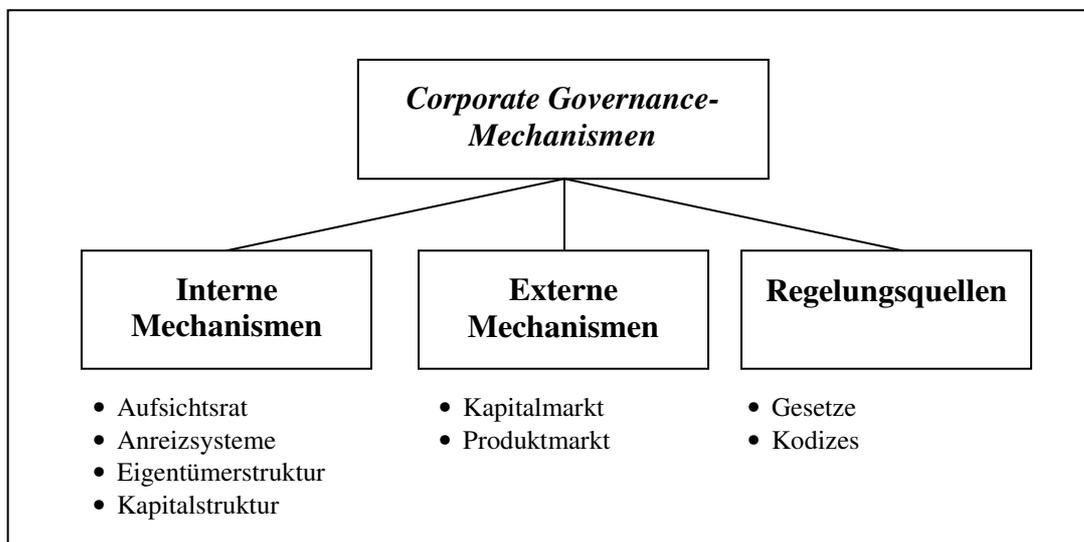
<sup>82</sup> Vgl. BEYER (Governance, 2003), S. 6.

<sup>83</sup> Vgl. HÖPNER (Unternehmen, 2003), S. 109; HÖPNER/KREMPPEL (Netzwerk, 2005), S. 5.

<sup>84</sup> Vgl. WEICHENRIEDER (Finanzmärkte, 2003), S. 61.

#### d. Corporate Governance Mechanismen

Corporate Governance-Mechanismen sind nach SHLEIFER/VISHNY (1997) „(...) economic and legal institutions (...)“, deren Wirksamkeit sich nach dem Beitrag bemisst, den die einzelne Institution zu einem langfristigen Interessenausgleich zwischen den verschiedenen Anspruchsgruppen im Unternehmen leisten kann.<sup>85</sup> Die in der Literatur diskutierten Corporate Governance-Mechanismen können grundsätzlich in interne und externe Mechanismen untergliedert werden.<sup>86</sup> Zu den internen Corporate Governance-Mechanismen zählen insbesondere Anreizsysteme, der Aufsichtsrat sowie die Eigentümer- und Kapitalstruktur eines Unternehmens. Die externen Corporate Governance-Mechanismen, die von außen auf das Unternehmen wirken, werden als Marktmechanismen bezeichnet. Zu nennen sind diesbezüglich der Kapitalmarkt und der Produktmarkt.<sup>87</sup> Darüber hinaus bieten gesetzlich verankerte und untergesetzliche Regelungsquellen die Basis für eine funktionierende Leitung und Überwachung von Unternehmen. Abbildung 3 fasst die Mechanismen nochmals zusammen, bevor im Anschluss daran die Corporate Governance-Mechanismen und ihre praktische Relevanz für die Vorstandsvergütung vorgestellt werden sollen.



**Abbildung 3:** Corporate Governance-Mechanismen

(Quelle: eigene Darstellung)

<sup>85</sup> SHLEIFER/VISHNY (Survey, 1997), S. 738; siehe auch WEICHENRIEDER (Finanzmärkte, 2003), S. 45.

<sup>86</sup> Vgl. WERDER (Governance, 2004), Sp. 165.

<sup>87</sup> Vgl. GROTHE (Unternehmensüberwachung, 2006), S. 28 f.

## 1. Interne Corporate Governance-Mechanismen

### 1.1 Anreizsysteme

Die Wirkungsweise und Effizienz von Anreizsystemen im Allgemeinen und bei den DAX 30 Unternehmen im Speziellen stehen im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit und werden in Kapitel C. ausführlich diskutiert.

### 1.2 Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat nimmt eine wichtige Stellung in der deutschen Corporate Governance ein, da er als Bindeglied zwischen den verschiedenen Ressourcengebern und den Managern fungiert. Die Zusammensetzung und Funktion des Aufsichtsrats werden in Kapitel D. vorgestellt und im Hinblick auf ihre Rolle bei der Festlegung der Vorstandsvergütung kritisch erörtert.

### 1.3 Eigentümerstruktur

Per Definition bildet das Corporate Governance-System den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen, nach dem Unternehmen geführt und überwacht werden sollen.<sup>88</sup> Die Überwachung wird notwendig, wenn sich das Eigentum an einem Unternehmen auf eine Vielzahl von Personen verteilt und die Unternehmensführung durch professionalisierte und opportunistisch agierende Management-Teams ausgeübt wird. Dabei können die Form und die Intensität der Überwachung maßgeblich vom Grad der Trennung von Eigentum und Kontrolle abhängen. So sind z. B. angloamerikanische Unternehmen durch eine sehr heterogene Eigentümerstruktur mit vielen kleinen Aktionären charakterisiert, wodurch der einzelne Aktionär nur einen geringen oder gar keinen Anreiz haben kann, das Management eines Unternehmens aktiv zu überwachen.<sup>89</sup> Ursache für dieses Verhalten ist, dass der Aktionär zum einen die ganzen Kosten aus der Durchführung der Überwachungsaufgabe zu tragen hat und zum anderen nur einen anteiligen Nutzeneffekt aus seiner Überwachung erzielt, während die verbleibenden passiven Aktionäre den residualen Anteil des Nutzeneffekts kostenfrei untereinander aufteilen können.<sup>90</sup> Dieses

---

<sup>88</sup> Vgl. WERDER (Code, 2001), S. 2.

<sup>89</sup> Vgl. FRANKS/MAYER (Ownership, 2000), S. 1; ELSTON/GOLDBERG (Compensation, 2001), S. 5; EDWARDS/WEICHENRIEDER (Ownership, 1999), S. 1.

<sup>90</sup> Vgl. EDWARDS/NIBLER (Governance, 2000), S. 240.

in der Literatur als Free Riding bekannte Problem ist auch der Grund dafür, dass im angelsächsischen Corporate Governance-System davon ausgegangen wird, dass ein aktiver Markt für Unternehmenskontrolle bei einer niedrigen Eigentümerkonzentration einen besseren Corporate Governance-Mechanismus darstellen kann als eine aktive Überwachung durch die Eigentümer.<sup>91</sup>

Das kontinentaleuropäische Corporate Governance-System ist indessen durch eine Eigentümerstruktur mit einem und mehreren Großaktionären geprägt, die bei einer ausreichenden Beteiligungsquote einen ökonomischen Anreiz haben können, das Management aktiv zu überwachen.<sup>92</sup> Neben dem ökonomischen Anreiz zu einer aktiven Überwachung erfordert es auch eines flankierenden rechtlichen Rahmens, welcher es dem Aktionär ermöglicht, seine Unzufriedenheit über das Management zu äußern.<sup>93</sup> In Deutschland kann der Aktionär grundsätzlich von den beiden Optionen Ausübung des Stimmrechts („Voice“) oder Verkauf der Aktien („Exit“) Gebrauch machen.<sup>94</sup> Das „Voice“-Recht erlaubt es dem Aktionär, auf den jährlich stattfindenden Hauptversammlungen seine Meinung zu äußern, das Abstimmungsverhalten bei der Wahl neuer Aufsichtsratsmitglieder zu beeinflussen und die Entlastung dem Management bzw. dem Aufsichtsrat zu verweigern.<sup>95</sup> Wesentliche Voraussetzung für eine effiziente Ausübung des Stimmrechts ist jedoch, dass jeder Aktionär über die gleiche Anzahl von Stimmrechten verfügt, wie er Anteile am Unternehmen hält. Von diesem One Share-One Vote-Prinzip<sup>96</sup> wird in Deutschland regelmäßig positiv wie negativ abgewichen.<sup>97</sup>

Zu einer positiven Abweichung kommt es z. B., wenn Banken Depotstimmrechte ausüben.<sup>98</sup> Voraussetzung für die Ausübung des Depotstimmrechts ist, dass der Aktionär seine Aktien in einem durch die Bank verwalteten Depot hält, die Bank durch eine schriftliche Weisung zur Ausübung des Depotstimmrechts bevollmächtigt wird und der Aktionär selbst das Stimmrecht nicht ausüben möchte. Die Bank übernimmt in diesem Fall die „Voice“-Funktion für den Aktionär, wodurch die Bank einen höheren Stimm-

---

<sup>91</sup> Vgl. EDWARDS/NIBLER (Governance, 2000), S. 240; zum Free Riding Problem siehe auch GROSSMAN/HART (Takeover, 1980).

<sup>92</sup> SHLEIFER/VISHNY fassen es wie folgt zusammen: „The most direct way to align cash flow and control rights of outside investors is to concentrate shareholdings.“ SHLEIFER/VISHNY (Survey, 1997), S. 754; ähnlich auch DHERMENT-FERERE ET AL. (Monitoring, 2001), S. 3.

<sup>93</sup> Vgl. LA PORTA ET AL. (Agency, 2000), S. 3.

<sup>94</sup> Vgl. WERDER (Governance, 2004), S. 166; ZÖLLNER (Governance, 2007), S. 16.

<sup>95</sup> Siehe § 119 AktG für eine detaillierte Auflistung der Mitbestimmungsrechte des Aktionärs.

<sup>96</sup> Vgl. zum „One Share-One Vote“-Prinzip GROSSMAN/HART (Control, 1988), S. 175 ff.; HARRIS/RAVIV (Governance, 1988), S. 203.

<sup>97</sup> Vgl. BOEHMER (Governance, 1999), S. 5.

<sup>98</sup> Vgl. ELSTON/GOLDBERG (Compensation, 2001), S. 11; GORTON/SCHMID (Banking, 2000), S. 30; HAMEL (Unternehmensverfassung, 2004), S. 473; siehe auch § 135 AktG.

rechtanteil erlangt, als sie selber Anteile am Unternehmen hält.<sup>99</sup> Für den Aktionär ergeben sich aus der Einräumung des Depotstimmrechts sowohl Vorteile als auch Nachteile. Ein Vorteil ist, dass der Aktionär die Kosten, die mit einer Ausübung des Stimmrechts anfallen, an die Bank externalisiert.<sup>100</sup> Weiterhin ist die Bank in einer besseren Position, die Interessen des Aktionärs in gebündelter und professioneller Form gegenüber dem Management zu artikulieren, da sich die Erfolgchancen der Ausübung der „Voice“-Option mit der Zahl der repräsentierten Stimmrechte auf einer Hauptversammlung tendenziell erhöhen. Diesem positiven Effekt von Depotstimmrechten können auch negative Effekte gegenüberstehen. Dies ist dann der Fall, wenn die Bank die Depotstimmrechte dazu einsetzt, eigene Interessen im Unternehmen zu verfolgen. Weichen diese Interessen von den Interessen des Aktionärs ab, so entstehen für den Aktionär zusätzliche Kosten, die aus einer unzureichenden Vertretung seiner Interessen resultieren. In der Vergangenheit haben Banken ihre Depotstimmrechte oftmals dazu eingesetzt, eigene Interessen durchzusetzen, weshalb mit der Einführung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) die Möglichkeiten der Banken, von den Depotstimmrechten Gebrauch zu machen, stark eingeschränkt wurden.<sup>101</sup>

Neben einer positiven Abweichung vom One Share-One Vote-Prinzip sind auch negative Abweichungen möglich, d. h. der Aktionär besitzt weniger Stimmrechte, als er Anteile am Unternehmen hält. Ein Beispiel hierfür ist die in Deutschland praktizierte Unterscheidung zwischen Stammaktien und Vorzugsaktien. Stammaktien verbriefen dem Aktionär neben seinem prozentualen Anteil am Eigenkapital des Unternehmens auch das Recht, an den jährlichen Dividendenzahlungen zu partizipieren und das Recht, sein Stimmrecht auf den Hauptversammlungen zu äußern. Vorzugsaktien hingegen schränken das Stimmrecht des Aktionärs ein, bieten ihm aber als Gegenleistung einen Anspruch auf höhere Dividendenzahlungen. Eine weitere Möglichkeit, die Höhe der Stimmrechte zu begrenzen, bieten so genannte Stimmrechtsbegrenzungen.<sup>102</sup> Zu den prominentesten Beispielen zählt die 20 % Stimmrechtsbegrenzung bei der Volkswagen AG.<sup>103</sup> Großaktionäre der Volkswagen AG haben unabhängig von der Zahl der gehaltenen

<sup>99</sup> Die Vollmacht für das Kreditinstitut zur Ausübung des Depotstimmrechts ist zeitlich auf die Dauer von 15 Monaten begrenzt. Vgl. GORTON/SCHMID (Banking, 2000), S. 40.

<sup>100</sup> Bei kleinen Beteiligungen können selbst die Kosten für die Anreise und die mit der Teilnahme an einer Hauptversammlung anfallenden Kosten für einen Aktionär prohibitiv hoch sein, so dass der Nutzen aus der Teilnahme an der Hauptversammlung in keinem Verhältnis zu den Kosten steht.

<sup>101</sup> Gemäß §1 Nr. 21 KonTraG müssen Banken auch auf andere Vertretungsmöglichkeiten hinweisen und sie dürfen bei einer eigenen Beteiligung von größer 5 % an einem Unternehmen nur nach ausdrücklicher Weisung des Aktionärs von dem Depotstimmrecht Gebrauch machen, es sei denn, sie üben das eigene Stimmrecht nicht aus.

<sup>102</sup> Stimmrechtsbegrenzung sind seit dem Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich gemäß § 134 Abs. 1 S. 2 AktG nur noch für nicht-börsennotierte Unternehmen erlaubt.

<sup>103</sup> Die Stimmrechtsbeschränkung ist in den §§ 2 und 4 des Gesetzes über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand, kurz VW-Gesetz, geregelt. Das VW-Gesetz ist insbesondere in den letzten Jahren in Kritik geraten, weil es nicht mit geltendem EU Recht (Art. 56

nen Aktien maximal die Möglichkeit, 20 % ihrer Stimmrechte auszuüben. Für die Aktionäre bedeuten negative Abweichungen allgemein einen Kontrollverlust. Kann der Aktionär sein Stimmrecht nicht wahrnehmen, so hat er nicht die Möglichkeit, seine Unzufriedenheit auf der Hauptversammlung zu äußern. Dem Aktionär bleibt in diesem Fall nur die „Exit“-Option, d. h. der Verkauf seiner Anteile.

Deutschland ist ein typischer Repräsentant des kontinentaleuropäischen Corporate Governance-Modelltyps mit einem schwach ausgeprägten Markt für Unternehmenskontrolle und einer hohen Eigentümerkonzentration.<sup>104</sup> Aus diesem Grund ist eine Vielzahl von Untersuchungen entstanden, welche die Folgen der Eigentümerstruktur auf die Unternehmensperformance und die Vorstandsvergütung in deutschen Unternehmen empirisch überprüfen.<sup>105</sup> So untersuchen EDWARDS/WEICHENRIEDER (1999) am Beispiel einer Stichprobe von 102 Nichtfinanzunternehmen den Einfluss einer hohen Eigentümerkonzentration auf den Marktwert eines Unternehmens, gemessen durch die Kennzahl Tobin's Q.<sup>106</sup> Die Autoren zeigen für ihre Stichprobe, dass für die meisten Typen von Großaktionären ein positiver Effekt auf den Unternehmenswert festzustellen ist.<sup>107</sup> Nur wenn der Großaktionär ein Nichtfinanzunternehmen bzw. eine öffentliche Einrichtung ist, wurde kein eindeutig positiver Zusammenhang festgestellt. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch JANUSZEWSKI ET AL. (2001).<sup>108</sup> JANUSZEWSKI ET AL. untersuchen für den Zeitraum 1986-1994 500 deutsche Unternehmen aus dem produzierenden Gewerbe auf einen Zusammenhang zwischen der Eigentümerkonzentration und der Wachstumsrate der Unternehmensproduktivität. Im Ergebnis zeigt die Untersuchung, dass Unternehmen mit einer höheren Eigentümerkonzentration deutlich höhere Wachstumsraten der Produktivität vorweisen können als Unternehmen mit einer heterogenen Eigentümerstruktur. Bedingung für diesen Effekt ist jedoch, dass der Mehrheitsaktionär einen signifikanten Anteil am Unternehmen hält.<sup>109</sup> Demgegenüber kommt die

---

EG) in Einklang steht. So hat der Europäische Gerichtshof mit dem Urteil vom 23. Oktober 2007 das Gesetz für rechtswidrig erklärt.

<sup>104</sup> Vgl. KÖKE (Market, 2004), S. 55.

<sup>105</sup> KÖKE zeigt z. B. für den Zeitraum 1993-1997, dass unter den von ihm untersuchten deutschen Kapitalgesellschaften die durchschnittliche Beteiligungsquote des größten Eigentümers bei über 50 % gelegen hat. Vgl. KÖKE (Evidence, 2001), S. 269.

<sup>106</sup> Vgl. EDWARDS/WEICHENRIEDER (Ownership, 1999). EDWARDS/WEICHENRIEDER modifizieren die Kennzahl Tobin's Q (Marktwert des Eigenkapitals/Wiederbeschaffungskosten des Vermögens), indem sie im Nenner nicht die Wiederbeschaffungskosten des Vermögens, sondern die historischen Buchwerte aus der Bilanz ansetzen.

<sup>107</sup> Vgl. EDWARDS/WEICHENRIEDER (Ownership, 1999), S. 30.

<sup>108</sup> Vgl. JANUSZEWSKI ET AL. (Competition, 2002).

<sup>109</sup> Hat ein Eigentümer mehr als 50 % an einem Unternehmen, so impliziert dies starke Kontrolle. Hat der Eigentümer mehr als 25 %, so impliziert dies eine schwache Kontrolle. Geringere Beteiligungsquoten implizieren einen nicht signifikanten Anteil am Eigenkapital des Unternehmens. Vgl. JANUSZEWSKI ET AL. (Competition, 2002), S. 310.

Untersuchung von FRANKS/MAYER (2000) zu einem abweichenden Ergebnis.<sup>110</sup> FRANKS/MAYER untersuchen den Einfluss von Eigentümerstrukturen auf die Unternehmensperformance in deutschen Industrie- und Handelsunternehmen im Jahr 1990. Beide Autoren kommen zu dem Schluss, dass kein signifikanter Zusammenhang zwischen der Eigentümerstruktur und der Unternehmensperformance festzustellen sei.<sup>111</sup>

Die Wirkung der Eigentümerkonzentration auf die Vorstandsvergütung untersuchen ELSTON/GOLDBERG (2001) und HAID/YURTOGLU (2006).<sup>112</sup> ELSTON/ GOLDBERG betrachten 91 deutsche Unternehmen im Zeitraum 1970-1986. Beide Autoren zeigen, dass Vorstände von Unternehmen, die eine hohe Eigentümerkonzentration aufweisen, deutlich geringer entlohnt werden als Vorstände in Unternehmen mit einer niedrigen Eigentümerkonzentration. Weiterhin zeigen HAID/YURTOGLU am Beispiel von 160 deutschen Unternehmen für einen Zeitraum zwischen 1987 und 2003, dass Management-Teams in Unternehmen mit einer geringen Überwachungstätigkeit höhere Entlohnungen erhalten, während Management-Teams in Unternehmen mit einer hohen Überwachungstätigkeit geringere Vergütungen erhalten. Dieser Effekt ist aber nicht für alle Aktionärstypen gleich. Während Unternehmen, deren Mehrheitsaktionär eine Bank ist, ihren Vorständen geringere Vergütungen gewähren, fallen die Vergütungen in Unternehmen mit Familien als Mehrheitsaktionär deutlich höher aus.

Die empirischen Befunde zeigen, dass die Unternehmensperformance und die Vergütungspraxis durchaus von der Eigentümerstruktur beeinflusst sein können. Der Einfluss der Eigentümerstruktur äußert sich aber in der Regel über den Aufsichtsrat, dessen Rolle im Zusammenhang mit der Vorstandsvergütung noch im weiteren Verlauf der Arbeit weiter diskutiert werden soll.

#### **1.4 Kapitalstruktur**

Die Kapitalstruktur eines Unternehmens zeigt die Finanzierungsquellen der im Unternehmen gebundenen materiellen wie immateriellen Vermögenswerte. In der einfachsten Form kann ein Unternehmen seine Vermögenswerte entweder mittels Eigenkapital oder mittels Fremdkapital finanzieren. Während der Einfluss der Eigenkapitalgeber auf die Interessenangleichung zwischen Eigentümern und Management bereits diskutiert wurde, soll in diesem Abschnitt der Einfluss der Fremdkapitalgeber noch weiter konkretisiert werden.

---

<sup>110</sup> Vgl. FRANKS/MAYER (Ownership, 2000).

<sup>111</sup> Vgl. FRANKS/MAYER (Ownership, 2000), S. 28.

<sup>112</sup> Vgl. ELSTON/GOLDBERG (Compensation, 2001); HAID/YURTOGLU (Ownership, 2006)

Für SHLEIFER/VISHNY (1997) können Fremdkapitalgeber, die einen signifikanten Anteil des Unternehmensvermögens finanzieren, ebenso an einer aktiven Überwachungsaufgabe des Unternehmens interessiert sein wie große Eigenkapitalgeber.<sup>113</sup> Dabei besteht das primäre Interesse von Fremdkapitalgebern in der Reduzierung der mit der Kreditvergabe verbundenen Risiken, indem unternehmensspezifische Verträge formuliert werden, die neben dem finanziellen Rückzahlungsstrom auch Bedingungen festlegen, die den Handlungsraum des Managements einengen.<sup>114</sup> Darüber hinaus kommt es nicht selten vor, dass Fremdkapitalgeber sich direkt an einem Unternehmen beteiligen oder ihre Depotstimmrechte dazu nutzen, das Management eines Unternehmens besser zu überwachen.

Inwieweit Fremdkapitalgeber eine positive Wirkung auf die Interessenangleichung haben, hängt sowohl vom Verschuldungsgrad eines Unternehmens als auch von seiner wirtschaftlichen Lage ab. Fremdkapitalgeber, die einem Unternehmen einen signifikanten Kredit gewähren oder deren Kreditnehmer sich in einer wirtschaftlichen Notlage befinden, werden stärker darauf achten, dass nur Investitionen mit einem positiven Kapitalwert und einem akzeptablen Risikoniveau durchgeführt werden, um Ausfallkosten bei einem Scheitern dieser Investitionsvorhaben zu minimieren. Für den Aktionär sinken in diesem Fall die mit einer aktiven Überwachung verbundenen Kosten, weil diese von den Fremdkapitalgebern übernommen werden.<sup>115</sup> Allerdings kann die stärkere Überwachung durch die Fremdkapitalgeber auch nachteilig für die Aktionäre sein, wenn die Fremdkapitalgeber aktiv in die Geschäftspolitik eingreifen und Investitionsvorhaben verhindern, die aus Sicht der Aktionäre vorteilhaft sein könnten.

In Deutschland nehmen Banken traditionellerweise eine wichtige Stellung bei der Unternehmensfinanzierung ein.<sup>116</sup> Ursache hierfür ist nach VITOLS (2004) die immer noch niedrige Marktkapitalisierung deutscher Unternehmen und die Struktur des deutschen Bankensystems.<sup>117</sup> So lag die durchschnittliche Marktkapitalisierung deutscher Unternehmen Anfang der 1990er Jahre bei ca. 20 % gemessen am deutschen Bruttosozialprodukt, stieg dann während der Boomzeit des neuen Marktes auf ca. 60 % an und fiel anschließend nach dem Platzen der „IT-Blase“ auf ein Niveau von ca. 31 % zurück. In der gleichen Zeit lag die durchschnittliche Marktkapitalisierung US-amerikanischer Unternehmen bei ca. 60 % gemessen am US-amerikanischen Bruttosozialprodukt, stieg dann auf ca. 150 % an und fiel anschließend auf ein Niveau von ca. 100 % zurück. Auch

<sup>113</sup> Vgl. SHLEIFER/VISHNY (Survey, 1997), S. 757.

<sup>114</sup> Vgl. SMITH/WARNER (Analysis, 1979), S. 118.

<sup>115</sup> Vgl. SHLEIFER/VISHNY (Survey, 1997), S. 763.

<sup>116</sup> Vgl. WEICHENRIEDER (Finanzmärkte, 2003), S. 52.

<sup>117</sup> Vgl. VITOLS (Changes, 2004), S. 3.

die Struktur des deutschen Bankensystems begünstigt die Geschäftsbeziehungen zwischen Banken und Unternehmen. Nach VITOLS (2004) fußt das deutsche Bankensystem auf drei Säulen.<sup>118</sup> 30 % des am Markt befindlichen finanziellen Bankenvermögens befindet sich im Besitz profitorientierter Banken, wie den großen Universalbanken (Deutsche Bank, Commerzbank, Dresdner Bank), kleineren Universalbanken, regionalen Banken und Privatbanken. In den USA beträgt dieser Anteil mehr als 60 %. Die zweite Säule bilden mit ca. 50 % Anteil Sparkassen, Kreissparkassen und Landesbanken, die weniger profitorientiert agieren und deren rechtliche Verpflichtung in der Entwicklung der nationalen Wirtschaft liegt. Die letzte Säule bilden Genossenschaftsbanken, deren Unternehmenszielsetzung der von Landesbanken und Stadtparkassen stark angenähert ist.

Empirische Untersuchungen zur Wirksamkeit deutscher Banken bei der Überwachung der Unternehmen liegen nur in begrenztem Umfang vor. GORTON/SCHMID (2000) zeigen am Beispiel von zwei Stichproben deutscher Unternehmen aus den Jahren 1975 und 1986, dass eine hohe Beteiligungsquote der Banken am Eigenkapital eines Unternehmens tendenziell zu einer Erhöhung der Unternehmensperformance, gemessen durch das Verhältnis aus Marktwert zu Buchwert, führt.<sup>119</sup> Eine höhere Beteiligung der Banken kann demnach zu einer Interessenangleichung zwischen Aktionären und Managern führen. In der Untersuchung bleibt allerdings die Frage unbeantwortet, ob die Banken ohne eine entsprechende Beteiligung am Eigenkapital eine ähnliche Wirkung auf das Management gehabt hätten und ob die Untersuchungsergebnisse aufgrund der mangelnden Aktualität der in die Stichprobe eingeflossenen Daten noch valide sind. Eine neuere Stichprobe führen EDWARDS/NIBLER (2001) an. EDWARDS/NIBLER untersuchen das Verhalten deutscher Banken am Beispiel von 156 Unternehmen im Jahr 1992.<sup>120</sup> Im Vergleich zur Studie von GORTON/SCHMID können EDWARDS/NIBLER in ihrer Stichprobe keine positive Wirkung deutscher Banken auf die Unternehmensperformance feststellen. Dies gilt sowohl für eine direkte Beteiligung der Bank am Unternehmen als auch für eine indirekte Beteiligung durch Depotstimmrechte, weshalb EDWARDS/NIBLER feststellen, dass „(...) German banks do not play a role in the governance of large listed firms which is distinct from their positions as one of several different types of large shareholder.“<sup>121</sup> Auch die Untersuchung von EDWARDS/NIBLER leidet an der eingeschränkten Perspektive, dass Banken nur dann ihre Überwachungs-

---

<sup>118</sup> Vgl. VITOLS (Changes, 2004), S. 3 f.; siehe auch SCHMIDT (Transformation, 2008), S. 10.

<sup>119</sup> Vgl. GORTON/SCHMID (Banking, 2000).

<sup>120</sup> Vgl. EDWARDS/NIBLER (Governance, 2000).

<sup>121</sup> EDWARDS/NIBLER (Governance, 2000), S. 260.

aufgabe ausüben, wenn sie an einem Unternehmen beteiligt sind. Der Fall, dass ein Darlehensverhältnis zwischen Banken und Unternehmen zu einer erhöhten Überwachungstätigkeit führt, wird nicht untersucht. Ebenfalls unberücksichtigt bleibt auch die Wirkung von Banken auf die Vergütung des Managements.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Banken durchaus eine wichtige Rolle in der deutschen Corporate Governance spielen können, jedoch ist ihr Einfluss auf die Unternehmensperformance und die Vorstandsvergütung derzeit empirisch nicht ausreichend dokumentiert.

## 2. Externe Corporate Governance Mechanismen

### 2.1 Markt für Unternehmenskontrolle

Der Markt für Unternehmenskontrolle ist vor allem im angloamerikanischen Raum ein wichtiger Governance-Mechanismus, weil die niedrige Eigentümerkonzentration und die stärkere Finanzierung eines Unternehmens über den Eigenkapitalmarkt eine aktive Überwachung des Managements unwirtschaftlich machen können.<sup>122</sup> Eigentümer, die unzufrieden mit dem Management ihres Unternehmens sind und von ihrem Stimmrecht nicht Gebrauch machen wollen oder können, wählen in diesem Fall die Exit-Option und verkaufen ihre Anteile am Unternehmen. Verhalten sich hinreichend viele Eigentümer auf diese Weise, so ist zu erwarten, dass der Aktienkurs eines Unternehmens sinkt.<sup>123</sup> MANNE (1965) beschreibt die Funktionsweise des Marktes für Unternehmenskontrolle wie folgt: „The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently.“<sup>124</sup> Der Interessenausgleich zwischen Eigentümer und Management erfolgt demnach durch die Auswechslung des Managements, wobei angenommen wird, dass das neue Management sich nicht opportunistisch verhalten wird. Abweichend von MANNE kann der Markt für Unternehmenskontrolle schon vorher seine Wirkung entfalten, wenn das Management auf die Gefahr hin, entlassen zu werden, sein Handeln an den Interessen der Aktionäre ausrichten wird.

---

<sup>122</sup> Vgl. KÖKE (Market, 2004), S. 53.

<sup>123</sup> Vgl. ZÖLLNER (Governance, 2007), S. 21.

<sup>124</sup> MANNE (Mergers, 1965), S. 112; siehe auch JENSEN/RUBACK für eine alternative Perspektive. JENSEN/RUBACK betrachten den Markt für Unternehmenskontrolle "(...) as a market in which alternative managerial teams compete for the rights to manage corporate resources." JENSEN/RUBACK (Market, 1983), S. 2.

In der Praxis wird die Wirkungsweise des Marktes für Unternehmenskontrolle jedoch durch eine Vielzahl von Faktoren eingeschränkt. Erstens fallen bei Übernahmen Transaktionskosten an, die sich z. B. in erhöhten Informations- (ex ante) und Integrationskosten (ex post) niederschlagen.<sup>125</sup> Diese Kosten sollten vom übernehmenden Unternehmen im Vorfeld einer Übernahme einkalkuliert werden, um Wert reduzierende Übernahmen zu vermeiden. Problematisch erweist sich dabei, dass häufig nicht nur ein Unternehmen an einer Übernahme interessiert ist, sondern eine Vielzahl von Unternehmen untereinander konkurrieren, wodurch Transaktionskosten mehrfach anfallen und das Bieterverhalten beeinflussen können. Zweitens können die Altaktionäre des Zielunternehmens die Effizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle beeinträchtigen, wenn sie bei Antizipation der Übernahme einen Kaufpreis für ihre Aktien verlangen sollten, der dem Wert des Unternehmens nach der Übernahme entspricht. Für das übernehmende Unternehmen entsteht durch dieses Verhalten die Gefahr, dass eine Übernahme nicht mehr zur Hebung der erwarteten Synergieeffekte führt und somit die Übernahme nicht mehr lohnend ist. Die Gefahr besteht immer dann, wenn Meldepflichten für das übernehmende Unternehmen bestehen.<sup>126</sup> Muss ein Unternehmen bei Überschreitung von Meldehürden den Kapitalmarkt über seinen Anteil und ggf. über seine Absichten informieren, so werden die Altaktionäre bei Annahme eines rationalen Verhaltens nicht mehr bereit sein, ihre Anteile zum ursprünglichen unterbewerteten Preis zu verkaufen. Drittens können auch Stimmrechtsbeschränkungen die Effizienz des Marktes behindern. Für das übernehmende Unternehmen sind Übernahmen häufig nur dann zielführend, wenn eine Veränderung der Geschäftspolitik herbeigeführt werden kann. Erwirbt das Unternehmen aber stimmrechtslose Aktien, so ist der Handlungsspielraum des übernehmenden Unternehmens stark eingeschränkt. Zuletzt kann eine Übernahme auch durch das opportunistische Verhalten des Managements des übernehmenden Unternehmens motiviert sein. Eine Übernahme erfolgt dann primär aus dem Grund, den eigenen Einflussbereich und die eigene Reputation auszubauen und nur sekundär zur Sanktionierung des Managements des zu übernehmenden Unternehmens.<sup>127</sup>

Im deutschen Corporate Governance-System spielt der Markt für Unternehmenskontrolle tendenziell eine untergeordnete Rolle. Wie im Abschnitt zu internen Corporate Go-

---

<sup>125</sup> Vgl. WINTER (Stock, 2003), S. 352.

<sup>126</sup> Für Deutschland sind die Meldepflichten im § 21 Abs. 1 S. 1 WpHG geregelt. Meldepflichten ergeben sich bei Überschreitung von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 % der Stimmrechte, wodurch eine vollständige Übernahme eines Unternehmens nicht unbemerkt erfolgen kann. Des Weiteren muss ein übernehmendes Unternehmen, welches die Kontrolle an einem anderen Unternehmen erlangt, ein Pflichtangebot an die übrigen Aktionäre abgeben. Kontrolle ist in § 29 Abs. 2 WpÜG als das Halten von mindestens 30 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft definiert.

<sup>127</sup> Vgl. MORCK ET AL. (Objectives, 1990), S. 31.

vernance-Mechanismen dargelegt wurde, ist die Eigentümerkonzentration in deutschen Unternehmen deutlich höher, wodurch eine aktive Überwachung durch die Eigentümer wirtschaftlich sinnvoller erscheint. Auch die Marktliquidität verhindert eine aktive Überwachung durch den Kapitalmarkt, weil sich nur ein geringer Teil deutscher Unternehmen über den Kapitalmarkt finanziert.<sup>128</sup>

Die Wirksamkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle wird in der Literatur vor allem für den angloamerikanischen Raum diskutiert, wobei die Ergebnisse keine eindeutigen Aussagen zulassen.<sup>129</sup> Für den deutschen Raum liegen nur wenige Befunde vor. KÖKE (2004) analysiert die Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle am Beispiel von zwei Stichproben deutscher Unternehmen für das Jahr 1992.<sup>130</sup> Seine Analyse kommt zu dem Ergebnis, dass eine schlechte Performance des zu übernehmenden Unternehmens einen Kontrollwechsel wahrscheinlicher werden lässt, was seiner Meinung nach eine wichtige Voraussetzung für die disziplinierende Wirkung des Marktes ist. Eine Übernahme erhöhe auch die Wahrscheinlichkeit dafür, dass ein Management-Team ausgewechselt wird, wobei es keine Rolle spiele, ob die Performance im Vorfeld der Transaktion gut oder schlecht gewesen ist. Im Gegensatz zu angloamerikanischen Studien kann KÖKE aber keine Verbesserung der Performance beim übernommenen Unternehmen nachweisen. Nennenswert ist auch der in der Studie festgestellte unterschiedliche Einfluss der Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber auf eine Transaktion. Während eine aktive Überwachung durch die Eigenkapitalgeber eine Transaktion unwahrscheinlicher werden lässt, begünstigt eine hohe Verschuldung die Wahrscheinlichkeit einer disziplinierenden Übernahme. Banken fungieren nach KÖKE komplementär zum Markt für Unternehmenskontrolle.<sup>131</sup> Auch JENKINSON/LIUNGQVIST (2001) stellen ein ähnliches Verhalten bei deutschen Banken fest.<sup>132</sup>

---

<sup>128</sup> Vgl. BOEHMER (Governance, 1999), S. 1; FRANKS/MAYER (Ownership, 2000), S. 1.

<sup>129</sup> Für eine Übersicht siehe DATTA ET AL. (Factors, 1992), JENSEN/RUBACK (Market, 1983), und KING ET AL. (Performance, 2004). JENSEN/RUBACK werten in einer der ersten Metaanalysen 13 Studien zur Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle aus. In Summe konstatieren beide, dass sowohl die Aktionäre des Bieterunternehmens als auch die Aktionäre des übernommenen Unternehmens von einer Transaktion profitieren können. Dem entgegen steht die Metaanalyse von DATTA ET AL. DATTA ET AL. werten 41 Studien aus und kommen zu dem Ergebnis, dass die Aktionäre des übernommenen Unternehmens von der Übernahme profitieren, während die Aktionäre des Bieterunternehmens durch die Transaktion an Wohlfahrt verlieren. Dies zeigen auch KING ET AL. KING ET AL. werten insgesamt 91 Studien vor allem aus dem US-amerikanischen Raum aus und stellen fest, dass das Bieterunternehmen insgesamt eine negative Performance nach einer Transaktion vorweist.

<sup>130</sup> Vgl. KÖKE (Market, 2004).

<sup>131</sup> Eine andere Meinung vertreten FRANKS/MAYER (Capital, 1990), S. 208: „(...) banks protect firms from interference from external parties, in particular from hostile takeovers.“

<sup>132</sup> Vgl. JENKINSON/LIUNGQVIST (Governance, 2001), S. 430.

## 2.2 Produktmarkt

Neben dem Markt für Unternehmenskontrolle kann auch der Produktmarkt zu den externen Corporate Governance-Mechanismen gezählt werden. Unternehmen, die Produkte anbieten, die im internationalen Wettbewerb langfristig nicht bestehen können, werden zunehmend vom Markt verdrängt. Dieser Verdrängungseffekt bildet sich unter Annahme eines effizienten Kapitalmarktes eins zu eins im Aktienkurs eines Unternehmens ab. Ein Rückgang des Aktienkurses kann aber, wie gezeigt wurde, bei Effizienz anderer Corporate Governance-Mechanismen zur Auswechslung des Managements führen. Für die Eigentümer folgt daraus, dass das Management einerseits einen direkten Anreiz haben kann, sich mehr zu engagieren, und andererseits die Kosten für die Eigentümer, die bei einer aktiven Überwachung des Managements entstehen würden, reduziert werden können.<sup>133</sup>

Empirische Untersuchungen, die explizit die Wirkung des Produktmarktes als Corporate Governance-Mechanismus analysieren, liegen für Deutschland nach Meinung des Verfassers bis auf die Untersuchung von JANUSZEWSKI ET AL. (2002) nicht vor.<sup>134</sup> JANUSZEWSKI ET AL. zeigen für ihre Stichprobe, dass ein hoher Wettbewerb auf den Produktmärkten mit hoher Signifikanz eine positive Wirkung auf die Produktivität eines Unternehmens hat. Unterstellt man, dass eine hohe Produktivität auch zu einer positiven Unternehmensperformance führt, so folgt daraus, dass der Produktmarkt zu einer Interessenharmonisierung zwischen den Aktionären eines Unternehmens und den Managern beitragen kann. Die Stichhaltigkeit dieses Ergebnisses erfordert aber noch weitere Untersuchungen, so dass an dieser Stelle kein abschließendes Urteil über die Wirksamkeit des Produktmarktes als Corporate Governance-Mechanismus gefällt werden soll.

## 3. Regelungsquellen der deutschen Corporate Governance

Neben den internen und externen Corporate Governance-Mechanismen tragen auch gesetzliche und untergesetzliche Regelungsquellen zu einer Lösung des Corporate Governance-Problems bei. In Deutschland sind gesetzliche Vorschriften immer das Ergebnis eines parlamentarischen Gesetzgebungsverfahrens und sind damit für alle Adressaten des betreffenden Gesetzes verbindlich.<sup>135</sup> Untergesetzliche Bestimmungen können

---

<sup>133</sup> Vgl. ZÖLLNER (Governance, 2007), S. 26.

<sup>134</sup> Vgl. JANUSZEWSKI ET AL. (Competition, 2002).

<sup>135</sup> Vgl. WERDER (Governance, 2004), S. 164.

hingegen nicht mit staatlichem Zwang durchgesetzt werden. Sie sind das Ergebnis privatwirtschaftlicher Initiativen und sollen die geltenden gesetzlichen Vorschriften ergänzen und durch freiwillige Selbstbindung im Unternehmen wirksam werden. Als Teilmenge dieser untergesetzlichen Bestimmungen sieht WERDER (2003) die weltweiten Initiativen zur Formulierung von Verhaltenskodizes guter Corporate Governance, die sich im Deutschen Corporate Governance Kodex ebenfalls niedergeschlagen haben.<sup>136</sup> Eine Übersicht über die Entwicklung der verschiedenen Regelungsquellen gibt Tabelle 1, bevor im Anschluss daran die Umstände dargestellt werden sollen, die zum deutschen Corporate Governance geführt haben. Darüber hinaus soll auch die rechtliche Stellung des Kodex beschrieben werden und die Verbindung des Kodex mit dem geltenden Recht aufgezeigt werden.

---

<sup>136</sup> Vgl. WERDER (Grundfragen, 2003), S. 16.

Datum	Regelungsquelle	Inhalt
Mai 1998	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)	Verbesserung der Arbeit des Aufsichtsrates, der Abschlussprüfung sowie der Rechte der Hauptversammlung
Februar 2002	Deutscher Corporate Govern- ance Kodex (DCGK)	Festlegung einheitlicher Verhaltensstandards zur Unternehmensführung
Juli 2002	Transparenz und Publizitätsgesetz (TransPuG)	Reform des Aktien- und Bilanzrechts, um die Informationsversorgung des Aufsichtsrates zu verbessern
Februar 2003	10-Punkte-Programm der Bundesregierung zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes	Zusammenstellung diverser Maßnahmen zur Stärkung des Anlegervertrauens
Mai 2003	Ergänzung des DCGK	Neue Empfehlungen zur Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung
Oktober 2004	Anlegerschutzverbesserungs- gesetz (AnSVG)	Verschärfte Ad-hoc Publizität und Insiderhandel
Januar 2005	Abschlussprüferaufsichtsgesetz (APAG)	Stärkung der Position des Abschlussprüfers; Einrichtung eines Kontrollgremiums für Abschlussprüfer
Juni 2005	Ergänzung des DCGK	Stärkung der Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder
August 2005	Vorstandsvergütungs- Offenlegungsgesetz	Individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütung
November 2005	Kapitalanleger-Muster- Verfahrensgesetz (KapMuG)	Bündelung kapitalmarktrechtlicher Rechtsstreitigkeit in Musterverfahren
November 2005	Gesetz zur Unternehmens- integrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)	Vereinfachung von Aktionärsklagen sowie Normierung der unternehmerischen Ermessungsfreiheit des Vorstands
Januar 2007	Transparenzrichtlinie- Umsetzungsgesetz (TUG)	Eidesstattliche Versicherung (Bilanzzeit) bei Jahres- und Halbjahresberichten

**Tabelle 1:** Zeitliche Entwicklung der Regelungsquellen der deutschen Corporate Governance  
(Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an HÖNSCH ET AL. (Governance, 2005), S. 10 f.)

## Deutscher Corporate Governance Kodex DCGK (2002)

Ausgangspunkt für die Formulierung eines deutschen Kodex „guter“ Corporate Governance war die im Mai 2000 durch den damaligen deutschen Bundeskanzler Gerhard Schröder (SPD) berufene „Regierungskommission Corporate Governance“, die das deutsche System der Unternehmensführung und -überwachung untersuchen und mögliche Verbesserungsvorschläge erarbeiten sollte. Vorsitzender dieser Kommission war Professor Dr. Theodor Baums von der juristischen Fakultät der Goethe-Universität Frankfurt/Main. Personell waren neben Vertretern der Legislative und Exekutive an dieser Kommission auch die Gewerkschaften, Wissenschaftler, Wirtschaftsprüfer, Kleinaktionäre und natürlich Unternehmensrepräsentanten vertreten. In ihrem Abschlussbericht vom Juli 2001 schlug diese Kommission vor, neben Änderungen des Aktiengesetzes und des Handelsgesetzbuches auch die Formulierung eines Corporate Governance Kodex vorzunehmen. Daraufhin wurde von der damaligen Bundesjustizministerin Herta Däubler-Gmelin die „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ unter der Leitung des Aufsichtsratsvorsitzenden der ThyssenKrupp AG, Gerhard Cromme, eingesetzt.<sup>137</sup>

Die Cromme-Kommission, an der im Übrigen keine Politiker beteiligt waren, entwickelte nun Verhaltensregeln guter Corporate Governance, gewissermaßen von der Wirtschaft für die Wirtschaft. Am 26.2.2002 wurde der „Deutsche Corporate Governance Kodex“ der Öffentlichkeit vorgestellt. Der Cromme-Kommission kommt nun die Funktion einer „Standing Commission“ zu, die den Kodex regelmäßig den aktuellen Entwicklungen der deutschen Corporate Governance in Gesetzgebung und Praxis anpasst.<sup>138</sup>

Die rechtliche Grundlage für die Bildung der DCGK-Kommission war zunächst lediglich die Organisationsmaßnahme der Bundesjustizministerin Herta Däubler-Gmelin. Eine formell-gesetzliche Grundlage existierte dagegen nicht.<sup>139</sup> Der DCGK stellt somit kein verbindliches Recht dar, ist also weder Gesetz noch Verordnung. Es fehlen sämtliche „(...) dafür erforderlichen formellen Voraussetzungen und die Entwicklung gerade nicht-gesetzlicher Verhaltensmaßstäbe als nichtstaatliches, selbst geschaffenes ‚Recht‘ der Wirtschaft war bestimmendes Motiv für die Ausarbeitung des Kodex.“<sup>140</sup> Dies gilt für den Kodex insgesamt, der neben Empfehlungen und Anregungen auch Passagen

---

<sup>137</sup> Vgl. STRIEDER (Kodex, 2005), S. 38 ff.

<sup>138</sup> Vgl. BERTRAMS (Haftung, 2004), S. 43.

<sup>139</sup> Vgl. HOHL (Standardsetzung, 2007), S. 45.

<sup>140</sup> BERTRAMS (Haftung, 2004), S. 61.

enthält, die lediglich das Aktiengesetz wiedergeben. Stimmen Passagen mit dem Aktiengesetz überein, so haben sie ausschließlich wiederholenden Charakter. Insgesamt herrscht ein Konsens darüber, dass es sich bei dem DCGK um ein bisher unbekanntes Regelungsinstitut handelt, für das in Ermangelung anderer Begriffe des Öfteren der Terminus „soft law“ verwendet wird. Allerdings ist dieser Terminus widersprüchlich, denn wenn es sich bei den Corporate Governance-Regeln um „Law“ handeln würde, müssten an deren Verletzung Rechtsfolgen geknüpft sein.<sup>141</sup> Einschränkend dazu muss allerdings eingeräumt werden, dass der Gesetzgeber den Empfehlungen, die im DCGK enthalten sind, dahingehend Nachdruck verliehen hat, indem gemäß dem Transparenz- und Publizitätsgesetz sowohl der Vorstand als auch der Aufsichtsrat eines börsennotierten Unternehmens jährlich in so genannten Entsprechenserklärungen darlegen müssen, in welchem Maße sie die Empfehlungen des DCGK angewendet haben respektive aus welchen Gründen die Unternehmen von den Empfehlungen des DCGK abgewichen sind.<sup>142</sup>

## II. Unternehmerischer Zielrahmen

In diesem Abschnitt wird der unternehmerische Zielrahmen bestimmt, der als Ausgangspunkt für die Diskussion der Effizienz der deutschen Vorstandsvergütung dienen soll. Erst ein einheitliches Verständnis über den Zielrahmen eines Unternehmens kann, dem theoretisch-konzeptionellen Zielansatz<sup>143</sup> der Effizienzforschung folgend, die bestehende Vergütungspraxis auf ihren wirtschaftlichen Zielbeitrag<sup>144</sup> hin untersuchen, den Rahmen zur Entwicklung von Gestaltungsalternativen einer effizienteren Vor-

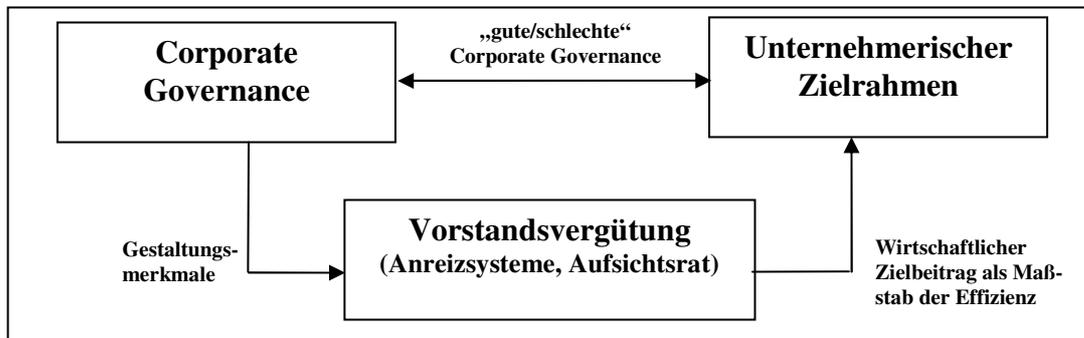
<sup>141</sup> Vgl. GEPPERT (Rechtsnatur, 2003), S. 143.

<sup>142</sup> Vgl. BERTRAMS (Haftung, 2004), S. 52 f. Das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG), das weitestgehend am 26.7.2002 in Kraft getreten ist, wurde durch die Baums-Kommission konzipiert. Das TransPuG enthält unter anderem die Verknüpfung des Aktienrechts mit dem DCGK, so dass sowohl der Vorstand als auch der Aufsichtsrat eines börsennotierter Unternehmens nun nach dem neu in das AktG eingefügten § 161 verpflichtet sind, eine Entsprechenserklärung (so genannte Compliance-Erklärung) bezüglich der Einhaltung des DCGK abzugeben.

<sup>143</sup> Der Zielansatz geht davon aus, dass Unternehmen „zweckgerichtete Systeme“ bzw. „zweckrationale Gebilde“ sind, die zuvor definierte Ziele verfolgen. Ausgehend davon werden im Zielansatz alle unternehmensinternen Strukturen und Prozesse sowie das Verhältnis des Unternehmens zu seiner Umwelt und die das Unternehmen beeinflussenden Faktoren ausschließlich hinsichtlich ihres (positiven und negativen Beitrags) zur Zielerreichung beurteilt. Problematisch erweist sich am Zielansatz, dass keine Aussagen darüber gemacht werden, welche Ziele ein Unternehmen verfolgt bzw. verfolgen sollte und wie der Grad der Zielerreichung ermittelt werden kann. Vgl. FESSMANN (Effizienz, 1980), S. 211 f.; KOSCHNICK (Management, 1996), S. 129.

<sup>144</sup> In dieser Arbeit wird Effizienz als eine Maßgröße der wirtschaftlichen Zielerreichung definiert. Vgl. HEINEN (Industriebetriebslehre, 1991), S. 77; WITTE (Effizienz, 1995), Sp. 264. Nach dieser Definition ist eine Corporate Governance umso besser, je mehr die Vergütungsstrukturen mit einem möglichst geringen Mitteleinsatz zur Zielerreichung des Unternehmens beitragen können. Abweichende Definitionen des Effizienzbegriffs betrachten dagegen nur die Austauschrelation zwischen Output- und Inputgrößen. Vgl. SCHOLZ (Effizienz, 1992), Sp. 533.

standsvergütung liefern und damit einen Beitrag zur Verbesserung der deutschen Corporate Governance leisten. Abbildung 4 gibt einen Überblick über die verschiedenen Interdependenzen der Arbeit.



**Abbildung 4:** Bezugsrahmen der Effizienzbetrachtung

(Quelle: eigene Darstellung)

### a. *Unternehmerischer Zielrahmen*

Mit einem Ziel ist ein zukünftiger, erwünschter bzw. angestrebter Zustand gemeint, der durch entsprechende Entscheidungen und Handlungen der Entscheidungsträger herbeigeführt werden kann.<sup>145</sup> Mit Entscheidungsträgern sind im Rahmen dieser Arbeit die Vorstände bzw. das Management eines Unternehmens gemeint. Durch die hierarchische Einordnung des Vorstandes ist der Vorstand für die Festlegung und Einhaltung der Unternehmensziele verantwortlich.<sup>146</sup> Dabei sind Unternehmensziele „(...) die strategischen, grundsätzlichen Normen unternehmerischen Handelns, die auch als Unternehmensgrundsätze, Unternehmensphilosophie und Planungsbewusstsein, Unternehmenspolitik und -planung, strategische Ziele bezeichnet werden.“<sup>147</sup> Sie sind von den Bereichs- und Entscheidungszielen abzugrenzen, die im Rahmen des Zielplanungsprozesses aus den Unternehmenszielen abgeleitet werden. Unternehmensziele sind durch zwei Kategorien von Elementen gekennzeichnet, zwischen denen ein variierender Bezugsrahmen bestehen kann. Die erste Kategorie bildet das Sachziel. Mit dem Sach-

<sup>145</sup> Vgl. BIDLINGMAIER (Unternehmensziele, 1964), S. 28; DINKELBACH (Ziele, 1978), S. 52; HAUSCHILDT (Zielsysteme, 1980), Sp. 2419, WERDER/TALAUICAR (Unternehmensziele, 1999), S. 73; HAMEL führt hierzu die folgenden Definitionsmerkmale eines Ziels an: Zukunftsbezug, Zuordnung einer positiven Valenz, Bestimmung eines Zustandes, Ereignisses, Vorgangs, Ergebnisses und die Gestaltungs- oder Aktivitätsorientierung. Vgl. HAMEL (Zielsysteme, 1992), Sp. 2635.

<sup>146</sup> §78 I AktG sagt, dass der Vorstand die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten hat.

<sup>147</sup> HAMEL (Zielplanung, 1989), Sp. 2307.

ziel<sup>148</sup> ist das sachliche Leistungsprogramm eines Unternehmens gemeint, das unternehmensspezifisch sein kann und in der Regel im Handelsregister den Unternehmenszweck bildet.<sup>149</sup> Die zweite Kategorie bildet das Formalziel. Das Formalziel ist „(...) die Kennzeichnung qualifizierender Merkmale, die zur Beurteilung der Zielerreichung herangezogen werden und eine formale Präzisierung des Zielobjektes darstellen.“<sup>150</sup> Das Formalziel kann in die beiden Gruppen von leistungsgebundenen und unternehmensgebundenen Formalzielen unterteilt werden. Leistungsgebundene Formalziele bilden die qualitative Spezifizierung der Sachzielfigur, während unternehmensgebundene Formalziele die formalen Zielbestandteile aufweisen, die das gesamte Unternehmen betreffen.<sup>151</sup> Die Relationen zwischen Sach- und Formalzielen sind verschieden und können im Zeitablauf variieren. So ist eine Sachzieldominanz ebenso möglich wie eine Formalzieldominanz.<sup>152</sup>

Im angloamerikanischen Raum wird als Norm zum Führen von börsennotierten Unternehmen nahezu kritiklos das Formalziel der Maximierung des Shareholder Value vorgebracht<sup>153</sup>, d. h. die Maximierung des auf die Eigenkapitalgeber entfallenden Unternehmenswertes.<sup>154</sup> Die Handlungsmaxime des Vorstands lautet im Shareholder Value-Konzept, alle Handlungen des Unternehmens so auszurichten, dass die Aktionäre, als Eigenkapitalgeber des Unternehmens, eine möglichst hohe Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals erhalten. Die Interessen anderer Anspruchsgruppen, wie z. B. der Arbeitnehmer, der Banken, der Öffentlichkeit etc., finden im Shareholder Value-Konzept hingegen höchstens implizit als Nebenbedingung Beachtung und sind nicht Bestandteil der Zielfigur.<sup>155</sup> Im kontinentaleuropäischen Raum wird dagegen das Shareholder Value-Konzept deutlich kritischer gesehen. Die Kritik richtet sich insbesondere darauf, dass eine alleinige Ausrichtung des Formalziels auf die Maximierung des Wohlstands der Aktionäre zu einer Ausbeutung anderer Interessengruppen führen und dadurch nicht mit

<sup>148</sup> Geprägt wurde der Begriff des Sachziels durch KOSIOL (Unternehmung, 1966), S. 212 f.; ähnlich auch GROCHLA: „Das Sachziel stellt das konkrete Handlungsprogramm der Unternehmung dar. Es enthält die Art, die Menge und den Zeitpunkt für die zu erstellenden und im Markt abzusetzenden Güter und Dienstleistungen.“ GROCHLA (Unternehmensorganisation, 1972), S. 38.

<sup>149</sup> Vgl. HAMEL (Zielsysteme, 1992), Sp. 2638.

<sup>150</sup> HAMEL (Zielsysteme, 1992), Sp. 2638.

<sup>151</sup> Vgl. HAMEL (Zielsysteme, 1992), Sp. 2639.

<sup>152</sup> Vgl. HAMEL (Zielsysteme, 1992), Sp. 2640.

<sup>153</sup> Zur historischen Begründung siehe LAZONICK/O'SULLIVAN (Shareholder, 2000), S. 14-17; ähnlich auch BALLWIESER (Shareholder, 1994), S. 1380.

<sup>154</sup> Vgl. LÜCKE (Zielgrößen, 2001), S. 58. SPECKBACHER differenziert beim Shareholder-Konzept zwischen zwei Begriffsinhalten. „Zum einen steht das Shareholder-Value Konzept für eine bestimmte Norm (finanzwirtschaftlicher) Unternehmensführung und zum anderen für eine bestimmte Methode der unternehmenswertorientierten Planung.“ SPECKBACHER (Shareholder, 1997), S. 630. FIGGE/SCHALTEGGER hingegen differenzieren zwischen drei Begriffsinhalten: Shareholder Value als Finanzgröße, als Bewertungsverfahren oder als Handlungsmaxime. Vgl. FIGGE/SCHALTEGGER (Shareholder, 2000), S. 103.

<sup>155</sup> „A firm cannot maximize value if it ignores the interests of its stakeholders“ JENSEN ET AL. (Remuneration, 2004), S. 15; siehe auch CSOPORT/LINNER (Shareholder, 2002), S. 2.

dem interessenpluralistisch angelegten kontinentaleuropäischen Corporate Governance-Modell vereinbar sein kann.<sup>156</sup> Als Alternative zum Shareholder Value-Konzept wird deshalb das Stakeholder Value-Konzept vorgeschlagen, welches eine Ausbalancierung der Interessen aller am Unternehmensgeschehen Beteiligten im Formalziel des Unternehmens fordert und damit der Forderung nach Interessenpluralität nachzukommen versucht.<sup>157</sup> Inwieweit dem einen oder dem anderen Konzept der Vorzug zu geben ist, steht im Mittelpunkt einer häufig erbittert geführten Debatte.<sup>158</sup> Im Folgenden sollen die verschiedenen argumentativen Versuche zur Begründung der Richtigkeit und Operationalisierung des einen oder des anderen Konzepts vorgestellt werden. Dabei wird gezeigt, dass das Shareholder Value-Konzept theoretisch gerechtfertigt werden kann, jedoch seine normative Begründung an der Einbindung der legitimen Stakeholder-Interessen scheitert. Andererseits bietet das Stakeholder Value-Konzept durch eine ethisch-moralische Argumentationslinie eine weitaus bessere normative Begründung, offenbart jedoch Schwächen in der Umsetzbarkeit.<sup>159</sup>

## 1. Normative Begründung des unternehmerischen Zielrahmens

Das **Shareholder Value-Konzept** wird in der Literatur zum einen mit Hilfe der neoklassischen Theorie und zum anderen mit Hilfe der Theorie der neuen Institutionenökonomik begründet. Beide Theorien haben gemeinsam, dass sie das Modell des „homo oeconomicus“ unterstellen, bei dem es sich um ein fiktives Wirtschaftssubjekt handelt, das feststehende Präferenzen hat, über (vollständige) Informationen verfügt und rational handelt in dem Sinne, dass es unter den gegebenen Alternativen stets diejenige auswählt, die den eigenen Nutzen maximiert. Ein wesentlicher Unterschied zwischen der neoklassischen Theorie und der Theorie der neuen Institutionenökonomik besteht hingegen im Bezug auf die Annahmen über die Funktionsweise der Märkte. So unterstellt die neoklassische Theorie einen perfekten Wettbewerb auf allen Märkten, auf denen ein Unternehmen agiert. Die Annahme eines perfekten Wettbewerbs bedeutet, dass sich die verschiedenen Marktakteure nur als Mengenanpasser verhalten können, woraus folgt,

---

<sup>156</sup> Vgl. KÜRSTEN (Shareholder, 2000), S. 360.

<sup>157</sup> Vgl. WALDKIRCH (Orientierung, 2008), S. 1.

<sup>158</sup> Vgl. FIGGE/SCHALTEGGER (Shareholder, 2000), S. 103; KÜRSTEN (Shareholder, 2000), S. 360; SPECK-BACHER (Shareholder, 1997), S. 630. WALDKIRCH spricht von polarisierenden Begriffspaaren. Vgl. WALDKIRCH (Orientierung, 2008), S. 1.

<sup>159</sup> JENSEN ET AL. begründen die Schwächen des Stakeholder Value Ansatzes mit dem Problem der Maximierung multipler Zieldimensionen. In den Augen der Autoren kann das Maximierungspostulat nur in einer Dimension erfolgreich umgesetzt werden. Vgl. JENSEN ET AL. (Remuneration, 2004), S. 15.

dass die Bedingungen, unter denen die verschiedenen Anspruchsgruppen bereit sind, mit einem Unternehmen zu kooperieren, extern durch die Marktpreise determiniert werden. Die Stakeholder sind deshalb indifferent gegenüber den Handlungen des Managements, weil sie genau wissen, dass sie jederzeit die Kooperation beenden und in eine alternative Kooperation zu Marktpreisen wieder eintreten können.<sup>160</sup> Aus diesem Grund führt eine Ausrichtung des Formalziels an den Interessen der Aktionäre zu keinerlei Wohlfahrtseinbußen bei den übrigen Anspruchsgruppen. Problematisch an dem neoklassischen Begründungsansatz des Shareholder Value-Konzepts ist, dass die Frage nach der Legitimität von Stakeholder-Ansprüchen durch die zentrale Annahme eines vollkommenen Marktes (mit vollständigen Verträgen) praktisch eliminiert wird. Des Weiteren ist die Annahme von vollkommenen Märkten kritisch zu sehen, weil unter realen Bedingungen die Merkmale des theoretischen Modells eines vollkommenen Marktes nie vollständig erfüllt sein können. Aus diesem Grund eignet sich die neoklassische Theorie nur bedingt zur normativen Begründung des Shareholder Value-Konzepts.<sup>161</sup>

Im Vergleich zur neoklassischen Theorie hebt die Theorie der neuen Institutionenökonomik die Annahme über die Vollkommenheit der Märkte auf und erweitert den Annahmenraum der neoklassischen Theorie um Transaktionskosten und (private) Eigentumsrechte. Die Folge ist, dass eine Begründung des Shareholder Value-Konzepts nun nicht mehr die Interessen anderer Anspruchsgruppen ausklammern darf, weil auf unvollkommenen Märkten die Wohlfahrt der Stakeholder durch das Handeln des Unternehmens unmittelbar beeinflusst wird. Einen möglichen Beitrag zur Begründung des Shareholder Value-Konzepts aus der Perspektive der neuen Institutionenökonomik leisten BÜHNER/TUSCHKE (1997), die die Höhe der Transaktionskosten<sup>162</sup> des Shareholder Value-Konzepts und Stakeholder Value-Konzepts qualitativ miteinander vergleichen.<sup>163</sup> Der Vergleich zeigt, dass das Shareholder Value-Konzept zu deutlich geringeren Transaktionskosten führen kann als das Stakeholder Value-Konzept, weshalb die

---

<sup>160</sup> Vgl. BOOTH (Shareholder, 1998), S. 2.

<sup>161</sup> Vgl. SCHMIDT/MABMANN (Shareholder, 1999), S. 146.

<sup>162</sup> Transaktionskosten entstehen nach WILLIAMSON bei der Vertragsanbahnung, -anpassung und -überwachung. Vgl. WILLIAMSON (Organization, 1981).

<sup>163</sup> Nach BÜHNER/TUSCHKE können insbesondere bei der Vertragsanbahnung beim Stakeholder Value Konzept höhere Kosten entstehen, die sich in bürokratischen Abläufen der Interessenabstimmung und Kompromissuche manifestieren. Diese Kosten können vor allem dann hoch ausfallen, wenn einflussreiche Stakeholder die Möglichkeit erhalten, ihre Interessen im Unternehmen durchzusetzen. Darüber hinaus kann die pauschale Forderung nach der Verfolgung multipler Ziele im Stakeholder Value-Konzept zu deutlich höheren Kosten der Vertragsanpassung führen, wenn die Gewichtung der verschiedenen Ziele sich je nach Einfluss der verschiedenen Stakeholder im Zeitablauf ändert und damit die Zielsetzung angepasst werden muss. Eng verbunden mit dem Problem der schwierigen Operationalisierbarkeit des Zielrahmens sind auch die Kosten für die Vertragsüberwachung. Eine Überprüfung des Zielerfüllungsgrades erfordert eine eindeutig definierte Zielgröße, die, wenn sie fehlt oder nicht eindeutig definierbar ist, Freiräume zu opportunistischen Verhalten des Managements bieten kann. Vgl. BÜHNER/TUSCHKE (Kritik, 1997), S. 505-513.

Autoren konstatieren, dass „(...) die in die Jahre gekommene [„deutsche“; Anmerkung des Verfassers] Stakeholder-Wirtschaft (mittlerweile) Vertragskosten verursacht, die höher sind als in Wirtschaftssystemen, die ihre Governance Struktur mehr am Shareholder Value orientieren.“<sup>164</sup> Der Vorteil dieser Argumentationslinie ist, dass beide Autoren ein Formalziel, das sich am Stakeholder Value orientiert, kategorisch nicht ausschließen. Problematisch hingegen ist, dass geringere Transaktionskosten keine normativ gehaltvolle Begründung für die Richtigkeit des Shareholder Value-Konzepts bieten können. Sie können nur etwas über die ökonomische Vorteilhaftigkeit beider Konzepte aussagen, weshalb auch in diesem Fall die Frage der Legitimität von Ansprüchen unbeantwortet bleibt.

In der Frage der Legitimität von Stakeholder-Ansprüchen wird hingegen häufig mit Hilfe von Eigentumsrechten argumentiert.<sup>165</sup> Eine oft angeführte Begründung der Richtigkeit des Shareholder Value-Konzepts setzt bei der These an, dass Aktionäre die Eigentümer einer Aktiengesellschaft sind, weshalb sie auch das Recht haben sollten, dass zuallererst ihre Interessen im Formalziel des Unternehmens berücksichtigt werden.<sup>166</sup> Das Recht der Aktionäre wird damit begründet, dass sie einerseits über die residualen Kontroll- und Entscheidungsrechte verfügen und andererseits ihre Ansprüche vom Erfolg des Unternehmens abhängen und damit unsicher sind. Dieser These führen SCHMIDT/MAßMANN (1999) allerdings entgegen, dass eine Aktiengesellschaft eine juristische Person ist und dementsprechend keine Eigentümer haben kann.<sup>167</sup> Die Aktionäre sind lediglich Eigentümer der Aktien und Mitglieder der Gesellschaft. Darüber hinaus ist auch die zweite These, die mit diesem Argumentationsansatz, dass die Ansprüche aller anderen Stakeholder vollständig vertraglich abgesichert sind, in Verbindung gebracht wird, kritisch zu sehen. Zwar besteht eine Vielzahl vertraglicher Regelungen wie z. B. Tarifverträge, Arbeitsverträge und Kaufverträge, welche die Legitimität einzelner Interessengruppen absichern sollen, jedoch ist zu bezweifeln, dass tatsächlich alle Stakeholder durch die vertraglichen Regelungen im ausreichenden Maß und vollständig berücksichtigt werden.<sup>168</sup>

Als Zwischenergebnis bleibt festzuhalten, dass die verschiedenen argumentativen Versuche, die Richtigkeit des Shareholder Value-Konzepts rechtfertigen zu wollen, ökonomisch überzeugen können, jedoch keine ausreichende normative Begründung bieten, die

---

<sup>164</sup> BÜHNER/TUSCHKE (Kritik, 1997), S. 514.

<sup>165</sup> Für eine ausführliche Diskussion siehe WALDKIRCH (Orientierung, 2008).

<sup>166</sup> Vgl. ADAM-MÜLLER (Option, 2001), S. 333.

<sup>167</sup> Vgl. SCHMIDT/MAßMANN (Shareholder, 1999), S. 143.

<sup>168</sup> Vgl. LÜCKE (Zielgrößen, 2001), S. 58.

nach WALDKIRCH (2008) nur im Rekurs auf die Gesellschaft und die Interessen der Bürger erfolgen kann.<sup>169</sup>

Die Begründung der Richtigkeit des **Stakeholder Value-Konzepts** setzt an der Kritik des Shareholder Value-Konzepts an. Zum einen wird die Vollständigkeit der vertraglichen Regelungen zur Absicherung der Interessen der Stakeholder angezweifelt; zum anderen wird explizit die Frage nach der Legitimität der Stakeholder-Ansprüche beantwortet. Für den ersten Fall analysieren CORNELL/SHAPIRO (1987) die Eigenschaften der vertraglichen Regelungen zwischen dem Unternehmen und seinen Stakeholdern.<sup>170</sup> Für CORNELL/SHAPIRO teilen sich die Ansprüche der Stakeholder in einen expliziten und einen impliziten Anteil auf. Explizite Ansprüche zeichnen sich dadurch aus, dass sie vertraglich fixiert sind und damit keine Gefahr für die Stakeholder darstellen. Implizite Ansprüche hingegen können vertraglich nicht fixiert werden, weshalb die Maximierung des Shareholder Value dazu führen kann, dass diese Ansprüche nicht ausreichend berücksichtigt werden.<sup>171</sup> Nach CORNELL/SHAPIRO kann aber die Nichtberücksichtigung impliziter Ansprüche dazu führen, dass die einzelnen Stakeholder eine Kooperation mit dem Unternehmen nur dann eingehen, wenn sie eine Risikoprämie erhalten, die im Umkehrschluss den Wert des Unternehmens mindern kann. Aus diesem Grund kann es für die Aktionäre besser sein, wenn sie auf eine kurzfristige Maximierung des Shareholder Value verzichten und dem Unternehmen genügend (finanziellen) Spielraum lassen, damit auch die impliziten Ansprüche erfüllt werden können. Wie dies erfolgen kann, zeigt SPECKBACHER (1997).<sup>172</sup> SPECKBACHER argumentiert, dass es aus Sicht der Aktionäre vorteilhafter sein kann, eine Unternehmenswertmaximierung unter Beachtung impliziter Stakeholder-Ansprüche zu betreiben.<sup>173</sup> Als Lösung zur konkreten Berücksichtigung der Interessen der Stakeholder führt er das Prinzip der Kapitalerhaltung an, das die Begrenzung des Ausschüttungsverhaltens eines Unternehmens an die Aktionäre vorsieht. Die Schwachstelle des Begründungsansatzes von CORNELL/SHAPIRO ist aber, dass die Argumentationslinie eine Ebene zu tief ansetzt, weil zwar untersucht wird, weshalb Unternehmen andere Anspruchsgruppen in der Zielfigur berücksichtigen sollten, aber nicht einfließt, nach welchen Kriterien die zu berücksichti-

---

<sup>169</sup> Vgl. WALDKIRCH (Orientierung, 2008), S. 14.

<sup>170</sup> Vgl. CORNELL/SHAPIRO (Stakeholders, 1987).

<sup>171</sup> CORNELL/SHAPIRO definieren implizite Ansprüche wie folgt: „The distinguishing feature of implicit claims (...) is that they are too nebulous and state contingent to reduce to writing at a reasonable cost. For this reason implicit claims have little legal standing. Typically, the firm can default on its implicit promises without going bankrupt or liquidating.” CORNELL/SHAPIRO (Stakeholders, 1987), S. 6.

<sup>172</sup> SPECKBACHER (Shareholder, 1997).

<sup>173</sup> Vgl. SPECKBACHER (Shareholder, 1997), S. 634.

genden Stakeholder ermittelt werden können. An dieser Stelle setzen die Begründungen des Stakeholder Value-Ansatzes von FREEMANN (1984), EVAN/FREEMAN (1988) und ULRICH (1999) an.<sup>174</sup>

Der amerikanische Wirtschaftswissenschaftler Edward Freeman gilt als Begründer des Stakeholder-Konzepts. In seinem 1984 veröffentlichten Werk „Strategic Management“ setzt er sich zum ersten Mal mit den neueren wirtschaftlichen Entwicklungen wie der Globalisierung auseinander und kritisiert, dass die Bedeutung neuer Wirtschaftsakteure für den Erfolg eines Unternehmens in den traditionellen wirtschaftswissenschaftlichen Forschungsrichtungen nicht ausreichend berücksichtigt wird.<sup>175</sup> Vor diesem Hintergrund fordert er ein Umdenken in den Unternehmen in Richtung eines aktiven Stakeholder-Managements. FREEMAN (1984) definiert Stakeholder als „(...) individuals who can affect, or are affected by, the achievements of an organization’s mission.“<sup>176</sup> Entsprechend dieser Definition ist das bestimmende Kriterium zur Identifikation von Stakeholdern ihr Einfluss auf das Unternehmen. ULRICH (1999) bezeichnet diese Sichtweise als machtstrategisch und nicht ausreichend zur normativen Begründung des Stakeholder-Konzepts, weil Macht alleine kein ausreichendes Merkmal zur Bestimmung der Legitimität von Ansprüchen sein kann.<sup>177</sup> Auch FREEMAN hat dies frühzeitig erkannt und in seinem mit EVAN 1988 veröffentlichten Werk „A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism“ das Stakeholder-Konzept um ein normatives Argument ergänzt. Nach EVAN/FREEMAN (1988) hat jede Person ein Recht darauf, nicht nur als Mittel zur Erreichung eines Ziels, sondern als Ziel selbst behandelt zu werden. Im Zentrum steht dabei nach ULRICH (1999) die ethisch begründbare Legitimität von Ansprüchen, worunter nicht nur vertragliche Regelungen fallen, sondern auch „allgemeine moralische Rechte der von unternehmerischen Handlungen oder Unterlassungen Betroffenen.“<sup>178</sup> Daraus folgt, dass eine alleinige Ausrichtung der Handlungen des Managements auf die Maximierung des Shareholder Value unweigerlich zur Verletzung des normativen Geltungsanspruches des Stakeholder-Konzepts führen wird. Aus normativer Sicht hat im Stakeholder Value-Konzept das Unternehmen die Funktion „(...) to serve as a vehicle for coordinating stakeholder interests. It is through the firm that each stakeholder group makes itself better off (...)“<sup>179</sup>

---

<sup>174</sup> Vgl. EVAN/FREEMAN (Stakeholder, 1988); FREEMAN (Management, 1984); ULRICH (Unternehmensführung, 1999). Für eine erweiterte Diskussion siehe auch DONALDSON/PRESTON (Stakeholder, 1995).

<sup>175</sup> Vgl. FREEMAN (Management, 1984), S. 33 ff.

<sup>176</sup> FREEMAN (Management, 1984), S. 52.

<sup>177</sup> Vgl. ULRICH (Unternehmensführung, 1999), S. 40. Nach ULRICH steht die machtstrategische Perspektive in der Tradition der verhaltenswissenschaftlichen Koalitionstheorie von MARCH/SIMON (Organisation, 1958) und CYERT/MARCH (Theory, 1963).

<sup>178</sup> ULRICH (Unternehmensführung, 1999), S. 39.

<sup>179</sup> Vgl. EVAN/FREEMAN (Stakeholder, 1988), S. 103 f.

und das Management hat die Aufgabe, die Interessen sowohl der vom Unternehmen Betroffenen als auch im äußersten Fall der kritischen Öffentlichkeit im Formalziel des Unternehmens zu berücksichtigen.<sup>180</sup> Die Auseinandersetzung mit der ethisch begründbaren Legitimität von Stakeholder-Ansprüchen bietet die einzige normativ relevante Begründung eines unternehmerischen Zielrahmens. Problematisch ist jedoch, dass die Ausbalancierung und Bündelung der verschiedenen Interessen zu einem für das Management umsetzbaren Formalziel in der Theorie, wie im Folgenden gezeigt wird, nur eingeschränkt gelungen ist.

## 2. Operationalisierung des unternehmerischen Zielsystems

Das Formalziel des Unternehmens lautet im Shareholder Value-Konzept, den Marktwert des Eigenkapitals (**Shareholder Value**) zu steigern bzw. zu maximieren.<sup>181</sup> Um jedoch den Marktwert des Eigenkapitals für ein Unternehmen, dessen Eigenkapitaltitel sich auf eine Vielzahl von Personen verteilt, eindeutig bestimmen zu können, sind noch weitergehende Annahmen notwendig. Hierzu wird in der Literatur auf die so genannte Fisher Separation<sup>182</sup> verwiesen, die besagt, dass Wirtschaftssubjekte, unabhängig von ihren individuellen Konsumpräferenzen, solche Entscheidungen befürworten, die den Marktwert aller finanziellen Ströme, die durch ein Unternehmen erzeugt werden, maximieren. Wichtige Voraussetzungen für die Relevanz der Fisher Separation ist ein vollkommener und arbitragefreier Kapitalmarkt. Für diesen Fall gilt, dass der Marktwert des Eigenkapitals mit Hilfe von dynamischen Investitionsmodellen eindeutig berechnet werden kann, indem der Barwert der mit den gewichteten Kapitalkosten abdiskontierten zukünftigen Free Cash Flows ermittelt wird.<sup>183</sup> Sind die Voraussetzungen der Fisher Separation nicht erfüllt, wovon in der realen Welt auszugehen ist, dann ist es wahrscheinlich, dass nicht alle Investitionsvorhaben von den Aktionären gleichermaßen bewertet werden, was zur Folge haben kann, dass der Shareholder Value nicht eindeutig mit Hilfe

---

<sup>180</sup> Diese Position vertritt ULRICH in seiner umfassenden Variante eines normativ-kritischen Konzepts des Stakeholder Ansatzes. Vgl. ULRICH (Unternehmensführung, 1999), S. 39.

<sup>181</sup> Vgl. BUCHNER (Shareholder, 1994), S. 514.

<sup>182</sup> Vgl. FISHER (Nature, 1906).

<sup>183</sup> Die Prognose der zukünftigen Free Cash Flows und die Bestimmung der Kapitalkosten stellen die wesentlichen Problembereiche bei der Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals dar. Für die Prognose der Free Cash Flows liegen unternehmensintern in der Regel detaillierte Unternehmensplanungen vor, die je nach Unternehmen drei, fünf oder sogar zehn Jahre betragen können. Schwierig erweist sich auch die Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung über die Phase der Unternehmensplanung hinaus. Aus Vereinfachungsgründen wird hierzu der Free Cash Flow des letzten Jahres um einen Wachstumsfaktor adjustiert fortgeschrieben. Die *Eigenkapitalkosten* leiten sich hingegen aus den Renditeforderungen der Aktionäre bzw. Eigentümer des Unternehmens ab, die nach dem Opportunitätskostenprinzip der Verzinsung einer risikoäquivalenten Anlage der finanziellen Mittel außerhalb des Unternehmens entsprechen sollten. Vgl. BUCHNER (Shareholder, 1994), S. 513.

der durch den Markt gegebenen Kapitalkosten ermittelbar ist.<sup>184</sup> In der Literatur wird dieses Problem in der Regel nicht thematisiert, sondern die Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals wird als eine praktische und nicht weiter begründungsbedürftige Zielsetzung angenommen. Die mangelnde kritische Reflexion mit den Prämissen des Shareholder Value-Konzepts beklagt auch BALLWIESER (1994), der allerdings einräumt, „(...) dass es zur Marktwertmaximierung aus Sicht des Managements keine operationale Alternative gibt (...)“.<sup>185</sup>

Im Vergleich zum Shareholder-Konzept hat sich bis heute noch kein einheitliches Berechnungsschema zur Ermittlung des **Stakeholder Value** herauskristallisiert. Die Schwierigkeit liegt darin, ein Formalziel zu definieren, welches zum einen quantifizierbar ist und zum anderen die legitimen Ansprüche aller Stakeholder berücksichtigt. So versuchen z. B. FIGGE/SCHALTEGGER (2000) ausgehend vom Berechnungsschema des Shareholder Value, einen Stakeholder Value Added für die verschiedenen Stakeholder-Gruppen zu ermitteln, der allerdings nicht zu einer zentralen Zielgröße aggregiert werden kann.<sup>186</sup> Aus diesem Grund eignet sich dieses Berechnungsschema nur für einen Vergleich der Stakeholderkosten mit anderen Unternehmen und nicht als übergeordnete Zielsetzung.

Als Alternative zum Stakeholder Value Added führt BLAIR (1995) das Prinzip der „fairen Gesamtwertmaximierung“ an.<sup>187</sup> Nach SCHMIDT/MAßMANN (1999) ist der Gesamtwert eines Unternehmens „(...) die Summe der Werte der allen Interessengruppen zufließenden Vorteile (...)“.<sup>188</sup> Unklar bleibt bei dieser Definition, welche Interessengruppen gemeint sind, wodurch wieder das Legitimitätsproblem des Stakeholder Value-Konzepts zum Vorschein tritt. Des Weiteren bleibt offen, welche Vorteile gemeint sind, weil auch nicht monetäre Vorteile, wie Arbeitsplatzsicherheit, einen Wert an sich haben können, der aber schwer messbar sein dürfte. Der Vorteil der „fairen Gesamtwertmaximierung“ ist hingegen, dass in der Handlungsmaxime für das Management nicht einsei-

---

<sup>184</sup> Vgl. SPECKBACHER (Shareholder, 1997), S. 631.

<sup>185</sup> BALLWIESER (Shareholder, 1994), S. 1393.

<sup>186</sup> Vgl. FIGGE/SCHALTEGGER (Shareholder, 2000). Das Berechnungsschema setzt sich aus vier Schritten zusammen. Zunächst wird der Übergewinn ermittelt, der dem Überschuss nach Abzug aller Kosten entspricht. Daran anschließend wird der Überschuss ins Verhältnis zum Stakeholder-Aufwand gesetzt und dadurch die Stakeholder Rentabilität ermittelt. Im nächsten Schritt wird ein Differenzial gebildet zwischen der durchschnittlichen Stakeholder Rentabilität der im Markt befindlichen Unternehmen und der unternehmensspezifischen Rentabilität. Abschließend wird das Differenzial mit dem Stakeholderaufwand multipliziert, woraus der Stakeholder Value Added folgen soll.

<sup>187</sup> Hierzu insbesondere die Arbeiten von BLAIR, die den Begriff der Gesamtwertmaximierung geprägt hat. Vgl. BLAIR (Ownership, 1995) und BLAIR/STOUT (Team, 1997). Im deutschsprachigen Raum hat insbesondere SCHMIDT den Gedanken der Gesamtwertmaximierung aus Stakeholder Perspektive aufgegriffen. Vgl. SCHMIDT/SPINDLER (Ökonomie, 1997) und SCHMIDT/MAßMANN (Shareholder, 1999).

<sup>188</sup> SCHMIDT/MAßMANN (Shareholder, 1999), S. 149.

tig auf die Interessen der Aktionäre abgestellt wird, sondern die Wohlfahrtsoptimierung aller Interessengruppen im Vordergrund steht. Insgesamt stellt aber auch dieser Ansatz eine sehr vage Zielsetzung für das Management dar, die in der Praxis schwer zu operationalisieren sein dürfte.<sup>189</sup>

### *b. Unternehmerischer Zielrahmen im Kontext der deutschen Corporate Governance*

Der DCGK bestimmt den unternehmerischen Zielrahmen in Ziffer 4.1.1 wie folgt: Der Vorstand leitet das Unternehmen in eigener Verantwortung. Er ist dabei an das Unternehmensinteresse gebunden und der Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes verpflichtet. Die zentralen Elemente dieser Zielvorschrift bilden das *Unternehmensinteresse* und die *Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes*.

Der Begriff des „Unternehmensinteresses“ hat seine Wurzeln in den Rechtswissenschaften und geht auf ein Urteil des Bundesgerichtshofes (BGH) zur Verschwiegenheit der Aufsichtsratsmitglieder aus dem Jahr 1975 zurück.<sup>190</sup> Nach diesem soll der Aufsichtsrat sein Handeln und seine Entscheidungen grundsätzlich an den Interessen des Unternehmens ausrichten. Problematisch ist, dass der BGH darauf verzichtet hat, den Begriff des Unternehmensinteresses genauer zu bestimmen, was in der Folgezeit zu unterschiedlichen Interpretationen geführt hatte.<sup>191</sup> So versteht MÜLLER (1993) unter dem Begriff die „(...) Bündelung der Interessen aller am Unternehmen im weitesten Sinne Beteiligten (...)“.<sup>192</sup> Nach dieser Auffassung hat der Vorstand die Pflicht, die Ansprüche aller Interessengruppen gleichermaßen in der Zielvorschrift zu berücksichtigen, ohne dabei eine Interessengruppe zu bevorzugen. Für SCHILLING (1997) hingegen folgt aus dem Unternehmensinteresse eine Rechtspflicht zur dauerhaften Erhaltung der Rentabilität des Unternehmens im Sinne der Aktionäre, jedoch unter Berücksichtigung anderer Interessengruppen, insbesondere der Arbeitnehmer.<sup>193</sup> Im Vergleich zum Begriffsverständnis von MÜLLER interpretiert SCHILLING das Unternehmensinteresse so, dass der Vorstand sein Handeln primär an den Interessen der Aktionäre ausrichten soll, während

---

<sup>189</sup> Vgl. WENTGES (Governance, 2002), S. 109.

<sup>190</sup> BGH vom 5.6.1975, BGHZ 64, S. 325.

<sup>191</sup> Nach JÜRGENMEYER hat sich bis heute keine einheitliche Definition herauskristallisieren können. Vgl. JÜRGENMEYER (Unternehmensinteresse, 1984), S. 88 ff.

<sup>192</sup> MÜLLER (Entscheidungsspielräume, 1993), S. 213.

<sup>193</sup> Vgl. SCHILLING (Shareholder, 1997), S. 373; ähnlich auch WERDER/WIECZOREK (Anforderungen, 2007), S. 297: „Das Unternehmensinteresse resultiert aus der angemessenen Aggregation der Einzelinteressen der verschiedenen Bezugsgruppen eines Unternehmens, wobei den Belangen der Anteilseigner ein besonderer Stellenwert zukommt.“

die Interessen der übrigen Interessengruppen nur als Nebenbedingung Eingang in die Zielfigur finden sollen. Problematisch an den beiden Interpretationssträngen ist, dass sie eine Rechtfertigung sowohl für das Stakeholder Value-Konzept als auch für das Shareholder Value-Konzept bieten können.<sup>194</sup>

Das zweite Element der Zielvorschrift fordert vom Vorstand die Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes.<sup>195</sup> Die Forderung nach Unternehmenswertsteigerung erscheint auf den ersten Blick eindeutig. Problematisch ist jedoch, dass in der einschlägigen Literatur Unternehmenswertsteigerung mit dem Shareholder Value-Prinzip gleichgesetzt wird. Dies ist aber fachlich in seiner Richtigkeit zu beanstanden, weil sich der Shareholder Value erst nach Abzug des Marktwerts des Fremdkapitals vom Unternehmensgesamtwert herleitet. Diese terminologische Inpräzision beklagt auch KÜRSTEN (2000) in seinem Beitrag, in dem er feststellt, dass die Steigerung des Unternehmensgesamtwertes „(...) pikanterweise (...) auf eine Befolgung des Stakeholder-Ansatzes“ hinausläuft und nicht im Sinne der Anteilseigner sein muss.<sup>196</sup> Welchen Ansatz der DCGK mit der Zielvorschrift verfolgt, ist nicht unmittelbar ersichtlich. Denkbar ist sowohl eine Ausrichtung am Stakeholder Value als auch am Shareholder Value. Gegen eine primäre Ausrichtung am Stakeholder Value können jedoch zwei Argumente angeführt werden: (1) Mit dem Unternehmensinteresse bezieht der DCGK schon die übrigen Anspruchsgruppen in die Zielvorschrift ein, so dass eine weitere Betonung des Stakeholder-Gedankens sich erübrigen könnte. (2) In Ziffer 4.2.3 fordert der DCGK zudem die Gewährung variabler Vergütungskomponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter. Diese Forderung steht aber, wie im nächsten Kapitel noch gezeigt wird, im Einklang mit der Einführung erfolgsorientierter Anreizsysteme zur Koppelung der Interessen des Managements an die Interessen der Aktionäre. Eine Ausrichtung der Handlungen an den Interessen der Aktionäre steht wiederum mit dem Shareholder Value-Gedanken im Einklang.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Verfasser des DCGK anscheinend versucht haben, im DCGK eine Art moderates Shareholder Value-Konzept abzubilden.<sup>197</sup>

Das primäre Ziel lautet in dem für diese Arbeit definierten unternehmerischen Zielrah-

---

<sup>194</sup> Dies gilt jedoch nur für den Fall, dass die übrigen Interessengruppen als Nebenbedingung in die Zielfigur des Shareholder Value eingehen.

<sup>195</sup> Für eine ausführliche Diskussion des Nachhaltigkeitsbegriffs siehe die Ausführungen zum Kriterium der Nachhaltigkeit im Teil C.II der vorliegenden Arbeit.

<sup>196</sup> KÜRSTEN (Shareholder, 2000), S. 361. KÜRSTEN geht in seinem Beitrag noch einen Schritt weiter. Er zeigt, dass die Maximierung des Marktwerts des Eigenkapitals nur unter sehr restriktiven Annahmen im Sinne der Aktionäre ist. „Weder die Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals noch die Maximierung des Markteswertes des Unternehmens liegen zwangsläufig im Interesse der Aktionäre“. KÜRSTEN (Shareholder, 2000), S. 374.

<sup>197</sup> JENSEN ET AL. nennen ein solches Shareholder Value Konzept „enlightened value maximization“ oder „enlightened stakeholder theory“. JENSEN ET AL. (Remuneration, 2004), S. 17.

men demnach, den Shareholder Value nachhaltig zu steigern unter der Bedingung, dass die Interessen anderer Anspruchsgruppen nicht außer Acht gelassen werden. Daraus folgt, dass die Effizienz der Vorstandsvergütung sich nach dem Grad bemessen sollte, nach dem sie wirtschaftlich einen Beitrag zur Erfüllung dieser Zielvorschrift beitragen kann. Aus Sicht der Aktionäre kann dies einerseits dadurch geschehen, dass die Vorstände möglichst gering für eine gute Leistung vergütet werden, und zum anderen durch eine Koppelung der Interessen des Managements (Vorstandsvergütung) mit den Interessen der Aktionäre (Unternehmensperformance) ausgedrückt durch eine positive Pay-Performance Relation.

## C. Inhaltliche Gestaltungsmerkmale einer effizienten Vorstandsvergütung: Anreizsysteme

### I. Grundlagen

#### a. Prinzipal-Agenten-Theorie

Den theoretischen Rahmen für die Analyse der Vorstandsvergütung bildet traditionellerweise die Prinzipal-Agenten-Theorie.<sup>198</sup> Im Mittelpunkt der Prinzipal-Agenten-Theorie steht die Analyse einer Delegationsbeziehung zwischen zwei Parteien mit unterschiedlichen Zielvorstellungen und Risikoneigungen.<sup>199</sup> Der Prinzipal ist dabei die delegierende Instanz, welche die zur Erfüllung der Aufgaben erforderliche Entscheidungsmacht an einen Agenten delegiert. Der Agent ist hingegen die ausführende Instanz, von der der Prinzipal erwartet, dass sie das Ergebnis der Delegationsbeziehung positiv beeinflusst. Als Gegenleistung für ihr Handeln erhält die ausführende Instanz eine in Höhe und Struktur durch den Prinzipal definierte Entlohnung.<sup>200</sup> Den Konfliktbereich dieser Delegationsbeziehung determinieren folgende Annahmen:<sup>201</sup> (1) Individuelle Nutzenmaximierung: Sowohl der Prinzipal als auch der Agent versuchen, ihren Nutzen zu maximieren, wobei die Nutzenfunktionen beider Akteure zeitlich stabil und gegeben sind. (2) Methodologischer Individualismus: Innerhalb der Delegationsbeziehung sind die individuellen Entscheidungen Gegenstand der Betrachtung. (3) Begrenzte Rationalität: Beide Parteien verfügen über begrenztes Wissen, wodurch die Informationen zwischen dem Prinzipal und dem Agenten asymmetrisch verteilt sind. Dabei wird unterstellt, dass der Agent einen Informationsvorsprung in Bezug auf seine Handlungen

---

<sup>198</sup> Zur Prinzipal-Agenten-Theorie siehe u. a. JENSEN/MECKLING (THEORY, 1976); PICOT ET AL. (Unternehmung, 2001); ROSS (Agency, 1974); WENGER/TERBERGER (Organisation, 1988).

<sup>199</sup> Gemeinhin hat sich die Prinzipal-Agenten-Theorie entlang zweier Pfade entwickelt. Die *Principal-Agent Research*-Literatur befasst sich mit der normativen Analyse der Delegationsbeziehung. Im Vordergrund steht die Gestaltung effizienter Lösungen mit Hilfe mathematischer Hilfsmittel unter Modellbedingungen. Die *Positivist Agency*-Literatur befasst sich hingegen mit der Beschreibung und Erklärung der Delegationsbeziehung. Im Vordergrund stehen die Identifizierung von Situationen, in denen die Zielvorstellungen beider Parteien divergieren, und die empirische Überprüfung möglicher Lösungsmechanismen. Damit ist die *Positivist Agency*-Theorie weniger formal ausgerichtet als die *Principal-Agent Research*-Theorie. Wesentliche Beiträge zur *Positivist Agency*-Theorie kommen von JENSEN/MECKLING (Theory, 1976), FAMA (Agency, 1980), FAMA/JENSEN (Separation, 1983). Wesentliche Beiträge zur *Principal-Agent Research*-Theorie kommen von HARRIS/RAVIV (Results, 1978); HOLMSTRÖM (Moral, 1979); ROSS (Theory, 1973).

<sup>200</sup> Vgl. KAH (Profitcenter-Steuerung, 1994), S. 17.

<sup>201</sup> Vgl. EISENHARDT (Theory, 1989), S. 59.

hat und der Prinzipal ein Informationsdefizit in Bezug auf die Zielvorstellungen des Agenten besitzt. (4) Opportunistisches Verhalten: Der Agent wird seine Handlungen so wählen, dass er seine Zielvorstellungen bestmöglich erreichen kann. Hierzu gehört auch der Einsatz unfairen Verhaltens. Diese modellimmanenten Annahmen haben zur Folge, dass der Prinzipal nicht davon ausgehen kann, dass der Agent ohne entsprechende Vorkehrungen uneingeschränkt seine Handlungen an den Interessen des Prinzipals ausrichten wird.

Innerhalb der Prinzipal-Agenten-Theorie bildet der Vertrag zwischen dem Prinzipal und dem Agenten die zentrale Untersuchungseinheit, mit dessen Hilfe der Prinzipal versuchen kann, die Informationsasymmetrie und das opportunistische Verhalten des Agenten zu minimieren.<sup>202</sup> Dabei ist für die Gestaltung des Vertrages entscheidend, zu welchem Zeitpunkt Informationsasymmetrie zwischen den beiden Akteuren vorliegt.<sup>203</sup> Liegt Informationsasymmetrie bereits vor Vertragsschluss vor, dann bedeutet dies, dass der Prinzipal die tatsächlichen Fähigkeiten und Absichten des Agenten nicht kennt (Hidden characteristics) und deshalb im Vorfeld nicht beurteilen kann, ob der Agent die richtigen Handlungen durchführen oder ob er sich opportunistisch verhalten wird. Es besteht die Gefahr, dass der Prinzipal einen ungeeigneten Agenten auswählt (Adverse Selektion), weshalb er versuchen wird, die Informationsasymmetrie zwischen ihm und dem Agenten abzubauen. Die Prinzipal-Agenten-Theorie bietet hierzu drei Instrumente an:<sup>204</sup> (1) Der Agent kann von sich aus den Prinzipal über seine tatsächlichen Absichten informieren (Signalling), (2) der Prinzipal kann selber Informationen über den Agenten einholen (Screening) und (3) der Prinzipal kann dem Agenten ein Set von Verträgen anbieten, aus dem der Agent einen auswählen soll. Aus der Wahl eines Vertrages kann der Prinzipal dann versuchen, Rückschlüsse auf das zukünftige Verhalten des Agenten zu gewinnen (Self-selection).

Liegt hingegen Informationsasymmetrie nach Vertragsschluss vor, so treten nachvertragliche Probleme auf. Diese können bezüglich des Ergebnisses (Hidden Information) oder bezüglich des Verhaltens (Hidden Action<sup>205</sup>) entstehen. Im Fall von „Hidden Information“ kann der Prinzipal zwar die Handlungen des Agenten beobachten, aber er verfügt nicht bzw. nicht kostenlos über den gleichen Informationsstand wie der Agent. Es besteht die Gefahr, dass der Agent eine Handlungsalternative auswählt, die seinen

---

<sup>202</sup> Vgl. EISENHARDT (Theory, 1989), S. 58; PICOT ET AL. (Unternehmung, 2001), S. 57.

<sup>203</sup> Zu den folgenden Ausführungen siehe auch EBERS/GOTSCH (Organisation, 1995), S. 207 f.; PICOT ET AL. (Unternehmung, 2001), S. 57 ff.; WENGER/TERBERGER (Organisation, 1988), S. 507.

<sup>204</sup> In den Klammern stehen die in der Prinzipal-Agenten Theorie verwendeten Termini für die jeweiligen Instrumente.

<sup>205</sup> „The most typical hidden action is the effort of the agent. Effort is a disutility to the agent, but it has value to the principal in the sense that it increases the likelihood of a favourable outcome.” ARROW (Agency, 1985), S. 38.

eigenen Nutzen maximiert, aber nachteilig für den Prinzipal ist. Im Fall von „Hidden Action“ indessen kann der Prinzipal das Ergebnis feststellen, aber er kann das Anstrengungsniveau des Agenten nicht beobachten. Der Prinzipal kann nicht differenzieren, ob ein gutes Ergebnis aus der Wahl einer richtigen Entscheidung resultiert oder ob exogene Faktoren dieses begünstigt haben.<sup>206</sup> In der Sprache der Prinzipal-Agenten-Theorie kommt es in diesem Fall zu Moral Hazard. MILGROM/ROBERTS (1992) verstehen unter Moral Hazard „(...) the form of post contractual opportunism that arises because actions that have efficiency consequences are not freely observable and so the person taking them may choose to pursue his or her private interest at others' expense.“<sup>207</sup> Die asymmetrische Informationsverteilung, verbunden mit prohibitiv hohen Kosten einer vollständigen Überwachung, verhindert, dass der Prinzipal das Verhalten des Agenten vollständig kontrollieren kann.<sup>208</sup> Eine Lösung dieses Problems kann nun darin bestehen, explizite Verhaltensnormen in den Vertrag festzuschreiben, die dem Agenten bestimmte Handlungen vorschreiben oder andere Handlungen verbieten. Dies widerspricht aber dem Zweck der Delegationsbeziehung, welche damit begründet ist, dass der Prinzipal bewusst seine Entscheidungsmacht an den Agenten delegiert, weil er der Meinung ist, dass der Agent bessere Entscheidungen treffen kann, als er es selbst könnte. Als Alternative empfiehlt die Prinzipal-Agenten-Theorie, die Interessen des Agenten mit den Interessen des Prinzipals zu koppeln. Hierbei nehmen Bindungsmechanismen wie z. B. erfolgsorientierte Anreizsysteme eine besondere Stellung ein.<sup>209</sup>

Bei der Analyse von Bindungsmechanismen sind die mit diesen verbundenen Kosten zu bedenken. In der Prinzipal-Agenten-Theorie werden die Kosten Agency-Kosten genannt und JENSEN/MECKLING (1976) teilen diese in drei Kategorien ein: (1) Überwachungs- und Kontrollkosten, (2) Signalisierungs- und Garantiekosten und (3) residualer Wohlfahrtsverlust.<sup>210</sup> Die Überwachungs- und Kontrollkosten umfassen die Kosten, welche dem Prinzipal mit der Formulierung und Kontrolle der vertraglichen Regelungen entstehen. Die Signalisierungs- und Garantiekosten hingegen sind Kosten, die dem Agenten durch die Offenlegung seiner tatsächlichen Fähigkeiten, seine Selbstbindung an bestimmte Verhaltensweisen und durch Entschädigungszahlungen bei Abweichung vom optimalen Verhalten entstehen. Die letzte Komponente zeigt den residualen Verlust des Prinzipals, der dadurch entsteht, dass auch mit allen Bindungsmechanismen keine vollständige Angleichung der Interessen zwischen dem Prinzipal und dem Agen-

<sup>206</sup> Vgl. ADAM-MÜLLER (Option, 2001), S. 334.

<sup>207</sup> MILGROM/ROBERTS (Economics, 1992), S. 167; ADAM-MÜLLER (Option, 2001), S. 334.

<sup>208</sup> Vgl. ADAM-MÜLLER (Option, 2001), S. 334.

<sup>209</sup> Vgl. AGGARWAL/SAMWICK (Executive, 1999), S. 1999.

<sup>210</sup> Vgl. JENSEN/MECKLING (Theory, 1976), S. 308.

ten hergestellt werden kann. Die Effizienz der Bindungsmechanismen wird durch die Höhe der Agency-Kosten gemessen. Als Referenzpunkt dient dabei der „optimale“ Vertrag (First-best-Lösung), der in einer friktionslosen Welt ohne Informationsasymmetrie zu Stande kommt und eine pareto-effiziente Aufteilung des Risikos zwischen Prinzipal und Agent ermöglicht.<sup>211</sup> Ausgehend von diesem „optimalen“ Vertrag ist es nun Aufgabe des Prinzipals, dem Agenten unter realen Bedingungen einen Vertrag anzubieten, der möglichst nah am optimalen Vertrag ist und damit die Höhe der Agency-Kosten minimiert (Second-best<sup>212</sup>-Lösung). Die formale Herleitung eines solchen Vertrages unter Moral Hazard und seine Implikationen werden im Folgenden am Beispiel des Grundmodells der Prinzipal-Agenten-Theorie diskutiert. Darüber hinaus wird das LEN-Modell vorgestellt, das eine mathematische Vereinfachung des Grundmodells darstellt.

### 1. Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie<sup>213</sup>

Das Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie geht von einer Delegationsbeziehung mit nur zwei Personen aus: dem Prinzipal und dem Agenten. Der Prinzipal beauftragt den Agenten mit der Durchführung einer Aufgabe, wofür der Agent eine Entlohnung erhält, die ihm einen Nutzen stiftet. Diesem Nutzen steht ein Disnutzen aus der Arbeitsanstrengung entgegen, weil der Agent Arbeitsleid bei der Durchführung der Aufgabe empfindet. Der Prinzipal kann nun entscheiden, dem Agenten einen Vertrag anzubieten, der den Agenten am Erfolg beteiligt oder nicht. Entscheidet sich der Prinzipal gegen einen erfolgsabhängigen Vertrag, dann wählt der Agent annahmegemäß ein niedriges Anstrengungsniveau, um den Disnutzen aus seiner Anstrengung zu minimieren. Entscheidet sich der Prinzipal hingegen für einen erfolgsabhängigen Vertrag, dann wählt der Agent seine Arbeitsanstrengung so aus, dass sein Nutzen, unter Berücksichtigung des zusätzlichen Risikos, das durch die Beteiligung am unsicheren Erfolg entsteht, maximiert wird. In diesem Fall hat der erfolgsabhängige Vertrag zwei Funktionen: Er soll den Agenten motivieren und eine bestmögliche Risikoteilung über den Erfolg gewährleisten. Je besser es dem Prinzipal gelingt, beide Zielsetzungen mit dem Vertrag zu erreichen, umso näher ist der Vertrag an einem Optimum.

<sup>211</sup> Nach dem Pareto-Kriterium wird eine Veränderung als positiv angesehen, wenn sie die Situation wenigstens eines Wirtschaftssubjektes verbessert, ohne zugleich die Situation anderer zu verschlechtern.

<sup>212</sup> Der Ausdruck „Second-best“ geht auf LIPSEY/LANCASTER zurück, die in ihrem Aufsatz „The general theory of second best“ erstmals die Auswirkungen untersucht haben, wenn ein Pareto-Optimum nicht erreicht werden kann. In der „second best“ Theorie geht man davon aus, dass es einen optimalen Vertrag gibt, der aber nicht erreicht werden kann. Vgl. LIPSEY/LANCASTER (General, 1956/1957), S. 11 ff.

<sup>213</sup> Die folgenden mathematischen Ausführungen sind angelehnt an die Arbeiten von BANNIER (Vertragstheorie, 2005); HOLMSTRÖM (Moral, 1979) und LAMBERT (Theory, 2001).

Der zeitliche Verlauf der Entscheidungssituation lautet wie folgt: Der Prinzipal bietet dem Agenten einen erfolgsabhängigen Vertrag an, der von einer durch den Prinzipal definierten Anreizfunktion  $s(x)$  abhängig ist, welche die Erfolgsgröße  $x$  mit der Belohnung des Agenten in Relation setzt. Daraufhin wählt der Agent eine Handlung  $a$  aus, von der die Lage der Wahrscheinlichkeitsverteilung über den Erfolg abhängig ist. Die Wahrscheinlichkeitsverteilung über den Erfolg ist dabei stetig und die Dichtefunktion  $f(x, a)$  ist zweimal differenzierbar. Es wird angenommen, dass eine Erhöhung von  $a$  (mehr Anstrengung) die Dichtefunktion im Sinne der stochastischen Dominanz erster Ordnung nach rechts verschiebt.<sup>214</sup> Am Ende der ersten Periode stellt der Prinzipal das Ergebnis  $x$  fest und der Agent erhält seinen Anteil am Gesamterfolg entsprechend der vereinbarten Anreizfunktion  $s(x)$ .<sup>215</sup> Der verbleibende Anteil  $x - s(x)$  kommt dem Prinzipal zugute. Weiterhin wird angenommen, dass die Nutzenfunktion des Agenten über seine Entlohnung  $s(x)$  und den Disnutzen  $C(a)$ , der aus seiner Handlung  $a$  resultiert, additiv separierbar ist:  $V(s, a) = V(s) - C(a)$ . Diese Annahme impliziert, dass die Risikoeinstellung des Agenten von seiner Arbeitsanstrengung unabhängig ist. Für  $V(s)$  wird angenommen, dass  $V'(s) > 0$  und  $V''(s) \leq 0$ , d. h. der Agent ist entweder risikoneutral oder risikoavers. Für  $C(a)$  gilt:  $C'(a) > 0$  und  $C''(a) \geq 0$ . Eine höhere Anstrengung führt immer zu einem höheren Disnutzen aus der Arbeitsanstrengung. Die Nutzenfunktion des Prinzipals hängt hingegen nur vom Nettoerfolg ab:  $U(x - s)$ , wobei gilt  $U'(\cdot) > 0$  und  $U''(\cdot) \leq 0$ , d. h. der Prinzipal ist entweder risikoneutral oder risikoavers. Das Entscheidungsproblem des Prinzipals wird in der Prinzipal-Agenten-Theorie als ein zweistufiges Optimierungsprogramm verstanden. Der Prinzipal wählt den Vertrag aus, welcher den erwarteten Nutzen aus dem Nettoerfolg maximiert. Dabei muss er zwei Bedingungen beachten: Erstens muss er dem Agenten einen Vertrag anbieten, der dem Agenten mindestens so viel Nutzen stiftet, wie der Agent in einer alternativen Delegationsbeziehung bekommen könnte (Kooperationsbedingung). Zweitens muss der Prinzipal berücksichtigen, dass die Handlungen des Agenten die Lage der Wahrscheinlichkeitsverteilung über den Erfolg verändern. Der Prinzipal muss versuchen, dem Agenten die richtigen Anreize zu setzen, damit der Agent sich für ein hohes Anstrengungsniveau entscheidet (Anreizbedingung).

---

<sup>214</sup> Die Lage der Dichtefunktion hängt nicht nur von der Anstrengung des Agenten ab, sondern auch von exogenen Faktoren, die der Agent nicht beeinflussen kann.

<sup>215</sup> Das Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie geht grundsätzlich von einer einperiodigen Delegationsbeziehung aus.

## Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie unter symmetrischer Information (First-best-Vertrag)

Das Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie unter symmetrischer Information stellt den Referenzfall eines optimalen Vertrages dar. Kennzeichnend für den Referenzfall ist, dass das Anstrengungsniveau des Agenten durch den Prinzipal beobachtet und vertraglich fixiert werden kann. Das Optimierungsprogramm des Prinzipals lautet für den Referenzfall:

### Zielfunktion des Prinzipals:

$$\max_{s(x), a} \int U[x - s(x)]f(x, a)dx \quad (1)$$

### Unter der Nebenbedingung:

$$\int V[s(x)]f(x, a)dx - C(a) \geq \underline{V} \quad (\text{Kooperationsbedingung des Agenten}) \quad (2)$$

Die Zielfunktion beschreibt die Maximierungsbedingung des Prinzipals. Der Prinzipal wählt gemäß Zielfunktion die Kombination aus Anreizfunktion  $s(x)$  und Anstrengungsniveau  $a$ , die seinen erwarteten Nutzen maximiert. Dabei muss der Prinzipal beachten, dass die Kooperationsbedingung des Agenten bindend ist, d. h. dass der Agent mindestens einen Nutzen  $\underline{V}$  erhält, der seiner alternativen Beschäftigungsmöglichkeit entspricht. Die Lösung dieses Optimierungsproblems kommt von HOLMSTRÖM (1979), der hierfür das Lagrange-Verfahren anwendet:<sup>216</sup>

$$\max_{s(x), a} \int U[(x - s(x))]f(x, a)dx + \lambda \cdot \left\{ \int V[s(x)]f(x, a)dx - C(a) - \underline{V} \right\} \quad (3)$$

Wird die Lagrange-Funktion (3) nach der Anreizfunktion  $s(x)$  für jedes beliebige  $x$  partiell differenziert, so folgt daraus die Bedingung für den optimalen Vertrag:

$$-U'[(x - s(x))] + \lambda V'[s(x)] = 0 \quad (4)$$

<sup>216</sup> Der Lagrange Multiplikator gehört zur Kooperationsbedingung und zeigt, inwieweit der erwartete Nutzen des Prinzipals steigt, wenn  $\underline{V}$  um eine marginale Einheit gesenkt wird.

Nach Umformung folgt aus (4):

$$\frac{U'[(x - s(x))]}{V'[s(x)]} = \lambda \quad (5)$$

Der Gesamterfolg wird so geteilt, dass das Verhältnis aus dem Grenznutzen des Prinzipals  $U'[\cdot]$  und dem Grenznutzen des Agenten  $V'[\cdot]$  gleich einer Konstante  $\lambda$  ist. Daraus folgt unter den Annahmen des Grundmodells, dass bei symmetrischer Information die Anreizfunktion genau bestimmbar und pareto-optimal ist. Die Aufteilung des Erfolges auf Prinzipal und Agent hängt somit im Grundmodell mit symmetrischer Information von den Nutzenfunktionen beider Parteien ab.<sup>217</sup> Ist der Prinzipal risikoneutral und der Agent risikoavers, so sollte der Prinzipal das gesamte Risiko tragen und der Agent sollte nur ein fixes Gehalt erhalten. Umgekehrt gilt: Wenn der Agent risikoneutral und der Prinzipal risikoavers ist, dann sollte der Agent das volle Risiko tragen. Sind beide Parteien risikoavers, so sollte die Partei mehr Risiko tragen, die eine geringere Risikoaversion hat.

### **Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie unter asymmetrischer Information (Second-best-Vertrag)**

Im Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie mit asymmetrischer Information kann der Prinzipal dem Agenten nicht mehr vorschreiben, welche Handlungen der Agent durchführen soll, weil der Prinzipal das Anstrengungsniveau des Agenten nicht beobachten kann (Hidden Action). Der Prinzipal kann nur das Delegationsergebnis feststellen, von dem er versuchen kann, auf die Handlungen des Agenten zu schließen. Problematisch ist aber, dass das Ergebnis auch von exogenen Faktoren beeinflusst wird, so dass es dem Prinzipal unmöglich ist, eine eindeutige Aussage über die tatsächlichen Handlungen des Agenten zu machen. Der Prinzipal weiß allerdings, dass eine hohe Anstrengung des Agenten ein positives Delegationsergebnis wahrscheinlicher macht als eine niedrige Anstrengung. Für den Prinzipal gilt es nun, eine Anreizfunktion zu wählen, die eine höhere Anstrengung induziert. Das Optimierungsprogramm lautet:

<sup>217</sup> Vgl. BANNIER (Vertragstheorie, 2005), S. 74.

**Zielfunktion des Prinzipals:**

$$\max_{s(x), a} \int U[x - s(x)]f(x, a)dx \quad (6)$$

**Unter der Nebenbedingung:**

$$\int V[s(x)]f(x, a)dx - C(a) \geq \underline{V} \quad (\text{Kooperationsbedingung des Agenten}) \quad (7)$$

**Und der Zielfunktion des Agenten:**

$$\max_a \int V[s(x)]f(x, a)dx - C(a) \quad (\text{Anreizbedingung des Agenten}) \quad (8)$$

Das Optimierungsproblem wird gegenüber dem Grundmodell mit symmetrischer Information um die Anreizbedingung des Agenten erweitert. Die Anreizbedingung beschreibt das Kalkül des Agenten, der seinen Nutzen im Rahmen der durch die Anreizfunktion  $s(x)$  beschriebenen vertraglichen Grenzen maximieren will und davon ausgeht, dass sein Verhalten unbeobachtet bleibt. Dies muss der Prinzipal bei der Formulierung des Vertrages mitberücksichtigen.

Anders als im Grundmodell mit symmetrischer Information ist jetzt unklar, ob das durch (6), (7) und (8) beschriebene Optimierungsproblem eine eindeutige Lösung hat.<sup>218</sup> HOLMSTRÖM (1979) hat sich trotzdem mit der Frage beschäftigt, welche Bedingungen eine solche Lösung erfüllen müsste und hierfür wieder das Lagrange-Verfahren verwendet.<sup>219</sup> Der Grundgedanke lautet: Im Optimum sind alle (partiellen) Ableitungen gleich null. Durch das Lagrange-Verfahren wird dieser im Prinzip sehr einfache Ansatz so modifiziert, dass auch Nebenbedingungen berücksichtigt werden können.

In diesem Sinne wird zunächst die Anreizbedingung (8) nach der Anstrengung des Agenten abgeleitet.<sup>220</sup>

$$\int V[s(x)]f_a(x, a)dx - C'(a) \quad (9)$$

<sup>218</sup> Im Grundmodell mit symmetrischer Information gibt es zwei Variablen und zwei Bedingungen (die Zielfunktion des Prinzipals und die Kooperationsbedingung des Agenten). Im Grundmodell mit asymmetrischer Information gibt es ebenfalls zwei Variablen, aber drei Bedingungen (die Zielfunktion des Prinzipals, die Kooperationsbedingung des Agenten und die Anreizbedingung des Agenten).

<sup>219</sup> Vgl. HOLMSTRÖM (Moral, 1979).

<sup>220</sup> Vgl. GROSSMAN/HART (Analysis, 1983).

Im Optimum ist die partielle Ableitung (9) gleich null. Im Optimum maximiert der Prinzipal daher seine Zielfunktion (6) unter der Nebenbedingung (7)

$$\int V[s(x)]f(x, a)dx - C(a) \geq \underline{V}$$

und der zusätzlichen Nebenbedingung

$$\int V[s(x)]f_a(x, a)dx - C'(a) = 0.$$

Hierfür kann nach bekanntem Schema die Lagrange-Funktion gebildet werden, die jetzt zwei Multiplikatoren hat ( $\lambda$  und  $\mu$ ):

$$\begin{aligned} \max_{s(x), a} & \int U[(x - s(x))]f(x, a)dx + \lambda \cdot \left\{ \int V[s(x)]f(x, a)dx - C(a) - \underline{V} \right\} \\ & + \mu \cdot \left\{ \int V[s(x)]f_a(x, a)dx - C'(a) \right\} \end{aligned} \quad (10)$$

Wird die Lagrange-Funktion nun nach der Anreizfunktion  $s(x)$  für jedes beliebige  $x$  partiell differenziert, so folgt daraus die Bedingung für den optimalen Vertrag:

$$-U'[(x - s(x))]f(x, a) + \lambda V'[s(x)]f(x, a) + \mu V'[s(x)]f_a(x, a) = 0 \quad (11)$$

Nach Umformung folgt aus (11):

$$\frac{U'[(x - s(x))]}{V'[s(x)]} = \lambda + \mu \cdot \frac{f_a(x, a)}{f(x, a)} \quad (12)$$

Aus (12) wird ersichtlich, dass die optimale Lösung um den Term  $\mu \cdot \frac{f_a(x, a)}{f(x, a)}$  von der optimalen Lösung bei symmetrischer Informationsverteilung abweicht, sobald  $\mu \neq 0$ . Der optimale Vertrag  $s(x)$  hängt nun nicht mehr nur von den Grenznutzenfunktionen des Prinzipals und des Agenten ab, sondern auch von dem so genannten Likelihood-Ratio  $\frac{f_a(x, a)}{f(x, a)}$ . Das Likelihood-Ratio zeigt das Verhältnis aus der Ableitung der Dichtefunktion  $f(x, a)$  nach der Anstrengung  $a$  und der Dichtefunktion  $f(x, a)$  an. Ein positiver Likelihood-Ratio impliziert, dass ein hohes Ergebnis  $x$  ein Signal dafür ist, dass

sich der Agent mehr angestrengt hat bzw. ein hohes Anstrengungsniveau reduziert die Wahrscheinlichkeit eines hohen Ergebnisses  $x$  für den Fall, dass  $f_a(x, a)$  negativ ist.<sup>221</sup>

*Interpretation des Ergebnisses:* Im Fall asymmetrischer Information reicht es nun nicht mehr aus, dem Agenten einen Vertrag anzubieten, der das Risiko pareto-optimal teilt, weil der Agent wegen der fehlenden Sichtbarkeit seiner Anstrengung per Annahme nur ein geringes Anstrengungsniveau wählen wird. Um den Agenten aber zu einer höheren Anstrengung zu motivieren, muss der Prinzipal dem Agenten einen Vertrag anbieten, der den Agenten am unsicheren Erfolg beteiligt. Dies setzt den Agenten einem Risiko aus, das er nur bei einer Erhöhung der Vergütung zu tragen bereit sein wird. Dabei hängt die Höhe der Vergütung von  $f_a(x, a)$  ab: Ist  $f_a(x, a)$  positiv, dann lohnt es sich für den Prinzipal, dem Agenten eine höhere Vergütung anzubieten als im First-best-Vertrag, da ein hohes Ergebnis ein Signal dafür sein kann, dass sich der Agent mehr angestrengt hat. Ist  $f_a(x, a)$  hingegen negativ, dann sollte die Vergütung geringer ausfallen als im First-best Vertrag.<sup>222</sup>

## 2. Das Linear-Exponential-Normal (LEN)-Modell

Für die Darstellung der Zusammenhänge zwischen den verschiedenen Vergütungskomponenten eines Anreizsystems, der Nutzenfunktion beider Kooperationspartner und dem exogenen Risiko hat sich das im Folgenden dargestellte LEN (Linear-Exponential-Normaldistribution)-Modell bewährt.<sup>223</sup> Das LEN-Modell geht von drei das Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie vereinfachenden Annahmen aus: **(L)** Die Anreizfunktion  $s(x)$  ist linear und wie folgt definiert  $s(x) = r + \alpha x$  mit  $r$  als dem Fixum und  $\alpha$  als dem Anteil des Agenten am Erfolg  $x$ , wobei der Erfolg  $x$  definiert ist als  $x = a + \theta$  mit  $a$  als der Anstrengung des Agenten und  $\theta$  als einem exogenen Schock, auf dessen Eintrittswahrscheinlichkeit weder der Prinzipal noch der Agent Einfluss haben.<sup>224</sup> **(E)** Die Nutzenfunktion des Agenten bzw. Prinzipals ist exponentiell, wenn keine Risikoneutralität vorliegt. **(N)** Die Risikokomponente des Erfolgs ist normalverteilt mit  $\theta \sim N(0, \sigma_\theta^2)$ .

Ausgangspunkt für die folgenden Darstellungen ist wieder eine Prinzipal-Agenten-Beziehung unter Moral Hazard, wobei zusätzlich angenommen wird, dass der Prinzipal

<sup>221</sup> Vgl. LAMBERT (Theory, 2001), 18.

<sup>222</sup> Vgl. VELTHUIS (Erfolgsbeteiligung, 1998), S. 46 f.

<sup>223</sup> Das LEN-Modell geht auf Arbeiten von HOLMSTRÖM/MILGROM (Aggregation, 1987) und SPREMAN (Agent, 1987) zurück.

<sup>224</sup> Vgl. RICHTER/FURUBOTN (Institutionenökonomik, 2003), S. 230.

risikoneutral und der Agent risikoavers ist. Wie im zuvor diskutierten Grundmodell unter asymmetrischer Information versucht der risikoneutrale Prinzipal nun wieder dem Agenten das Anreizsystem anzubieten, das seinen Erwartungswert aus dem unsicheren Nettogewinn  $x^n = x - s(x)$  maximiert, unter der Restriktion, dass die Kooperations- und die Anreizbedingung des Agenten erfüllt werden. Die Zielfunktion des Prinzipals lautet zunächst:

$$\underset{r, a, \alpha}{Max} E(x^n) = (1 - \alpha)a - r, \quad (13)$$

mit  $E(x^n)$  dem Erwartungswert des Prinzipals aus dem unsicheren Nettonutzen  $x^n$ .

Für den risikoaversen Agenten gilt hingegen, dass dieser wegen seiner Risikoaversion nicht den Erwartungswert seiner Vergütung maximieren wird, sondern den Erwartungswert des Nutzens aus der Vergütung. Unter Annahme einer konstanten absoluten Risikoaversion bildet das Sicherheitsäquivalent des Agenten im Folgenden seine Zielfunktion:

$$\underset{a}{Max} CE(s(x)) = r + \alpha a - \frac{k}{2} a^2 - \alpha^2 \frac{b}{2} \sigma^2 \quad (14)$$

mit  $CE(s(x))$  dem Sicherheitsäquivalent des Agenten,  $\frac{k}{2} a^2$  den Kosten der Anstrengung für den Agenten, wobei  $k$  die Zuwachsrate der Grenzkosten der Anstrengung darstellt, und  $\alpha^2 \frac{b}{2} \sigma^2$  der Risikoprämie des Agenten mit  $b$  als dem Grad der absoluten Risikoaversion.

Wird nun (14) nach  $a$  abgeleitet, folgt daraus die Anreizbedingung des Agenten, die gleichzeitig auch eine Nebenbedingung für das Maximierungsproblem des Prinzipals darstellt:

$$a = \frac{\alpha}{k} \quad (\text{Anreizbedingung des Agenten}) \quad (15)$$

mit  $a$  der Anstrengung,  $\alpha$  dem Gewinnanteil und  $k$  den Grenzkosten der Anstrengung des Agenten.

Neben der Anreizbedingung des Agenten muss der Prinzipal zudem auch die Kooperationsbedingung des Agenten mitberücksichtigen, da der Agent nur dann einer Delegationsbeziehung mit dem Prinzipal zustimmt, wenn er mindestens einen so großen Nutzen aus dem erfolgsabhängigen Vertrag erhält, wie er in einer alternativen Delegationsbeziehung bekommen könnte :

$$\underline{V} \leq r + \alpha a - \frac{k}{2} a^2 - \alpha^2 \frac{b}{2} \sigma^2 \quad (\text{Kooperationsbedingung des Agenten}) \quad (16)$$

Das Optimierungsprogramm des Prinzipals lautet nun vollständig:

**Zielfunktion des Prinzipals:**

$$\underset{r, a, \alpha}{\text{Max}} E(x^n) = (1 - \alpha) a - r \quad (17)$$

**Unter den Nebenbedingungen:**

$$a = \frac{\alpha}{k} \quad (\text{Anreizbedingung des Agenten}) \quad (18)$$

$$\underline{V} \leq r + \alpha a - \frac{k}{2} a^2 - \alpha^2 \frac{b}{2} \sigma^2 \quad (\text{Kooperationsbedingung des Agenten}) \quad (19)$$

Wird die Kooperationsbedingung auf  $\underline{V} = 0$  gesetzt und (19) nach r aufgelöst, dann lässt sich durch Einsetzen von (18) und (19) in (17) und anschließende Ableitung des Ausdrucks nach  $\alpha$  die **optimale Gewinnbeteiligung**  $\alpha^*$  für den Agenten bestimmen:

$$\alpha^* = \frac{1}{1 + kb\sigma^2} \quad (20)$$

Die optimale Gewinnbeteiligung hängt unter den hier gemachten Annahmen, wie in (20) zu sehen ist, von den Grenzkosten der Anstrengung des Agenten, dem absoluten Risikoaversionsgrad  $b$  des Agenten und der Varianz des exogenen Schocks  $\sigma^2$  ab.

Wird darüber hinaus (20) in (18) eingesetzt, dann folgt daraus die **optimale Anstrengung**  $a^*$  des Agenten:

$$a^* = \frac{1}{k(1+kb\sigma^2)} \quad (21)$$

Aus (21) und (20) folgt dann durch Einsetzen in (19) unter der Annahme, dass  $\underline{V} = 0$  ist, das **optimale Fixum**  $r^*$ :

$$r^* = \frac{kb\sigma^2 - 1}{2k(1+kb\sigma^2)} \quad (18)$$

Der Vorteil des LEN-Modells gegenüber dem Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie unter asymmetrischer Information ist, dass die Ermittlung der verschiedenen Parameter des Anreizsystems die Möglichkeit eröffnet, durch Variation einzelner Parameter ceteris paribus die Veränderungen des Gleichgewichtszustands zu untersuchen (komparativ-statische Analyse). So erhöhen sich z. B. der optimale Gewinnanteil und die optimale Anstrengung des Agenten, wenn die Grenzkosten der Anstrengung des Agenten sinken. Gleiches gilt, wenn der Risikoaversionsgrad des Agenten sinkt oder die Varianz der Erfolgsgröße niedrig ist. Ist hingegen die Varianz der Erfolgsgröße sehr groß, der Agent sehr risikoavers oder sind die Grenzkosten der Anstrengung des Agenten sehr hoch, dann sollte der Prinzipal einen Vertrag mit einem hohen Fixum und einer geringen Erfolgsbeteiligung wählen. Inwiefern diese modelltheoretischen Ergebnisse auch in der Praxis festzustellen sind, soll u. a. im Folgenden bei der Diskussion der verschiedenen Determinanten von Anreizsystemen gezeigt werden.

## *b. Determinanten von Anreizsystemen*

### **1. (Unternehmens-)Risiko**

Wie im theoretischen Teil deutlich wurde, erfordert die Bestimmung des optimalen Vertrages einen bestmöglichen Ausgleich zwischen Motivation und pareto-optimaler Risikoteilung.<sup>225</sup> Bei Unsicherheit über den Erfolg hat der Prinzipal im LEN-Modell grundsätzlich zwei Möglichkeiten: Entweder er entlohnt den Agenten mit  $\underline{V}(s)$ , d. h. er zahlt dem Agenten gerade so viel, dass die Kooperationsbedingung bindend ist, und erhält dafür vom Agenten  $a_{\min}$ , d. h. der Agent wird das niedrigste mögliche Anstrengungsni-

<sup>225</sup> Vgl. GRAY/CANNELLA (Risk, 1997), S. 521.

veau wählen. Dieser Vertrag sichert den Agenten vollständig gegen das Risiko ab, führt aber zu Nutzeneinbußen beim Prinzipal, die aus der fehlenden Anreizwirkung des Vertrages zur Erhöhung des Anstrengungsniveaus des Agenten resultieren.<sup>226</sup> Alternativ kann der Prinzipal ein Anreizsystem wählen, das dem Agenten einen Anreiz dafür gewährt, ein höheres Anstrengungslevel als  $a_{\min}$  zu wählen. Im LEN-Modell erfolgt dies durch Kopplung des Anreizsystems mit einer finanziellen Bemessungsgrundlage für die Unternehmensperformance, welche die Interessen des Prinzipals widerspiegelt. Zu berücksichtigen ist aber dabei, dass die Unternehmensperformance respektive die Bemessungsgrundlage nicht nur von den Handlungen des Agenten beeinflusst wird, sondern auch von externen Faktoren, die der Agent nicht unmittelbar beeinflussen kann. Dies wiederum setzt den Agenten einem Risiko aus, welches er ohne einen zusätzlichen finanziellen Anreiz nicht zu tragen bereit sein wird.<sup>227</sup> Ein solcher Vertrag ist aber, wie oben schon gezeigt wurde, aus Sicht der Risikoteilung nicht pareto-optimal.<sup>228</sup> LAUX (1990) konstatiert deswegen, dass es für einen Prinzipal, der auf eine Steuerung von Entscheidungen durch erfolgsabhängige Anreizsysteme nicht verzichten will, nahe liegend sein kann, die Verletzung der pareto-optimalen Risikoteilungsregel hinzunehmen und zu versuchen, die dadurch entstehenden Nachteile möglichst gering zu halten.<sup>229</sup>

Die Aussagekraft einer finanziellen Bemessungsgrundlage wird dabei, wie im LEN-Modell gezeigt wurde, maßgeblich von ihrer Varianz beeinträchtigt. Eine hohe Varianz der Bemessungsgrundlage bedeutet aber zugleich ein höheres Risiko und sollte entsprechend der Gleichung  $\alpha^* = \frac{1}{1+kb\sigma^2}$  aus dem LEN-Modell zu einer Reduzierung der optimalen Gewinnbeteiligung  $\alpha$  (Pay-Performance-Relation) führen, da in einem sehr unsicherem Unternehmensumfeld die Beteiligung des Agenten am unsicheren Erfolg niedriger ausfallen sollte.<sup>230</sup> Empirisch überprüft GAREN (1994) in einem komparativ-statischen Modell diesen Zusammenhang zwischen der Varianz der Bemessungsgrundlage und der Struktur des Anreizsystems. Auf Basis einer Stichprobe von 415 US-amerikanischen Unternehmen aus dem Jahr 1988 untersucht der Autor den theoretisch erwarteten negativen Zusammenhang zwischen der Varianz der Bemessungsgrundlage und der Höhe der Gewinnbeteiligung. Die Untersuchung von GAREN zeigt im Ergeb-

<sup>226</sup> Allerdings bezieht sich die Absicherung nur auf den Vertrag. Eine schlechte Unternehmensperformance kann aber auch zur Entlassung des Agenten führen, wodurch der Agent auch bei einem Fixlohn-Vertrag einem Beschäftigungsrisiko ausgesetzt sein kann. Siehe GRAY/CANNELLA (Risk, 1997), S. 520.

<sup>227</sup> Vgl. GAVER/GAVER (Compensation, 1995), S. 20; GRAY/CANNELLA (Risk, 1997), S. 532.

<sup>228</sup> Basierend auf den Arbeiten von LAUX (1972, 1975, 1979) zeigen HORST ET AL. (1982) an verschiedenen Beispielen, dass bei Berücksichtigung der Anreizkompatibilitätsbedingung eine pareto-optimale Risikoteilung nicht erreicht werden kann. Siehe HORST ET AL. (Risikoaufteilung, 1982), S. 943 ff.

<sup>229</sup> LAUX (Risiko, 1990), S. 288.

<sup>230</sup> Vgl. EATON/ROSEN (Agency, 1983), S. 1504; PRENDERGAST (Risk, 2002), S. 1071.

nis, dass eine große Varianz der Bemessungsgrundlage zu einer höheren Grundvergütung der betrachteten Chief Executive Officers (CEOs) mit einer gleichzeitigen Reduzierung der Gewinnbeteiligung geführt hatte.<sup>231</sup> Auch AGGARWAL/SAMWICK (1999) können diesen negativen Zusammenhang zwischen der Varianz der Bemessungsgrundlage und dem Anteil der erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten in ihrer Stichprobe von US-amerikanischen CEOs aus dem Jahr 1995 feststellen, wohingegen CORE/GUAY (2002) dieses Untersuchungsergebnis anzweifeln und auf Basis der gleichen Stichprobe einen positiven Zusammenhang zwischen der Varianz der Bemessungsgrundlage und der Gewinnbeteiligung belegen.<sup>232</sup> Theoretisch zeigt PRENDERGAST (2002) für den Fall eines risikoneutralen Prinzipals und eines risikoneutralen Agenten, dass ein positiver Zusammenhang zwischen dem firmenspezifischen Risiko und der erfolgsabhängigen Vergütungskomponente möglich sein kann.<sup>233</sup> Er begründet das Ergebnis damit, dass „(...) the marginal returns to delegation are likely to be higher in more uncertain environments, since a principal may have little idea what the right kinds of effort are in such cases.“<sup>234</sup> Das heißt, dass in einem sicheren Unternehmensumfeld der Prinzipal dem Agenten genauer sagen kann, was er tun soll, weshalb auch die Gewinnbeteiligung nicht hoch sein muss, wohingegen in einem unsicheren Unternehmensumfeld der Prinzipal nicht weiß, was die richtigen Handlungen sind und folgerichtig die Erfolgsbeteiligung steigen sollte.

Darüber hinaus bestimmen im LEN-Modell neben dem exogenen Risiko auch die Risikoeinstellungen des Prinzipals und des Agenten die Lage der drei Parameter optimale Gewinnbeteiligung, optimale Anstrengung und optimales Fixum. Der Einfluss der Risikoeinstellungen hängt dabei davon ab, ob der Prinzipal bzw. der Agent risikofreudig, risikoneutral oder risikoavers sind. In den vorherigen Ausführungen zum LEN-Modell wurde implizit angenommen, dass der Prinzipal, der das private Vermögen auf eine Vielzahl von Anlagetiteln verteilen kann, risikoneutral ist und dass der Agent, dessen Vermögen eng an seine Beschäftigung im Unternehmen gekoppelt ist und das er nicht diversifizieren kann, risikoavers ist. Nach Auffassung von BULMASH/MEHREZ (1985) fangen aber die meisten Arbeiten, welche den Interessenkonflikt zwischen Prinzipal und Manager betrachten, einen Schritt zu spät an, indem die Risikoeinstellungen

---

<sup>231</sup> Vgl. GAREN (Compensation, 1994), S. 1198.

<sup>232</sup> Vgl. AGGARWAL/SAMWICK (Side, 1999) und CORE/GUAY (Comment, 2002). AGGARWAL/SAMWICK verwenden in ihrer Untersuchung als Proxy für die erklärende Variable die „dollar return variance“, während CORE/GUAY dies kritisieren, weil die „dollar return variance“ auch eng mit der Unternehmensgröße korreliert ist, für die bereits in früheren Studien ein negativer Zusammenhang festgestellt worden war.

<sup>233</sup> Vgl. PRENDERGAST (Risk, 2002), S. 1072; ähnlich auch JIN (Compensation, 2000).

<sup>234</sup> PRENDERGAST (Risk, 2002), S. 1100.

des Prinzipals und des Agenten schon im Vorfeld im Modell vorgegeben werden.<sup>235</sup> Dabei zeigen beide Autoren, wie der Prinzipal einen risikoneutralen Agenten erst dazu bewegen kann, sich risikofreudig zu verhalten, indem er z. B. dem Agenten einen Vertrag mit einer fixen Zahlung zusammen mit einer nicht negativen Erfolgsbeteiligung anbietet. Dem entgegen kann der Prinzipal einen risikoneutralen Agenten auch zu einem risikoaversen Verhalten bewegen, indem er z. B. dem Agenten einen Vertrag anbietet, der sowohl zu positiven Zahlungen wie auch zu negativen Zahlungen führen kann. Die Darstellungen von BULMASH/MEHREZ verdeutlichen, welche Auswirkung die Wahl eines womöglich falschen Anreizvertrages auf die Risikoeinstellung des Agenten haben kann und weshalb es aus Sicht des Prinzipals nicht nur entscheidend sein sollte, einen optimalen Vertrag bestimmen zu wollen, sondern auch zu fragen, welche Folgen die Wahl eines Vertrages auf das Verhalten des Agenten haben kann.

Zusammenfassend wird deutlich, dass sowohl die Varianz der Bemessungsgrundlage als auch die Risikoeinstellung des Agenten aus modelltheoretischer Sicht wichtige Determinanten des Anreizsystems darstellen. Für die Praxis sind diese Überlegungen hingegen nur bedingt hilfreich, weil weder eine Ex-ante-Bestimmung der Varianz des Erfolgs möglich ist, noch die Risikoeinstellungen von Vorstandsmitgliedern genau bestimmbar sind. Dies zeigen auch die vorgestellten empirischen Studien, die keinen eindeutigen Zusammenhang für die Praxis aufzeigen konnten.

## 2. Arbeitsmarkt für Manager

In den Wirtschaftswissenschaften wird grundsätzlich davon ausgegangen, dass sich die Preise für Produktionsfaktoren - und darunter fällt auch die Arbeitskraft eines angestellten Managements - durch ein Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf einem Markt bilden, auf dem einzelne Manager ihre Managementleistungen anbieten und Unternehmen diese nachfragen. Ein solcher Arbeitsmarkt ist im Gleichgewicht, sobald die Vergütungshöhe der Grenzproduktivität der Manager entspricht.<sup>236</sup> Weicht die Grenzproduktivität eines Managers hingegen vom vertraglich vereinbarten Niveau ab, so sollte sich auch die Vergütung unter der Annahme eines effizienten Marktes entsprechend anpassen. FAMA (1980) beschreibt diesen Prozess als „ex post settling up“,<sup>237</sup> wonach

<sup>235</sup> Vgl. BULMASH/MEHREZ (Rule, 1985), S. 399.

<sup>236</sup> Vgl. BENZ/STUTZER (Managerlöhne, 2001), S. 3; MANKIW (Volkswirtschaftslehre, 1998), S. 420; FINKELSTEIN/BOYD (Discretion, 1998), S. 181.

<sup>237</sup> Vgl. FAMA (Agency, 1980), S. 296 ff. FAMA geht in seinen Darstellungen von einem mehrperiodigen (dynamischen) Prinzipal-Agenten Modell aus, um die Wirkungen nachträgliche Anpassungen der Vergütung auf das Verhalten des Agenten am Ende einer Periode zu untersuchen.

der Managermarkt unter Umständen automatisch zu einer Anpassung der Vergütung eines Managers an seine erbrachten Leistungen führt. Voraussetzung für den Prozess des „ex post settling up“ ist, dass die Marktteilnehmer vorhandene und zukünftige Informationen über die Leistung des Agenten besitzen und es sich für den Agenten dadurch nicht lohnt, vom optimalen Verhalten abzuweichen. Empirisch untersuchen FEE/HADLOCK die Funktionsweise des Arbeitsmarktes für Manager am Beispiel von Topmanagern, die von einem Unternehmen zu einem anderen Unternehmen wechseln.<sup>238</sup> Am Beispiel von zwei Stichproben US-amerikanischer CEOs zeigen die Autoren für den Zeitraum 1990-1998, dass (1) eine gute Aktienkursentwicklung in einem Unternehmen die Wahrscheinlichkeit seiner Topmanager erhöht, in einem anderen Unternehmen die Position des CEO zu übernehmen und dass (2) die Vergütung dieser Topmanager in der neuen Position davon abhängt, wie viel der Manager in dem vorherigen Unternehmen hätte verdienen können. Im Ergebnis stellen die Autoren fest, dass die Ergebnisse mit FAMA's Prozess vom „ex post settling up“ durchaus übereinstimmen.<sup>239</sup>

Ein wichtiges Element des Beitrags von FAMA ist, dass ein Arbeitsmarkt für Manager, auf dem die Informationen über die Leistungen der Manager effizient und rational durch alle Marktteilnehmer wahrgenommen werden, zu einer Lösung des Interessenkonflikts zwischen Prinzipal und Agent führen kann. Problematisch an dieser Sichtweise ist jedoch, dass implizit vermutet wird, dass das Gut „Managementleistung“ homogen und austauschbar ist. CHEN (2003) zeigt aber, dass das Arbeitsangebot auf dem Markt für Manager kurzfristig inelastisch sein kann.<sup>240</sup> Er begründet dies damit, dass die Zahl der potenziellen Kandidaten, welche die geforderten Merkmale wie Ausbildung und Erfahrung für eine Position vorweisen, begrenzt sein kann. Ein inelastisches Angebot kann aber zugleich bei geringfügigen Nachfrageänderungen, wie sie in den letzten Jahren mit dem Markteintritt einer Vielzahl neuer Unternehmen erfolgt sind, zu starken Veränderungen des Gleichgewichtszustands und damit zur kurzfristiger Ineffizienz des Marktes führen.

Darüber hinaus kann die Effizienz des Marktes durch mangelnde Transparenz und fehlerhaftes Verhalten der Marktteilnehmer beeinträchtigt sein. In diesem Zusammenhang führen FINKELSTEIN/HAMBRICK (1988) aus, dass der Markt für Manager nicht im Detail abgegrenzt werden kann. Die Zahl der potenziellen Kandidaten richtet sich nicht immer an dem tatsächlichen Angebot aus, da nicht immer alle potenziellen Kandidaten

---

<sup>238</sup> Vgl. FEE/HADLOCK (Raids, 2003).

<sup>239</sup> Vgl. FEE/HADLOCK (Raids, 2003), S. 1352.

<sup>240</sup> Vgl. CHEN (Demand, 2003), S. 3; WINTER (Stock, 2003), S. 351.

berücksichtigt werden.<sup>241</sup> Des Weiteren kann das Board of Directors eine interne Lösung bei der Besetzung der Position des CEO favorisieren, wobei bei der Festlegung der Vergütung wiederum Vergleichsgrößen aus dem Markt herangezogen werden.<sup>242</sup> Dieses Verhalten kann allerdings dazu führen, dass mit jeder Auswechslung des CEO/Vorstandsmitglieds bzw. jeder Vertragsverlängerung ein Prozess vorangetrieben wird, der in der Prinzipal-Agenten-Literatur als „Bidding Up“ oder „upward ratcheting“ beschrieben wird.<sup>243</sup> Der Prozess des „Bidding Up“ zeigt, wie es aufgrund von Marktvergleichen dazu kommen kann, dass die Vergütung eines Agenten permanent steigt. Grundannahme des „Bidding Up“ ist, dass der Prinzipal sich bei der Entscheidung über das Anreizsystem am Marktdurchschnitt orientiert. Ein Anreizsystem unter dem Marktdurchschnitt könnte sonst als Signal gedeutet werden, dass der Agent qualitativ unter dem Marktdurchschnitt liegt.<sup>244</sup> Dies wird der Prinzipal zu verhindern versuchen, da es seine Aufgabe ist, möglichst Agenten mit herausragenden Fähigkeiten für ein Unternehmen zu gewinnen und diese im Unternehmen zu halten.<sup>245</sup> Dadurch kann es aber passieren, dass mit jeder Neueinstellung oder Vertragsverhandlung auch zugleich das durchschnittliche Vergütungsniveau steigt, was aber nicht immer mit einer höheren Grenzproduktivität des Agenten gerechtfertigt werden kann.

Der Prozess des „Bidding Up“ ist in der angloamerikanischen Literatur gut dokumentiert und wird häufig zur Erklärung der steigenden Managerlöhne herangezogen. So zeigen beispielsweise EZZAMEL/WATSON (1998) anhand einer Stichprobe von 199 britischen Unternehmen für die Jahre 1992-1995, dass Manager, die zu Beginn der Untersuchungsperiode unterdurchschnittliche Fixgehälter erhalten hatten, in der Folge deutliche Gehaltserhöhungen erfahren haben.<sup>246</sup> Ein ähnliches Ergebnis weisen auch BIZJAK ET AL. (2007) für den US-amerikanischen Raum aus. BIZJAK ET AL. (2007) Studie betrachtet dabei nicht nur die Veränderungen des Fixgehalts, sondern auch Veränderungen weiterer Vergütungskomponenten wie Boni und Aktienoptionen. Die Studie zeigt im Ergebnis, dass, relativ betrachtet, ein Benchmarking mit den Vergütungen anderer Unternehmen einen stärkeren Effekt auf die Höhe und Struktur des Anreizsystems

---

<sup>241</sup> Vgl. FINKELSTEIN/HAMBRICK (Compensation, 1988), S. 546 f.

<sup>242</sup> Vgl. MACE (Directors, 1971), S. 111 f.; FINKELSTEIN/HAMBRICK (Compensation, 1988), S. 547. Nach BIZJAK ET AL. (2007) wird das Organ, das die Vorstandsmitglieder bestellt, in der Regel seine Entscheidung über ein Anreizsystem auf eine Referenzgruppe von Unternehmen aus dem gleichen Industriezweig mit einer ähnlichen Größe stützen. Vgl. BIZJAK ET AL. (Peer, 2007), S. 2.

<sup>243</sup> Vgl. EZZAMEL/WATSON (Market, 1998), S. 221.

<sup>244</sup> „(...) the main reason compensation increases every year is that boards want their CEO to be in the top half of the CEO peer group, because they think it makes the company look strong.“ Zitat von Edgar Woolard, Jr. ehemaliger CEO von Dupont: What's wrong with executive pay?, in: Harvard Business Review, Januar 2003.

<sup>245</sup> Vgl. FALLGATTER/BREITSOHL (Diskussion, 2006), S. 13.

<sup>246</sup> Vgl. EZZAMEL/WATSON (Market, 1998), S. 230.

haben kann als ein Benchmarking mit der Unternehmensperformance der Vergleichsunternehmen.<sup>247</sup>

Zusammenfassend gilt, dass eine erweiterte Transparenz der Vergütungspraxis, wie sie im angloamerikanischen Raum seit längerem gepflegt wird und in Deutschland seit Anfang 2006 für börsennotierte Unternehmen ebenfalls verpflichtend ist, den Prozess des Bidding Up fördern kann, weshalb JENSEN/MURPHY(2004) feststellen: „We believe that the misuse of survey information provided by compensation consultants has led to systematic increases in executive pay levels (...) the surveys have contributed to a ‚ratchet‘ effect in executive pay levels.“<sup>248</sup>

### 3. Humankapital

Das Anreizsystem wird nicht nur durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage bestimmt, sondern auch durch das Humankapital des Managers, das dieser in ein Unternehmen einbringt bzw. das er in einem Unternehmen umsetzen kann. Der korrespondierende angelsächsische Begriff „Human Capital“<sup>249</sup> und der theoretische Rahmen gehen auf Arbeiten von SCHULTZ (1961) und BECKER (1962) zurück, die gezeigt haben, wie Wissen und Bildung zum Wachstum von Volkswirtschaften beitragen können.<sup>250</sup> Als wesentliche Quellen für den Aufbau von Humankapital werden neben Investitionen in die berufliche Aus- und die betriebliche Weiterbildung auch die mit der Zeit angesammelten Fähigkeiten gezählt, die in die Dimensionen firmenspezifische, branchenspezifische und generische Fähigkeiten untergliedert werden können.<sup>251</sup> Entsprechend der Humankapitaltheorie beeinflusst die Höhe des Humankapitals die Produktivität jedes Menschen und kann dadurch eine positive Wirkung auf das Arbeitsergebnis ausüben. In der Betriebswirtschaftslehre ist die Humankapitaltheorie eng angelehnt an den ressourcenorientierten Erklärungsansatz von strategischen Wettbewerbsvorteilen.<sup>252</sup>

<sup>247</sup> Vgl. BIZJAK ET AL. (Peer, 2007), S. 21.

<sup>248</sup> JENSEN/MURPHY (Remuneration, 2004), S. 56.

<sup>249</sup> Human Capital ist „(...) generally understood to consist of the individual’s capabilities, knowledge, skills and experience of the company’s employees and managers, as they are relevant to the task at hand, as well as the capacity to add to this reservoir of knowledge, skills, and experience through learning.“ DESS/PICKEN (Productivity, 1999), S. 8.

<sup>250</sup> Vgl. BECKER (Capital, 1962); SCHULTZ (Capital, 1961).

<sup>251</sup> Vgl. HARRIS/HELFAT (Capital, 1997), S. 895.

<sup>252</sup> Der Ressourcen-orientierte Ansatz bzw. „ressource-based view“ geht u. a. auf Arbeiten von PENROSE (Theory, 1959), WERNERFELT (Firm, 1984) und BARNEY (Firm, 1991) zurück. PENROSE untersuchte den Einfluss heterogener Ressourcen auf das Wachstum von Unternehmen und WERNERFELT im Hinblick auf den Aufbau von Wettbewerbsvorteilen. WERNERFELT war es auch, der den Begriff des „resource based view“ geprägt hat und darauf aufbauend eine neue Theorie der Firma etablieren wollte. BARNEY (1991) hingegen beschränkte sich auf die Analyse von strategischen Ressourcen zum Aufbau von Wettbewerbsvorteilen. BARNEY definiert Ressourcen wie folgt: "(...) firm resources include all assets, capabilities, organizational processes, firm

Die Humankapitaltheorie geht wie der ressourcenorientierte Ansatz davon aus, dass wertvolle, nicht substituierbare, nicht imitierbare und nicht übertragbare Ressourcen den Erfolg eines Unternehmens maßgeblich beeinflussen können. Im Gegensatz zum ressourcenorientierten Ansatz weist jedoch die Humankapitaltheorie der Ressource Mensch eine übergeordnete Stellung zu.

Für die vorliegende Arbeit kann das Humankapital von Vorstandsmitgliedern als der monetäre Gegenwert für ihr Wissen, ihre Erfahrungen und ihre Fähigkeiten definiert werden, der sich auch in der Höhe der Vergütung der Vorstandsmitglieder niederschlagen sollte. So vermuten z. B. HENDERSON/FREDRICKSON (1996), dass die Höhe der Vergütung eines CEO eine Funktion seiner Fähigkeit ist, komplexe Informationen beurteilen und darauf basierend Entscheidungen treffen zu können. Empirisch überprüfen die Autoren diese Hypothese am Beispiel von 189 US-amerikanischen Unternehmen, wobei sie als Proxys für die Informationsverarbeitung den Diversifikationsgrad, die Forschungs- und Entwicklungsintensität und die Führungsstrukturen eines Unternehmens heranziehen. Im Ergebnis finden die Autoren einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Höhe der Vergütung der betrachteten CEOs und den Proxys für die Informationsverarbeitung.<sup>253</sup>

Des Weiteren bieten auch HARRIS/HELFAT (1997) einen humankapitaltheoretischen Erklärungsansatz für die Ausgestaltung von Anreizsystemen, wobei sie eine Delegationsbeziehung untersuchen, in der ein Agent von einem Unternehmen zu einem anderen Unternehmen wechselt.<sup>254</sup> Beide Autoren zeigen, dass ein Agent, der das Unternehmen wechselt, im neuen Unternehmen eine höhere Vergütung dafür verlangen wird, dass er einerseits bei einem Wechsel des Unternehmens sein bestehendes unternehmensspezifisches Humankapital aufgeben muss und andererseits eine Risikoprämie für den Fall verlangen wird, dass er im neuen Unternehmen womöglich mit seinen Fähigkeiten scheitern wird. Ihre Argumentation ergänzen die Autoren um eine Auswertung von 305 Nachbesetzungen der Position des CEO in den USA im Zeitraum 1978-1987. Die Autoren beziffern den in ihrer Stichprobe festgestellten Aufschlag auf ca. 30 % der durchschnittlichen Vergütung eines CEO.<sup>255</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch MURPHY/ZABOJNIK (2004) in ihrer Untersuchung von 2.783 Nachbesetzungen der Position des CEO in den USA im Zeitraum 1970-2000. Für die Stichprobe beziffern die Autoren den von den CEOs geforderten Aufschlag auf ca. 15,3 % der durchschnittlichen

---

attributes, information, knowledge, etc; controlled by a firm that enable the firm to conceive of and implement strategies that improve its efficiency and effectiveness." BARNEY (Firm, 1991), S. 101.

<sup>253</sup> Vgl. HENDERSON/FREDRICKSON (Determinant, 1996).

<sup>254</sup> Vgl. HARRIS/HELFAT (Capital, 1997).

<sup>255</sup> Vgl. HARRIS/HELFAT (Capital, 1997), S. 915.

Vergütung, jedoch führen sie dies nicht auf verloren gegangenes unternehmensspezifisches Wissen zurück, sondern begründen diesen Aufschlag damit, dass der Markt generelles, transferierbares und flexibel anwendbares Wissen deutlich höher bewertet als unternehmensspezifisches Wissen.<sup>256</sup> Für Deutschland und Großbritannien untersuchen BRENNER/SCHWALBACH (2003) indessen den Einfluss von Managereigenschaften auf die Höhe der Vergütung am Beispiel von 459 Beobachtungen von 102 Personen aus Deutschland und 1.020 Beobachtungen von 234 Personen aus Großbritannien im Zeitraum 1991-1998. Als Proxys für die Managereigenschaften verwenden beide Autoren in Anlehnung an die Humankapitaltheorie den Ausbildungsgrad, die Berufserfahrung (labor market experience) und die Beschäftigungsdauer der Manager.<sup>257</sup> Die Autoren finden für beide Stichproben einen positiven Zusammenhang zwischen dem Ausbildungsgrad, der Berufserfahrung und der Vergütung der betrachteten Manager. Zudem weist die deutsche Stichprobe einen positiven Zusammenhang zwischen der Beschäftigungsdauer und der Vergütung aus.

Insgesamt deuten die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen darauf hin, dass das Humankapital von Managern eine wichtige Determinante für die Höhe und Struktur des Anreizsystems darstellen kann. Problematisch daran ist aber, dass die vorgestellten Studien allesamt nur Hilfsvariablen für das Humankapital verwenden, da eine tatsächliche Quantifizierung des Humankapitals von Managern in der Praxis noch nicht gelungen ist.

#### 4. „Managerial discretion“

Der Ermessensspielraum eines Agenten (CEO/Vorstandsvorsitzenden) wird in der angloamerikanischen Literatur unter dem Begriff der „managerial discretion“<sup>258</sup> untersucht und definiert die tatsächliche Menge der Handlungsalternativen, zwischen denen der Agent auswählen kann.<sup>259</sup> Einen Untersuchungsrahmen zur Analyse des Ermessensspielraums von Agenten bieten HAMBRICK/FINKELSTEIN (1987), die grundsätzlich zwischen drei Quellen von „managerial discretion“ unterscheiden:<sup>260</sup> Als erste Quelle nennen die Autoren das (Wettbewerbs-)Umfeld eines Unternehmens: Nach Ansicht der Autoren kann das (Wettbewerbs-)Umfeld einen maßgeblichen Einfluss auf die Zahl der

<sup>256</sup> Vgl. MURPHY/ZABOJNIK (CEO, 2004), S. 192.

<sup>257</sup> Vgl. BRENNER/SCHWALBACH (Management, 2003), S. 291.

<sup>258</sup> Vgl. HAMBRICK/FINKELSTEIN (Discretion, 1987); CARPENTER/GOLDEN (Discretion, 1997) und FINKELSTEIN/BOYD (Discretion, 1998).

<sup>259</sup> „Managerial discretion refers to the latitude of options top managers have in making strategic choices.“ FINKELSTEIN/BOYD (Discretion, 1998), S. 179.

<sup>260</sup> HAMBRICK/FINKELSTEIN (Discretion, 1987), S. 379.

Handlungsoptionen haben und dadurch den Ermessenspielraum des Agenten entweder erweitern oder eingrenzen, wobei sie das (Wettbewerbs-)Umfeld eines Unternehmens nach den Kriterien Produktdifferenzierung, Marktwachstum, Marktstruktur, Nachfrageinstabilität, Quasi-legalen Restriktionen wie z. B. Regulierungen, anderen externen Faktoren wie z. B. Lieferantenmacht und zuletzt der Kapitalintensität einer Industrie unterteilen. Als zweite Quelle für „managerial discretion“ nennen die Autoren die Organisationsstruktur eines Unternehmens, wobei sie als Kriterien die Größe und das Alter des Unternehmens und die vorherrschende Unternehmenskultur anführen. Als letzte Quelle nennen die Autoren die handelnde Person selbst. So gibt es ihrer Meinung nach Agenten, die bewusst Handlungsalternativen identifizieren und wahrnehmen, und es gibt Agenten, die lieber den Status Quo beibehalten wollen. „In fact, managerial quality could be defined in part as the ability to perceive, create and enact discretion. Managerial excellence is a function of sheer awareness of options“.<sup>261</sup> Abbildung 5 zeigt nochmals grafisch die von HAMBRICK/FINKELSTEIN vermutete Wirkung der verschiedenen Determinanten auf den Ermessenspielraum der CEOs/Vorstandsmitglieder.

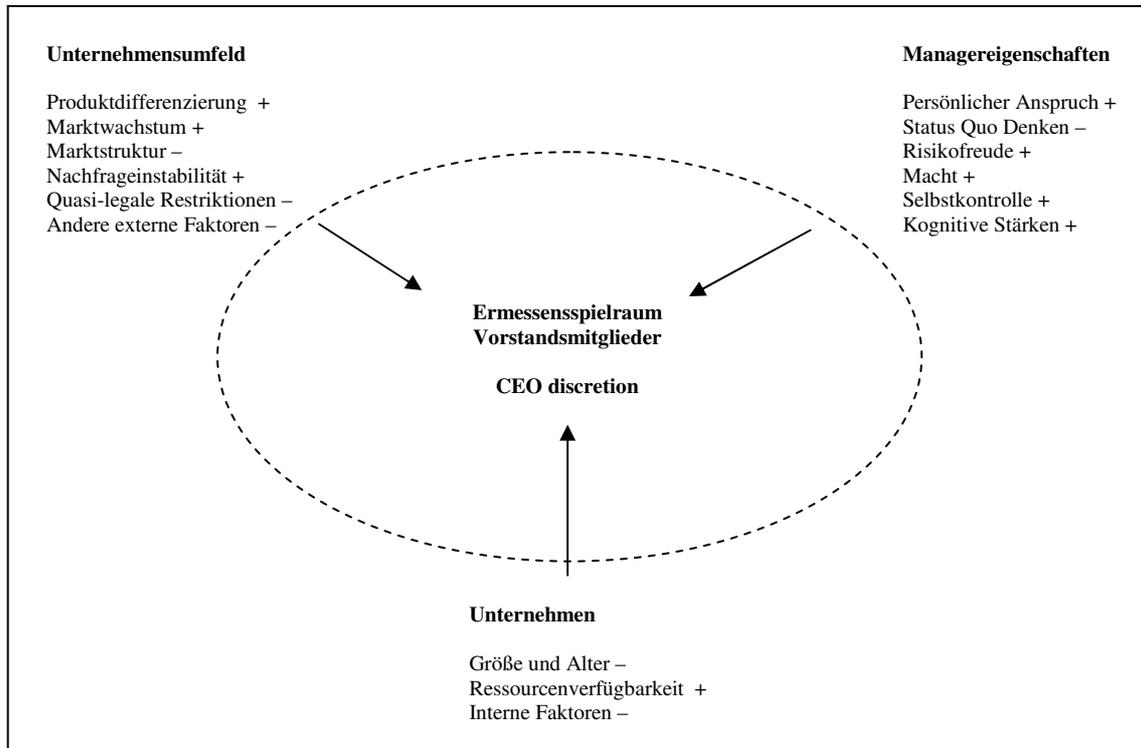
Welchen Einfluss der Ermessenspielraum von CEOs/Vorstandsmitgliedern auf ihre Vergütung haben kann, untersuchen z. B. FINKELSTEIN/BOYD (1998). In ihrer Untersuchung beschränken sich die Autoren jedoch nur auf das Unternehmensumfeld als Determinante und differenzieren Unternehmen mit einer hohen bzw. niedrigen „managerial discretion“ nach den Faktoren Wachstumschancen bzw. Investitionsintensität, Wettbewerbsstruktur und Regulierungsdichte. Für eine Stichprobe von 600 US-amerikanischen Unternehmen aus dem Jahr 1987 finden beide Autoren einerseits Hinweise auf einen positiven Zusammenhang zwischen dem Entscheidungsspielraum des Vorstands und der Gesamtvergütung und andererseits Hinweise auf einen positiven Zusammenhang zwischen dem Entscheidungsspielraum des Vorstands und der Höhe der langfristigen erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten.<sup>262</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch GAVER/GAVER (1995), die am Beispiel von 350 US-amerikanischen Unternehmen den Einfluss von Wachstumschancen auf die Höhe der Vergütung untersuchen.<sup>263</sup> Beide Autoren stellen zunächst die Hypothese auf, dass Vorstandsmitglieder, die in wachstumsstarken Unternehmen beschäftigt sind, deutlich höhere Grenzproduktivitäten vorweisen müssten und dadurch auch höhere Vergütungen verlangen könnten. Für die von ihnen untersuchten Unternehmen können beide Autoren diese Hypothese bestätigen. Die Autoren zeigen, dass sowohl die Gesamtvergütung als

<sup>261</sup> HAMBRICK/FINKELSTEIN (Discretion, 1987), S. 374.

<sup>262</sup> FINKELSTEIN/BOYD (Discretion, 1998), S. 191.

<sup>263</sup> Vgl. GAVER/GAVER (Compensation, 1995).

auch die längerfristigen unsicheren Vergütungskomponenten mit der Anzahl der Investitionsmöglichkeiten steigen würden.<sup>264</sup>



**Abbildung 5:** Determinanten auf den Ermessensspielraum von Vorstandsmitgliedern

(Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an HAMBRICK/FINKELSTEIN (Discretion, 1987), S. 379)

Einschränkend muss jedoch konstatiert werden, dass die Ergebnisse der beiden Untersuchungen im Widerspruch zu den Aussagen des LEN-Modells stehen, da mit der Anzahl der Investitionsmöglichkeiten zugleich auch die Varianz der Ergebnisse steigt und dies entsprechend dem LEN-Modell zu geringeren Gewinnbeteiligungsfaktoren führen sollte.<sup>265</sup>

<sup>264</sup> Die höhere Vergütung wird mit der größeren Informationsasymmetrie zwischen dem Prinzipal und dem Agenten begründet, die in Wachstumsunternehmen stärker ausgeprägt ist als in Unternehmen in gesättigten Industrien. Vgl. GAVAR/GAVAR (Compensation, 1995), S. 30; ähnlich auch SMITH/WATTS (Investment, 1992), S. 275. Siehe auch die Ausführungen von GUAY, BRYAN ET AL. und MEHRAN zur Wirkung des Ermessensspielraums auf die Höhe der aktienbasierter Vergütungskomponenten. Vgl. GUAY (Sensitivity, 1999), S. 66; BRYAN ET AL. (CEO, 2000), S. 686; MEHRAN (Executive, 1995), S. 174.

<sup>265</sup> Dies entspricht der Argumentationskette von PRENDERGAST. Vgl. PRENDERGAST (Risk, 2002).

## 5. Produktmarktwettbewerb

Neben dem Managermarkt können noch weitere Marktkräfte einen Einfluss auf die Ausgestaltung des Anreizsystems haben. Hierzu zählt z. B. der Wettbewerb auf den Produktmärkten. Einen theoretischen Rahmen zur Analyse der Wirkungen des Produktmarktwettbewerbs auf das Anreizsystem bieten SCHMIDT (1997) und RAITH (2001).<sup>266</sup> SCHMIDT (1997) diskutiert die potenziellen Wirkungen von Produktmärkten am Beispiel eines Prinzipal-Agenten-Modells mit einem risikoneutralen Prinzipal und einem risikoneutralen Agenten. Er kommt zu dem Ergebnis, dass ein erhöhter Produktmarktwettbewerb zu zwei sich gegenseitig ausschließenden Effekten führen kann. Erstens kann ein hoher Wettbewerb zu einem erhöhten Druck auf den Agenten führen, die Kosten senken zu müssen.<sup>267</sup> Dieser erhöhte Druck erfordert vom Agenten eine zusätzliche Anstrengung, die über eine Erhöhung des variablen Anteils des Anreizsystems erreicht werden kann. Zweitens zeigt er, dass ein hoher Wettbewerb den Erfolg des Unternehmens vermindern kann, wodurch das Unternehmen einem höheren Risiko ausgesetzt wird, Bankrott zu gehen.<sup>268</sup> Um dies zu verhindern, wird der Agent ebenfalls eine höhere Anstrengung einsetzen, die jedoch nicht zusätzlich vergütet werden muss, da der Agent den Disnutzen aus dem Verlust des Arbeitsplatzes und den zusätzlichen Kosten der Suche eines neuen Arbeitsplatzes vermeiden möchte. RAITH (2001) hingegen zeigt indessen, dass die Wirkung eines erhöhten Produktmarktwettbewerbs nur einen positiven Anreizeffekt haben kann.<sup>269</sup> Den Effekt des Untergangs eines Unternehmens betrachtet er als ein endogenes Ereignis, woraus er schlussfolgert, dass „(...) in equilibrium, firms always make zero profits, and hence there is no negative effect of competition on incentives via the level of firms' profits.“<sup>270</sup>

Empirisch liegen nur wenige Studien vor, die den Effekt des Produktmarktwettbewerbs auf die Ausgestaltung von Anreizsystemen dokumentieren. FUNK/WANZENRIED (2003) weisen am Beispiel produzierender US-Unternehmen aus zwei Industriezweigen für die Jahre 1992-2000 einen uneinheitlichen Effekt aus.<sup>271</sup> BEINER ET AL. (2008) hingegen zeigen am Beispiel von 200 Schweizer Unternehmen für den Zeitraum 2002-2005 einen positiven Zusammenhang zwischen dem Produktmarktwettbewerb und der

<sup>266</sup> Vgl. RAITH (Competition, 2001); SCHMIDT (Competition, 1997).

<sup>267</sup> SCHMIDT bezeichnet diesen Effekt als “Value of a cost reduction” Effekt. Vgl. SCHMIDT (Competition, 1997), S. 200.

<sup>268</sup> SCHMIDT bezeichnet diesen Effekt als “Threat of liquidation” Effekt. Vgl. SCHMIDT (Competition, 1997), S. 200.

<sup>269</sup> Vgl. RAITH (Competition, 2001), S. 18.

<sup>270</sup> RAITH (Competition, 2001), S. 18.

<sup>271</sup> Vgl. FUNK/WEIZENRIED (Compensation, 2003), S. 37.

Höhe der Vorstandsvergütung auf.<sup>272</sup> Der festgestellte Zusammenhang ist konvex und steigt mit der Intensität des Wettbewerbs an. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch CUNAT/GUADALUPE (2005), die am Beispiel von 22.183 britischen Unternehmen die Wirkungen des Produktmarkt Wettbewerbs in den Jahren 1992-2000 analysieren.<sup>273</sup> Ihre Untersuchung unterscheidet sich von den beiden erstgenannten dadurch, dass die Autoren die Intensität des Wettbewerbs nicht mit Hilfe von Änderungen von Wettbewerbsparametern analysieren, sondern die Aufwertung des britischen Pfund 1996 als Ausgangspunkt ihrer Untersuchung nehmen. Beide Autoren zeigen, dass mit der Aufwertung des britischen Pfund zugleich auch der Anteil der erfolgsabhängigen Vergütung zugenommen hat.<sup>274</sup>

Zusammenfassend zeigt sich, dass die Wirkungen des Produktmarkt Wettbewerbs sowohl theoretisch als auch empirisch noch nicht vollständig durchdrungen zu sein scheinen. Vor allem in der empirischen Forschung besteht die Hauptschwierigkeit darin, den Effekt des Produktmarkt Wettbewerbs eindeutig zu isolieren, um von da aus den Wirkungszusammenhang zu untersuchen. Es ist auch fraglich, ob Unternehmen, die einem hohen Produktmarkt Wettbewerb ausgesetzt sind, tatsächlich geringere Vergütungen zahlen würden, nur weil ein theoretischer Zusammenhang vermutet wird, dass ein hoher Wettbewerb, wie SCHMIDT (1997) gezeigt hat, die Agency-Kosten reduzieren kann.

### c. Vergütungsbestandteile

Das vorgestellte LEN-Modell unterscheidet einerseits zwischen einer fixen und andererseits einer variablen Vergütungskomponente. In der Praxis zeigt sich indessen, dass zur Gesamtvergütung eines (deutschen) Vorstandsmitglieds neben diesen beiden monetären Vergütungskomponenten noch weitere Vergütungsbestandteile hinzugezählt werden können. Zu nennen sind hierbei insbesondere die Abfindungen für den Fall, dass der Anstellungsvertrag vorzeitig beendet wird, oder die Versorgungszusagen und Ruhestandsgelder der Vorstandsmitglieder.<sup>275</sup> Diese Vergütungsbestandteile werden jedoch aus der weiteren Untersuchung ausgeklammert werden, weil für sie ein unmittelbarer Zusammenhang mit der Zielsetzung des Unternehmens nur schwer nachzuweisen ist

---

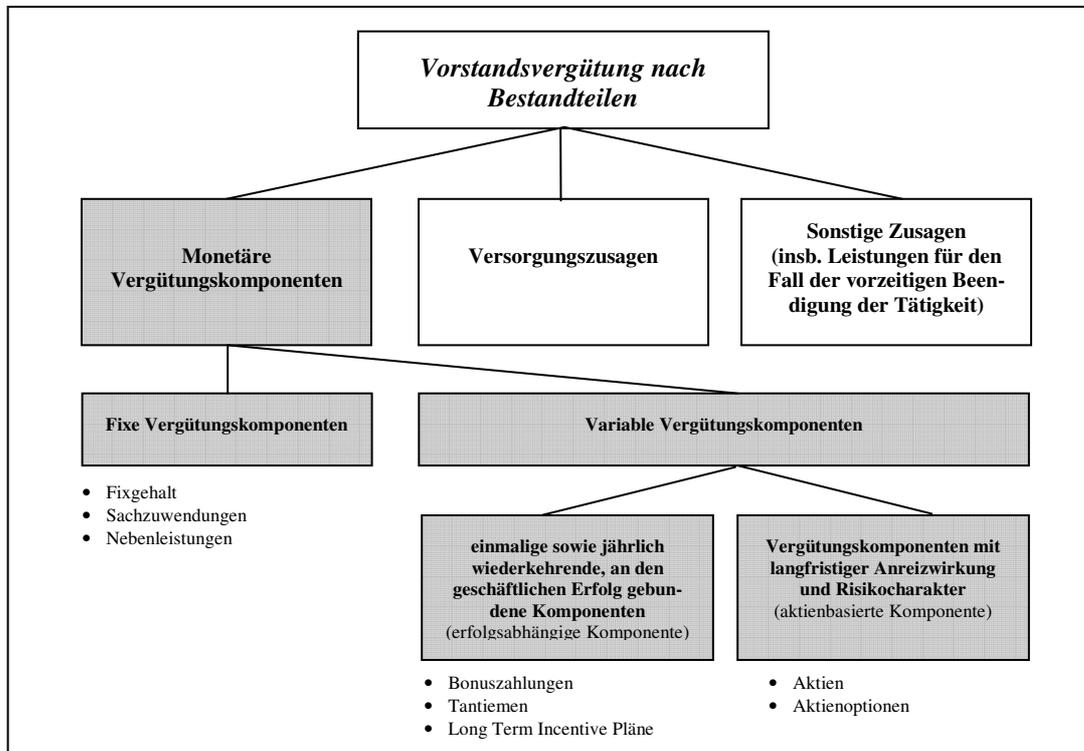
<sup>272</sup> Vgl. BEINER ET AL. (Product, 2008), S. 39.

<sup>273</sup> Vgl. CUNAT/GUADALUPE (Competition, 2005).

<sup>274</sup> Vgl. CUNAT/GUADALUPE (Competition, 2005), S. 19.

<sup>275</sup> Die Unterscheidung nach monetären Vergütungsteilen und weiteren Vergütungsbestandteilen folgt aus Ziffer 4.2.3 DCGK. Diese Unterscheidung ist aber nicht wirklich zufrieden stellend, da auch die weiteren Vergütungsbestandteile, wie Abfindungen und Versorgungszusagen, durch Barwertmodelle bewertet werden können und dadurch auch einen monetären Charakter haben.

und zudem aus der mangelnden Datenbasis in den Vergütungsberichten keine zusätzlichen Erkenntnisse gewonnen werden können. Aus diesem Grund soll der Schwerpunkt der Arbeit auf den monetären Vergütungskomponenten liegen, wobei sich die terminologische Abgrenzung der einzelnen Vergütungsbestandteile, wie in Abbildung 6 gezeigt wird, an den im DCGK verwendeten Begriffen orientieren soll.<sup>276</sup>



**Abbildung 6:** Bestandteile der Vorstandsvergütung im DCGK

(Quelle: eigene Darstellung)

## 1. Fixe Vergütungskomponenten

Das Fixgehalt stellt die sichere Komponente des Anreizsystems dar und bildet durch die fehlende Verlustbeteiligung der Vorstandsmitglieder aufgrund ökonomischer Fehlentscheidungen die Mindestvergütung ab. Die Höhe des Fixgehalts richtet sich üblicherweise nach der Verhandlungsmacht der Vorstände und wird auf Basis von Benchmarks vergleichbarer Unternehmen ermittelt.<sup>277</sup> Als Vergleichsparameter werden beispielsweise die Branchenzugehörigkeit und die Unternehmensgröße herangezogen, wobei als Richtwert für die Unternehmensgröße in der Regel die Umsatzhöhe genommen wird.

<sup>276</sup> Für einen umfassenden Überblick über die verschiedenen Vergütungskomponenten siehe insbesondere BECKER/KRAMARSCH (Vergütung, 2006).

<sup>277</sup> Vgl. RANG (Vorstandsvergütung, 2008), S. 15.

Die Ausrichtung des Fixgehalts an Benchmarks vergleichbarer Unternehmen kann zur Folge haben, dass der bereits beschriebene Effekt der Referenzgruppenentlohnung („Bidding Up“) durch die Genehmigung wettbewerbsfähiger Fixgehälter vorangetrieben wird.<sup>278</sup> Des Weiteren besteht die Gefahr, dass mit größenbasierten Benchmarks qualitative Eigenschaften der Vorstandsmitglieder überdeckt werden. Zwar weist Roberts (1959) darauf hin, dass die Unternehmensgröße ein guter Proxy für die Qualität von Vorständen sein kann, jedoch wird dabei außer Acht gelassen, dass Größe allein keine hinreichende Bedingung für eine gute Unternehmensführung darstellen kann.<sup>279</sup>

Neben der eigentlichen Zahlung des Fixgehalts können auch diverse explizite und implizite Sachzuwendungen und Nebenleistungen zur sicheren Komponente des Anreizsystems gezählt werden. Zu den expliziten und damit vertraglich geregelten Komponenten zählen die Stellung eines Dienstwagens, einer Dienstwohnung, einer Auslandspauschale und anderer geldwerter Vorteile.<sup>280</sup> Dabei ist es nicht unüblich, dass die aus der Gewährung von expliziten Leistungen entstehende Steuerbelastung zusätzlich vergütet wird.<sup>281</sup> Zu den impliziten und dadurch nicht vertraglich geregelten Komponenten zählen beispielsweise die Nutzung von Firmenflugzeugen und Firmenwohnungen zu Privatwecken. Diese sind durch externe Marktteilnehmer nicht überprüfbar und zählen zu den Leistungen, die entsprechend der Prinzipal-Agenten-Theorie durch den Vergütungsvertrag gemindert werden sollen. Dennoch zeigt die Praxis, dass diese impliziten Leistungen, sofern vorhanden, von den Vorstandsmitgliedern auch genutzt werden.

## 2. Erfolgsabhängige Vergütungskomponenten

Bonuszahlungen bzw. Tantiemen sind (jährlich wiederkehrende) Einmalzahlungen, die einen variablen und damit unsicheren Charakter aufweisen.<sup>282</sup> Dasselbe gilt für so genannte Long Term Incentive Pläne (LTIP), die jedoch im Vergleich zu Bonuszahlungen und Tantiemen einen längerfristigen Charakter haben. LTIPs führen zu Auszahlungen, sofern Performanceziele über einen mehrjährigen Zeitraum, in der Regel sind es drei

---

<sup>278</sup> „(...) since salaries below the 50th percentile are often labelled ‘below market’ while those between the 50<sup>th</sup> and 75<sup>th</sup> are considered ‘competitive’, the surveys have contributed to a ‘ratchet’ effect in base salary levels.” MURPHY (Compensation, 1999), S. 9.

<sup>279</sup> Vgl. ROBERTS (Theory, 1956), S. 291 f.

<sup>280</sup> Vgl. KNORR/SCHIPPACH (Entgeltsysteme, 1998), S. 170 f.

<sup>281</sup> Vgl. Geschäftsbericht 2007 der Volkswagen AG, S. 100: „Auf die Sachzuwendungen entfallende Steuern wurden im Wesentlichen von der Volkswagen AG getragen.“

<sup>282</sup> In dieser Arbeit werden Tantiemen und Bonuszahlungen synonym verwendet. RANG differenziert zwischen Tantiemen und Bonuszahlungen; nach seiner Definition wird die Höhe der Tantieme von dem Prinzipal festgelegt, während die Höhe der Bonuszahlung sich an der Erreichung vorab definierter Leistungsstandards orientiert. RANG (Vorstandsvergütung, 2008), S. 16.

Jahre bei den DAX 30 Unternehmen, erfüllt bzw. übertroffen werden. Die Variabilität dieser Vergütungskomponenten dient dazu, den Vorständen einen Anreiz zu bieten, ihre Handlungen am Erfolg des Unternehmens auszurichten. Inhaltlich bestehen erfolgsabhängige Vergütungskomponenten aus drei Elementen: (1) der Bemessungsgrundlage, (2) dem Leistungsstandard und (3) dem funktionalen Zusammenhang zwischen der Zielerfüllung und dem Auszahlungsstrom.

Die **Bemessungsgrundlage** stellt dabei die Größe dar, von der die zukünftigen Prämienzahlungen abhängen sollen, wobei in der Praxis zwischen aktivitäts- und erfolgsabhängigen Bemessungsgrundlagen unterschieden werden kann. Aktivitätsabhängige Bemessungsgrundlagen führen unabhängig von der Entwicklung von Unternehmenskennzahlen zu einem positiven Prämienstrom, weil die Vorstandsmitglieder allein aufgrund der beobachteten Handlungen vergütet werden.<sup>283</sup> Problematisch an aktivitätsbezogenen Bemessungsgrundlagen ist allerdings, dass sie hohe Anforderungen an den Informationsstand des Aufsichtsrats stellen, den er gemäß den Annahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie nicht haben kann. Erfolgsabhängige Bemessungsgrundlagen hingegen koppeln die Prämienzahlungen an die Erreichung einer oder mehrerer finanzieller Vorgaben. Diese Vorgaben bilden intersubjektiv nachprüfbar Größen, die allerdings auch unterschiedlich gut mit den Interessen der Aktionäre im Einklang stehen können. Im Vergleich zu aktivitätsabhängigen Bemessungsgrundlagen sind erfolgsabhängige Bemessungsgrundlagen aber aufgrund ihrer einfachen Nachvollziehbarkeit und dem geringeren Grad an Subjektivität besser geeignet für ein Anreizsystem für Vorstandsmitglieder.

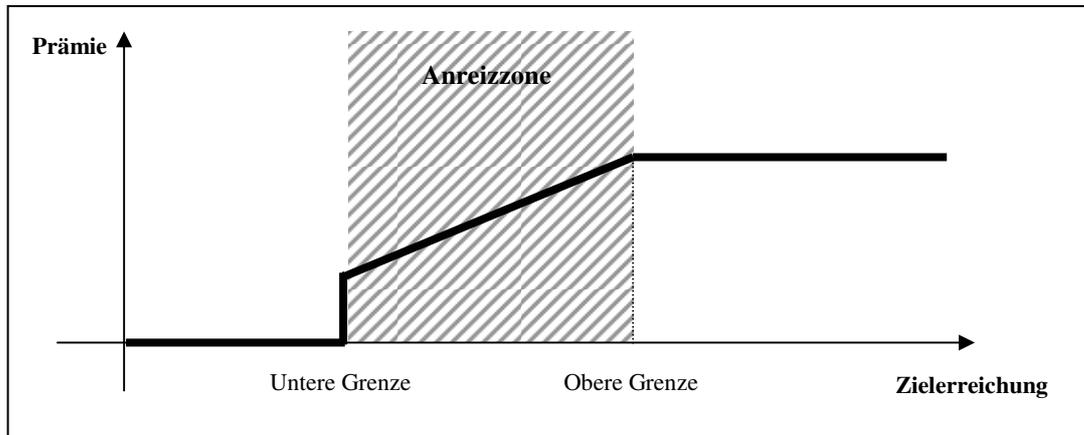
Der **Leistungsstandard** ist wiederum die Größe, die erreicht werden muss, damit eine Prämienzahlung erfolgen kann. In der Praxis sollte für jede Bemessungsgrundlage ein eigenständiger Leistungsstandard definiert werden. Nach MURPHY (1999) und MURPHY (2000) können Leistungsstandards in verschiedenen Formen auftreten. So kann eine Prämienzahlung dann erfolgen, wenn die Bemessungsgrundlage eine Plangröße (z. B. den Planumsatz), eine Vorjahresgröße (z. B. den Vorjahresumsatz), eine Größe im Vergleich zu Konkurrenzunternehmen (z. B. das durchschnittliche Umsatzwachstum der Branche), eine zeitlose Größe (Umsatzwachstum mindestens 10 % pro Jahr), eine individuell festgelegte Größe oder mindestens die Kapitalkosten des Unternehmens erreicht.<sup>284</sup> Bei der Vorgabe eines Leistungsstandards durch den Aufsichtsrat sollte dieser

---

<sup>283</sup> EYER (Entgeltsysteme, 2002), S. 21. Die Leistung bildet die alleinige Bemessungsgrundlage in einem leistungs-basierten Bonussystem.

<sup>284</sup> Vgl. MURPHY (Compensation, 1999), S. 12; MURPHY (Contracts, 2000), S. 7 f.

jedoch darauf achten, dass die Vorstandsmitglieder den Leistungsstandard nicht verändern oder manipulieren können.



**Abbildung 7:** Dreifach-geknickte Anreizfunktion

(Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 277)

Das letzte Element einer erfolgsabhängigen Vergütungskomponente bildet der **funktionale Zusammenhang** zwischen der Zielerreichung und der Prämienhöhe. Die in der Praxis am häufigsten vorzufindende Auszahlungsstruktur basiert auf der dreifach-geknickten Anreizfunktion.<sup>285</sup> Die dreifach geknickte Anreizfunktion ist durch eine untere und obere Begrenzung gekennzeichnet. Die untere Begrenzung gibt an, ab wie viel Prozent Zielerreichung des Leistungsstandards eine Auszahlung erfolgen soll. Die obere Begrenzung gibt an, wie hoch die maximale Zielerreichung sein muss, um die maximale Prämie ausgezahlt zu bekommen. Kennzeichnend für die dreifach-geknickte Anreizfunktion ist, dass nur in dem Bereich zwischen der unteren und oberen Grenze eine Motivation zur zusätzlichen Anstrengung den Vorstandsmitgliedern gegeben wird. Außerhalb dieser Anreizzone erhalten die Vorstandsmitglieder keine zusätzlichen Prämienzahlungen für ihre Anstrengung. Abbildung 7 zeigt den typischen Verlauf einer dreifach-geknickten Anreizfunktion.

### 3. Aktienbasierte Vergütungskomponenten

Aktienbasierte Vergütungskomponenten haben wie schon die erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten einen variablen und damit unsicheren Charakter. In der Praxis treten diese Vergütungskomponenten in einer Vielzahl von Varianten und Ausgestaltungsfor-

<sup>285</sup> Vgl. LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 277; MURPHY (Contracts, 2000), S. 33.

men auf. Auf höchster Ebene kann grundsätzlich zwischen der Ausgabe von Aktien oder der Zuteilung von Optionen für den Erwerb von Aktien unterschieden werden. Werden Aktien bzw. Aktienoptionen zugeteilt, kann wiederum zwischen echten oder virtuellen differenziert werden. Bei echten Aktien erhalten die Vorstandsmitglieder in Abhängigkeit von ihrem Erfolg und nach Ablauf einer Sperrfrist eine bestimmte Anzahl von Aktien auf ihr Konto gutgeschrieben, während bei virtuellen Aktien nur eine monetäre Ausgleichszahlung für den Gegenwert der Aktien erfolgt. Bei echten Aktienoptionen erhalten die Vorstandsmitglieder hingegen das Recht (Option), eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem bei Gewährung festgelegten Basispreis und in einem festgelegten Zeitraum zu erwerben, während bei virtuellen Aktienoptionsplänen lediglich eine monetäre Ausgleichszahlung gewährt wird, die durch die Differenz des Aktienkurses zum Basispreis bestimmt wird.<sup>286</sup> Der wesentliche Unterschied zwischen Aktien und Aktienoptionen besteht darin, dass bei Aktienoptionen zunächst eine Performancehürde, der Basispreis, überschritten werden muss, damit eine Prämienzahlung erfolgen kann, während bei Aktien diese Performancehürde implizit bei null festgesetzt wird.<sup>287</sup>

### **Parameter von Aktienoptionsplänen**

Der Basispreis bildet den zentralen Parameter von Aktienoptionsplänen.<sup>288</sup> Er ist so anzusetzen, dass der gewünschte Anreizcharakter erreicht wird. Je nach Ausgestaltungsform des Anreizsystems kann zwischen einem festen und einem variablen Basispreis unterschieden werden. Wird ein fester Basispreis gewählt, sind drei Ausgestaltungsformen möglich. Erstens kann der Basispreis unter dem Aktienkurs zum Zeitpunkt der Gewährung angesetzt werden (*in-the-money options*). In diesem Fall partizipieren die Vorstandsmitglieder schon zum Zeitpunkt der Gewährung der Aktienoption am Erfolg des Unternehmens. Zweitens kann der Basispreis in Höhe des Aktienkurses zum Zeitpunkt der Ausgabe festgesetzt werden (*at-the-money options*). Entscheidend ist hierbei, ob ein Stichtagskurs gewählt wird oder der Basispreis sich aus einem Durchschnittswert

---

<sup>286</sup> Diese Aktienoptionen werden auch „traditional executive stock options“ genannt. Vgl. MURPHY (Compensation, 1999), S. 16. Neben traditionellen Aktienoptionen mit einem festen Basispreis und einem vorgegebenen Ausübungszeitraum führen JOHNSON/TIAN noch sechs weitere Formen von Aktienoptionen an, die sie nicht traditionell nennen: (1) „Premium options“ haben einen Basispreis, der höher liegt als der Aktienkurs bei Ausgabe. (2) „Performance-vested options“ haben eine Performance-Hürde, die zunächst erreicht werden muss, damit die Aktienoption ausgeübt werden kann. (3) Bei „Repriceable options“ kann der Basispreis nachträglich verändert werden. (4) Bei „Purchased options“ zahlt der Optionsempfänger einen Teil des Basispreises schon bei Gewährung der Aktienoption. (5) Bei „Reload options“ erhält der Optionsempfänger neue Aktienoptionen, indem er für den Basispreis seine schon ausübungsfähigen Optionen eintauscht. (6) Bei „Indexed options“ ist der Basispreis an die Entwicklung eines Vergleichsindex gebunden. Vgl. JOHNSON/TIAN (Value, 2000), S. 4.

<sup>287</sup> Vgl. ARNOLD (Anreizwirkungen, 2005), S. 13.

<sup>288</sup> Vgl. MEYER (Aktienoptionspläne, 2004), S. 46.

der letzten X Tage vor dem Gewährungsdatum ableitet. Der Ansatz zum Stichtagskurs birgt die Gefahr von Kursmanipulationen und sollte entsprechend berücksichtigt werden. Drittens kann der Basispreis zu einem höheren Betrag angesetzt werden (out-of-the-money options). In diesem Fall partizipieren die Vorstandsmitglieder nicht unmittelbar an einer Kurssteigerung, sondern erst, wenn das Unternehmen eine Mindestperformance vorweisen kann. Wird hingegen ein variabler Basispreis festgelegt, dann orientiert sich der Prämienstrom an der relativen Performance von Vergleichsunternehmen, so dass der endgültige Basispreis erst zum Ausübungszeitpunkt bestimmt werden kann. Den zweiten wichtigen Parameter von Aktienoptionsplänen bildet die Sperrfrist. Die Sperrfrist bestimmt den zeitlichen Rahmen zwischen dem Tag der Gewährung der Aktienoption und der ersten Möglichkeit ihrer Ausübung, wobei die Vorstandsmitglieder innerhalb dieser Sperrfrist nicht befugt sind, ihre Aktienoptionen auszuüben. Der Deutsche Standardisierungsrat bezeichnet die Sperrfrist im E-DRS Nr. 11 als einen Leistungszeitraum, innerhalb dessen die Gegenleistung des Berechtigten erbracht werden soll.<sup>289</sup>

Den dritten wichtigen Parameter von Aktienoptionsplänen bildet der Ausübungszeitraum. Der Ausübungszeitraum bestimmt die Periode, innerhalb derer Aktienoptionen ausgeübt werden dürfen. In der Praxis sind drei Formen von Ausübungszeiträumen für Aktienoptionspläne vorzufinden: (1) Der Zeitraum beginnt und endet mit dem ersten Tag, nach dem die Sperrfrist abläuft. Das heißt, der Berechtigte kann nur dann einen positiven Prämienstrom realisieren, sofern die Aktienoption mit dem Ablauf der Sperrfrist im Geld ist. (2) Der Ausübungszeitraum umfasst eine fest definierte Periode nach dem Ablauf der Sperrfrist. Der Berechtigte hat also mehr Zeit, um gegebenenfalls einen positiven Prämienstrom realisieren zu können. (3) Der Ausübungszeitraum umfasst eine fest definierte Periode, die jedoch auf so genannte Ausübungsfenster begrenzt wird. Ziel solcher Ausübungsfenster ist es, „(...) die Optionsausübung auf Zeiträume zu beschränken, in denen die Anleger am Kapitalmarkt infolge der Bilanzpressekonferenz oder der Quartalsberichte über einen ähnlichen Informationsstand verfügen, wie die im Unternehmen tätigen Führungskräfte.“<sup>290</sup> Dadurch sollen insiderrechtliche Vergehen im Zusammenhang mit der Ausübung der Aktienoptionen vermieden werden.

---

<sup>289</sup> Vgl. DEUTSCHER STANDARDISIERUNGSRAT (Entwurf, 2001), S. 13.

<sup>290</sup> CASPER (Optionsvertrag, 2005), S. 414.

## II. Gestaltungskriterien effizienter Anreizsysteme

In diesem Abschnitt werden die inhaltlichen Gestaltungskriterien effizienter Anreizsysteme aus Sicht des DCGK herausgearbeitet und konkretisiert, bevor dann im nächsten Abschnitt ihre Umsetzung am Beispiel der DAX 30 Unternehmen überprüft werden soll. Wie in Kapitel B.II. gezeigt wurde, sollten sich Anreizsysteme für Vorstandsmitglieder dadurch auszeichnen, dass sie wirtschaftlich einen Beitrag zur Zielerreichung des Unternehmens leisten. Aus der definatorischen Bestimmung des Effizienzbegriffs und der Konkretisierung der im DCGK verankerten unternehmerischen Zielvorschrift folgen daher unmittelbar die ersten beiden für die Arbeit relevanten Gestaltungskriterien: (1) das Kriterium der Wirtschaftlichkeit und (2) das Kriterium der Nachhaltigkeit. Neben diesen beiden feststehenden Gestaltungskriterien effizienter Anreizsysteme lassen sich in der Literatur eine Vielzahl weiterer Kriterien identifizieren, wobei im Folgenden exemplarisch die Kriterienräume von WINTER (1996) und LAUX (2006) betrachtet werden, um diese anschließend den Empfehlungen und Anregungen im DCGK gegenüberzustellen.<sup>291</sup>

WINTER (1996) arbeitet in seiner Untersuchung prinzipielle Gestaltungsmöglichkeiten von Managementanreizsystemen heraus, wobei er folgende Anforderungen an diese stellt: Wirtschaftlichkeit, Transparenz, Gerechtigkeit, Leistungsorientierung, Flexibilität, Dualität, Planungsgenauigkeit, Akzeptanz, Anreizkompatibilität und Risikoreduktion.<sup>292</sup> Kennzeichnend für diesen Anforderungskatalog ist, dass WINTER im Vergleich zu anderen Anforderungskatalogen wie z. B. von BECKER (1990) und BLEICHER (1992) den Zweck des Anreizsystems und damit seine Funktion nicht zu den Anforderungen des Systems zählt.<sup>293</sup> Vielmehr vertritt WINTER die Ansicht, dass eine begriff-

---

<sup>291</sup> Vgl. LAUX (Unternehmensrechnung, 2006); WINTER (Prinzipien, 1996).

<sup>292</sup> (a) *Wirtschaftlichkeit*: Der Einsatz des Managementanreizsystems ist nur solange sinnvoll, wie die verursachten Kosten geringer sind als die Erträge. (b) *Transparenz*: Das Managementanreizsystem ist transparent, wenn es individuell durchschaubar und verständlich ist. (c) *Gerechtigkeit*: Das Managementanreizsystem ist gerecht, wenn die Vergütung zur Leistung sowohl im Verhältnis zu anderen Personen als auch absolut angemessen ist. (d) *Leistungsorientierung*: Das Managementanreizsystem ist leistungsorientiert, sobald Leistungsunterschiede differenziert vergütet werden. (e) *Flexibilität*: Das Managementanreizsystem ist flexibel, wenn es unterschiedliche Zielsetzungen durch adäquate Berücksichtigung der Rahmenbedingungen unterstützt. (f) *Dualität*: Das Managementanreizsystem erfüllt die Anforderung der Dualität, wenn es sowohl das Erreichen strategischer als auch operativer Ziele fördert. (g) *Planungsgenauigkeit*: Das Managementanreizsystem erfüllt die Anforderung der Planungsgenauigkeit, wenn es die betroffenen Personen dazu bringt, ihre Informationen in der Zielplanung offen zu legen. (h) *Akzeptanz*: Das Managementanreizsystem wird akzeptiert, wenn der betroffene Manager sich mit der Funktionsweise des Anreizsystems einverstanden erklärt. (i) *Anreizkompatibilität*: Das Managementanreizsystem ist anreizkompatibel, wenn nur solche Verhaltensweisen belohnt werden, die im Interesse der Eigentümer stehen. (j) *Risikoreduktion*: Das Managementanreizsystem erfüllt die Anforderung der Risikoreduktion, wenn es zur Verminderung des persönlichen Einkommensrisikos des Managers beiträgt. Vgl. WINTER (Prinzipien, 1996), S. 71-92.

<sup>293</sup> Vgl. BECKER (Anreizsysteme, 1990) und BLEICHER (Anreizsysteme, 1992). WINTER bemängelt die Inpräzision zwischen den beiden Bedeutungsebenen von Anforderungen an ein Anreizsystem und den Funktionen des Anreizsystems.

liche Trennung von Anforderungen und Funktionen bei der Diskussion von Anreizsystemen zwingend notwendig ist.<sup>294</sup> Dieser Sichtweise wird auch in der vorliegenden Arbeit gefolgt, so dass nur Gestaltungskriterien diskutiert werden, die nicht zwingend eine Funktion des Anreizsystems darstellen.<sup>295</sup> Auch LAUX (2006) listet in seinem Beitrag Beurteilungskriterien auf, die zur Orientierung bei der Gestaltung von Anreizsystemen dienen können. Folgende Anforderungen stellt LAUX an ein Anreizsystem: intersubjektive Überprüfbarkeit, Anreizkompatibilität, pareto-effiziente Risikoteilung, pareto-effiziente zeitliche Risikoteilung, Angemessenheit, Stabilität, Einfachheit und Effizienz.<sup>296</sup> Im Vergleich zu WINTER umfasst dieser Anforderungskatalog zusätzlich noch finanztheoretische Kriterien, die bei der Fundierung und Diskussion von optimalen Verträgen eine wichtige Rolle einnehmen. Hierzu zählen die Kriterien der pareto-effizienten Risikoteilung und der pareto-effizienten zeitlichen Risikoteilung.

Beide Kriterienräume bieten zunächst einen generellen Überblick über die Anforderungen an Managementanreizsysteme. Um diese nun in den Untersuchungsrahmen der deutschen Corporate Governance zu überführen und auf die Zielgruppe von Vorständen börsennotierter Unternehmen zu übertragen, werden beide Anforderungskataloge in Tabelle 2 synoptisch mit den Empfehlungen und Anregungen zur Gestaltung der Vorstandsvergütung im DCGK verglichen. Der synoptische Vergleich der Gestaltungskriterien zeigt, welche Kriterien der Aufsichtsrat aus Sicht der Verfasser des DCGK bei der Ausgestaltung der Vorstandsvergütung insbesondere berücksichtigen sollte. Zu nennen sind hierbei die Kriterien der Angemessenheit, Anreizkompatibilität, Wirtschaftlichkeit, Leistungsorientierung, Stabilität und Transparenz. Zusammen mit dem Kriterium der Nachhaltigkeit, das aus der im DCGK formulierten unternehmerischen Zielvorschrift abgeleitet wurde, bilden diese Kriterien den Diskussionsrahmen für die Untersuchung der inhaltlichen Gestaltungsmerkmale von Anreizsystemen in der vorliegenden Arbeit.

---

<sup>294</sup> Vgl. WINTER (Prinzipien, 1996), S. 71.

<sup>295</sup> Die Funktionen eines Anreizsystems fasst MEULBROEK wie folgt zusammen: „(...) to compensate managers for completed work, to reduce principal-agent costs by more closely aligning managers interests with those of shareholders, and to retain the managers.“ MEULBROEK (Compensation, 2001), S. 4. Ähnlich auch JENSEN ET AL.: „A well-designed remuneration package for executives [...] will accomplish three things: attract the right executive at the lowest cost; retain the right executives at the lowest cost [...]; and motivate executives to take actions that increase long-run shareholder value and avoid actions that destroy value.“ JENSEN ET AL. (Remuneration, 2004), S. 19.

<sup>296</sup> (a) *Intersubjektive Überprüfbarkeit*: Die Basiselemente des Anreizsystems müssen in intersubjektiv überprüfbarer Weise kontrolliert werden können. (b) *Anreizkompatibilität*: Das Anreizsystem ist anreizkompatibel, wenn der Agent (Entscheidungsträger) genau dann einen Vorteil erzielt, wenn auch der Prinzipal (Instanz) einen Vorteil erzielt. (c) *Pareto-effiziente (zeitliche) Risikoteilung*: Eine pareto-effiziente Teilungsregel liegt dann vor, wenn durch (sichere) Umverteilung (für verschiedene Zeitpunkte) der möglichen Erfolge keine Partei einen Vorteil erzielen kann, ohne dass sich die andere schlechter stellt. (d) *Angemessenheit*: Die Anreizsysteme sollen „fair“ sein. (e) *Stabilität*: Ein einmal gewähltes Anreizsystem darf nicht geändert werden. (f) *Einfachheit*: Das Anreizsystem soll einfach und verständlich sein. (g) *Effizienz*: Die ökonomischen Erträge aus dem Anreizsystem müssen den Kosten gegenübergestellt werden. Vgl. LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 27-33.

LAUX	WINTER	DCGK
Anreizkompatibilität	Anreizkompatibilität	Die variablen Vergütungsteile sollten einmalige sowie jährlich wiederkehrende, an den <u>geschäftlichen Erfolg</u> gebundene Komponenten und auch Komponenten mit <u>langfristiger Anreizwirkung</u> und Risikocharakter enthalten. <b>(Ziffer 4.2.3 Absatz 2 Satz 2)</b>
	Leistungsorientierung und Gerechtigkeit (Risikoreduktion)	Kriterien für die Angemessenheit der Vergütung bilden insbesondere die Aufgaben des jeweiligen Vorstandsmitglieds, seine persönliche Leistung, die Leistung des Vorstands sowie die wirtschaftliche Lage, der Erfolg und die Zukunftsaussichten des Unternehmens unter Berücksichtigung seines <u>Vergleichsumfeldes</u> <b>(Ziffer 4.2.2 Absatz 2 Satz 2)</b>
Angemessenheit		Die Vergütung der Vorstandsmitglieder wird vom Aufsichtsrat unter Einbeziehung von etwaigen Konzernbezügen in <u>angemessener Höhe</u> auf der Grundlage einer Leistungsbeurteilung festgelegt. <b>(Ziffer 4.2.2 Absatz 2 Satz 1)</b> Sämtliche Vergütungsbestandteile müssen für sich und insgesamt <u>angemessen</u> sein. <b>(Ziffer 4.2.3 Absatz 2 Satz 3)</b>
Stabilität		Eine <u>nachträgliche Änderung</u> der Erfolgsziele oder der Vergleichsparameter soll ausgeschlossen sein. <b>(Ziffer 4.2.3 Absatz 3 Satz 3)</b>
Intersubjektive Überprüfbarkeit (Einfachheit)	Transparenz (Akzeptanz)	Die <u>Offenlegung</u> soll in einem Vergütungsbericht erfolgen, der als Teil des Corporate Governance Berichts auch das Anreizsystem für die Vorstandsmitglieder in <u>allgemein verständlicher Form</u> erläutert. <b>(Ziffer 4.2.5 Absatz 1)</b> Die <u>Darstellung</u> der konkreten Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder vergleichbarer Gestaltungen für Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter soll deren Wert umfassen. <b>(Ziffer 4.2.5 Absatz 2 Satz 1)</b>
Effizienz	Wirtschaftlichkeit	Implizit in: Der Vorstand ist (...) der Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes verpflichtet. <b>(Ziffer 4.1.1 Satz 2)</b>
Pareto effiziente (zeitliche) Risikoteilung	Flexibilität, Planungsgenauigkeit, Dualität	Nicht explizit genannt

**Tabelle 2:** Synoptischer Vergleich der Gestaltungskriterien von WINTER und LAUX mit den Empfehlungen und Anregungen des DCGK (Quelle: eigene Darstellung)

Die übrigen Kriterien wie die Forderung nach pareto-effizienter (zeitlicher) Risikoteilung, Flexibilität, Dualität und Planungsgenauigkeit werden indessen nicht explizit im DCGK angesprochen, so dass sie auch aus der weiteren Untersuchung ausgeklammert werden sollen. Es wäre aber dennoch an dieser Stelle verfehlt, die mögliche Relevanz dieser Kriterien für die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung zu ignorieren. So stellt z. B. das finanztheoretische Kriterium der pareto-effizienten Risikoteilung im Rahmen eines Prinzipal-Agenten-Modells insbesondere auf die Aufteilung des unsicheren Erfolgs zwischen dem Prinzipal und dem Agenten ab. Eine pareto-effiziente Aufteilung des unsicheren Erfolgs liegt nach LAUX genau dann vor, „(...) wenn durch Umverteilung der möglichen Erfolge keine Partei einen Vorteil erzielen kann, ohne dass sich die andere schlechter stellt.“<sup>297</sup> Die Relevanz des Kriteriums wurde bereits im Zusammenhang mit den Darstellungen zum Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie mit asymmetrischer Information erörtert, wo gezeigt wurde, dass ein Anreizsystem unter der Annahme, dass der Prinzipal risikoneutral ist und der Agent risikoavers ist, genau dann dem Kriterium der Pareto-Effizienz entspricht, wenn der Agent nur eine fixe Vergütung erhält. Dabei wurde aber auch deutlich, dass ein Vergütungssystem, welches nur aus einer fixen Vergütungskomponente besteht, keine zusätzliche Anreizwirkung für den Agenten entfalten kann, weshalb das Kriterium auch grundsätzlich im Konflikt zum Kriterium der Anreizkompatibilität gesehen wird, das im weiteren Verlauf der Arbeit noch weiter konkretisiert wird. Das Kriterium der Flexibilität von WINTER behandelt hingegen die Anpassungsfähigkeit von Anreizsystemen an verschiedene Bedingungskonstellationen.<sup>298</sup> So führt WINTER aus, dass das Kriterium der Flexibilität gerade bei der Gestaltung von Anreizsystemen auf der Ebene von Bereichsleitern in Unternehmen Relevanz haben kann, da auf dieser Ebene die Ableitung von Erfolgsgrößen, die in Beziehung zur unternehmerischen Zielsetzung stehen, oft nicht möglich ist, sondern häufig Hilfsgrößen herangezogen werden müssen, die aber je nach Situation sich im Zeitablauf wandeln können. Für andere Führungsebenen relativiert WINTER indessen die Bedeutung des Kriteriums, indem er z. B. feststellt, dass das Anreizsystem eines Geschäftsführers, der sein Unternehmen nach einem akzeptierten übergeordneten Ziel steuert, nicht notwendigerweise flexibel sein muss, da zu vermuten ist, dass sich die Bedingungskonstellation bei einer übergeordneten Zielsetzung wie z. B. der Steigerung des Unternehmenswertes nicht so häufig ändern wird. Der Hinweis von WINTER kann auch dahingehend verstanden werden, dass ein Anreizsystem von Geschäftsführern/Vorstandsmitgliedern dem Kriterium der Stabilität entsprechen sollte, das noch in

---

<sup>297</sup> Vgl. LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 29.

<sup>298</sup> Vgl. WINTER (Prinzipien, 1996), S. 78.

den folgenden Abschnitten näher erläutert werden soll.<sup>299</sup> Auch WINTERs Kriterium der Dualität, wonach ein Managementanreizsystem sowohl zur Erreichung strategischer als auch zur Erreichung operativer Ziele beitragen soll, wird im Laufe der Arbeit indirekt bei der Diskussion des Kriteriums der Nachhaltigkeit erörtert.<sup>300</sup> So wird z. B. unter dem Kriterium der Nachhaltigkeit das Verhältnis von kurzfristigen, auf operative Ziele ausgerichteten Vergütungskomponenten und langfristigen, eher auf strategische Ziele ausgerichteten Vergütungskomponenten betrachtet und untersucht, wie sich das Verhältnis zwischen den beiden Vergütungskomponenten in den Anreizsystemen der Vorstandsmitglieder der DAX 30 Unternehmen darstellt. Deutlich schwieriger fällt dagegen die Bestimmung der Relevanz des Kriteriums der Planungsgenauigkeit für die Vorstandsvergütung. Nach WINTER erfüllt ein Anreizsystem das Kriterium der Planungsgenauigkeit dann, wenn es bei der Zielplanung zur Aufdeckung von wahrheitsgemäßen Informationen beitragen kann.<sup>301</sup> Das Kriterium stellt damit u. a. auf die Probleme ab, die mit dem jährlichen Prozess der Festlegung von Planzielen zusammenhängen, wonach Manager versuchen können, möglichst niedrige Planziele festzulegen, um die Wahrscheinlichkeit der Zielerreichung und damit die Wahrscheinlichkeit positiver Prämienzahlungen zu erhöhen.<sup>302</sup> WINTER untersucht die Relevanz des Kriteriums am Beispiel von Bereichsleitern. Für die in dieser Arbeit betrachtete Gruppe von Vorstandsmitgliedern ist die Relevanz des Kriteriums hingegen schwer zu bestimmen, da, wie im späteren Verlauf der Arbeit noch gezeigt wird, die Vorstandsmitglieder in der Regel einen hohen Einfluss auf die Ausgestaltung des Anreizsystems haben und damit die Parameter des Anreizsystems unter Umständen selber beeinflussen können. Insgesamt zeigt die Diskussion, dass einige Kriterien, wie das Kriterium der Flexibilität und das Kriterium der Planungsgenauigkeit von WINTER, eher generalistisch zu sehen sind und damit nicht explizit auf die Gruppe von Vorstandsmitgliedern übertragen werden können. Andere Kriterien hingegen, wie das Kriterium der Dualität, werden zwar im DCGK nicht explizit genannt, ihre Bedeutung soll aber unter anderen Kriterien wie z. B. dem Kriterium der Nachhaltigkeit in der vorliegenden Arbeit diskutiert werden

---

<sup>299</sup> Vgl. WINTER (Prinzipien, 1996), S. 79.

<sup>300</sup> Vgl. WINTER (Prinzipien, 1996), S. 80 ff.

<sup>301</sup> Vgl. WINTER (Prinzipien, 1996), S. 82 ff.

<sup>302</sup> Vgl. ROST/OSTERLOH (Management, 2009), S. 129.

### a. Kriterium der Angemessenheit

Das Kriterium der Angemessenheit bildet die zentrale Norm für die Gestaltung von Anreizsystemen und ist im §87 Abs. 1 AktG und in Ziffer 4.2.2 DCGK festgeschrieben.<sup>303</sup> §87 Abs. 1 Satz 1 AktG bestimmt, dass die Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds in einem angemessenen Verhältnis zu seinen Aufgaben und zur Lage der Gesellschaft stehen müssen. Problematisch ist, dass der Begriff der Angemessenheit in den Rechtswissenschaften nicht näher konkretisiert wird, so dass MÜLLER (2007) feststellt, dass es sich um ein „dead letter law“ handelt, an das keine Sanktionen anknüpfen und das in der Praxis keine Rolle spielt.<sup>304</sup> Die fehlende Konkretisierung des Begriffs versucht der DCGK in Ziffer 4.2.2 DCGK mithilfe eines Kriterienkatalogs für die Angemessenheit der Vergütung zu lösen. So führt der DCGK insbesondere die Aufgaben des jeweiligen Vorstandsmitglieds, seine persönliche Leistung, die Leistung des Vorstands sowie die wirtschaftliche Lage, den Erfolg und die Zukunftsaussichten des Unternehmens unter Berücksichtigung des Vergleichsumfeldes als maßgebliche Kriterien an. Die Bezugsgröße für die Beurteilung der Angemessenheit bildet nach § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG die Gesamtvergütung des jeweiligen Vorstands.<sup>305</sup> Zur Gesamtvergütung zählen nicht nur die unsicheren Vergütungskomponenten, sondern auch die fixen Gehaltsbestandteile, Sachzuwendungen und sonstigen Bezüge des Vorstandsmitglieds. Entsprechend § 87 I 1 AktG muss die Vergütungshöhe sowohl die Aufgaben des Vorstandsmitglieds als auch die Lage der Gesellschaft gleichermaßen reflektieren. Den Aufgabenbereich des Vorstandsmitglieds bilden dabei die in den §§ 76 ff. AktG genannten Rechte und Pflichten. Diese sind im Gesetzestext nur allgemein normiert, so dass es zur Handlungsautonomie des Vorstands gehört, die konkreten Aufgaben der Vorstandsmitglieder individuell zu spezifizieren. Um dabei dem Postulat der Angemessenheit zu genügen, muss die Vergütungshöhe die Art der Aufgabenstellung abbilden, wobei als Maßstab sowohl die Schwierigkeit, der Umfang und die Wichtigkeit der Aufgabenstellung als auch der eigentliche Verantwortungsumfang des jeweiligen Vorstandsmitglieds dienen können.<sup>306</sup> So entspricht beispielsweise die höhere Vergütung des Vorstandsvorsitzenden dem Angemessenheitspostulat, weil der Vorstandsvorsitzende in der Regel eine höhere Verantwortung zu tragen hat und einem höheren Haftungsrisiko ausgesetzt wird als die übrigen Vorstandskollegen.

<sup>303</sup> Vgl. BORS (Vorstandsvergütung, 2006), S. 40.

<sup>304</sup> Vgl. MÜLLER (Erfolgskriterien, 2007), S. 36.

<sup>305</sup> Vgl. BORS (Vorstandsvergütung, 2006), S. 41.

<sup>306</sup> Vgl. SEMLER (Vorstandsvergütungen, 1995), S. 599.

Der DCGK konkretisiert das Kriterium der Aufgaben des Vorstandsmitglieds durch die Forderung, dass die Vergütung in angemessener Höhe auf Grundlage einer Leistungsbeurteilung erfolgen muss. Dabei spezifiziert der DCGK den Leistungsbegriff nicht, was bei den unterschiedlichen Leistungsdefinitionen zu Interpretationsschwierigkeiten führen kann, wie dies am Beispiel der Leistungsdefinition von MELLEROWICZ (1960) deutlich wird.<sup>307</sup> Nach MELLEROWICZ ist Leistung ein Funktionsbegriff, „(...) der nur in Verbindung mit einer bestimmten Aufgabenstellung zu kennzeichnen ist, so dass jeweils durch die Art der Leistung die Zielsetzung angedeutet werden kann.“<sup>308</sup> Entsprechend dieser Definition kann Leistung zum einen als das Ergebnis einer Tätigkeit und zum anderen als die Tätigkeit selbst verstanden werden.<sup>309</sup> In Bezug auf die komplexen Aufgabenstellungen von Vorständen und die eingeschränkten zeitlichen Kapazitäten des Aufsichtsrats bei der Überwachung der Vorstände ist davon auszugehen, dass unter einer Leistungsbeurteilung eine Ex-post-Erfolgskontrolle verstanden werden kann.<sup>310</sup>

Eine Ex-post-Erfolgskontrolle ist aber nicht unmittelbar vereinbar mit dem Wortlaut des Gesetzestextes, wonach der Zeitpunkt der Festsetzung der Vergütungshöhe maßgebend für die Beurteilung der Angemessenheit sein sollte.<sup>311</sup> Darüber hinaus schreibt auch der DCGK vor, dass die Leistungsbeurteilung zum Zeitpunkt der Festsetzung erfolgen muss. Um dieses Problem zu lösen, empfiehlt der DCGK implizit die Vergütung variabel zu gestalten. Der Aufsichtsrat soll im Vorfeld der Leistungserfüllung eine Vergütungsbandbreite festlegen, die in einem angemessenen Verhältnis zur erwarteten Leistung steht, so „(...) dass die Leistung ex post in gebührendem Maße berücksichtigt wird.“<sup>312</sup> Diese Herangehensweise entspricht auch dem Verständnis der Prinzipal-Agenten-Theorie, wonach der Prinzipal bei der Bestimmung des Anreizsystems die Anstrengung des Agenten antizipieren muss (doppeltes Optimierungsproblem), um wiederum durch entsprechende erfolgsorientierte Vergütungskomponenten die Leistung des Agenten ex-post zu honorieren. Hierbei kommt der Auswahl der Bemessungsgrundlage eine besondere Bedeutung zu.<sup>313</sup> Welche Anforderungen eine Bemessungsgrundlage

---

<sup>307</sup> BECKER beklagt die oft mangelnde Hinterfragung und Auseinandersetzung mit dem Leistungsbegriff und stellt fest, dass es den meisten Autoren nicht mehr notwendig erscheint, das jeweilig vertretene Leistungsverständnis begrifflich zu klären. Vgl. BECKER (Grundlagen, 1992), S. 2.

<sup>308</sup> MELLEROWICZ (Leistung, 1960), S. 374.

<sup>309</sup> Vgl. BECKER (Grundlagen, 1992), S. 41.

<sup>310</sup> Vgl. FALLGATTER/BREITSOHL (Diskussion, 2006), S. 5.

<sup>311</sup> Vgl. BORS (Vorstandsvergütung, 2006), S. 75.

<sup>312</sup> BORS (Vorstandsvergütung, 2006), S. 43.

<sup>313</sup> LAUX bemerkt, dass das Kriterium der Angemessenheit mit dem Kriterium der Anreizkompatibilität in Konflikt stehen kann, wenn ein hoher „angemessener“ Sollwert für eine Bemessungsgrundlage gewählt wird, weil dadurch die Motivationswirkung der variablen Vergütungskomponente ausbleiben kann, wenn der Betroffene keine Chance sieht, die Soll-Vorgabe zu erreichen. Vgl. LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 31. Die Wahl

dabei erfüllen sollte, wird u. a. bei der Diskussion des **Kriteriums der Anreizkompatibilität** im späteren Verlauf der Arbeit gezeigt.

Neben dem Kriterium der Aufgaben des Vorstandsmitglieds muss auch das Kriterium der Lage der Gesellschaft kumulativ in der Vergütungshöhe berücksichtigt sein. Nach FLEISCHER (2005) betrifft dies nicht nur die Ertragslage, sondern die Gesamtsituation der Gesellschaft.<sup>314</sup> Als Maßstab für die Lage der Gesellschaft können die wirtschaftliche Situation, die Branche, die Unternehmensgröße und die Anzahl der Beschäftigten herangezogen werden. Nach dem Wortlaut des Gesetzestextes gilt das Kriterium für das gesamte Unternehmen und nicht für einzelne Unternehmensteile, wodurch bereichsspezifische Unterschiede bei gleicher Leistung der jeweiligen Vorstandsmitglieder nicht dem Kriterium der Angemessenheit entsprechen sollten. Nur in Ausnahmefällen darf der Aufsichtsrat eine bereichsspezifische Vergütung vereinbaren, wenn z. B. ein Vorstandsmitglied aufgrund von Verlusten explizit mit der Sanierung eines Unternehmens teils beauftragt wird.<sup>315</sup>

Wie im ersten Fall erweitert der DCGK auch für dieses Kriterium den Anforderungsrahmen um die beiden Kriterien Zukunftsaussichten und Vergleichsumfeld der Gesellschaft. Das Kriterium der Zukunftsaussichten stellt wie schon das Kriterium der Leistungsbeurteilung ein prognostisches Element dar, weil der Aufsichtsrat bei der Festlegung der Vergütungshöhe nicht nur die aktuelle Lage, sondern auch die zukünftige Gesamtsituation des Unternehmens einbeziehen muss. Darüber hinaus muss der Aufsichtsrat bei der Festlegung der Vergütungshöhe das Kriterium des Vergleichsumfelds berücksichtigen. Dies entspricht der Forderung nach Leistungsorientierung bzw. Leistungsgerechtigkeit, wonach gleiche Leistung eine gleiche Vergütung nach sich ziehen sollte. Was dies bedeutet und wie dies umgesetzt werden kann, wird bei der späteren Diskussion des **Kriteriums der Leistungsorientierung** noch gezeigt.

Zusammenfassend lässt sich für das Kriterium der Angemessenheit feststellen, dass eine Vergütung nur dann als angemessen beurteilt werden kann, wenn sowohl die Aufgaben und Leistungen des jeweiligen Vorstandsmitglieds als auch die aktuelle und zukünftige Lage der Gesellschaft im Vergleichsumfeld vom Aufsichtsrat berücksichtigt werden.

---

einer Sollvorgabe liegt jedoch im Ermessensbereich des Aufsichtsrats, der bei der Festlegung einer angemessenen Vergütungshöhe die Zukunftsaussichten der Gesellschaft berücksichtigen muss. Zum Angemessenheitskriterium gehört auch die Fähigkeit des Aufsichtsrats, Sollwerte zu bestimmen, die realistisch und erfüllbar sind.

<sup>314</sup> Vgl. FLEISCHER (Angemessenheit, 2005), S. 1279.

<sup>315</sup> Vgl. BORS (Vorstandsvergütung, 2006), S. 59.

### *b. Kriterium der Anreizkompatibilität*

Das Kriterium der Anreizkompatibilität fordert, dass ein Vorstandsmitglied nur dann einen finanziellen Nutzen aus seinem Anreizsystem ziehen soll, wenn aufgrund der Handlungen des Vorstands auch der finanzielle Nutzen der Aktionäre nach Berücksichtigung der Bonuszahlung steigt.<sup>316</sup> Die praktische Relevanz des Kriteriums wird unmittelbar ersichtlich, wenn die Empfehlungen und Anregungen des DCGK näher betrachtet werden. So empfiehlt der DCGK im Zusammenhang mit der Gewährung von aktienbasierten Vergütungskomponenten in Ziffer 4.2.3, dass der Aufsichtsrat für außerordentliche, nicht vorhergesehene Entwicklungen eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) vereinbaren soll. Durch eine solche Begrenzungsmöglichkeit wird allerdings die Anreizfunktion der Vorstandsmitglieder nach oben begrenzt, d. h., dass ein Vorstandsmitglied nur bis zu einer ex-ante definierten Obergrenze von einer positiven Entwicklung des Aktienkurses partizipieren kann. Wird diese Grenze jedoch überschritten, so kann dies unter dem Gesichtspunkt der Anreizkompatibilität zur Folge haben, dass das Vorstandsmitglied das Interesse daran verliert, den Aktienkurs weiter steigern zu wollen, da es darüber hinaus keinen weiteren Nutzen aus einer weiteren Steigerung des Aktienkurses erfährt.<sup>317</sup> Auch die Empfehlung in Ziffer 4.2.3, das Anreizsystem um Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter zu ergänzen, kann bei Gewährung von Aktienoptionen zu einer Verletzung des Kriteriums der Anreizkompatibilität führen.<sup>318</sup> Kennzeichnend für Aktienoptionen ist, dass sie erst zu einer positiven Auszahlung führen, wenn der Basispreis zum Ausübungszeitpunkt übertroffen wird. Wird jedoch der Basispreis auf einem Niveau festgelegt, welches nicht zu erreichen ist, dann kann dies wieder zur Folge haben, dass der durch die potenziellen Prämienzahlungen gesetzte Anreiz, den Aktienkurs weiter steigern zu sollen, ausbleibt. Allen variablen Vergütungskomponenten ist gemein, dass sie schon dann gegen das Kriterium der Anreizkompatibilität verstoßen, wenn eine Verlustbeteiligung der Prämienempfänger ausgeschlossen wird. Der Forderung nach Verlustbeteiligung wird jedoch in der Praxis entgegengehalten, dass die Risikoprämie, welche das Unternehmen für die Übernahme von Verlustrisiken den Vorstandsmitgliedern zahlen müsste, zu groß wäre.

---

<sup>316</sup> Vgl. LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 28.

<sup>317</sup> Vgl. LAUX (Unternehmenssteuerung, 2006), S. 512; ROST/OSTERLOH (Management, 2009), S. 126.

<sup>318</sup> Vgl. LAUX (Unternehmenssteuerung, 2006), S. 511.

**Theoretischer Exkurs:** Konzept der Anreizkompatibilität <sup>319</sup>

Bei dem Konzept der Anreizkompatibilität wird eine Entscheidungssituation mit zwei oder mehr Beteiligten betrachtet, bei der der Nutzen der Beteiligten nur von der Belohnung und dem Nettoerfolg abhängt. Andere Nutzen erhöhende bzw. Nutzen reduzierende Elemente werden hingegen aus der Betrachtung ausgeklammert.<sup>320</sup> Ziel des Konzepts ist es, erfolgsabhängige Anreizfunktionen zu bestimmen, die den finanziellen Nutzen aller Beteiligten so miteinander verbinden, dass wenn der Nutzen des einen Beteiligten aus der Belohnung steigt, auch gleichzeitig der Nutzen des anderen Beteiligten aus dem Nettoerfolg steigt. Dabei unterstellt das Konzept der Anreizkompatibilität beliebige Wahrscheinlichkeitsverteilung über den Erfolg. Die Annahme beliebiger Wahrscheinlichkeitsverteilung bedeutet, dass ein Beteiligter - bei der Betrachtung einer Delegationsbeziehung ist dies in der Regel der Agent - die Wahrscheinlichkeitsverteilung über den Erfolg durch seine Handlungen auch tatsächlich verändern kann. Wird das Konzept auf die Delegationsbeziehung zwischen einem Prinzipal und einem Agent übertragen, so lautet die Grundbedingung der Anreizkompatibilität für den Fall unsicherer Erwartungen, wenn sowohl Prinzipal und Agent homogene Wahrscheinlichkeitsvorstellungen<sup>321</sup> über den Erfolg und zustandsunabhängige Nutzenfunktionen<sup>322</sup> haben, wie folgt:

*Bei beliebiger Wahrscheinlichkeitsverteilung über den Erfolg ist der Erwartungswert des Nutzens des Agenten  $E(V[s(x)])$  aus der Entlohnungsfunktion  $s(x)$  eine streng monoton steigende Funktion des Erwartungswertes des Nutzens des Prinzipals  $E(U[x - s(x)])$  aus dem Nettoerfolg des Unternehmen  $x - s(x)$ .<sup>323</sup>*

Diese Bedingung ist immer dann erfüllt, wenn eine erfolgsabhängige Anreizfunktion vereinbart wird, die sicherstellt, dass bei einer Änderung der Wahrscheinlichkeit über den Erfolg eine gleichgerichtete Veränderung des Erwartungsnutzens des Prinzipals und des Agenten erfolgt. Dies bedeutet aber nicht, dass die gewählte Anreizfunktion

<sup>319</sup> Das theoretische Konzept der Anreizkompatibilität geht auf Arbeiten von Wilson zurück, vgl. WILSON (Theory, 1968) und WILSON (Structure, 1969). In der Folge erweiterten und präzisierten ROSS (Theory, 1973), ROSS (Agency, 1974), LAUX (Anreizsysteme, 1972), LAUX (Organisation, 1979) und VELTHUIS (Erfolgsbeteiligung, 1998) das Konzept.

<sup>320</sup> Vgl. VELTHUIS (Erfolgsbeteiligung, 1998), S. 21.

<sup>321</sup> Die Annahme homogener Wahrscheinlichkeitsvorstellungen bedeutet, dass sowohl der Agent als auch der Prinzipal den entscheidungsrelevanten Zuständen die gleichen Wahrscheinlichkeiten beimessen.

<sup>322</sup> Die Annahme zustandsunabhängiger Nutzenfunktionen bedeutet, dass weder der Prinzipal noch der Agent eine Möglichkeit haben, außerhalb der Delegationsbeziehung einen zusätzlichen finanziellen Nutzen zu erzielen, der direkt mit dem zu teilenden Erfolg in Verbindung steht.

<sup>323</sup> Vgl. LAUX (Erfolgssteuerung, 1995), S. 116.

zugleich den zu teilenden Erfolg maximiert, da das Konzept der Anreizkompatibilität, wie bereits geschildert, von den Nutzen reduzierenden Elementen, wie der Anstrengung des Agenten, die der Agent aber in der Regel bei der Wahl seiner Handlungen mitberücksichtigen wird, abstrahiert.

LAUX (1998) zeigt hierzu, dass die Bedingung der Anreizkompatibilität unter den dargestellten Annahmen genau dann erfüllt ist, wenn folgender linearer Zusammenhang besteht:<sup>324</sup>

$$U[x - s(x)] = \alpha \cdot V[s(x)] + \beta \quad (\text{wobei } \alpha \text{ positiv und } \beta \text{ beliebig ist}) \quad (19)$$

Wie aus Gleichung (19) hervorgeht, unterscheidet sich die Nutzenfunktion des Prinzipals  $U[x - s(x)]$  von der Nutzenfunktion des Agenten  $\alpha \cdot V[s(x)] + \beta$  nur durch eine positive lineare Transformation, wobei die Gleichung folgende Implikationen für die Interpretation des Konzepts der Anreizkompatibilität hat: (1) Bei gegebenen Nutzenfunktionen des Agenten und des Prinzipals können durch die Variation der Parameter  $\alpha$  und  $\beta$  unendlich viele Anreizfunktionen, die den Erfolg zwischen Prinzipal und Agent teilen, bestimmt werden. (2) Die Form der Anreizfunktion hängt bei Annahme einer beliebigen Kombination von  $\alpha$  und  $\beta$  von den Nutzenfunktionen des Prinzipals und des Agenten ab. Dies bedeutet, dass, wenn  $\alpha$  und  $\beta$  vorgegeben sind und zwischen den Nutzenfunktionen des Prinzipals und des Agenten ein linearer Zusammenhang für jedes  $x$  bestehen soll, auch das Grenznutzenverhältnis zwischen  $U'[x_i - s(x)]$  und  $V'[s(x)]$  konstant sein muss. Damit aber das Grenznutzenverhältnis konstant sein kann, muss auch die Anreizfunktion entsprechend angepasst werden. Dies ist immer dann notwendig, wenn entweder der Prinzipal oder der Agent nicht risikoneutral sind. Sind sowohl Prinzipal und Agent risikoneutral (lineare Nutzenfunktion; konstante Grenznutzen), dann ist auch die erfolgsabhängige Anreizfunktion  $s(x)$  linear. Bei Risikoaversion des Agenten verläuft die Nutzenfunktion hingegen nicht linear, sondern konkav, da die Grenznutzenwerte des Agenten mit steigendem Erfolg sinken. Damit die fallenden Grenznutzenwerte wieder kompensiert werden können, muss eine Anreizfunktion gewählt werden, die mit steigendem Erfolg auch steigt, also konvex ist. Im Umkehrschluss muss bei einer konvexen Nutzenfunktion (impliziert Risikofreude) eine konkave Teilungsregel gewählt werden, da mit steigenden  $x$  die Grenznutzenwerte auch steigen.

<sup>324</sup> Vgl. LAUX (Unternehmenssteuerung, 2006), S. 72 ff.; VELTHUIS (Erfolgsbeteiligung, 1998), S. 23.

Das Konzept der Anreizkompatibilität nimmt eine wichtige Stellung bei der Analyse von Anreizsystemen ein, weil es im Widerspruch zum Kriterium der Pareto-Effizienz steht, sofern eine nicht lineare Teilungsregel unterstellt wird.<sup>325</sup> Besonders deutlich wird dies für den in der Praxis häufig unterstellten Fall eines risikoneutralen Prinzipals und eines risikoaversen Agenten. Das Kriterium der Pareto-Effizienz ist nur dann erfüllt, wenn der Prinzipal das gesamte Vergütungsrisiko trägt, während der Agent nur ein Fixum erhält. Das Kriterium der Anreizkompatibilität hingegen ist für diesen Fall nur dann erfüllt, wenn der Erfolgsanteil mit zunehmender Risikoaversion (konkave Nutzenfunktion) des Agenten steigt. Bei einer maximalen Ausprägung des Erfolgs ist der Grenznutzen des Agenten null, während die Grenzentlohnung eins beträgt. Daraus folgt für die Gestaltung des Anreizsystems, dass unter der Bedingung, dass der Prinzipal risikoneutral und der Agent risikoavers ist, eine Anreizfunktion nicht zugleich anreizkompatibel und pareto-effizient sein kann.

In der Praxis spielen diese theoretischen Überlegungen nur eine untergeordnete Rolle. Es ist zwar in einigen Unternehmen nicht unüblich, dass die Anreizfunktion der Vorstandsmitglieder bei Überschreitung des Leistungsstandards (z. B. Plangewinns) einen zusätzlichen positiven Knick aufweist, wodurch die Planübererfüllung höher vergütet wird, jedoch kann hier vermutet werden, dass dies mehr einen Belohnungscharakter haben soll, als dass es mit Überlegungen zu den Risikoeinstellungen der Vorstandsmitglieder zusammenhängt. Praktische Bedeutung erlangt das Kriterium der Anreizkompatibilität indessen, wie im Folgenden gezeigt wird, bei der Wahl der Bemessungsgrundlage, dem Verlauf der Anreizfunktion und bei der Entscheidung über die Form der aktienbasierten Vergütungskomponenten.

### **Anreizkompatible Bemessungsgrundlagen**

Erfolgsabhängige Vergütungskomponenten bestehen, wie schon gezeigt wurde, aus der Bemessungsgrundlage, der Anreizfunktion und dem zugrunde gelegten Leistungsstandard. Für die Bemessungsgrundlage gilt dabei, dass sie nur dann dem Kriterium der Anreizkompatibilität entspricht, wenn sie auch dem Prinzip der Barwertidentität entspricht.<sup>326</sup> Das Prinzip der Barwertidentität setzt voraus, dass die Summe der auf den Zeitpunkt null bezogenen Barwerte aller Periodenerfolge (zum Zinssatz  $r$ ) mit der

---

<sup>325</sup> Zum Konflikt zwischen Anreizkompatibilität und Pareto-Effizienz siehe VELTHUIS (Erfolgsbeteiligung, 1998), S. 31.

<sup>326</sup> Vgl. VELTHUIS (Erfolgsteilung, 2004).

Summe der Barwerte aller Ausschüttungen übereinstimmt.<sup>327</sup> Besondere Bedeutung hat das Prinzip der Barwertidentität bei der Verwendung von Bemessungsgrundlagen, die auf Periodenerfolgen aus dem betrieblichen Rechnungswesen basieren. Barwertidentität kann in diesem Fall dann erzeugt werden, wenn die Periodenerfolge mit den kalkulatorischen Zinsen auf die Restbuchwerte am Periodenanfang verrechnet werden, die Gewinnermittlung nach dem Kongruenzprinzip<sup>328</sup> erfolgt und sowohl der Agent als auch der Prinzipal die gleichen Zeitpräferenzen haben.<sup>329</sup> Wird beispielsweise ein mehrperiodiges Investitionsprojekt betrachtet, dann stimmt der Kapitalwert des Projekts mit der Summe der Barwerte der Gewinne nur dann überein, wenn die Gewinngrößen um die kalkulatorischen Zinsen auf das eingesetzte Kapital angepasst werden.<sup>330</sup> Welche Folgen es haben kann, wenn dem Prinzip der Barwertidentität bei der Wahl einer Bemessungsgrundlage nicht gefolgt wird, soll im Folgenden am Beispiel des EBIT und des ROCE, zweier Kennzahlen, die in der Vergütungspraxis häufig als Bemessungsgrundlagen angesetzt werden, gezeigt werden. Dabei werden zwei vereinfachende Annahmen getroffen, wobei die in der Prinzipal-Agenten-Theorie übliche Terminologie gilt:<sup>331</sup> (a) Der Agent (das Vorstandsmitglied) und der Prinzipal (der Aufsichtsrat als Vertreter der Interessen der Aktionäre) haben die gleiche Zeitpräferenz: Beide Parteien bewerten Zahlungen mit dem gleichen Diskontierungszinssatz. (b) Eine Verlustbeteiligung ist nicht ausgeschlossen: Die Annahme impliziert, dass der Agent im Falle negativer Zielerreichungen in der Lage ist, entsprechende Zahlungen an das Unternehmen zu leisten. Es besteht also keine Vermögensbeschränkung des Agenten. Die Annahme entspricht in der Regel nicht der Realität, soll aber dennoch für die Diskussion der Bemessungsgrundlagen hier gelten.

---

<sup>327</sup> Vgl. LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 89.

<sup>328</sup> Vgl. WITZEMANN/CURRLE (Bonusbanken, 2004), S. 631. Das Kongruenzprinzip wird im angelsächsischen Raum auch als „clean surplus accounting“ bezeichnet und bedeutet, dass alle Veränderungen des Eigenkapitals, die durch unmittelbare Transaktionen zwischen dem Unternehmen und den Eigentümern verursacht werden, ergebniswirksam im Jahresüberschuss zu erfassen sind. Vgl. KROTTER (Durchbrechungen, 2006), S. 1.

<sup>329</sup> Die Forderung nach gleichen Zeitpräferenzen bedeutet, dass erstens der Agent und der Prinzipal die zukünftigen Erfolge und Ausschüttungen mit dem gleichen Zinssatz diskontieren und zweitens, dass der Agent und der Prinzipal den gleichen Zeithorizont haben. Vgl. WITZEMANN/CURRLE (Bonusbanken, 2004), S. 632. Zum Fall ungleicher Zeitpräferenzen siehe den Beitrag von GILLENKIRCH/SCHABEL (Periodenerfolgsrechnung, 2001).

<sup>330</sup> Zum Prinzip der Barwertidentität siehe die Ausführungen zum Preinreich-Lücke-Theorem. PREINREICH (Annual, 1938), S. 234 ff.; LÜCKE (Investitionsrechnung, 1955), S. 323.

<sup>331</sup> Für eine umfassende Untersuchung verschiedener, vom EBIT und ROCE abweichender Bemessungsgrundlagen siehe LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 235 ff. Neben weiteren Bemessungsgrundlagen erweitert LAUX noch den Annahmenraum um z. B. unterschiedliche Zeitpräferenzen, Risikoaversion und beliebige Wahrscheinlichkeitsverteilungen über den Erfolg.

### ***EBIT als Bemessungsgrundlage***

Das EBIT (Earnings before interest and tax), welches auch als operatives Ergebnis bezeichnet wird, ist eine Gewinngröße, die durch die Differenz aus Ertrag und Aufwand vor Berücksichtigung von Zinsen und Steuern ermittelt wird. Wird das EBIT als Bemessungsgrundlage für ein Bonussystem gewählt, kann der Agent seine Prämie dadurch maximieren, dass er seinen Anteil an der Summe der Barwerte seiner Bemessungsgrundlage zum Zinssatz  $r$  maximiert, während der Prinzipal den Barwert seiner Ausschüttungen nach Prämie zum Zinssatz  $r$  maximiert. Definitionsgemäß entspricht das EBIT aber nicht dem residualen Gewinn und damit auch nicht dem Kriterium der Anreizkompatibilität. Darüber hinaus führt die Verwendung des EBIT als Bemessungsgrundlage in einem Anreizsystem noch zu einer Vielzahl von Fehlanreizen, die sich wie folgt äußern können: (1) Das EBIT ist eine Kennzahl, die den operativen Gewinn des Unternehmens vor Berücksichtigung der Fremd- und Eigenkapitalkosten widerspiegelt. Die Nichtberücksichtigung von Kapitalkosten kann den Agenten dazu verleiten, Investitionsvorhaben durchzuführen, die zwar das EBIT steigern, aber bei Berücksichtigung von Kapitalkosten unwirtschaftlich sind. Den finanziellen Schaden tragen in diesem Fall die Fremdkapital- bzw. Eigenkapitalgeber, während der Agent von dem höheren Prämienstrom profitiert. (2) Der Agent kann einen Anreiz haben, Abschreibungen zeitlich nach hinten zu verlagern oder größere Investitionen zu vermeiden, weil niedrigere Abschreibungen das EBIT ebenfalls erhöhen und somit höhere Prämienzahlungen zur Folge haben. (3) Der Agent kann versuchen, die Thesaurierung von Gewinnen zu erhöhen. Die einbehaltenen Mittel können dann dazu genutzt werden, Investitionen zu tätigen, die wie im ersten Fall nur das EBIT erhöhen, aber nicht die Kapitalkosten erwirtschaften. Für die Eigenkapitalgeber eines Unternehmens ist die Thesaurierung von Gewinnen grundsätzlich nur dann ökonomisch sinnvoll, wenn die neuen Investitionsvorhaben mindestens die Kapitalkosten erwirtschaften.

### ***ROCE als Bemessungsgrundlage***

Das ROCE (Return on Capital Employed) ist eine Rentabilitätskennziffer, die häufig zur wertorientierten Unternehmenssteuerung verwendet wird. Sie wird von Unternehmen zu Unternehmen anders definiert, bildet aber grundsätzlich den Quotienten aus einer Ergebnisgröße, in der Regel dem EBIT, und dem eingesetzten Kapital. Das eingesetzte Kapital wird definiert als das Gesamtvermögen eines Unternehmens bereinigt um

das Abzugskapital.<sup>332</sup> Eine Prämie auf Basis des ROCE kann entweder als eine feste Prämienzahlung bei Erreichen oder Überschreiten einer Zielgröße verstanden werden oder als ein fester Prämienbetrag multipliziert mit der ROCE-Kennzahl. Letzteres bietet den Vorteil, dass auch negative ROCE-Werte zu einer entsprechenden Zahlung des Agenten an das Unternehmen führen. Da im Zähler dieser Rentabilitätsziffer wieder das EBIT steht, welches gegen das Prinzip der Barwertidentität verstößt, kann konstatiert werden, dass auch das ROCE gegen das Kriterium der Anreizkompatibilität verstößt. Mitunter kommt es zu den schon beim EBIT beschriebenen Fehlanreizen. Umgangen werden kann dieses Problem, indem vom ROCE die Kapitalkosten abgezogen werden:<sup>333</sup>

$$\text{Bemessungsgrundlage} = \left( \frac{\text{EBIT}}{\text{Capital Employed}} - \text{WACC} \right) * \text{Capital Employed}$$

Die neue Bemessungsgrundlage entspricht dem Residualgewinn des Unternehmens und ist somit auch anreizkompatibel, wobei einschränkend zu sagen ist, dass bei der dargestellten Kennzahl nicht vollständige Barwertidentität herrscht, da die kalkulatorischen Kapitalkosten nicht auf das investierte Kapital zu Beginn der Periode bezogen werden, sondern auf das investierte Kapital zum Ende der Periode.<sup>334</sup>

### **Anreizkompatible Anreizfunktionen**

Neben der Bemessungsgrundlage muss auch die Anreizfunktion dem Kriterium der Anreizkompatibilität entsprechen. Dabei geht es nicht um die Steigung der Funktion, die, wie gezeigt wurde, von den Nutzenfunktionen des Agenten und des Prinzipals abhängt und in der theoretischen Analyse bedeutend ist, sondern um den Verlauf der Funktion. Das Kriterium der Anreizkompatibilität fordert, dass der Nutzen des Agenten nur dann steigen soll, wenn auch der Nutzen des Prinzipals steigt. Dies setzt voraus, dass die Anreizfunktion monoton steigend ist. Weiterhin bedeutet dies, dass die Anreizfunktion auch negativ werden kann. In der Praxis werden Anreizfunktionen jedoch mit einer Unter- und Obergrenzen versehen. Diese Anreizfunktionen steigen nur in einem bestimmten Bereich, nämlich in einer prozentualen Bandbreite über und unter dem Leistungs-

<sup>332</sup> Das Abzugskapital bildet die nicht Zins tragenden Verbindlichkeiten des Unternehmens, wie z. B. Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung und erhaltene Anzahlungen.

<sup>333</sup> Als WACC (Weighted Average Cost of Capital) werden die gewichteten durchschnittlichen Gesamtkapitalkosten des Unternehmens bezeichnet, die sich aus dem Zinssatz auf das Fremdkapital und den Renditeforderungen der Aktionäre zusammensetzen.

<sup>334</sup> Vgl. LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 287.

standard. Innerhalb dieser Unter- und Obergrenzen ist die Anreizfunktion anreizkompatibel, jedoch nicht außerhalb dieser Grenzen. Charakteristisch für diese Anreizfunktionen ist, dass der Agent nicht an schlechten Ergebnissen beteiligt wird und nur bis zu einem gewissen Grad an guten Ergebnissen partizipiert. Neben der Verletzung des Kriteriums der Anreizkompatibilität führt die Verwendung dieser dreifach-geknickten Anreizfunktion auch zu diversen Fehlanreizen: (1) Der Agent kann dazu tendieren, riskante Investitionen zu tätigen, weil er bei einem Scheitern dieser Investitionsvorhaben nicht am finanziellen Schaden des Unternehmens beteiligt wird. (2) Der Agent kann dazu angehalten werden, Earnings Management<sup>335</sup> zu betreiben, um den Prämienstrom über die Zeitdauer konstant zu halten. Dies kann der Agent durch bilanzpolitische Maßnahmen erreichen, indem er z. B. beim Erreichen der Obergrenze der Anreizfunktion Rückstellungen bildet, die in den Folgeperioden wieder aufgelöst werden und zur Absicherung zukünftiger Prämien genutzt werden. (3) Der Agent kann versuchen, die Höhe des relevanten Leistungsstandards zu beeinflussen. In der Praxis werden Leistungsstandards regelmäßig im Dialog mit dem Aufsichtsrat festgelegt. Der Vorstand, der einen Informationsvorsprung gegenüber dem Aufsichtsrat hat, wird versuchen, den Leistungsstandard so festzulegen, dass sein zukünftiger Prämienstrom maximiert wird. In diesem Zusammenhang bemängelt MURPHY (1999) auch, dass Leistungsstandards dann aus Sicht des Unternehmens und seiner Aktionäre Probleme bereiten können, wenn die Empfänger von Prämienzahlungen die Höhe des Leistungsstandards im Vorfeld selber beeinflussen können.<sup>336</sup>

### **Anreizkompatibilität und aktienbasierte Vergütungskomponenten**

Bei der Analyse der Anreizkompatibilität von aktienbasierten Vergütungskomponenten muss zunächst zwischen Aktien und Aktienoptionen differenziert werden. Beide Vergütungskomponenten haben eine unterschiedliche Anreizstruktur und können das Kriterium der Anreizkompatibilität verschieden gut erfüllen. Gemeinsam haben beide Vergü-

---

<sup>335</sup> DEGEORGE ET AL. verstehen unter Earnings Management „(...) the strategic exercise of managerial discretion in influencing the earnings figure reported to external audiences.“ DEGEORGE ET AL. (Management, 1999), S. 2. Ähnlich auch DUTTA/GIGLER: “Earnings management is modelled as a ‘window dressing’ action undertaken by the manager. While such a non-productive action can increase the firm’s reported accounting earnings, it has no impact on the firm’s real cash flows or economic earnings.” DUTTA/GIGLER (Effect, 2002), S. 632. Weiterhin unterscheidet WEBER beim Earnings Management zwischen zwei Strategien: „directional earnings management, where the objective is to shift the mean value of reported earnings“ und „income-smoothing earnings management, where the objective is to reduce the time series variance of reported earnings.“ Vgl. WEBER (Executive, 2004), S. 12 f. Wesentliche Beiträge zum Einfluss vom Earnings Management auf die Vorstandsvergütung und die Unternehmensperformance kommen von CHENG/WARFIELD (Equity, 2005); DEFOND/PARK (Reversal, 2001); DEGEORGE ET AL. (Management, 1999); DEMSKI ET AL.; (Manipulation, 2004); DUTTA/GIGLER (Effect, 2002); HEALY (Effect, 1985).

<sup>336</sup> Vgl. MURPHY (Compensation, 1999), S. 15.

tungskomponenten, dass eine externe Bemessungsgrundlage, nämlich der Aktienkurs einer börsennotierten Gesellschaft, zugrunde gelegt wird. Die Verwendung des Aktienkurses als Bemessungsgrundlage soll Interessenkongruenz zwischen Management und Aktionären implizieren, weil nur durch eine Steigerung des Aktienkurses bei Vernachlässigung von Dividendenzahlungen die Aktionäre eines Unternehmens eine Nutzensteigerung erfahren.<sup>337</sup>

Prämiensysteme auf Basis von Aktien haben folgende einperiodige Struktur:

$$PR_{Agent} = n * Aktienkurs \text{ mit } n \text{ der Anzahl der gewährten Aktien}$$

Der Agent erhält eine bestimmte Anzahl von Aktien, die er entweder sofort oder erst nach einer bestimmten Haltefrist verkaufen kann. Er partizipiert gleichermaßen am Erfolg und Misserfolg des Unternehmens.<sup>338</sup> Sinkt der Aktienkurs, so erleidet der Agent die gleichen Nutzeneinbußen wie der Prinzipal.<sup>339</sup> Die Linearität von Aktien als Vergütungskomponente impliziert demnach Anreizkompatibilität. Problematisch erweist sich jedoch, dass von Aktien eine geringere Anreizwirkung ausgeht als von Aktienoptionen, weil der Agent ungeachtet der zukünftigen Entwicklung des Aktienkurses einen positiven Prämienstrom erhält.

Prämiensysteme auf Basis von Aktienoptionen lauten hingegen wie folgt:

$$PR_{Agent} = n * \max[Aktienkurs - Basispreis, 0]$$

Der Agent partizipiert nur an einer Aktienkurssteigerung, wenn der Aktienkurs über dem Basispreis liegt. Sobald der Aktienkurs unter den Basispreis fällt, beträgt die Prämie null. Ein Prämiensystem auf Basis von Aktienoptionen ist demnach asymmetrisch.<sup>340</sup> Dies verstößt gegen das Kriterium der Anreizkompatibilität. Der Agent kann seinen Nutzen erst ab dem Moment steigern, wenn der Aktienkurs den Basispreis überschreitet. Fehlanreize aus dem Einsatz von Aktienoptionsplänen resultieren insbesondere aus der fehlenden Verlustbeteiligung des Agenten. Scheitert der Agent mit seiner

---

<sup>337</sup> Vgl. FELTHAM/WU (Incentive, 2001), S. 7.

<sup>338</sup> Vgl. FELTHAM/WU (Incentive, 2001), S. 7.

<sup>339</sup> Der zusätzliche Disnutzen, der dem Agenten aus seiner Anstrengung entsteht, wird bei der Betrachtung des Kriteriums der Anreizkompatibilität nicht berücksichtigt.

<sup>340</sup> Vgl. ADAM-MÜLLER (Option, 2001), S. 333.

Strategie, dann kann er zwar die Aktienoptionen nicht einlösen, aber sein privates Vermögen bleibt davon unberührt. Den Schaden trägt nur der Prinzipal.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das Kriterium der Anreizkompatibilität bei der theoretischen Diskussion optimaler Anreizsysteme eine wichtige Stellung einnimmt und - wie gezeigt wurde - auch praktisch leicht umgesetzt werden könnte. Inwiefern dies jedoch tatsächlich erfolgt, wird in Abschnitt C.III am Beispiel der DAX 30 Unternehmen gezeigt.

### c. *Kriterium der Wirtschaftlichkeit*

Das Kriterium der Wirtschaftlichkeit fordert, dass ein Anreizsystem so gestaltet werden soll, dass die ökonomischen Erfolge, d. h. die höheren finanziellen Überschüsse (positive Verschiebung der Wahrscheinlichkeitsverteilung über den Erfolg) aus der Erfolgsbeteiligung, die zusätzlichen Kosten aus den variablen Vergütungskomponenten überwiegen. Dabei setzen sich die zusätzlichen Kosten ganz allgemein aus zwei Bestandteilen zusammen: (1) der Risikoprämie, die der Aufsichtsrat dem Vorstandsmitglied zahlen muss, damit dieser einen variablen Vergütungsvertrag annimmt<sup>341</sup>, und (2) den höheren administrativen Kosten, die bei der Entwicklung und Verwaltung des Anreizsystems anfallen.<sup>342</sup> Dabei gilt, je umfangreicher ein Anreizsystem gestaltet wird, d. h. je mehr Bemessungsgrundlagen verwendet werden und je komplexer die Anreizfunktion konzipiert wird, desto größer werden der Zeitaufwand und damit die Kosten sein, die der Aufsichtsrat aufbringen muss, um die tatsächliche Höhe der Bemessungsgrundlagen zu ermitteln und letztendlich den Auszahlungsbetrag zu bestimmen.<sup>343</sup> Die Bedeutung des Kriteriums wird im Folgenden am Beispiel einer erfolgsabhängigen und einer aktienbasierten Vergütungskomponente diskutiert, wobei insbesondere gezeigt wird, dass eine Bonuszahlung aus Sicht der Aktionäre nur dann erfolgen sollte, wenn das Unternehmen mindestens die Kapitalkosten erwirtschaftet, und dass die Gewährung von Aktienoptionen im Vergleich zu Aktien aus Sicht des Unternehmens unwirtschaftlich sein kann, wenn die Kosten der Vergütungskomponente nicht dem Nutzen des Vorstandsmitglieds entsprechen.

---

<sup>341</sup> Vgl. ADAM-MÜLLER (Option, 2001), S. 336.

<sup>342</sup> Zu den Entwicklungskosten des Anreizsystems zählen z. B. die Kosten für die Durchführung externer Benchmarks und die Beauftragung von Beratungsunternehmen, die bei der Ausgestaltung des Anreizsystems unterstützen. Zu den Verwaltungskosten zählen z. B. die Kosten, die bei der Berechnung und Überprüfung der Bemessungsgrundlagen anfallen.

<sup>343</sup> Vgl. LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 32.

## Erfolgsabhängige Vergütungskomponenten

Die Kosten einer erfolgsabhängigen Vergütungskomponente werden aus Sicht des Unternehmens durch die Bonushöhe, den zu erreichenden Leistungsstandard und die Form der Anreizfunktion determiniert. Die Höhe des Bonusbetrages wird dabei in der Regel entweder fix vorgegeben oder richtet sich nach einem prozentualen Wert des Grundgehalts. Ob und in welcher Höhe der Bonusbetrag ausgezahlt wird, hängt wiederum von der jährlichen Zielerreichung einer zuvor definierten Bemessungsgrundlage und der verwendeten Anreizfunktion ab. In der Praxis wird regelmäßig die schon zuvor beschriebene dreifach-geknickte Anreizfunktion eingesetzt, die abhängig von der Zielerreichung die Bandbreite für den prozentualen Anteil des auszuzahlenden Bonusbetrages definiert. Wird eine lineare 80/120-Anreizfunktion<sup>344</sup> gewählt, so erhält der Bonusempfänger z. B. bei 80 % Zielerreichung 0 % vom Bonusbetrag, bei 100 % Zielerreichung 100 % vom Bonusbetrag und bei 120 % einen Bonusbetrag von 200 %. Die Bruttokosten<sup>345</sup> des Bonussystems sind innerhalb dieser Bandbreite streng monoton wachsend, während die Nettokosten<sup>346</sup> für das Unternehmen von der Höhe des residualen Gewinns abhängen. Wird beispielsweise in einer Periode ein positiver residualer Gewinn erwirtschaftet, so liegen die Nettokosten des Bonussystems unter den Bruttokosten und können im günstigsten Fall sogar null betragen. Wird hingegen ein negativer residualer Gewinn erwirtschaftet, dann kommt es aus Sicht der Aktionäre eines Unternehmens zu einem doppelten Wohlfahrtsverlust, weil einerseits das Unternehmen die Renditeforderungen der Kapitalgeber nicht erwirtschaftet und andererseits die Bonuszahlung den Gewinn des Unternehmens weiter vermindert. Übertragen auf die vorliegende Arbeit bedeutet dies, dass sich ein wirtschaftliches Bonussystem dadurch auszeichnen sollte, dass ein Bonus nur in dem Fall gewährt wird, wenn auch die Renditeforderungen der Aktionäre bzw. die Kapitalkosten des Unternehmens erwirtschaftet werden.

### *Numerisches Beispiel zur Illustration*

Zur Illustration dient folgendes Beispiel: Ein Unternehmen erwirtschaftet in einem Jahr ein Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von EUR 100 Mio., hat ein gebundenes Kapital von EUR 1 Mrd. und durchschnittliche gewichtete Kapitalkosten von 10 %,

<sup>344</sup> Beispiele für andere Anreizfunktionen sind 90/110, 95/100, 50/150, 80/110, 90/140. Vgl. MURPHY (Compensation, 1999), S. 13.

<sup>345</sup> Die Bruttokosten entsprechen hier der tatsächlichen Auszahlung des Bonusbetrages an den Agenten. In den Bruttokosten werden jedoch keine administrativen Kosten des Anreizsystems berücksichtigt.

<sup>346</sup> Nettokosten = Bruttokosten abzüglich des residualen Gewinns des Unternehmens

welche die kumulierte Renditeforderung der Eigen- und Fremdkapitalgeber abbilden. Als Bemessungsgrundlage für das Vorstandsmitglied, das EUR 2,5 Mio. Fixgehalt pro Jahr erhält, dient das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT). Der Aufsichtsrat hat nun zwei Bonussysteme zur Auswahl. Das Bonussystem A. basiert auf einer 90/110-Anreizfunktion mit einer Zielvorgabe von EUR 100 Mio. Das heißt, dass das Vorstandsmitglied bei Erreichen dieser Zielvorgabe den vollen Bonusbetrag, bei Überschreiten der Zielvorgabe um 10 % den doppelten Bonusbetrag und bei Unterschreitung der Zielvorgabe um 10 % keinen Bonus erhält. In dieser Bandbreite verläuft die Anreizfunktion linear. Alternativ zum Bonussystem A. könnte der Aufsichtsrat dem Vorstandsmitglied auch das Bonussystem B. anbieten. Das Bonussystem B. hat ebenfalls eine 90/110-Anreizfunktion, die aber stückweise linear verläuft.<sup>347</sup> Die Zielvorgabe für das EBIT beträgt nun EUR 111 Mio.<sup>348</sup>. Das Vorstandsmitglied erhält weiterhin bei 100 % Zielerreichung EUR 2,5 Mio., bei 110 % Zielerreichung einen Bonusbetrag von EUR 7,5 Mio. EUR und bei 90 % Zielerreichung keinen Bonus. In Tabelle 3 wird gezeigt, welche Brutto- und Nettokosten von beiden Anreizsystemen verursacht werden.

Ergebnis vor Zinsen und Steuern MioEUR (a)	Gebundenes Kapital MioEUR (b)	Kapitalkosten % (c)	Residualgewinn MioEUR (d)=(a)-[(b)*(c)]	Bruttokosten A. MioEUR (e)	Nettokosten A. MioEUR (f)=(d)-(e)	Bruttokosten B. MioEUR (g)	Nettokosten B. MioEUR (h)=(d)-(g)
90	1.000	10%	-10	0,00	-10,00	0,00	0,00
92	1.000	10%	-8	0,50	-8,50	0,00	0,00
94	1.000	10%	-6	1,00	-7,00	0,00	0,00
96	1.000	10%	-4	1,50	-5,50	0,00	0,00
98	1.000	10%	-2	2,00	-4,00	0,00	0,00
100	1.000	10%	0	2,50	-2,50	0,00	0,00
102	1.000	10%	2	3,00	-1,00	0,45	1,55
104	1.000	10%	4	3,50	0,50	0,91	3,09
106	1.000	10%	6	4,00	2,00	1,36	4,64
108	1.000	10%	8	4,50	3,50	1,82	6,18
110	1.000	10%	10	5,00	5,00	2,27	7,73
112	1.000	10%	12	5,00	7,00	2,95	9,05
114	1.000	10%	14	5,00	9,00	3,86	10,14
116	1.000	10%	16	5,00	11,00	4,77	11,23
118	1.000	10%	18	5,00	13,00	5,68	12,32
120	1.000	10%	20	5,00	15,00	6,59	13,41
122	1.000	10%	22	5,00	17,00	7,50	14,50
124	1.000	10%	24	5,00	19,00	7,50	16,50
126	1.000	10%	26	5,00	21,00	7,50	18,50
128	1.000	10%	28	5,00	23,00	7,50	20,50
130	1.000	10%	30	5,00	25,00	7,50	22,50

**Tabelle 3:** Vergleich Brutto- und Nettokosten von zwei Bonussystemen

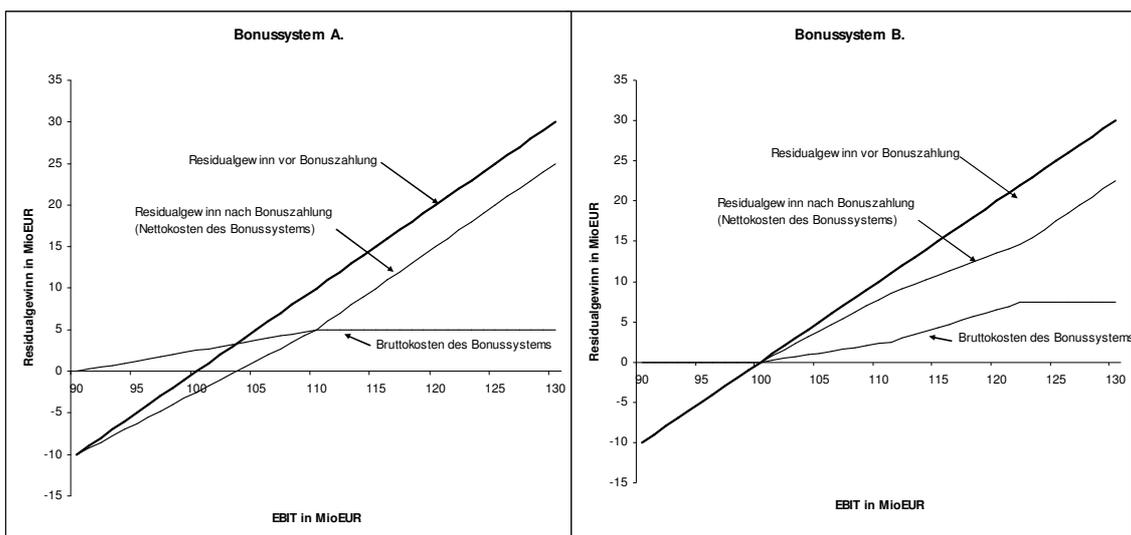
(Quelle: eigene Darstellung)

<sup>347</sup> Die Annahme einer stückweise linearen Anreizfunktion ist nicht zwingend. In den theoretischen Ausführungen zur Prinzipal-Agenten-Theorie wurde aber gezeigt, dass mit positiver Zielübererfüllung auch eine höhere Risikoprämie einhergehen sollte, um die fallenden Grenznutzenwerte des Agenten bei Risikoaversion zu kompensieren.

<sup>348</sup> 
$$x = \frac{\text{Gebundenes Kapital} * \text{Kapitalkosten}}{\text{untere Schranke der Belohnungsfunktion}} = \frac{1.000 * 0,1}{0,9}$$

Aus Tabelle 3 wird ersichtlich, dass nur das Bonussystem A. unter den dargestellten Bedingungen zu negativen Nettokosten führen kann. So erhält das Vorstandsmitglied zwar in einer Bandbreite für das EBIT von größer EUR 90 Mio. bis EUR 100 Mio. einen Bonus, das Unternehmen erwirtschaftet aber unter diesen Prämissen keinen positiven residualen Gewinn. Die positive Bonuszahlung belastet zudem noch das Ergebnis des Unternehmens, wodurch die Kapitalgeber zusätzlich schlechter gestellt werden. In der Bandbreite von EUR 101 Mio. bis EUR 104 Mio. erwirtschaftet das Unternehmen bereits einen positiven residualen Gewinn, der jedoch nicht ausreicht, um die Bonuszahlungen zu finanzieren, so dass die Nettokosten des Bonussystems immer noch negativ, jedoch geringer als die Bruttokosten sind. Wirtschaftlich in dem Sinne, dass das Bonussystem durch den erwirtschafteten Erfolg finanziert werden kann, ist das Bonussystem erst bei einem EBIT größer EUR 104 Mio. Darüber hinaus ist das Bonussystem auch in der Bandbreite eines EBIT größer EUR 104 Mio. bis EUR 110 Mio. anreizkompatibel, da sowohl die Kapitalgeber mit jeder EBIT-Erhöhung eine finanzielle Nutzensteigerung erfahren als auch das Vorstandsmitglied.

Demgegenüber sind die Nettokosten des Bonussystems B. nie negativ. Das heißt das Bonussystem kann vollständig aus den erwirtschafteten Gewinnen finanziert werden. Darüber hinaus ist das Anreizsystem in der Bandbreite des EBIT von EUR 100 Mio. bis EUR 122 Mio. auch anreizkompatibel. In Abbildung 8 werden die Kostenverläufe beider Bonussysteme nochmals grafisch dargestellt.



**Abbildung 8:** Vergleich eines ineffizienten mit einem effizienten Bonussystem

(Quelle: eigene Darstellung)

## Aktienbasierte Vergütungskomponenten

Die Kosten **aktienbasierter Vergütungskomponenten** werden aus Sicht des Unternehmens durch den Wert bestimmt, der erzielbar wäre, würden die ausgegebenen Aktien bzw. Aktienoptionen an unternehmensexterne Marktteilnehmer verkauft werden.<sup>349</sup> Der Gesamtwert einer Aktienoption setzt sich dabei aus dem laufzeitunabhängigen inneren Wert (intrinsic value) und dem Zeitwert (time value) zusammen. Der innere Wert gibt die Höhe des finanziellen Erfolgs zum Bewertungsstichtag wieder, unter der Annahme, dass eine sofortige Ausübung der Aktienoption möglich wäre. Für den inneren Wert gilt grundsätzlich, dass er nie negativ werden kann, da es nicht betriebswirtschaftlich sinnvoll wäre, eine Aktienoption auszuüben, deren Basispreis über dem Aktienkurs liegt. Daraus folgt für den inneren Wert der Option, wenn der Basispreis über bzw. auf dem gleichen Niveau wie der Aktienkurs liegt, ein Wert von null.<sup>350</sup> Der Zeitwert einer Aktienoption zeigt indessen den wertmäßigen Betrag, um den der Preis einer Aktienoption den inneren Wert übersteigt. Dabei bildet der Zeitwert einer Aktienoption die Wahrscheinlichkeit ab, dass es während der (Rest-)Laufzeit der Option zu einer (positiven) Veränderung des inneren Wertes kommt.<sup>351</sup> Die beiden Zeitwert bestimmenden Variablen sind dabei die (Rest-)Laufzeit und die Volatilität des als Bezugsgröße dienenden Aktienwertes. Je kürzer die (Rest-)Laufzeit der Aktienoption und je geringer die Volatilität des Aktienwertes ist, umso geringer ist die Wahrscheinlichkeit einer Preisänderung des Aktienwertes und umso geringer ist der Zeitwert einer Aktienoption.

In der Praxis kommen verschiedene Bewertungsmodelle für Aktienoptionen zum Einsatz, die je nach Modell und zugrunde liegenden Annahmen zu unterschiedlichen Optionspreisen führen können.<sup>352</sup> Das bekannteste Bewertungsmodell ist das Black-Scholes-(Merton)-Modell (B/S-Modell), welches einen präferenz- und arbitragefreien Kapitalmarkt unterstellt, auf dem die Zahlungscharakteristik einer europäischen Option durch ein äquivalentes Aktienportfolio dupliziert wird. Weiterhin basiert das Modell auf den Annahmen, dass der Zinssatz für risikolose Anlagen bekannt und während der Optionsfrist konstant ist, der Aktienkurs einem stetigen Zufallspfad folgt, während der Laufzeit keine Dividenden ausgezahlt werden, Leerverkäufe uneingeschränkt möglich sind, keine Transaktionskosten und Steuern beim Aktien- und Optionshandel berücksichtigt werden und eine beliebige Aufnahme und Anlage von finanziellen Mitteln zum kurz-

<sup>349</sup> Vgl. HALL/MURPHY (Prices, 2000), S. 210.

<sup>350</sup> ARNOLD (Anreizwirkungen, 2005), S. 13.

<sup>351</sup> MEYER (Aktienoptionspläne, 2004), S. 58 f.

<sup>352</sup> z. B. das Binomialmodell von Cox, Ross und Rubinstein, vgl. COX ET AL. (Options, 1979), oder Modelle basierend auf einer Monte Carlo Simulation. Vgl. ROBERT/CASELLA (Carlo, 2004).

fristigen Zinssatz für risikolose Anlagen ohne Einschränkung möglich ist.<sup>353</sup> Charakteristisch für das B/S-Modell ist die Möglichkeit des Optionsinhabers, die Risiken durch Leerverkäufe abzusichern, weshalb die Optionswertermittlung so erfolgen kann, als wenn der Optionsinhaber risikoneutral wäre. Diese Annahme gilt aber nicht uneingeschränkt für Vorstandsmitglieder, die als Teil ihrer Vergütung Aktienoptionen erhalten, da Vorstandsmitglieder in der Regel vertraglich daran gehindert werden, die finanziellen Risiken aus dem Halten der gewährten Aktienoptionen durch Leerverkäufe zu begrenzen. Zudem sind Vorstandsmitglieder entsprechend den Annahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie deutlich schlechter diversifiziert und damit deutlich risikoaverser als externe Anleger, da ein Großteil ihres Humanvermögens und ihres Einkommens an den Erfolg des Unternehmens gebunden ist, das sie leiten sollen. Dieses Abweichen von den Annahmen des B/S-Modells kann aber zur Folge haben, dass der B/S-Wert der als Vergütung gewährten Aktienoptionen nicht dem finanziellen Nutzen entspricht, den schlecht diversifizierte Vorstandsmitglieder den gewährten Aktienoptionen beimessen werden.<sup>354</sup> Aus diesem Grund haben LAMBERT ET AL. (1991) und im Folgenden HALL/MURPHY (2000/2002) ein zum B/S-Modell alternatives Bewertungsmodell entwickelt, das auch die Risikoeinstellung und den Diversifikationsgrad der Vorstandsmitglieder bei der Optionswertermittlung berücksichtigt.<sup>355</sup> Der Wert einer Aktienoption entspricht nach diesem Bewertungsmodell dem Sicherheitsäquivalent, d. h. dem sicheren monetären Betrag, den der Optionsinhaber für eine Aktienoption einzutauschen bereit wäre. Im Folgenden soll das Bewertungsmodell von HALL/MURPHY (2000/2002) mit einigen Modifikationen an einem **numerischen Beispiel** dargestellt und diskutiert werden.<sup>356</sup>

### *Numerisches Beispiel zur Illustration:*

Den Ausgangspunkt der Darstellungen bildet eine Delegationsbeziehung zwischen einem risikoneutralen Prinzipal und einem risikoaversen Agenten, wobei der Prinzipal dem Agenten als Teil seiner Vergütung Aktienoptionen gewährt. Es wird angenommen, dass der Agent ein privates Geldvermögen  $\psi$  hat, das er zum risikofreien Zinssatz  $r_f$

---

<sup>353</sup> Vgl. BLACK/SCHOLES (Pricing, 1973), S. 640. Erweiterungen des Modells ermöglichen auch die Modellierung von Dividendenzahlungen und eine dividendenbereinigte Ermittlung des Optionspreises.

<sup>354</sup> Vgl. JOHNSON/TIAN (Value, 2000), S. 4.

<sup>355</sup> Vgl. LAMBERT ET AL. (Portfolio, 1991); HALL/MURPHY (Prices, 2000); HALL/MURPHY (Stock, 2002). Weitere Beiträge sind die von HIMMELBERG/HUBBARD (Pay, 2000) und JENTER (Executive, 2002).

<sup>356</sup> Theoretisch diskutieren FELTHAM/WU (Incentive, 2001) und ARNOLD (Anreizwirkungen, 2005) die Anreiz-effizienz von Aktien und Aktienoptionen. Dabei bestätigen die Autoren bei Betrachtung des singulären Ziels der Motivation von Arbeitsanstrengung die Ergebnisse des numerischen Beispiels.

anlegen kann. Weiterhin besitzt der Agent  $m$  Aktien des eigenen Unternehmens, deren Anteil am Gesamtvermögen zum Zeitpunkt  $T$   $\omega_T = \frac{mP_T}{\psi + mP_T}$  beträgt mit  $P_T$  als dem Aktienkurs zum Ausübungszeitpunkt. Als Vergütung erhält der Agent Aktienoptionen zu einem Basispreis von  $X$ , die zum Zeitpunkt  $T$  ausgeübt werden können. Daraus folgt für das Gesamtvermögen des Agenten:

$$W_T \equiv \psi(1 + r_f)^T + mP_T + \max(0, P_T - X)$$

Erhält der Agent anstatt der Aktien einen festen Geldbetrag  $Z$ , so lautet sein Vermögen:

$$W_T^Z \equiv (\psi + Z)(1 + r_f)^T + mP_T$$

Der Wert der Aktienoptionen für den Agenten ermittelt sich durch das Sicherheitsäquivalent  $Z$  wie folgt:

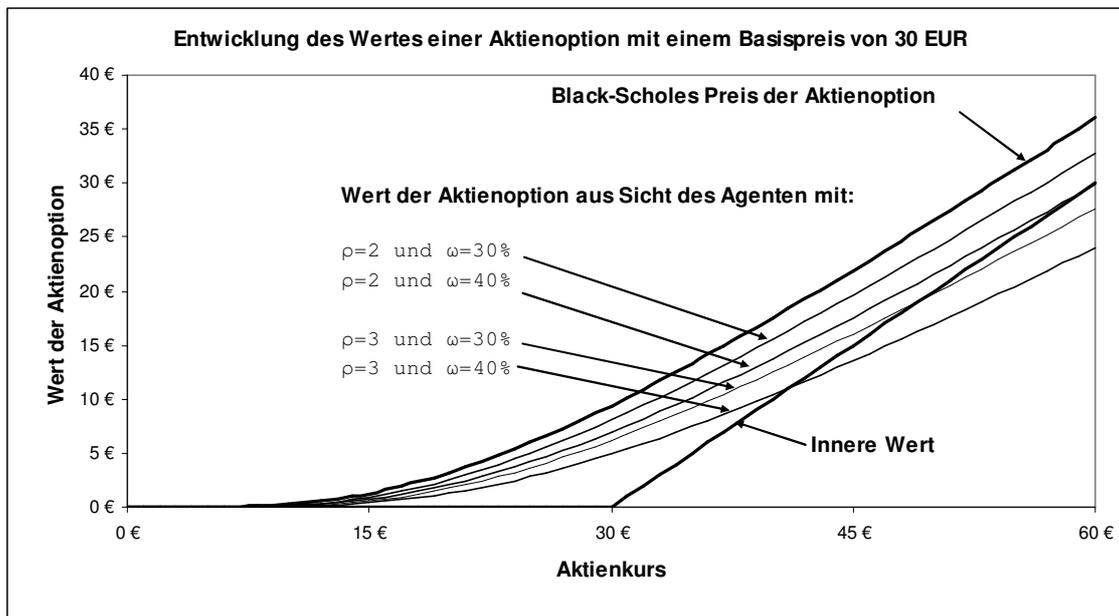
$$\int_0^{\infty} V(W_T^Z) f(P_T) dP_T = \int_0^{\infty} V(W_T) f(P_T) dP_T$$

Für die numerische Lösung der Gleichung wird angenommen, dass der Agent eine konstante relative Risikoaversion besitzt. Weiterhin wird für die Verteilung der Aktienkurse zum Zeitpunkt  $T$  eine Lognormalverteilung mit der Volatilität  $\delta$  und einer erwarteten Rendite  $\mu = r_f + \beta(r_m - r_f)$  zugrunde gelegt, wobei  $\beta$  das firmenspezifische Risiko und  $r_m - r_f$  die Marktrisikoprämie abbilden.<sup>357</sup> Für die konstanten Parameter wird für den risikolosen Zins 5 %, für die Marktrisikoprämie 5 % und für das firmenspezifische Risiko 1,0 angesetzt. Des Weiteren wird angenommen, dass das Vermögen des Agenten zum Ausgabezeitpunkt EUR 5,0 Mio. beträgt und der Agent 10.000 Aktienoptionen zu einem Bezugkurs von EUR 30 („at the money“) mit einer Laufzeit von vier Jahren erhält. Abbildung 8 zeigt den Verlauf der Optionspreise bei Variation des Risikoaversionsgrades des Agenten und des Aktienanteils  $\omega$  am Gesamtvermögen, wobei für den Risikoaversionsgrad ein Wert von 2,0 bzw. 3,0 unterstellt wird.<sup>358</sup> Die Höhe des Aktienanteils wird für die numerische Lösung mit 30 % bzw. 40 % beziffert, da üblicher-

<sup>357</sup> Die Annahme eines Modells mit konstanter relativer Risikoaversion und Lognormalverteilung ist zum Standard in der Literatur geworden. Vgl. DITTMANN/MAUG (Anreizverträge, 2005), S. 3.

<sup>358</sup> Vgl. FRIEND/BLUME (Assets, 1975), die den Risikoaversionsgrad eines risikoaversen Agenten zwischen 2,0 und 3,0 schätzen.

weise Informationen zum tatsächlichen durchschnittlichen Aktienvermögen von Vorstandsmitgliedern nicht zugänglich sind.



**Abbildung 9:** Wert der Aktienoptionen aus Sicht des Managers

(Quelle: eigene Darstellung)

Wie aus der Abbildung 9 ersichtlich ist, liegen die Werte für die Aktienoptionen aus Sicht des Agenten unter dem ermittelten Wert aus der B/S-Berechnung. Für den Fall, dass die Aktienoptionen „at the money“ ausgegeben werden, liegt der B/S-Wert für eine Aktienoption beispielsweise bei EUR 9,43. Der Agent bewertet die Aktienoptionen hingegen mit EUR 8,09 für den Fall, dass  $\rho=2$  und  $\omega=30\%$  gilt, und mit EUR 6,19, wenn der Risikoaversionsgrad auf  $\rho=3$  steigt. Daraus folgt, dass der Wert der Aktienoptionen aus Sicht des Agenten mit steigender Risikoaversion des Agenten monoton fallend ist. Das gleiche Ergebnis folgt, wenn bei gleich bleibender Risikoaversion der Anteil des in Aktien investierten Vermögens  $\omega$  steigt. So fällt beispielsweise der Wert einer Aktienoption bei einem Risikoaversionsgrad von  $\rho=3$  und  $\omega=30\%$  von EUR 6,60 EUR auf EUR 5,20 bei einer Steigerung des investierten Vermögens auf 40 %, ceteris paribus.

Weiterhin zeigt Tabelle 4 wie hoch der B/S-Preis einer Aktienoption mit einem Basiswert von EUR 30 ist, wenn der Aktienkurs zum Zeitpunkt der Gewährung variiert wird, und wie hoch der zu dieser Aktienoption sichere monetäre Gegenwert (angegeben als prozentualer Anteil vom B/S-Wert) des Agenten ist, wenn sein Risikoaversionsgrad und sein in das eigene Unternehmen investiertes Vermögen ceteris paribus variiert werden. Betrachtet man z. B. den Fall, dass der Aktienkurs EUR 15 zum Zeitpunkt der Gewäh-

rung der Aktienoption beträgt, dann hat eine Aktienoption mit einem Basispreis von EUR 30 einen B/S-Wert von 1,28. Der Wert aus Sicht des Agenten beträgt aber bei  $\rho=2$  und  $\omega=30$  nur 72,1 % des B/S-Wertes. Steigt die Risikoaversion auf  $\rho=3$ , dann sinkt der Wert der Aktienoption aus Sicht des Agenten auf 45,4 % des B/S-Wertes.

Verhältnis zwischen Black-Scholes Optionspreis und Nutzen für den Agenten bei einem Basispreis von EUR 30 für verschiedene Risikoaversions- und Diversifikationsgrade					
Aktienkurs	Black-Scholes Wert	$\rho=2;$ $\omega=30\%$	$\rho=3;$ $\omega=30\%$	$\rho=2;$ $\omega=40\%$	$\rho=3;$ $\omega=40\%$
0 €	0,00 €	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
15 €	1,28 €	72,1%	45,4%	56,6%	31,2%
30 €	9,43 €	85,8%	65,6%	73,8%	52,2%
45 €	21,93 €	89,6%	73,2%	80,1%	61,8%
60 €	36,00 €	91,0%	76,6%	83,0%	66,8%

**Tabelle 4:** Sensitivität der Aktienoptionswerte aus Sicht des Managers

(Quelle: eigene Darstellung)<sup>359</sup>

#### *Interpretation der Ergebnisse:*

Das numerische Beispiel verdeutlicht unter Beachtung der dargestellten Annahmen, dass ein Prinzipal, der seinem risikoaversen Agenten Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung geben möchte, dabei die Risikoeinstellung und die tatsächlichen Vermögensverhältnisse des Agenten nicht vernachlässigen sollte, da beide Variablen, wie gezeigt wurde, sich negativ auf den aus Sicht des Agenten wahrgenommenen Wert der Aktienoptionen im Vergleich zu dem aus Sicht des Unternehmens ermittelten Wert auswirken können. Für die Vergütungspraxis ergeben sich aus dem numerischen Beispiel folgende Implikationen: Will der Aufsichtsrat z. B. dem Vorstandsmitglied Aktienoptionen gewähren, dann sollte er dabei bedenken, dass der Wert der Aktienoption nicht notwendigerweise dem B/S-Wert entsprechen muss, sondern dass er dem Vorstandsmitglied deutlich mehr Aktienoptionen gewähren sollte, um den gewünschten finanziellen Anreiz zu setzen. Die Unterschiede im finanziellen Anreiz, die sich aus der Gewährung verschiedener Vergütungskomponenten einstellen können, lassen sich am besten mithilfe von Indifferenzkurven abbilden. Betrachtet man wieder das Beispiel, so zeigt sich z. B. für die Indifferenzkurven des Agenten, dass bei einer Risikoaversion von  $\rho=2$  und einem Anteil des in Aktien investierten Vermögens von 30 % der Agent indifferent ist zwischen einer direkten Auszahlung von EUR 200.000, einer Zahl von

<sup>359</sup> Die Berechnung wurde mittels der von Prof. Kevin J. Murphy auf seiner Homepage zur Verfügung gestellten Excel-Datei durchgeführt. Siehe hierzu <http://www-rcf.usc.edu/~kjmurphy/index.html>

Restricted Stocks in Höhe von EUR 210.000, at-the-money Aktienoptionen im Wert von EUR 247.000 oder out-of-the-money Aktienoptionen (Basispreis doppelt so hoch wie der Aktienkurs zum Gewährungszeitpunkt) im Wert von EUR 390.000.<sup>360</sup>

Das Bewertungsmodell von LAMBERT ET AL. und HALL/MURPHY bietet eine gute Grundlage, die Effizienz von aktienbasierten Vergütungskomponenten numerisch abzubilden und zu bewerten. Das Modell basiert aber auf vereinfachten Annahmen, die dazu führen können, dass die Ergebnisse nur bedingt aussagefähig sind. HALL/MURPHY nehmen zum Beispiel an, dass der Agent nur die Wahl hat, sein Vermögen in Aktien des eigenen Unternehmens bzw. zum risikofreien Zins anzulegen. In der Praxis wird aber ein Vorstandsmitglied ein diversifiziertes Portfolio von Vermögenswerten halten, welches er bei Ausgabe neuer Aktienoptionen zu optimieren versuchen wird. Diese Effekte werden aber in den Bewertungsmodellen nicht berücksichtigt. Dennoch lässt sich mithilfe des Modells gut aufzeigen, welche Probleme bei der Anwendung konventioneller Bewertungsmodelle von Aktienoptionen entstehen und welche Wirkungen die Risikoaversion oder der Diversifikationsgrad der Manager unter Umständen auf den Wert von Aktienoptionen haben können.

#### *d. Kriterium der Leistungsorientierung*

Das Kriterium der Leistungsorientierung fordert, dass die Höhe der Vergütung in einem angemessenen Verhältnis zur Leistung stehen soll.<sup>361</sup> Als Maßstab für die Bewertung der Leistung dient dabei der Erfolg des Unternehmens. Ist der erwirtschaftete Erfolg eines Unternehmens hoch, dann wird auch eine hohe Vergütung als leistungsorientiert akzeptiert.<sup>362</sup> Problematisch daran ist, dass eine exakte Bestimmung der Anstrengungsniveaus von Vorstandsmitgliedern in der Realität nur schwer zu realisieren ist, da der Überwachungsauftrag des Aufsichtsrats nicht auf eine permanente Durchführungskontrolle hin ausgerichtet ist. Dies ist auch der Grund, wieso sich die Prinzipal-Agenten-Theorie insbesondere mit solchen Situationen beschäftigt, in denen eine Informationsasymmetrie zwischen Prinzipal und Agent über das tatsächliche Anstrengungsniveau des Agenten herrscht und Lösungsmechanismen erforscht werden, durch welche das Problem der Informationsasymmetrie vermindert werden kann. Hierbei kommt dem relativen Vergleich mit anderen Unternehmen eine wichtige Stellung zu, weil durch einen

---

<sup>360</sup> Vgl. HALL/MURPHY (Stock, 2002), S. 15.

<sup>361</sup> Vgl. WINTER (Prinzipien, 1996), S. 75.

<sup>362</sup> Vgl. BORS (Vorstandsvergütung, 2006), S. 40.

Unternehmensvergleich einerseits zusätzliche Informationen über die Vergütungsstrukturen in anderen Unternehmen gewonnen<sup>363</sup> und andererseits aus der wirtschaftlichen Performance anderer Unternehmen Hinweise auf die Leistung des eigenen Unternehmens und der Vorstandsmitglieder abgeleitet werden können.

Für das hier betrachtete Kriterium der Leistungsorientierung ist vor allem der zweite Aspekt (der Leistungsvergleich mit anderen Unternehmen) entscheidend. Dies wird deutlich, wenn z. B. der Aktienkurs eines Unternehmens als Maßstab für die Leistungsbeurteilung der Vorstandsmitglieder herangezogen wird. Dient der Aktienkurs als Maßstab für die Leistung, dann kann es passieren, dass eine positive Veränderung des Aktienkurses nicht nur durch eine besonders hohe Anstrengung/gute Entscheidungen der Vorstandsmitglieder induziert wird, sondern dass externe Faktoren wie z. B. Schwankungen von Zinssätzen oder Wechselkursen, auf die die Vorstandsmitglieder keinen Einfluss haben, eine positive Entwicklung zusätzlich begünstigen. Eine Vergütung, die auf Basis eines solchen Erfolgs gewährt wird, verstößt aber gegen das Kriterium der Leistungsorientierung, weil nicht das Anstrengungsniveau der Vorstandsmitglieder gerecht vergütet wird, sondern ungerechterweise auch die zusätzlichen Faktoren.<sup>364</sup> Zur Lösung dieses Problems empfiehlt die Prinzipal-Agenten-Theorie deshalb in einem erweiterten Modell die Durchführung einer so genannten „Relative Performance Evaluation“, in der die Leistung des Agenten mit der Leistung von Agenten vergleichbarer Unternehmen ins Verhältnis gesetzt wird.<sup>365</sup> Dabei wird angenommen, dass die vergleichbaren Unternehmen demselben systematischen Risiko (externen Faktoren)<sup>366</sup> ausgesetzt sind und ein Vergleich wertvolle Informationen über den Erfolg eines Unternehmens liefern kann. Das theoretische Grundkonzept der Relative Performance Evaluation liefert u. a. HOLMSTRÖM (1982), der basierend auf dem von ihm entwickelten Informationsprinzip das Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie auf den Mehragenten-Fall erweitert hat.<sup>367</sup> Die folgenden Darstellungen rekurren deswegen auf das

<sup>363</sup> Bei der Bestimmung von Vergütungsniveaus im Vergleich zu anderen Unternehmen sollte jedoch darauf geachtet werden, dass Unternehmen aus dem gleichen kulturellen Umfeld herangezogen werden, weil es sonst bei einem Vergleich mit ausländischen Unternehmen zu Verzerrungen kommen kann, welche die Aussagekraft der Vergütungshöhen ausländischer Manager beeinträchtigen. So dienen z. B. regelmäßig Vergütungsvergleiche als Begründung dafür, eine Anpassung der Bezüge deutscher Vorstände auf angloamerikanische Niveaus zu rechtfertigen. Diese Vorgehensweise kritisiert ADAMS (2003) allerdings, indem er feststellt, dass die Anstellungsmöglichkeiten deutscher Vorstände auf ausländischen, insbesondere angelsächsischen Märkten nur in sehr begrenztem Umfang realistisch sind. Ein Vergütungsvergleich sollte daher nach Meinung ADAMS nur die tatsächlichen Beschäftigungsoptionen des Vorstands widerspiegeln. Vgl. ADAMS (Vorstandsvergütungen, 2003), S. 340.

<sup>364</sup> Umgangssprachlich werden diese Gewinne mit dem Begriff „Windfall Profits“ oder als Antonym „Windfall losses“ genannt. Vgl. HAMEL (Unternehmensverfassung, 2004), S. 471.

<sup>365</sup> Vgl. GÖX/HELLER (Role, 2008), S. 1.

<sup>366</sup> „Systematic“ („unsystematic“) profits are defined (...) as the profits which can (cannot) be explained by industry-wide fluctuations in profitability.“ ANTLE/SMITH (Investigation, 1986), S. 3.

<sup>367</sup> „RPE [Relative Performance Evaluation; Anm. des Verfassers] may be seen as a consequence of Holmström's (...) informativeness principle (...).“ CELENTANI/LOVEIRA (Form, 2004), S. 1. HOLMSTRÖMS (1979) In-

Modell von HOLMSTRÖM und sollen die Grundlage für die weiteren Überlegungen zu „indexierten Aktienoptionen“ bieten.

### **Theoretischer Exkurs:** Grundlagen der Relative Performance Evaluation

Den Ausgangspunkt für die folgenden Darstellungen bildet wieder das Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie mit einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Prinzipal und Agent, welches nun auf eine Delegationsbeziehung mit  $n$  Agenten ausgeweitet wird. Innerhalb der Delegationsbeziehung wird wieder angenommen, dass der Prinzipal risikoneutral ist und die Agenten risikoavers sind. Jeder der Agenten hat dabei eine additiv separierbare Nutzenfunktion der Form:  $V_i(s_i, a_i) = V_i(s_i) - C_i(a_i)$  mit  $a_i$  der Anstrengung des  $i = 1, \dots, n$  Agenten. Es wird weiterhin angenommen, dass der Erfolg  $x_i$  des Agenten  $i$  von seiner Anstrengung  $a_i$  und einem exogenen Schock  $\theta_i$  abhängt, dessen Eintrittswahrscheinlichkeit der Agent nicht beeinflussen kann. Aus der Summe der Erfolge aller Agenten folgt dann der Gesamterfolg  $x(a, \theta) = \sum_{i=1}^n x_i(a_i, \theta_i)$ .

Wie im Grundmodell ist es die Aufgabe des Prinzipals, eine Anreizfunktion zu finden, die seinen Nutzen unter der Bedingung maximiert, dass die Kooperationsbedingungen und Anreizbedingungen der Agenten erfüllt werden. HOLMSTRÖM (1982) zeigt unter diesen Annahmen anhand verschiedener Theoreme auf, unter welchen Bedingungen eine Relative Performance Evaluation durchgeführt werden kann:<sup>368</sup>

**Theorem 7 von HOLMSTRÖM:** Die optimale Anreizfunktion  $s_i$  ist eine Funktion von dem Erfolg  $x_i$  des Agenten  $i$ , wenn die Erfolge  $x_i$  aller Agenten voneinander unabhängig sind. *Interpretation des Theorems:* Das Theorem 7 sagt aus, dass ein Vergleich der Leistung des Agenten  $i$  mit der Leistung der übrigen Agenten nur dann zweckmäßig ist, wenn die Leistung der übrigen Agenten von denselben Faktoren beeinflusst wird wie die Leistung des Agenten  $i$ . Sind aber die Erfolge der Agenten unabhängig voneinander, dann können die Erfolge der Agenten nicht miteinander verglichen werden. In diesem Fall liefert ein Leistungsvergleich auch keine zusätzlichen Informationen über das Verhalten des Agenten  $i$ , so dass auch das Anreizsystem nur von dem Erfolg des Agenten  $i$  abhängen sollte.

---

formationsprinzip besagt, dass jede Variable in einem Anreizsystem, die zusätzliche Informationen über das Verhalten des Agenten beisteuert, die nicht schon durch die übrigen Variablen im Anreizsystem aufgezeigt werden können, für das Anreizsystem wertvoll sein kann. „Additional information is of value because it allows a more accurate judgement of the performance of the agent; or viewed differently, it provides the same incentives for effort with less loss of risk-sharing benefits.“ HOLMSTRÖM (Moral, 1979), S. 89.

<sup>368</sup> Vgl. HOLMSTRÖM (Teams, 1982), S. 335-338.

**Theorem 8 von HOLMSTRÖM:** HOLMSTRÖM zeigt, dass unter der Bedingung, dass sich der exogene Schock in zwei Faktoren zerlegen lässt  $\theta_i = \eta + \gamma_i$  mit  $\eta$  einem gemeinschaftlichen Schock, dem alle Agenten ausgesetzt sind, und  $\gamma_i$  einem firmenspezifischen Schock, dem nur der Agent  $i$  ausgesetzt ist, und unter der weiteren Annahme, dass  $\eta$  und  $\gamma_1, \dots, \gamma_n$  unabhängig und normalverteilt sind, dass dann die optimale Anreizfunktion  $s_i$  des Agenten  $i$  eine Funktion vom Erfolg  $x_i$  und einem gewichteten Durchschnitt der Erfolge aller Agenten ist, die dem gleichen gemeinschaftlichen Schock ausgesetzt sind:  $s_i(x_i, \bar{x})$ . In diesem Fall kann ein Vergleich der Leistung der übrigen Agenten mit der Leistung des Agenten  $i$  zusätzliche Informationen über die tatsächliche Leistung des Agenten  $i$  liefern, so dass ein Teil des Risikos aus dem exogenen Schock aus dem Anreizsystem herausgefiltert wird. *Interpretation des Theorems:* Das Theorem 8 sagt aus, dass ein Prinzipal mithilfe eines entsprechenden Leistungsvergleichs die Effizienz des Anreizsystems deutlich verbessern kann, wenn die Leistungen aller Agenten von denselben Faktoren (teilweise) positiv wie negativ beeinflusst werden. Der Effizienzgewinn manifestiert sich in dem besseren Informationsstand des Prinzipals und in der Folge in einer geringeren Risikoprämie an jeden Agenten. Problematisch ist aber, dass die Genauigkeit eines solchen Leistungsvergleichs immer auch von der Menge der Agenten abhängt, mit denen der Agent  $i$  verglichen wird, so dass der Effekt des exogenen Schocks nicht immer vollständig bestimmt werden kann. In diesem Fall sollte der Leistungsvergleich aber nur als zusätzliche Informationsvariable in das Anreizsystem eingehen  $s_i(x_i, \bar{x})$  und nicht als Abzugsgröße  $s_i(x_i - \bar{x})$ .

**Theorem 9 von HOLMSTRÖM:** Wird unter den im Theorem 8 gemachten Annahmen die Zahl der Agenten jedoch genügend groß, dann wird auch die Schätzung des exogenen Schocks immer genauer, so dass sich die Anreizfunktion  $s_i(x_i, \bar{x})$  immer mehr dem Fall  $s_i(x_i - \bar{x})$  annähert. *Interpretation der Ergebnisse:* Theorem 9 zeigt den Zielzustand einer erfolgreichen „Relative Performance Evaluation“, wonach der gemeinschaftliche Schock, dem alle Agenten ausgesetzt sind, aus dem Anreizsystem vollständig herausgefiltert wird, indem die Zahl vergleichbarer Agenten so groß wird, dass eine hinreichende Schätzung des gemeinschaftlichen Schocks möglich wird. Dadurch wird es zumindest unter diesen Modellannahmen möglich, das Anreizsystem einzig auf die tatsächliche Leistung des Agenten auszurichten und damit das Anreizsystem des Agenten  $i$  leistungsorientiert zu gestalten.

Der Vorteil einer Anreizfunktion der Form  $s_i(x_i, \bar{x})$  bzw.  $s_i(x_i - \bar{x})$  ist für den Agenten und den Prinzipal, dass das systematische Risiko, dem der Agent ausgesetzt ist, gemindert werden kann und im Umkehrschluss der Prinzipal die Höhe der Risikoprämie reduzieren kann. Diesem Vorteil müssen aber auch die Kosten gegenübergestellt werden, die

im Zusammenhang mit der Schätzung des gemeinschaftlichen Schocks entstehen. Die Höhe der Kosten ist dabei abhängig vom zeitlichen und finanziellen Aufwand, der bei der Bestimmung der Referenzgruppe und der Ermittlung und Auswertung der Informationen vergleichbarer Unternehmen entsteht.

Für das Management eines börsennotierten Unternehmens kann aber davon ausgegangen werden, dass das Wettbewerbsumfeld hinreichend gut abgegrenzt werden kann und genügend Informationen aus Geschäftsberichten bzw. den Aktienkursen vergleichbarer Unternehmen gewonnen werden können, um eine „Relative Performance Evaluation“ durchzuführen. Sind diese Bedingungen erfüllt, sollte eine Schätzung der externen Einflussfaktoren auf Basis der wirtschaftlichen Entwicklung der vergleichbaren Unternehmen möglich sein. Für das Kriterium der Leistungsorientierung gilt demnach, dass eine „Relative Performance Evaluation“ ein gutes Instrument darstellen kann, um die Einhaltung des Kriteriums zu erfüllen. Wie dies geschehen kann, soll anschließend am Beispiel von indexierten Aktienoptionen diskutiert werden. Für die Gestaltung von bonusbasierten Vergütungskomponenten hat das Kriterium hingegen nur eine untergeordnete Rolle. Es wäre zwar denkbar, die Bonuszahlungen an einen Unternehmensvergleich zu koppeln, jedoch ist eine solche Vorgehensweise in der Vergütungspraxis derzeit nicht üblich. Problematisch bei der Verwendung von Unternehmensvergleichen zur Eliminierung des systematischen Risikos ist u. a. , dass (1) Bonuszahlungen aufgrund der Zielerreichung betriebswirtschaftlicher Kennzahlen erfolgen, die durch die Ausübung von Bilanzierungswahlrechten verzerrt sein können und (2) nationale Vorschriften, wie Steuergesetze, ebenfalls die Aussagekraft von Kennzahlen des betrieblichen Rechnungswesens beeinträchtigen können.

### **Indexierte Aktien und Aktienoptionen**

Die Indexierung von Aktienoptionen stellt eine der am häufigsten diskutierten Formen dar, um allgemeine Markteinflüsse, die das Management eines Unternehmens nicht beeinflussen kann, im Anreizsystem zu eliminieren.<sup>369</sup> Bei der Indexierung wird der Basispreis der Aktienoptionen einmal jährlich um die Entwicklung eines Referenzindex nach oben bzw. nach unten korrigiert, wodurch die erzielbaren Ausübungsgewinne von der unternehmensspezifischen Aktienkursentwicklung entkoppelt und an die Entwicklung der Aktienkurse vergleichbarer Unternehmen gekoppelt werden.<sup>370</sup> Für die Emp-

---

<sup>369</sup> Vgl. z. B. die Beiträge von JOHNSON (Options, 1999), JOHNSON/TIAN (Executive, 2000), NALBANTIAN (Performance, 1993), RAPPAPORT (Executive, 1999).

<sup>370</sup> Vgl. ADAM-MÜLLER (Option, 2001), S. 350.

fänger von Aktienoptionen kann die Indexierung sowohl positive als auch negative Folgen haben. Fallen z. B. die Aktienkurse aller Referenzunternehmen in einem Zeitraum aufgrund z. B. einer konjunkturellen Abschwächung oder wegen steigender Zinsen am Geldmarkt, dann kann ein Management, welches relativ zu den Vergleichsunternehmen eine bessere Performance erbracht hat, durch die Absenkung des Basispreises weiterhin noch mit einem positiven Ausübungsgewinn rechnen.<sup>371</sup> Umgekehrt verhält es sich, wenn aufgrund eines länger anhaltenden Börsentrends die Aktienkurse aller Referenzunternehmen steigen. In diesem Fall wird der Basispreis bis zum Ausübungszeitraum um den positiven externen Effekt nach oben korrigiert, wodurch die Höhe des Ausübungsgewinns im Vergleich zu einer nicht indexierten Aktienoption geringer ausfallen kann.<sup>372</sup>

Eine wesentliche Bedeutung bei der Indexierung von Aktienoptionen kommt der Auswahl einer geeigneten Referenzgruppe von Unternehmen bzw. eines geeigneten Indexes zu.<sup>373</sup> Wird eine Referenzgruppe von Unternehmen gewählt, sollte sich diese, um Manipulationen auszuschließen, an denselben Vergleichsunternehmen orientieren, wie sie auch zur Bestimmung der Höhe des Anreizsystems herangezogen werden. Problematisch bei dieser Lösung ist, ob geeignete, extern berechnete Indizes vorliegen, welche von der Zusammensetzung her mit der Referenzgruppe übereinstimmen. Ist dies nicht der Fall, muss ein solcher Index zunächst berechnet werden, was zu zusätzlichen Kosten führen kann. Um diese Kosten zu vermeiden, besteht auch die Möglichkeit, sofort auf einen Branchenindex oder einen Marktindex zurückzugreifen. Dieser kann aber wegen der unterschiedlichen Zusammensetzung des Indexes zu Verzerrungen führen und damit die Aussagekraft der Indexierung beeinträchtigen.

Neben der Auswahl des richtigen Indexes sollten darüber hinaus noch weitere Faktoren bei der Indexierung von Aktienoptionen berücksichtigt werden. JOHNSON/TIAN (2000) zeigen in diesem Zusammenhang, dass der B/S-Wert indexierter Aktienoptionen deutlich niedriger ist als der B/S-Wert konventioneller Aktienoptionen.<sup>374</sup> Wird aber, wie oben beschrieben, die Partizipationsbedingung gerade hinreichend erfüllt, kann es bei einem Wechsel zu konventionellen Aktienoptionen zu einer Unterschreitung der Partizipationsbedingung kommen, was den Bruch des Delegationsvertrages zur Folge haben kann. Um dies zu verhindern, schlägt RAPPAPORT (1999) eine „value ratio“ vor, die das Austauschverhältnis zwischen einer indexierten und einer konventionellen

---

<sup>371</sup> Vgl. AGGARWAL/SAMWICK (Executive, 1999), S. 2000.

<sup>372</sup> In der Literatur werden Ausübungsgewinne, die im Zuge von allgemeinen Marktbewegungen entstehen, als „Windfall Profits“ bezeichnet. Vgl. RAPPAPORT (Executive, 1999), S. 92.

<sup>373</sup> Vgl. ADAM-MÜLLER (Option, 2001), S. 350.

<sup>374</sup> Vgl. JOHNSON/TIAN (Executive, 2000), S. 42 ff.

Aktienoption beschreibt.<sup>375</sup> Dabei wird die Zahl neuer indexierter Aktienoptionen durch Division des B/S-Wertes der konventionellen Aktienoption mit dem B/S-Wert der indexierten Aktienoptionen ermittelt, d. h. wenn der B/S-Wert einer konventionellen Aktienoption 30 EUR und der B/S-Wert einer indexierten Aktienoption 15 EUR beträgt, dann die „value ratio“ 2 ist. In diesem Fall müsste der Prinzipal für jede konventionelle Aktienoption dem Agenten genau zwei indexierte Aktienoptionen gewähren, um den Wert des ursprünglichen Anreizsystems wieder herzustellen. Die von RAPPAPORT vorgeschlagene „value ratio“ berücksichtigt jedoch nicht die im Zusammenhang mit der Diskussion des Wirtschaftlichkeitskriteriums gezeigten möglichen Bewertungsunterschiede von Aktienoptionen zwischen Prinzipal und Agent, die bei der Anwendung des B/S-Modells entstehen können. Wird wieder das zuvor beschriebene Bewertungsmodell von LAMBERT ET AL. und HALL/MURPHY mit seinen Annahmen unterstellt, dann zeigt sich, dass der auf diese Weise ermittelte Wert von indexierten Aktienoptionen deutlich geringer ausfällt als der bei der Anwendung des B/S-Modells ermittelte Wert. Dies hat aber für die „value ratio“ zur Folge, dass der Prinzipal dem Agenten eine noch höhere Zahl von indexierten Aktienoptionen anbieten sollte, um den finanziellen Nutzenverlust des Agenten zu kompensieren, was sich aber wiederum negativ auf die Wirtschaftlichkeit des Anreizsystems auswirkt.

Für die Praxis haben diese Überlegungen insofern Bedeutung, als der Aufsichtsrat wissen sollte, dass es unterschiedliche Bewertungsmodelle für Aktienoptionen gibt, die zu unterschiedlichen „value ratios“ führen können. Inwiefern jedoch solche „value ratios“ tatsächlich in der Praxis dazu verwendet werden, um einen für die Vorstandsmitglieder gerechten Übergang von konventionellen zu indexierten Aktienoptionen sicherzustellen, lässt sich nicht sagen. Es ist aber zu vermuten, dass die theoretische Bedeutung dieser Darstellungen deutlich höher ist als ihre praktische Umsetzung. Dies wird auch daran deutlich, dass in der Literatur neben den Bewertungsunterschieden auch die theoretischen Unterschiede in der Anreizwirkung von indexierten Aktienoptionen untersucht werden. So zeigen z. B. JOHNSON/TIAN (2000) am Beispiel eines Prinzipal-Agenten-Modells, dass von indexierten Aktienoptionen stärkere Anreize für den Agenten ausgehen können, riskantere Strategien zu verfolgen, als von konventionellen Aktienoptionen, da *ceteris paribus* mit einem höheren Risiko die Wahrscheinlichkeit eines höheren Erfolgs steigt, durch den wieder der finanzielle Nutzenverlust aus den indexierten Aktienoptionen kompensiert werden soll.<sup>376</sup> Die Verfolgung solcher riskanter Strategien muss aber nicht immer vom Prinzipal gewollt sein, weil der Prinzipal im Falle eines

<sup>375</sup> Vgl. RAPPAPORT (Executive, 1999), S. 95.

<sup>376</sup> Vgl. JOHNSON/TIAN (Executive, 2000), S. 48 ff; CORE ET AL. (Executive, 2003), S. 39.

Scheiterns dieser Strategien den finanziellen Nutzenverlust wegen der asymmetrischen Struktur von Aktienoptionen vollständig selber tragen muss. Für die Praxis bedeutet dies wiederum, dass ein Aufsichtsrat, der über die Gewährung von indexierten Aktienoptionen nachdenkt, die möglichen Fehlanreize dieser Vergütungskomponente mitberücksichtigen sollte.

*e. Kriterium der Stabilität*

Das Kriterium der Stabilität fordert, dass ein einmal gewähltes Anreizsystem (kurzfristig und zugunsten des Vorstandsmitglieds) nicht verändert werden soll, weil es sonst bei Antizipation der Änderungen durch das Vorstandsmitglied zur Verzerrung des Anzeizeffekts kommen kann.<sup>377</sup> Andererseits kann auch die Beachtung des Kriteriums dazu führen, dass der gewünschte Anzeizeffekt immer dann ausbleibt, wenn die vorgegebenen Ziele unter normalen Bedingungen nicht mehr zu realisieren sind und das Vorstandsmitglied entsprechend sein Anstrengungsniveau der neuen Situation anpassen wird. In diesem Zusammenhang untersuchen ACHARYA ET AL. (2000) am Beispiel eines Prinzipal-Agenten-Modells die Auswirkungen nachträglicher Anpassungen der Anreizfunktion, insbesondere des Basispreises von Aktienoptionen, auf die Motivation des Agenten.<sup>378</sup> Mit Hilfe eines zweiperiodigen Binomialmodells zeigen die Autoren, dass es, entgegen der herrschenden Meinung, durchaus sachgerecht sein kann, den Ausübungspreis von Aktienoptionen nachträglich zu korrigieren. Dies kann immer dann vorteilhaft sein, wenn der Prinzipal und der Agent feststellen, dass eine einmal gewährte Aktienoption soweit aus dem Geld ist, dass der Agent nicht mehr mit einer positiven Auszahlung rechnen kann. In diesem Fall kann es besser sein, den Ausübungspreis herabzusetzen, um für den restlichen Zeitraum der Delegationsbeziehung dem Agenten genügend Anreize für ein höheres Anstrengungsniveau zu setzen. Dabei sollte der Prinzipal aber nach Meinung der Autoren zwei gegensätzliche Effekte beachten: (1) Mit einer nachträglichen Anpassung des Basispreises kommt es für den Agenten zu einem „incentive effect“, der dazu führt, dass der Agent sein Anstrengungsniveau weiter hoch hält. (2) Dem entgegen wirkt der „feedback effect“, der dazu führt, dass der Agent in Erwartung einer Anpassung des Ausübungspreises sein Anstrengungsniveau im Vorfeld reduziert, weil er weiß, dass der Basispreis zu einem späteren Zeitpunkt zu seinen Gunsten korrigiert wird. Der Saldo aus den beiden Effekten bestimmt letztendlich, ob eine

<sup>377</sup> Vgl. LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 31.

<sup>378</sup> Vgl. ACHARYA ET AL. (Resetting, 2000), S. 65 f.

Anpassung der Anreizfunktion einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert haben wird oder nicht.<sup>379</sup> Aus diesem Grund kann es für den Aufsichtsrat eines Unternehmens von Vorteil sein, eine nachträgliche Änderung der Anreizfunktion nicht kategorisch auszuschließen und bei Bedarf entsprechende Anpassungen vorzunehmen. In der Literatur wird das Kriterium der Stabilität überwiegend mit der Anpassung der Ausübungsparameter von Aktienoptionen in Verbindung gebracht, wobei im Folgenden insbesondere das Resetting und die Rückdatierung von Aktienoptionen genauer betrachtet werden sollen.

### **„Resetting“ und Rückdatierung von Aktienoptionen**

Das „Resetting“ bzw. „Repricing“<sup>380</sup> von Aktienoptionen bedeutet eine nachträgliche Anpassung des Basispreises einer zuvor gewährten Aktienoption zu Gunsten des Agenten. Dabei wird der Basispreis der Aktienoption in der Regel auf ein Niveau korrigiert, das dem Aktienkurs zum Zeitpunkt der Entscheidung über die Anpassung entspricht.<sup>381</sup> Neben der Korrektur des Ausübungskurses wird unter Resetting auch, jedoch seltener, die nachträgliche Anpassung ergänzender Performanceziele bzw. Ausübungshürden verstanden, die, wie der Basispreis, die Höhe des Ausübungsgewinns der Aktienoption beeinflussen. Als wichtigsten Grund für das Resetting von Aktienoptionen führen Befürworter die Wiederherstellung des Anreizeffektes der Vergütungskomponente an, der mit sinkender Wahrscheinlichkeit eines realisierbaren Ausübungsgewinns weiter schwindet.<sup>382</sup> Darüber hinaus listen CHANCE ET AL. (2000) noch weitere Gründe für ein Resetting an, wobei sich die Autoren in ihren Ausführungen an der in der Prinzipal-Agenten-Theorie üblichen Terminologie orientieren.<sup>383</sup> So können nach CHANCE ET AL. z. B. externe und marktseitige Schocks, die durch den Agenten nicht vorhergesehen werden konnten, einen Grund für ein Resetting darstellen, um diese systematischen Risiken nachträglich aus dem Anreizsystem des Agenten zu eliminieren. Weiterhin kann ein Resetting durch den Prinzipal gewünscht sein, um qualifizierte Agenten weiterhin

---

<sup>379</sup> „(...) although the anticipation of resetting weakens incentives present in the original award (...), resetting can nonetheless be a value-enhancing strategy for firms to employ, even in an ex-ante case.” ACHARYA ET AL. (Resetting, 2000), S. 94.

<sup>380</sup> Zur terminologischen Inpräzision Vgl. CHANCE ET AL. (Executive, 2000), Fußnote 2.

<sup>381</sup> BRENNER ET AL. untersuchen die Anreizsysteme von 1.500 US-amerikanischen Unternehmen in den Jahren 1992 bis 1995 und stellen fest, dass nur bei zwei Unternehmen von insgesamt 806 Unternehmen, die Resetting betrieben haben, der Basispreis angehoben wurde. Dies entspricht 0,3 %. Der Großteil (79 %) der betroffenen Aktienoptionen wurde zum aktuellen Marktpreis nach unten korrigiert. Vgl. BRENNER ET AL. (Terms, 2000), S. 113.

<sup>382</sup> Vgl. ACHARYA ET AL. (Resetting, 2000), S. 67: „Indeed, corporations routinely justify resetting as necessary to reincentivize employees whose options are underwater.“

<sup>383</sup> Vgl. CHANCE ET AL. (Executive, 2000), S. 131 f.

an das Unternehmen zu binden und ein mögliches Abwandern wegen fehlender finanzieller Anreize zu verhindern.<sup>384</sup> Außerdem ist es möglich, dass der Agent über ausreichenden Einfluss im Unternehmen verfügt, um den Prinzipal von einem Resetting zu überzeugen. Zuletzt zeigen GILSON/VETSUYPENS (1993), dass auch Fremdkapitalgeber ein Interesse an einem Resetting haben können, wenn sie verhindern möchten, dass Agenten von wirtschaftlich angeschlagenen Unternehmen eine zu riskante Investitionspolitik verfolgen.<sup>385</sup>

Neben der Frage nach der Legitimität eines Resettings sollte der Aufsichtsrat auch mögliche Konflikte mit den anderen Gestaltungskriterien des Anreizsystems bei seiner Entscheidung für ein Resetting mitberücksichtigen. Ein Resetting von Aktienoptionen kann beispielsweise im Widerspruch zu dem Kriterium der Anreizkompatibilität stehen, wenn der Aktienkurs eines Unternehmens nicht aufgrund von marktseitigen Schocks fallen sollte. In diesem Fall bewirkt eine Anpassung des Basispreises nach unten, dass zunächst nur die Aktionäre einen finanziellen Nachteil aus dem sinkenden Aktienkurs erfahren, die Vorstandsmitglieder anschließend aber wieder von steigenden Aktienkursen profitieren können. Dies steht jedoch nicht im Einklang mit den Darstellungen zum Kriterium der Anreizkompatibilität, wonach sowohl Vorstandsmitglieder als auch Aktionäre an den gleichen positiven und negativen Unternehmensentwicklungen partizipieren sollten.<sup>386</sup> Darüber hinaus kann das Resetting auch im Widerspruch zum Kriterium der Wirtschaftlichkeit stehen. So zeigen JOHNSON/TIAN (2000), CHANCE ET AL. (2000) und BRENNER ET AL. (2000) z. B. in ihren Untersuchungen, dass der B/S-Wert von Aktienoptionen, deren Basispreis angepasst werden kann, geringfügig höher ausfällt als der Wert traditioneller Aktienoptionen.<sup>387</sup> Darüber hinaus zeigen BRENNER ET AL. (2000), dass, während der ex-ante-B/S-Wert einer Aktienoption nur geringfügig höher ausfällt als der einer traditionellen Aktienoption, der Wert dramatisch nach dem Resetting steigen kann.<sup>388</sup> Unter Wirtschaftlichkeitsgesichtspunkten stellt somit diese

---

<sup>384</sup> Vgl. JOHNSON/TIAN (Value, 2000), S. 4; vgl. auch BRENNER ET AL. (Terms, 2000), S. 120 ff., die jedoch keinen eindeutigen Beleg in ihrer Untersuchung für den Einfluss von externen Schocks auf das Resetting von Aktienoptionen feststellen können. Vielmehr bestätigen sie, dass Aktienoptionen deswegen korrigiert werden, um Ausübungsgewinne aus Aktienoptionen wieder wahrscheinlicher zu machen.

<sup>385</sup> GILSON/VETSUYPENS (CEO, 1993) betrachten in ihrer Untersuchung 77 US-amerikanische Unternehmen, die in den Jahren 1981-1987 in eine finanzielle Schieflage gekommen sind, wovon 25 den Basispreis der Aktienoptionen nachträglich geändert haben. Vgl. GILSON/VETSUYPENS (CEO, 1993).

<sup>386</sup> Vgl. JOHNSON/TIAN (Value, 2000), S. 4.

<sup>387</sup> Vgl. JOHNSON/TIAN (Value, 2000); CHANCE ET AL. (Executive, 2000); BRENNER ET AL. (Terms, 2000).

<sup>388</sup> „From an ex-ante standpoint, we find that the impact is small; even for implausibly large parameter values, the benefit from resetting is only around 15 % of the initial award value. From an ex-post standpoint, however, the benefit can be substantial, amounting to an increase in the value of the option by a factor of 100 % or more.“ BRENNER ET AL. (Terms, 2000), S. 128.

Art von Aktienoptionen eine teurere Vergütungsform dar als traditionelle Aktienoptionen.

Der DCGK thematisiert die nachträgliche Anpassung von Aktionsparametern in Ziffer 4.2.3 Absatz 3 Satz 3: *Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele oder der Vergleichsparameter soll ausgeschlossen sein.* Dabei handelt es sich um eine Empfehlung, deren Nichtbeachtung offen gelegt werden muss. Dies zeigt, dass, obwohl das Resetting, wie zuvor dargestellt, auch positive Wirkungen haben kann, dies in der Praxis vermieden werden sollte.

Neben dem Resetting von Aktienoptionen ist des Weiteren noch die so genannte Rückdatierung von Aktienoptionen in der (US-amerikanischen) Vergütungspraxis nicht unüblich.<sup>389</sup> Während das Resetting von Aktienoptionen aber eine Möglichkeit darstellt, die Ausübungshürde von Aktienoptionen auf ein Niveau zu reduzieren, von dem wieder genügend Anreize für die Vorstandsmitglieder ausgehen, um ihre Anstrengung zu erhöhen, so handelt es sich bei der Rückdatierung von Aktienoptionen um einen Vorgang, der sogar zu strafrechtlichen Konsequenzen führen kann.<sup>390</sup> Eine Rückdatierung kann grundsätzlich in zwei Formen auftreten: (1) Die Rückdatierung von Aktienoptionen bezieht sich auf einen Zeitpunkt, zu dem der Ausgabekurs niedriger lag als zum eigentlichen Ausgabezeitpunkt. Dadurch steigen der Wert der Aktienoptionen und der potenzielle Auszahlungsbetrag bei Ausübung dieser. (2) Die Rückdatierung verkürzt die Sperrfrist der Aktienoptionen, wodurch die Wahrscheinlichkeit für die Vorstandsmitglieder steigt, bei einem langfristig erwarteten Rückgang der Aktienkurse noch einen positiven Ausübungsgewinn realisieren zu können. Im äußersten Fall bedeutet dies sogar, dass Aktienoptionen, die noch im Geld sind, durch eine Rückdatierung umgehend ausübbar werden. Empirisch überprüfen HERON/LIE (2007) die Rückdatierungspraktiken für den US-amerikanischen Raum. Beide Autoren stellen für eine Stichprobe von 7.774 US-Unternehmen für den Zeitraum 1996-2005 fest, dass 13,6 % aller Aktienoptionen, die in diesem Zeitraum ausgegeben wurden, umdatiert wurden.<sup>391</sup> Für deutsche Unternehmen liegen indessen nach Meinung des Verfassers keine Erkenntnisse darüber vor, dass Aktienoptionen in den letzten Jahren rückdatiert wurden. Dies könnte einerseits daran liegen, dass in deutschen Unternehmen solche Praktiken entweder nicht vor-

---

<sup>389</sup> Die Rückdatierungshypothese geht auf Arbeiten von LIE (CEO, 2005) zurück. Siehe zur praktischen Relevanz der Rückdatierungsproblematik die Auflistung der aktuellen Fälle, auf der Seite der U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), zu denen Gerichtsverfahren laufen. [www.sec.gov/sportlight/optionsbackdating.htm](http://www.sec.gov/sportlight/optionsbackdating.htm).

<sup>390</sup> Die Rückdatierung an sich stellt noch keinen Gesetzesverstoß dar. Erst der Verstoß gegen Veröffentlichungspflichten der nationalen Börsenaufsichtsbehörden, wie der SEC, kann dazu führen, dass einzelnen Vorstandsmitgliedern der Zivilprozess gemacht wird.

<sup>391</sup> Vgl. HERON/LIE (Stock, 2006).

herrschen oder andererseits die eingeschränkte Transparenz der letzten Jahre es verhindert hatte, dass solche Praktiken bekannt wurden.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sowohl das „Repricing“ als auch die Rückdatierung von Aktienoptionen wesentliche Eingriffe in die Struktur eines Anreizsystems darstellen, die der Aufsichtsrat vermeiden sollte, um die Glaubwürdigkeit des bestehenden Anreizsystems nicht zu beschädigen. Während jedoch im Fall eines „Repricing“ der Aufsichtsrat noch die Absicht haben könnte, die ursprüngliche Anreizstruktur wiederherzustellen, so stellt die Rückdatierung einen Vorgang dar, der zwar grundsätzlich zulässig ist, wenn er ausreichend öffentlich gemacht wird, aber dennoch wenig Akzeptanz bei den Aktionären eines Unternehmens finden sollte, da durch eine Rückdatierung Prämienzahlungen zeitlich nach vorne verlagert werden und damit ggf. negativen Aktienkursentwicklungen vorgegriffen wird.

#### *f. Kriterium der Transparenz*

Das Kriterium der Transparenz fordert, dass ein Anreizsystem individuell durchschaubar und verständlich sein soll. Dabei bezieht sich das Kriterium auf die beiden Dimensionen der formalen und funktionalen Transparenz.<sup>392</sup> Die formale Transparenz ist erfüllt, sobald detaillierte Angaben zu den einzelnen Komponenten des Anreizsystems vorliegen, während die funktionale Transparenz erfüllt ist, wenn Angaben zum funktionalen Zusammenhang zwischen Leistung und Vergütungshöhe gemacht werden. Eine umfassende Beurteilung des Anreizsystems durch Dritte ist nur möglich, wenn ein Unternehmen sowohl Angaben zur Form als auch zur Funktionsweise des Anreizsystems offen legt.

Der deutsche Gesetzgeber beschränkt sich bei den Vorgaben zur Transparenz lediglich auf einen Mindestrahmen für die formalen Merkmale des Anreizsystems. So fordert das VorstOG, dass die im Geschäftsjahr gewährten Gesamtbezüge (Gehälter, Gewinnbeteiligungen, Bezugsrechte und sonstige Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen und Nebenleistungen jeder Art) von Vorständen offen gelegt werden müssen. Dazu zählen auch die Bezüge, die nicht ausgezahlt, sondern in Ansprüche anderer Art umgewandelt oder zur Erhöhung anderer Ansprüche verwendet werden. Wei-

---

<sup>392</sup> Vgl. WINTER (Prinzipien, 1996), S. 73. Zur Unterscheidung zwischen einer Transparenz im weiteren Sinne und Transparenz im engeren Sinne, siehe BECKER (Anreizsysteme, 1990), S. 24. In der vorliegenden Arbeit wird nur das Begriffsverständnis der Transparenz im engeren Sinne verwendet, wonach es um die Ausgestaltung (formale Transparenz) und das Zusammenwirken der einzelnen Variablen (funktionale Transparenz) des Anreizsystems geht.

terhin macht das VorstOG detaillierte Vorgaben zur aktienbasierten Vergütung, indem es fordert, dass die Anzahl der Aktien bzw. Aktienoptionen und deren beizulegender Wert in den Geschäftsberichten veröffentlicht werden müssen. Darüber hinaus fordert das Gesetz, dass börsennotierte Unternehmen die Bezüge der Vorstände, unterteilt nach erfolgsunabhängigen und erfolgsabhängigen sowie nach Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung, individuell ausweisen müssen. Ein Abweichen von dieser gesetzlichen Regelung ist nur möglich, sofern mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals dies beschließen sollten.

Ähnliches gilt auch für die Empfehlungen und Anregungen des DCGK, wobei im Vergleich zum VorstOG auch implizite Vorgaben zur funktionalen Transparenz gemacht werden. So empfiehlt der DCGK in Ziffer 4.2.3, dass die monetären Vergütungskomponenten fixe und variable Bestandteile enthalten sollen. Darüber hinaus soll der Aufsichtsrat für nicht vorhersehbare Entwicklungen eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) vereinbaren. Außerdem soll der beizulegende Wert bei Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter angegeben und bei Aktienoptionen sollen anspruchsvolle und relevante Vergleichsparameter bestimmt werden. Weiterhin regt der DCGK in Ziffer 4.2.3. an, dass die variablen Vergütungsbestandteile einmalige und jährlich wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg gebundene Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter enthalten sollten. Diese Anregung kann auch im Sinne der funktionalen Transparenz dahingehend interpretiert werden, dass ein funktionaler Zusammenhang zwischen dem Erfolg des Unternehmens und der Höhe der variablen Vergütung bestehen sollte.

Auch innerhalb der Prinzipal-Agenten-Theorie erfüllt das Kriterium eine wichtige Funktion, da eine hohe Transparenz grundsätzlich zu einer Reduzierung der Informationsasymmetrie zwischen dem Prinzipal und Agenten beitragen und dadurch die Agency-Kosten verringern kann.<sup>393</sup> Übertragen auf die Realität heißt dies, dass eine hohe Transparenz der Vergütungssysteme dazu beitragen kann, dass die Aktionäre als „ultimative“ Prinzipale des Unternehmens eine geringere Risikoprämie für ihre Kapitalbeteiligung verlangen können, sofern sie sehen, dass die Interessen der Vorstandsmitglieder mit ihren Interessen durch das Anreizsystem gekoppelt werden. Eine geringere Risikoprämie sollte aber auf effizienten Kapitalmärkten zu höheren Unternehmenswerten führen, weshalb eine höhere Transparenz einen positiven Beitrag zur unternehmerischen Zielsetzung leisten sollte. Neben der Funktion, die Informationsasymmetrie zu reduzieren, kann Transparenz auch noch eine weitere Funktion erfüllen. So zeigt WINTER

---

<sup>393</sup> Vgl. ZÖLLNER (Governance, 2007), S. 251.

(1996), dass Transparenz im Zusammenhang mit Anreizsystemen ein wichtiges Mittel zur Herstellung von Gerechtigkeit sein kann.<sup>394</sup> Ein transparentes Anreizsystem kann dazu beitragen, dass das Management die eigene Leistung und Vergütung mit der in anderen Unternehmen vergleichen kann und damit sowohl die Leistung als auch die Vergütungshöhe einer objektiven Bewertung zugänglich gemacht werden. Darüber hinaus führt WINTER diesbezüglich noch den positiven Korrektoreffekt transparenter Anreizsysteme an, indem er betont, dass durch mehr Transparenz „(...) unsinnige Entlohnungsstrukturen einer Kritik und Veränderung (...)“ unterzogen werden.<sup>395</sup>

FALLGATTER/BREITSOHL (2006) hingegen bezweifeln die positive Wirkung von mehr Transparenz bei der Vorstandsvergütung.<sup>396</sup> Beide Autoren vertreten die Meinung, dass sowohl Großaktionäre wegen ihrer Vertretung im Aufsichtsrat als auch Kleinaktionäre wegen ihrer geringen Beteiligungen kein übermäßiges Interesse an einem Gesetz zur Verbesserung der Transparenz von Vorstandsvergütungen haben.<sup>397</sup> Diesem Argument ist entgegenzubringen, dass nicht alle Aktionäre mit größeren Beteiligungsquoten zeitgleich im Aufsichtsrat vertreten sein können oder wollen und dass die Struktur und Funktionsweise eines Anreizsystems auch als Kaufargumente für neue Aktionäre fungieren können, wenn diese davon überzeugt sind, dass mit dem Anreizsystem eine Ausbeutung ihrer Interessen durch das Management verhindert wird. FALLGATTER/BREITSOHL vertreten darüber hinaus die Meinung, dass die mit dem VorstOG geschaffene Transparenz nicht zu einem reduzierenden Effekt bei der Vergütungshöhe beitragen wird, weil nur zum Zeitpunkt der Vereinbarung eines Anreizsystems Einfluss auf die Höhe ausgeübt werden kann.<sup>398</sup> Das VorstOG fordert hingegen eine Transparenz zum Realisierungszeitpunkt, wenn die Höhe der Vergütung bereits feststeht. Diesem Einwand ist beizupflichten, so dass ein Mehr von Transparenz auch Angaben zum Vereinbarungszeitpunkt erforderlich machen sollte.

### *g. Kriterium der Nachhaltigkeit*

Die Zielvorschrift im DCGK fordert die Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes. Daraus folgt, dass ein effizientes Anreizsystem ebenfalls einen Beitrag zur Erreichung dieser Zielvorschrift leisten sollte. Um aber das Kriterium der Nachhaltigkeit

---

<sup>394</sup> Vgl. WINTER (Prinzipien, 1996), S. 73.

<sup>395</sup> WINTER (Prinzipien, 1996), S. 73

<sup>396</sup> Vgl. FALLGATTER/BREITSOHL (Diskussion, 2006), S. 17.

<sup>397</sup> Vgl. FALLGATTER/BREITSOHL (Diskussion, 2006), S. 17.

<sup>398</sup> Vgl. FALLGATTER/BREITSOHL (Diskussion, 2006), S. 17.

im Zusammenhang mit Anreizsystemen konkretisieren zu können, muss zunächst der Begriff der Nachhaltigkeit weiter bestimmt werden. Diese Bestimmung ist notwendig, weil der Begriff der Nachhaltigkeit in der heutigen Umgangssprache inflationär verwendet wird, ohne dabei dem ursprünglichen Wortsinn zu entsprechen.<sup>399</sup> In seinem ursprünglichen Wortsinn bedeutet Nachhaltigkeit nämlich, dass etwas dauerhaft erhalten bleiben soll und geht auf Arbeiten von Hans Carl von Carlowitz zur regenerativen Forstwirtschaft zurück.<sup>400</sup> In die ökonomische Diskussion wurde der Begriff erstmals Mitte des zwanzigsten Jahrhunderts übertragen, woraufhin sich der Kern der Diskussion auf die Bestimmungsfaktoren der nachhaltigen Entwicklung fokussiert hat.<sup>401</sup> ROGALL (2002) versteht unter nachhaltiger Entwicklung eine „(...) Entwicklung, die für heutige und künftige Generationen hohe ökologische, ökonomische und sozial-kulturelle Standards im Rahmen der Tragfähigkeit des Umweltraumes anstrebt.“<sup>402</sup> Diese Definition spiegelt das Zieldreieck der heutigen Diskussion um Nachhaltigkeit wider, welche sich durch die drei Pole der ökologischen<sup>403</sup>, ökonomischen und sozial-kulturellen Problemfelder auszeichnet.<sup>404</sup> Problematisch an diesem multiplen Zielsystem ist seine Integration in ein einheitliches Konzept. Die verschiedenen konzeptionellen Versuche einer Integration können grundsätzlich entweder unter dem Schlagwort der *schwachen* Nachhaltigkeit oder der *starken* Nachhaltigkeit subsumiert werden. Das Konzept der *schwachen* Nachhaltigkeit<sup>405</sup> versucht, Nachhaltigkeit in ein makroökonomisches Gesamtmodell zu integrieren, indem die Sicherstellung des langfristigen Pro-Kopf-Einkommens, das durch die Ausbeutung von für die Produktion nicht regenerativen Rohstoffen geschaffen wird, dadurch gewährleistet wird, dass der gesamte Ertrag aus der Nutzung der natürlichen Ressourcen in den Aufbau eines reproduzierbaren Kapitalstocks investiert wird, welcher den nachfolgenden Generationen wieder eine tragfähige Grundlage für

---

<sup>399</sup> Beispiele für die Verwendung des Nachhaltigkeitsbegriffs sind: Finanzielle Nachhaltigkeit, Soziale Nachhaltigkeit, kulturelle Nachhaltigkeit, politische Nachhaltigkeit oder nachhaltiger Klimawandel, nachhaltige Ergebnisprognose etc.

<sup>400</sup> „Der Ausdruck „Nachhalt“ und „nachhaltig“ bezieht sich [...] ursprünglich auf Ressourcen, deren optimale langfristige Nutzung nur dann gewährleistet ist, wenn ihr Bestand gegen kurzfristige Interessen normativ abgeschirmt wird.“ OTT (Nachhaltigkeit, 2002), S. 5.

<sup>401</sup> Das Begriffspaar der nachhaltigen Entwicklung leitet sich vom englischsprachigen „sustainable development“ ab. OTT beklagt jedoch, dass es sich schon bei dem Begriff des sustainable development um einen politischen Formelkompromiss handelt, der einen sehr weitgehenden Interpretationsspielraum zulässt und vom ursprünglichen Wortsinn des ökologischen Generationenvertrages abweicht. OTT (Nachhaltigkeit, 2002), S. 6.

<sup>402</sup> ROGALL (Umweltökonomie, 2002), S 171.

<sup>403</sup> „Ökologische Nachhaltigkeit umschreibt die Zieldimension, die Natur und die Umwelt zu erhalten. [...] Die ökonomische Nachhaltigkeit stellt das Postulat auf, dass die Wirtschaftsweise so angelegt ist, dass sie dauerhaft eine tragfähige Grundlage für Erwerb und Wohlstand bietet. [...] Die soziale Nachhaltigkeit versteht die Entwicklung der Gesellschaft als einen Weg, der Partizipation für alle Mitglieder einer Gesellschaft ermöglicht.“ STUDDT (Nachhaltigkeit, 2008), S. 185 f.

<sup>404</sup> Vgl. ROGALL (Umweltökonomie, 2002), S 43. Basierend auf diesem Zieldreieck ist das Drei-Säulen-Modell der Nachhaltigkeit entstanden. Vgl. STUDDT (Nachhaltigkeit, 2008), S. 185.

<sup>405</sup> Vgl. PITTEL (Entwicklung, 2004), S. 538.

Erwerb und Wohlstand bietet.<sup>406</sup> Diesem Konzept folgend wird angenommen, dass natürliche Ressourcen mithilfe finanzieller Mittel substituierbar sind. Dem entgegen steht das Konzept der *starken* Nachhaltigkeit<sup>407</sup>, das eine vollständige Substitution natürlicher Ressourcen infrage stellt und im Vorfeld der Nutzung natürlicher Ressourcen Maßnahmen fordert, die eine langfristige Substitutionsrate von natürlichen und reproduzierbaren Ressourcen von null sichern.

Neben diesem ursprünglichen Wortsinn wird der Begriff der Nachhaltigkeit umgangssprachlich nur als eine langfristige Zeitspanne verstanden. Unter diesem Begriffsverständnis finden sich z. B. Aussagen wie nachhaltige Aktienkursentwicklung oder nachhaltige Ergebnisentwicklung. Diese sind nicht unmittelbar vereinbar mit dem ursprünglichen Wortsinn der nachhaltigen Entwicklung und lassen sich auch nicht einem der beiden Konzepte zuordnen. Vielmehr handelt es sich, wie STUDDT (2008) treffend bemerkt, um einen durch die Medien transponierten parallelen Wortsinn, der sich mit der Häufigkeit seiner Verwendung zunehmend als Sinn bestimmend aufdrängt.<sup>408</sup>

Für die vorliegende Arbeit gilt es zur Konkretisierung des Kriteriums der Nachhaltigkeit, den in der Zielvorschrift des DCGK verstandenen Wortsinn inhaltlich auszulegen. Dabei erweist sich das umgangssprachliche Begriffsverständnis als wesentlich besser geeignet zur Interpretation der Zielvorschrift als das ursprüngliche Begriffsverständnis. Die Steigerung des nachhaltigen, also langfristigen und dauerhaften Unternehmenswertes kann in Bezug auf das umgangssprachliche Verständnis dahingehend ausgelegt werden, dass es nicht das Ziel eines Vorstandsmitglieds sein sollte, den Unternehmenswert kurzfristig zu maximieren, sondern langfristig zu optimieren. Diese besser geeignete Interpretation von nachhaltiger Unternehmenswertsteigerung kann aber nicht verhindern, dass die Zielvorschrift im DCGK auch im Sinne der ursprünglichen Begriffsdeutung verstanden werden kann. Wird wieder die ursprüngliche Bedeutung des Nachhaltigkeitsbegriffs angesetzt, dann kann die Forderung nach nachhaltiger Unternehmenswertsteigerung so ausgelegt werden, dass die im Unternehmen vorhandenen Ressourcen nicht ausgebeutet werden sollen. Als Ressourcen können dabei nicht nur die Betriebsmittel des Unternehmens verstanden werden, sondern eben auch die Mitarbeiter. Der Schutz der Interessen von Mitarbeitern ist wiederum angelehnt an das kontinentaleuropäische Verständnis einer Stakeholder-Orientierung. Welchem Begriffsverständnis der DCGK folgt, ist nicht eindeutig ersichtlich. In der vorliegenden Arbeit wird aber die

---

<sup>406</sup> Vgl. HARTWICK (Equity, 1977), S. 973 f.

<sup>407</sup> Vgl. PITTEL (Entwicklung, 2004), S. 538.

<sup>408</sup> Vgl. STUDDT (Nachhaltigkeit, 2008), Fußnote 421.

Meinung vertreten, dass eher der umgangssprachliche Wortsinn ein stärkeres Gewicht haben sollte.

Werden diese Überlegungen auf die Ausgestaltung von Anreizsystemen übertragen, dann kann die Effizienz eines Anreizsystems dadurch gesteigert werden, dass es auf die Erreichung langfristiger Ziele ausgerichtet wird. Formal bedeutet dies, dass der Anteil der Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter an der Gesamtvergütung deutlich überrepräsentiert sein sollte. Weiterhin bedeutet es, dass die Vergütungsparameter so ausgestaltet werden sollten, dass nicht kurzfristige Erfolge belohnt werden, sondern eine positive Entwicklung über einen längeren Zeitraum maßgebend für die Vergütungshöhe ist.

### **III. Inhaltliche Ausgestaltung der Vorstandsvergütung in den DAX 30 Unternehmen**

#### *a. Konzeption der empirischen Untersuchung*

##### **1. Untersuchungsziele**

Im folgenden empirischen Teil der Arbeit wird versucht, nachzuweisen, ob und in welchem Umfang eine Berücksichtigung der in Abschnitt C.II. diskutierten Gestaltungskriterien in den Anreizsystemen der Vorstandsmitglieder der DAX 30 Unternehmen festzustellen ist. Dies ist von Interesse, da nur durch die Überprüfung der tatsächlichen Gegebenheiten eine Basis geschaffen werden kann, um praktische Vorschläge zur Steigerung der Effizienz der Vorstandsvergütung in Zukunft erarbeiten und damit einen Beitrag zur deutschen Corporate Governance Diskussion leisten zu können.

Die Untersuchung verfolgt dabei einen rein deskriptiven Ansatz, so dass nicht die Absicht besteht, Aussagen über Kausalzusammenhänge, insbesondere zwischen einzelnen Gestaltungskriterien und Indikatoren des Unternehmenserfolges, zu machen. Solche Aussagen wären zwar wünschenswert, allerdings zeigen die Ergebnisse bisheriger Untersuchungen, dass solche Aussagen stark von der Auswahl der Stichprobe, dem Betrachtungszeitraum, der angewandten statistischen Analysemethoden, der Berücksichtigung von Kontrollvariablen und dem zugrunde gelegten theoretischen Analyserahmen

bestimmt werden und dadurch häufig wenig belastbar sind.<sup>409</sup> Zudem wird in diesen Untersuchungen regelmäßig außer Acht gelassen, dass der Unternehmenserfolg nicht nur von der Ausgestaltung der Anreizsysteme abhängig ist, weshalb auch eindeutige Aussagen zum Zusammenhang zwischen einzelnen Gestaltungskriterien und dem Unternehmenserfolg nur eingeschränkt möglich sind.<sup>410</sup> Weiterhin kommt noch hinzu, dass in Deutschland erst mit der Verabschiedung des VorstOG im Jahr 2005 der notwendige rechtliche Rahmen geschaffen wurde, durch den die für eine umfassende Kausalanalyse benötigten Daten zur Höhe und Struktur der Anreizsysteme der deutschen Vorstandsmitglieder zugänglich geworden sind.

Obschon es nicht das primäre Ziel der vorliegenden Arbeit ist, Kausalaussagen zu machen, so wird in diesem Abschnitt dennoch die Pay-Performance Relation in den DAX 30 Unternehmen für das Geschäftsjahr 2007 ermittelt. Dies geschieht, indem der Zusammenhang zwischen den Vergütungskomponenten und den Kennzahlen „Fundamentale Unternehmensrendite“ und „Überrendite an der Börse“ berechnet wird. Diese Kausalbetrachtung dient dabei in erster Linie der Verifizierung von Ergebnissen früherer Studien, die keinen kausalen Zusammenhang zwischen der Vorstandsvergütung und dem Erfolg der Unternehmen feststellen konnten und die zur Kritik an der deutschen Vorstandsvergütung geführt haben.<sup>411</sup>

## 2. Datensatz

Im Rahmen des Abschnitts werden die Anreizsysteme der Vorstandsmitglieder der deutschen börsennotierten Unternehmen untersucht und ausgewertet. Zur Auswahlgesamtheit zählen die Unternehmen, die am 01.09.2008 im DAX 30-Segment an der Frankfurter Börse gelistet waren. Voraussetzung für die Berücksichtigung eines Unternehmens in der Untersuchung war jedoch, dass detaillierte Angaben zu den Anreizsystemen der Vorstandsmitglieder in den Geschäftsberichten 2007 veröffentlicht wurden. Von den 30 Unternehmen aus der Auswahlgesamtheit hat einzig die Merck KGaA durch einen Hauptversammlungsbeschluss von dem Recht Gebrauch gemacht, keine Angaben zur Vergütung ihrer Vorstandsmitglieder individualisiert zu veröffentlichen. Aus diesem Grund wurde auch die Merck KGaA aus dem Datensatz ausgeschlossen.

---

<sup>409</sup> Vgl. BARKEMA/GOMEZ-MEJIA (Compensation, 1998), S. 135

<sup>410</sup> Vgl. KOSSBIEL (Effizienz, 1994), S. 80.

<sup>411</sup> Siehe die Ausführungen in Kapitel A. zu den Untersuchungen von RANG (Vorstandsvergütung, 2008), SCHMIDT/SCHWALBACH (Vorstandsvergütung, 2007) und WOLFF/RAPP (Unternehmensmerkmale, 2008).

Sofern im weiteren Verlauf der Arbeit dennoch von den DAX 30 Unternehmen gesprochen wird, so sind damit immer nur 29 Unternehmen gemeint.<sup>412</sup>

### 3. Datenbasis

Als Datenbasis für die vorliegende Arbeit dienten primär die Angaben in den Geschäftsberichten 2007, der betrachteten DAX 30 Unternehmen. Zusätzlich wurden diese Angaben durch Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen wie z. B. aus den Veröffentlichungen der Unternehmen auf ihren Internetseiten oder aus Berichten in der Tages- bzw. Fachpresse ergänzt. Für die Beurteilung der Wirtschaftlichkeit (Wirtschaftlichkeitskriterium) der Anreizsysteme wurden darüber hinaus noch weitere Informationsquellen genutzt. So dienten die beiden Finanzinformationsdienste *yahoo finance* und *reuters investors* als Informationsquellen zur Ermittlung der Aktienkursperformance der Unternehmen im Geschäftsjahr 2007. Darüber hinaus wurden Angaben zu den Eigenkapitalkosten der Unternehmen dem EURO 500 Ranking des *manager magazines* Stand 30.09.2008 entnommen.

#### b. *Vorstandsvergütung in den DAX 30 Unternehmen*

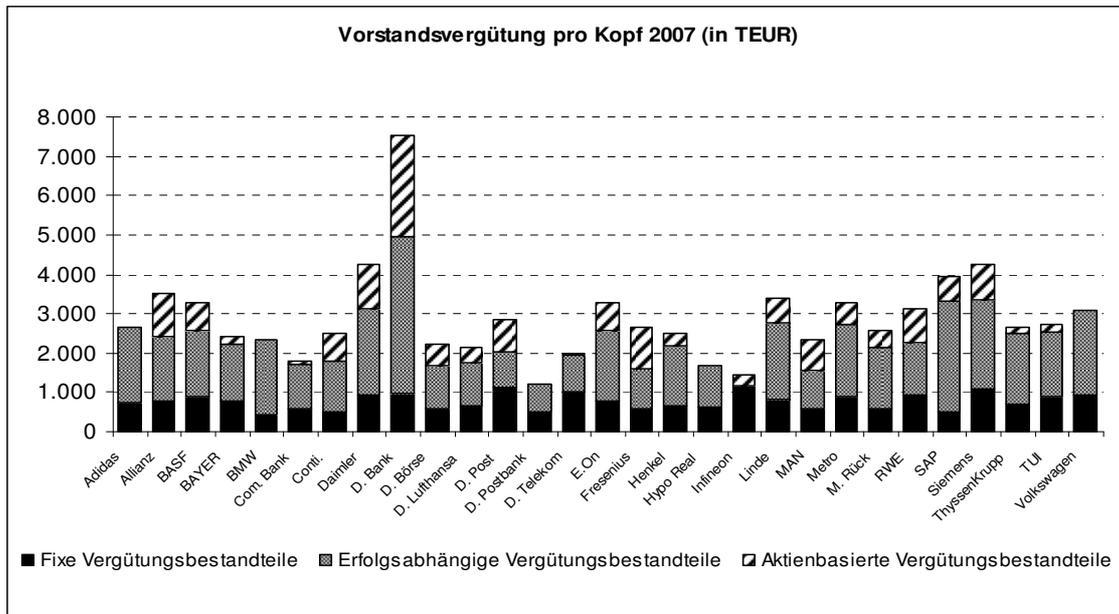
Abbildung 10 zeigt die Höhe und Zusammensetzung der Vorstandsvergütung in den DAX 30 Unternehmen für das Geschäftsjahr 2007 bereinigt um die nicht-monetären Vergütungskomponenten wie Abfindungszahlungen oder Pensionszusagen. Die Darstellung erfolgt dabei als Durchschnittswert je Vorstandsmitglied, wobei unterjährige Veränderungen in der Zusammensetzung der Vorstandsorgane berücksichtigt und Einmalzahlungen wie *Abfindungen* bzw. *Einstellungsprämien* eliminiert wurden.

Im Durchschnitt verdienten die Vorstandsmitglieder der DAX 30 Unternehmen im Geschäftsjahr 2007 2.880 TEUR, wobei die Vergütungshöhe zwischen 1.203 TEUR bei der Deutschen Postbank AG und 7.549 TEUR bei der Deutschen Bank AG variierte. Die hohe Schwankungsbreite in den Vergütungshöhen konnte auch innerhalb der einzelnen Vergütungskomponenten festgestellt werden. So lag die durchschnittliche Höhe

---

<sup>412</sup> Die 29 Unternehmen der Untersuchungsstichprobe sind: Adidas AG, Allianz SE, BASF SE, Bayer AG, BMW AG, Commerzbank AG, Continental AG, Daimler AG, Deutsche Bank AG, Deutsche Börse AG, Deutsche Lufthansa AG, Deutsche Post AG, Deutsche Postbank AG, Deutsche Telekom AG, E.On AG, Fresenius Medical Care AG&Co KGaA, Henkel AG&Co KGaA, Hypo Real Estate AG, Infineon AG, Linde AG, MAN SE, Metro AG, Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG, RWE AG, SAP AG, Siemens AG, ThyssenKrupp AG, TUI AG, Volkswagen AG.

der fixen Vergütungskomponenten inklusive aller Nebenleistungen und bereinigt um etwaige Sonderzahlungen bei 769 TEUR pro Kopf im Geschäftsjahr 2007 mit einer Bandbreite von 410 TEUR bei der BMW AG bis 1.189 TEUR bei der Infineon AG. Relativ betrachtet lag der durchschnittliche Wert bei 30 % der Gesamtvergütung mit einer Bandbreite von 13 % bei der Deutschen Bank AG bis 83 % bei der Infineon AG.



**Abbildung 10:** Vorstandsvergütung pro Kopf 2007 in den DAX 30 Unternehmen

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)<sup>413</sup>

Die Höhe der durchschnittlichen erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten, inklusive der anteiligen Werte aus den Long Term Incentive Plänen (LTIP), lag im Geschäftsjahr 2007 indessen bei 1.573 TEUR pro Kopf mit einer Bandbreite von 0 TEUR bei der Infineon AG und 3.949 TEUR bei der Deutschen Bank AG. Relativ betrachtet lag der durchschnittliche Wert bei 54 % der Gesamtvergütung mit einer Bandbreite von 0 % bei der Infineon AG und 82 % bei der BMW AG. Zuletzt lag der Wert der durchschnittlich gewährten aktienbasierten Vergütungskomponenten bei 538 TEUR im Geschäftsjahr mit einer Bandbreite von 0 TEUR bei den Unternehmen, die keine derartigen Vergütungskomponenten vorsahen, und 2.610 TEUR bei der Deutschen Bank AG. Relativ betrachtet lag der durchschnittliche Wert bei 17 % der Gesamtvergütung mit einer Bandbreite von 0 % bei Unternehmen mit Anreizsystemen ohne aktienbasierte Vergütungskomponenten und 39 % bei der Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA.

<sup>413</sup> Siehe auch Anhang A. der vorliegenden Arbeit.

Insgesamt macht Abbildung 10 deutlich, wie heterogen die Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung in den DAX 30 Unternehmen im Geschäftsjahr 2007 gewesen ist. Besonders auffällig ist dies bei der Schwankungsbreite der erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten. Wie aus Tabelle 5 ersichtlich ist, lag die Schwankungsbreite für die erfolgsabhängigen Vergütungsbestandteile bei den mittleren 50 % der betrachteten Unternehmen bei 830 TEUR, wohingegen die Schwankungsbreite für die fixen Vergütungskomponenten nur 327 TEUR und für die aktienbasierten Vergütungsbestandteile 612 TEUR betrug.

	Fixe Vergütung (in TEUR)	Erfolgsabhängige Vergütungsbestandteile (in TEUR)	Aktienbasierte Vergütungsbestandteile (in TEUR)	Gesamtvergütung (in TEUR)
25% Quartil	597	1.082	155	2.336
Mittelwert	769	1.573	538	2.880
Median	774	1.569	523	2.653
75% Quartil	924	1.912	767	3.264
Quartilsabstand	327	830	612	928

**Tabelle 5:** Vergütungsbestandteile der Vorstandsmitglieder der DAX 30 Unternehmen

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

### *c. Ausgestaltung der Vorstandsvergütung in den DAX 30 Unternehmen*

Im folgenden Abschnitt wird gezeigt, ob und in welchem Umfang die in Teil C.II. diskutierten inhaltlichen Gestaltungskriterien von Anreizsystemen in der Unternehmenspraxis berücksichtigt wurden. Die Kriterien werden dabei isoliert in der gleichen Reihenfolge untersucht, in der sie auch in Abschnitt C.II. diskutiert wurden. Dabei wird das Kriterium der Angemessenheit aus der Untersuchung ausgeklammert, weil es nur begrenzt einer empirischen Überprüfung zugänglich ist. Weiterhin wird auch das Kriterium der Transparenz nicht weiter betrachtet, da der deutsche Gesetzgeber ein Mindestmaß an Transparenz vorgegeben hat und die meisten DAX 30 Unternehmen keine darüber hinausgehenden Angaben zu den Anreizsystemen gemacht haben, so dass eine Untersuchung der Transparenz in den Unternehmen keine weiteren Erkenntnisse für die Arbeit liefern würde.

## 1. Zur Relevanz des Kriteriums der Anreizkompatibilität

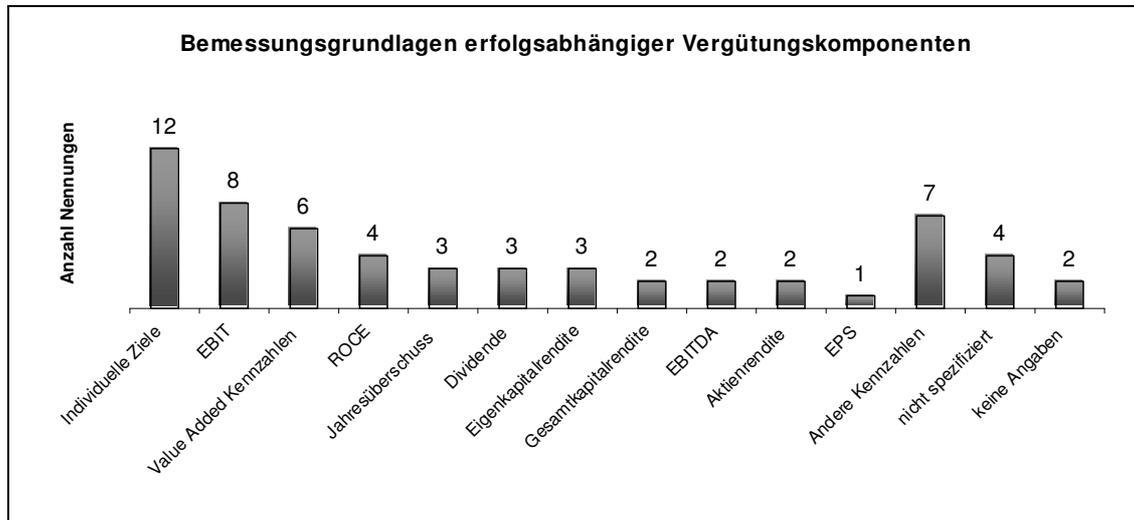
In Kapitel C.II. wurde die theoretische Bedeutung des Kriteriums der Anreizkompatibilität für die Gestaltung von Anreizsystemen herausgestellt und gezeigt, welche Merkmale ein Anreizsystem aufweisen sollte, um den Anforderungen des Kriteriums zu genügen. Es wurde insbesondere gezeigt, dass sich ein Aufsichtsrat bei der Wahl der Bemessungsgrundlage für die erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten an dem Prinzip der Barwertidentität orientieren sollte und dass die Anreizfunktion grundsätzlich keine Begrenzungen nach oben oder unten aufweisen sollte.

Bei der praktischen Relevanz des Kriteriums der Anreizkompatibilität ergibt die Auswertung der Vergütungsberichte der DAX 30 Unternehmen dagegen ein anderes Bild. Von den 29 betrachteten DAX 30 Unternehmen verwendeten im Geschäftsjahr 2007 nur sechs Unternehmen absolute Wertbeitragskennzahlen („Value Added“-Kennzahlen) als Bemessungsgrundlagen für die erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten, die je nach Definition dem Prinzip der Barwertidentität entsprechen können. Darüber hinaus führten drei Unternehmen an, dass die Höhe der erfolgsabhängigen Vergütungsbestandteile von der Höhe der Dividende abhängig sei, die an die Aktionäre ausgeschüttet wurde. Dividenden entsprechen zwar nicht im strengen Sinne dem Kriterium der Anreizkompatibilität, führen aber dazu, dass, wenn die Aktionäre einen Nutzenzuwachs aus der Dividendenzahlung erhalten, daran zu einem prozentualen Anteil auch die Vorstandsmitglieder partizipieren können.<sup>414</sup> In den übrigen Unternehmen wurden hingegen die Vorstandsmitglieder aufgrund von Bemessungsgrundlagen vergütet, die nicht den Anforderungen des Anreizkompatibilitätskriteriums entsprachen, wie z. B. dem EBIT (neun Unternehmen) oder dem ROCE (vier Unternehmen). Unter Transparenzgesichtspunkten ist es zudem erstaunlich, dass drei der DAX 30 Unternehmen überhaupt keine Angaben zur Bemessungsgrundlage in den Vergütungsberichten machten und vier der Unternehmen die Bemessungsgrundlage nur vage andeuteten. Weniger erstaunlich hingegen ist, dass zwölf der DAX 30 Unternehmen individuelle Bemessungsgrundlagen verwendet haben, da die Verwendung individueller Vergütungskomponenten durch den DCGK empfohlen wird. Problematisch an der Empfehlung ist jedoch, dass der für das Kriterium geforderte kausale Zusammenhang zwischen der Nutzensteigerung der Vorstandsmitglieder und der gleichgerichteten Nutzensteigerung der Aktionäre bei einer individuellen Bemessungsgrundlage durch externe Dritte nur schwer nachzuweisen ist. Eine

---

<sup>414</sup> Zur Anreizkompatibilität von Ausschüttungen siehe die Ausführungen von LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 242 ff.

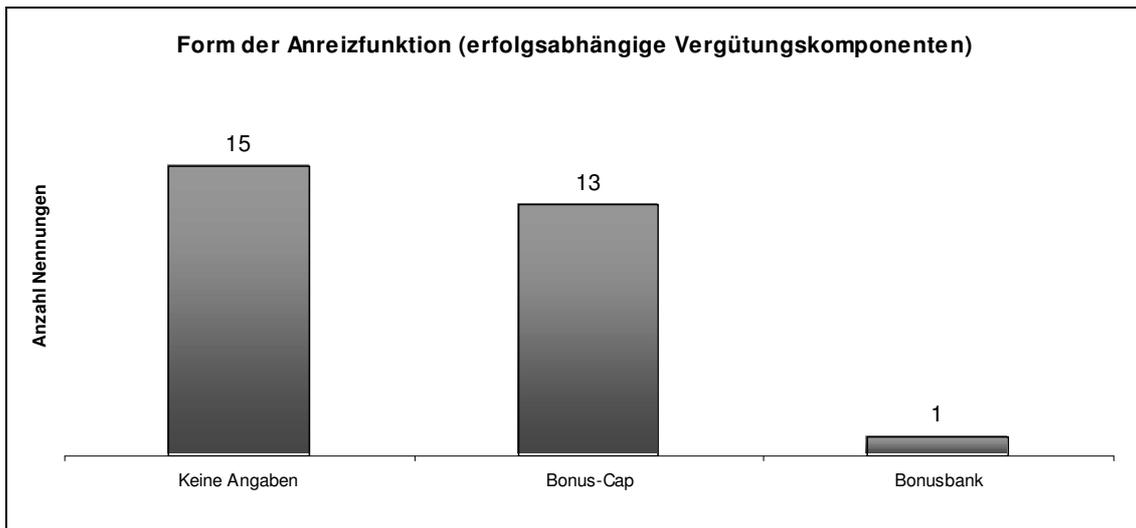
zusammenfassende Übersicht über die in den DAX 30 Unternehmen im Geschäftsjahr 2007 verwendeten Bemessungsgrundlagen gibt Abbildung 11:



**Abbildung 11:** Bemessungsgrundlagen erfolgsabhängiger Vergütungskomponenten

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

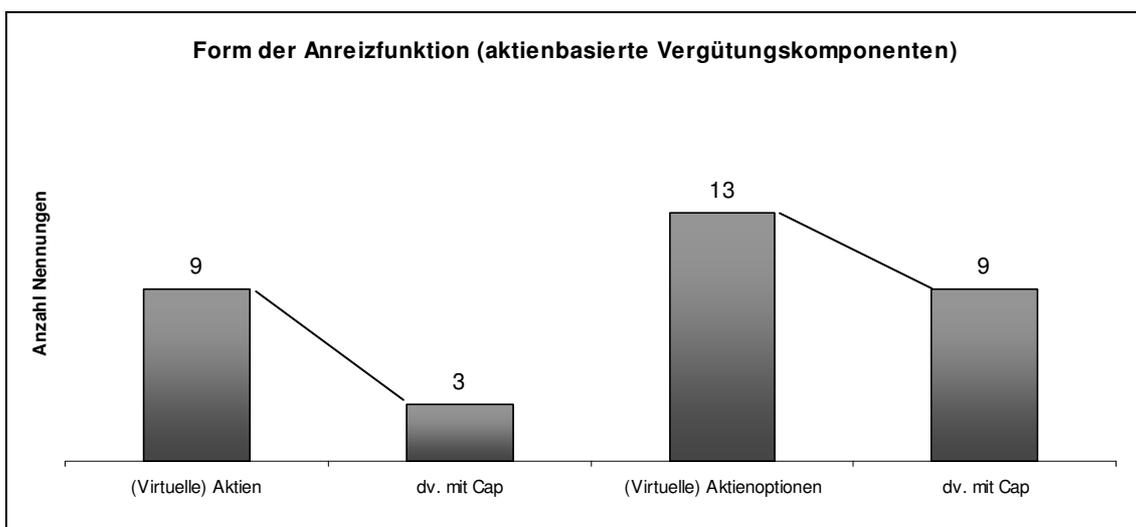
Auch bei der Anreizfunktion lässt sich eine Beachtung des Kriteriums der Anreizkompatibilität in den Anreizsystemen der DAX 30 Unternehmen nicht unmittelbar nachweisen. Im Rahmen der theoretischen Diskussion wurde gezeigt, dass die Steigung der Anreizfunktion von den Risikoeinstellungen des Prinzipals und des Agenten abhängen sollte, die sich aber in der Praxis nicht eindeutig bestimmen lassen. Darüber hinaus wurde gezeigt, dass die Begrenzung der Anreizfunktion nach oben oder unten dazu führen kann, dass der Agent nur bis zu einem gewissen Grad an einer positiven Entwicklung des Unternehmen partizipiert und dadurch die Anreizwirkung des Vergütungsvertrages beeinträchtigt sein kann. Wie Abbildung 12 verdeutlicht, gaben 13 der betrachteten Unternehmen an, dass die erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten durch ein so genanntes Bonus-Cap nach oben gedeckelt wären. Fünfzehn Unternehmen machten dagegen keine Angaben zur Anreizfunktion und nur ein Unternehmen gab an, eine so genannte Bonusbank für die Vergütung der Vorstände vorzusehen, die je nach Ausgestaltung zur Erfüllung des Kriteriums der Anreizkompatibilität beitragen kann. Weiterhin gab keines der DAX 30 Unternehmen an, dass die Vorstandsmitglieder auch an den Verlusten des Unternehmens beteiligt werden würden.



**Abbildung 12:** Form der Anreizfunktion erfolgsabhängiger Vergütungskomponenten

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

Darüber hinaus macht Abbildung 13 deutlich, dass auch die potenziellen Prämienzahlungen aus den im Geschäftsjahr 2007 gewährten aktienbasierten Vergütungskomponenten durch ein Cap nach oben begrenzt waren, wobei der Anteil der Caps deutlich höher gewesen ist in Unternehmen, die ihren Vorständen Aktienoptionen gewährten als in Unternehmen, die ihren Vorständen Aktien gewährten. Dies könnte daran liegen, dass Aktienoptionen meistens in virtueller Form gewährt wurden, was zur Folge haben kann, dass, wenn der Aktienkurs nach Ablauf der Sperrfrist deutlich über dem Basispreis liegt, dies zu sehr hohen Ausgleichzahlungen führen würde, welche die Unternehmen durch Caps zu begrenzen versuchten.



**Abbildung 13:** Form der Anreizfunktion aktienbasierter Vergütungskomponenten

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

Insgesamt legen die hier erhaltenen Ergebnisse die Vermutung nahe, dass dem Kriterium der Anreizkompatibilität in der Praxis wenig Beachtung geschenkt wird. Dies ist insofern interessant, weil die theoretische Diskussion immer von der Relevanz des Kriteriums ausgeht. Dennoch können aus den Ergebnissen für die spätere Diskussion von Gestaltungsprämissen zur Verbesserung der deutschen Vorstandsvergütung zwei wichtige Schlussfolgerungen gezogen werden: (1) Die Verwendung von Bemessungsgrundlagen, die dem Prinzip der Barwertidentität entsprechen, hat sich in der heutigen Vergütungspraxis nicht umfassend durchgesetzt. Es werden vielmehr Kennzahlen verwendet, die zu Fehlanreizen führen können und Spielräume für bilanzpolitische Maßnahmen lassen. (2) Die Anreizfunktionen sind so strukturiert, dass jegliche Verlustbeteiligung der Vorstandsmitglieder ausgeschlossen wird. Dies mag zwar einerseits gewünscht sein, um die Vorstandsmitglieder zu einer risikoreicheren Unternehmensführung zu motivieren, kann aber andererseits dazu führen, dass die Vorstandsmitglieder leichtsinnig werden, wie dies durch die aktuelle Finanzmarktkrise teilweise offenbart wurde.<sup>415</sup>

## 2. Zur Relevanz des Kriteriums der Wirtschaftlichkeit

In Abschnitt C.II. wurde gezeigt, dass ein Anreizsystem dann dem Kriterium der Wirtschaftlichkeit entspricht, wenn der Prämienstrom für den Fall positiv wird, wenn das Unternehmen seine Kapitalkosten erwirtschaftet. Für die Beurteilung dieser Forderung ist es aber entscheidend, welche Bezugsgröße zugrunde gelegt wird, von der die Kapitalkosten in Abzug gebracht werden. Aus diesem Grund werden im Folgenden mit der „Überrendite an der Börse“ und der „Fundamentale[n] Überrendite“ zwei unterschiedliche Kennzahlen zur Beurteilung der Wirtschaftlichkeit von Anreizsystemen herangezogen. Dabei ist die marktseitige Kennzahl „Überrendite an der Börse“ in der vorliegenden Arbeit definiert als die prozentuale Aktienkurssteigerung zwischen zwei Stichtagen, angepasst um die zwischen den Stichtagen gewährten Dividendenzahlungen abzüglich den Renditeforderungen der Aktionäre. Ein Wert größer null bedeutet, dass ein Unternehmen in der betreffenden Periode seine Kapitalkosten erwirtschaften konnte und dass die geleisteten Prämienzahlungen zu keinen negativen Wohlfahrtseffekten für die Aktionäre geführt haben. Die Kennzahl „Fundamentale Rendite“ ist hingegen definiert als die Differenz aus der Eigenkapitalrendite eines Unternehmens und den Renditeforderungen der Aktionäre des gleichen Unternehmens. Eine „Fundamentale Überrendite“ größer null bedeutet, dass das Unternehmen die Renditeforderung der Aktionäre in dem

---

<sup>415</sup> Vgl. SEIBERT (Finanzmarktkrise, 2009), S. 1167.

betreffenden Jahr übertreffen und dadurch ein positiver Wohlfahrtseffekt für die Aktionäre erwirtschaftet werden konnte. Der Vorteil der Kennzahl „Fundamentale Überrendite“ besteht darin, dass nur die operative Entwicklung des Unternehmens bewertet wird und die kurzfristigen irrationalen Schwankungen an den Kapitalmärkten unberücksichtigt bleiben. Der Nachteil der Kennzahl ist dagegen ihre Anfälligkeit für bilanzpolitische Maßnahmen. So kann insbesondere das Ergebnis des Unternehmens durch eine entsprechende Abschreibungs- bzw. Rückstellungspolitik so angepasst werden, dass die Wahrscheinlichkeit einer positiven „Fundamentalen Überrendite“ erheblich verbessert wird.

Wirtschaftlichkeit der Vergütungskomponenten	Anzahl
<i>Positive "Fundamentale Überrendite" / Positive "Überrendite an der Börse"</i>	
davon mit Bonus / mit Aktien	10
davon mit Bonus / ohne Aktien	2
davon ohne Bonus / mit Aktien	0
<i>Positive "Fundamentale Überrendite" / Negative "Überrendite an der Börse"</i>	
davon mit Bonus / mit Aktien	9
davon mit Bonus / ohne Aktien	1
davon ohne Bonus / mit Aktien	0
<i>Negative "Fundamentale Überrendite" / Positive "Überrendite an der Börse"</i>	
davon mit Bonus / mit Aktien	3
davon mit Bonus / ohne Aktien	0
davon ohne Bonus / mit Aktien	0
<i>Negative "Fundamentale Überrendite" / Negative "Überrendite an der Börse"</i>	
davon mit Bonus / mit Aktien	1
davon mit Bonus / ohne Aktien	2
davon ohne Bonus / mit Aktien	1

**Tabelle 6:** Wirtschaftlichkeit der Vergütungskomponenten

(Quelle: eigene Darstellung)<sup>416</sup>

Aus Tabelle 6 ist ersichtlich, dass zwölf der betrachteten DAX 30 Unternehmen, die im Geschäftsjahr 2007 eine positive „Fundamentale Überrendite“ und eine positive „Überrendite an der Börse“ erwirtschaftet haben, ihren Vorständen mindestens einen Bonus ausgezahlt, aber in der Mehrzahl der Fälle zusätzlich noch entweder Aktien oder Aktioptionen gewährt haben. Die durchschnittliche Höhe der erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten betrug 1.684 TEUR und die der beizulegenden Werte der aktienbasierten Vergütungskomponenten 495 TEUR. Dreizehn Unternehmen hingegen, die entweder eine positive „Fundamentale Überrendite“ oder eine positive „Überrendite an der Börse“ erwirtschaftet hatten, haben ihren Vorständen ebenfalls mindestens einen Bonus,

<sup>416</sup> Siehe auch Anhang B. der vorliegenden Arbeit.

aber in der Regel auch Aktien bzw. Aktienoptionen gewährt. Der durchschnittliche Wert der erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten lag mit 1.657 TEUR auf einem vergleichbaren Niveau wie im ersten Fall. Der durchschnittliche Wert der aktienbasierten Vergütungskomponenten lag indessen mit 661 TEUR sogar leicht über dem Wert aus dem ersten Fall. Zuletzt zeigt die Tabelle 6 auch, dass, obwohl vier Unternehmen weder eine positive „Fundamentale Überrendite“ noch eine positive „Überrendite an der Börse“ im Geschäftsjahr erwirtschaften konnten, drei von diesen vier Unternehmen ihren Vorstandsmitgliedern dennoch einen Bonus gezahlt haben und in einem Unternehmen sogar aktienbasierte Vergütungskomponenten gewährt wurden. Die durchschnittliche Höhe der erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten betrug dabei 970 TEUR und die der beizulegenden Werte der aktienbasierten Vergütungskomponenten lag bei 266 TEUR.

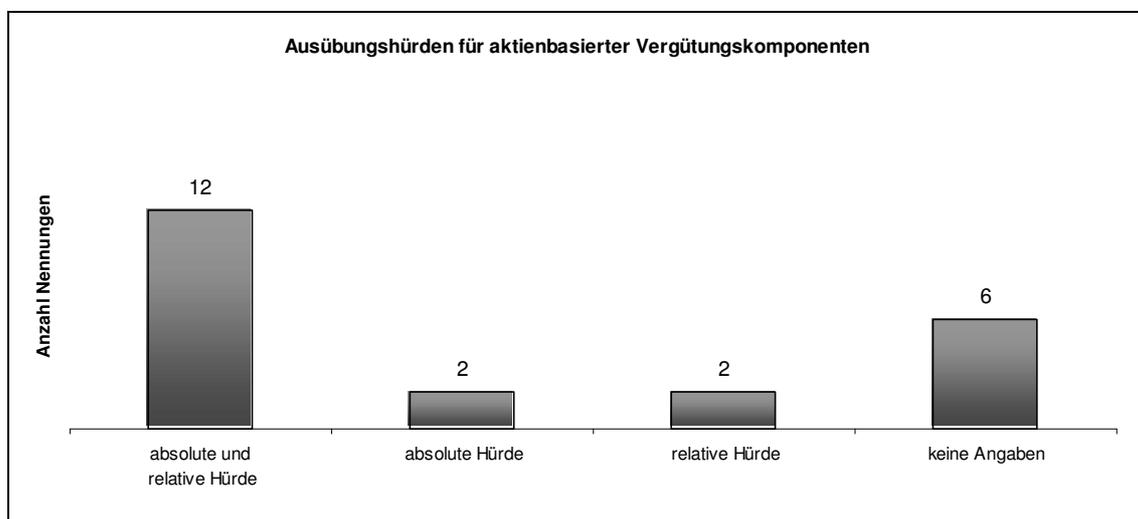
Zusammenfassend kann für das Kriterium der Wirtschaftlichkeit festgehalten werden, dass in einigen Unternehmen die Anreizsysteme der DAX 30-Vorstandsmitglieder im Geschäftsjahr 2007 so strukturiert gewesen sind, dass, obwohl die Renditeforderungen der Aktionäre nicht erwirtschaftet werden konnten, die Vorstandsmitglieder dennoch für ihre Leistung belohnt wurden, weshalb in diesen Unternehmen die Anreizsysteme der Vorstandsmitglieder gegen das hier beschriebene Kriterium der Wirtschaftlichkeit verstoßen haben.

### **3. Zur Relevanz des Kriteriums der Leistungsorientierung**

Das Kriterium der Leistungsorientierung fordert, dass die Höhe der Vergütung in einem angemessenen Verhältnis zur Leistung der Vorstandsmitglieder stehen soll. Wie in Abschnitt C.II. gezeigt wurde, steht dem Aufsichtsrat hierfür eine Vielzahl von Möglichkeiten zur Verfügung, dem Kriterium zu entsprechen. So kann der Aufsichtsrat durch Vorgabe anspruchsvoller Ziele und durch Indexierung von Aktien und Aktienoptionen versuchen, das Vergütungsniveau an eine mit anderen Unternehmen vergleichbare Leistung zu koppeln. In der deutschen Vergütungspraxis scheint dieses Kriterium für die aktienbasierten Vergütungskomponenten, wie Abbildung 14 zeigt, weitgehend akzeptiert zu sein.

Aus Abbildung 14 ist ersichtlich, dass nahezu alle betrachteten DAX 30 Unternehmen bei der Gestaltung der aktienbasierten Vergütungskomponenten die zukünftige Vergütungshöhe an die Erreichung einer absoluten und/oder einer relativen Ausübungshürde gekoppelt haben. Problematisch ist jedoch, dass die Höhe der absoluten Hürden von

Unternehmen zu Unternehmen stark variierte. So führte z. B. die SAP AG als Ausübungshürde für Aktienoptionen eine 10 %-ige Steigerung des Aktienkurses über einen Zeitraum von zwei Jahren an. Eine 10 %-ige Steigerung des Aktienkurses steht aber nicht wirklich in einem gerechten Verhältnis zu den Renditeforderungen der SAP-Aktionäre, die im EURO 500-Ranking auf 10,80 % beziffert wurden, so dass die Vergütung der Vorstandsmitglieder der SAP AG nur bedingt dem Kriterium der Leistungsorientierung entsprochen hat. Im Vergleich dazu führte die BASF AG als absolute Ausübungshürde eine Aktienkurssteigerung von 30 % über einen Zeitraum von zwei Jahren an, die schon eher als leistungsorientiert betrachtet werden kann, da die Renditeforderung der BASF-Aktionäre, die im EURO 500 Ranking auf 8,90 % beziffert wurde, damit deutlich übertroffen wurde.

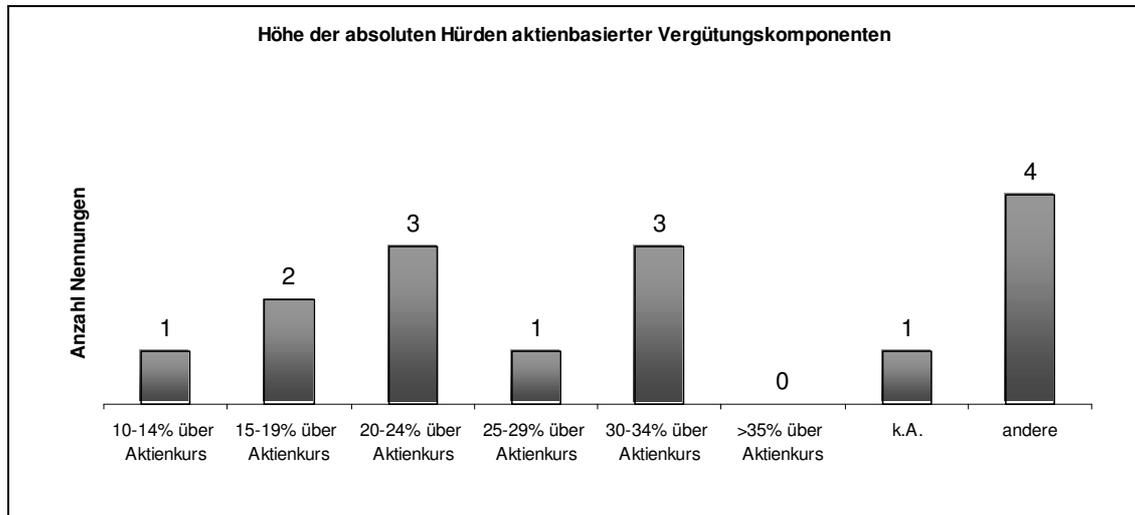


**Abbildung 14:** Ausübungshürden aktienbasierter Vergütungskomponenten

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

In diesem Zusammenhang zeigt Abbildung 15 auch, dass nur wenige der betrachteten DAX 30 Unternehmen eine wirklich anspruchsvolle absolute Hürde für die aktienbasierten Vergütungskomponenten ihrer Vorstandsmitglieder angesetzt haben. So gaben nur vier Unternehmen an, eine absolute Hürde von größer 25 % bei einer Sperrfrist von mind. zwei Jahren zu verwenden. Drei Unternehmen gaben hingegen an, eine absolute Hürde von kleiner 20 % innerhalb der Sperrfrist von mind. zwei Jahren anzusetzen, was bei einer unterstellten durchschnittlichen jährlichen Renditeforderung der Aktionäre von 10 % gleichermaßen bedeuten würde, dass die betreffenden Vorstandsmitgliedern dann belohnt würden, wenn sie nicht die Renditeforderungen der Aktionäre erfüllten. Vier der DAX 30 Unternehmen entkoppelten die absolute Hürde sogar gänzlich

vom Aktienkurs, indem andere Kennzahlen zur Auslösung der Prämienzahlungen angesetzt wurden.



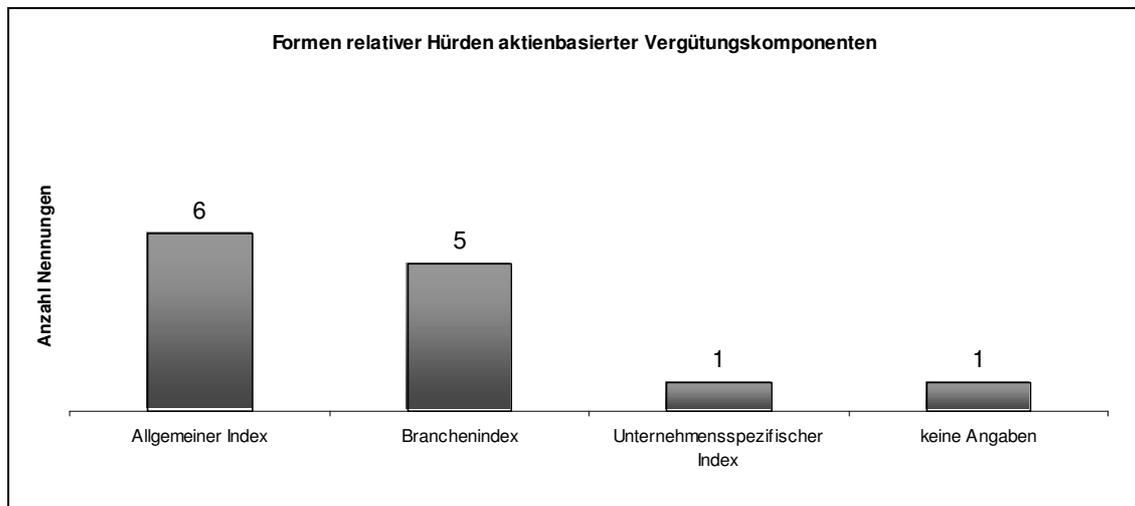
**Abbildung 15:** Höhe der absoluten Hürden aktienbasierter Vergütungskomponenten

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

Neben den absoluten Hürden wurden in einigen DAX 30 Unternehmen auch die aktienbasierten Vergütungskomponenten an relative Hürden gekoppelt. Wie in Abschnitt C.II. gezeigt wurde, zeichnen sich relative Hürden dadurch aus, dass sie nicht im Vorfeld fixiert werden können, sondern erst in Relation zu anderen Unternehmen bestimmt werden. Als typische Form relativer Hürden wurde die Indexierung von aktienbasierten Vergütungskomponenten vorgestellt. Nahezu alle DAX 30 Unternehmen, die eine relative Hürde für die Gewährung von aktienbasierten Vergütungskomponenten vorsahen, koppelten die Auszahlung an die Kursentwicklung eines bestimmten Indexes. Dabei scheint die Wahl des Indexes eine willkürliche Entscheidung des Aufsichtsrats gewesen zu sein, da entweder ein allgemeiner Index wie der Dow Jones oder ein Branchenindex wie der Dow Jones Utilities verwendet wurden. Ein unternehmensspezifischer Index wurde nur in einem Unternehmen ermittelt. Zusammenfassend zeigt Abbildung 16, welche Indexe in den DAX 30 Unternehmen als Benchmarks für die aktienbasierten Vergütungskomponenten im Geschäftsjahr 2007 angesetzt wurden.

Insgesamt zeigen die Ergebnisse, dass das Kriterium der Leistungsorientierung bei der Gestaltung der Anreizsysteme in den DAX 30 Unternehmen durchaus beachtet wurde. Für die Diskussion von Gestaltungsprämissen zur Verbesserung der Anreizsysteme ergeben sich dennoch aus den Darstellungen drei wichtige Hinweise: (1) Die Verwendung von absoluten und relativen Hürden bezieht sich nur auf die aktienbasierten Vergü-

tungskomponenten. Für die Gestaltung von erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten haben Benchmarks mit anderen Unternehmen derzeit keine Bedeutung. (2) Die absoluten und relativen Hürden werden nicht immer auf einem Niveau angesetzt, das die Renditeforderungen der Aktionäre reflektiert. (3) Des Weiteren ist nicht zu erkennen, dass diese Hürden Korrekturgrößen darstellen. Vielmehr handelt es sich um Ausübungshürden, bei deren Erreichen die volle Prämienhöhe gewährt wird. Um aber den theoretischen Ausführungen zur „Relative Performance Evaluation“ zu entsprechen, müssten die Anreizsysteme so gestaltet sein, dass nur das übererfüllte Leistungsmaß durch eine Prämienzahlung belohnt wird.



**Abbildung 16:** Formen relativer Hürden aktienbasierter Vergütungskomponenten

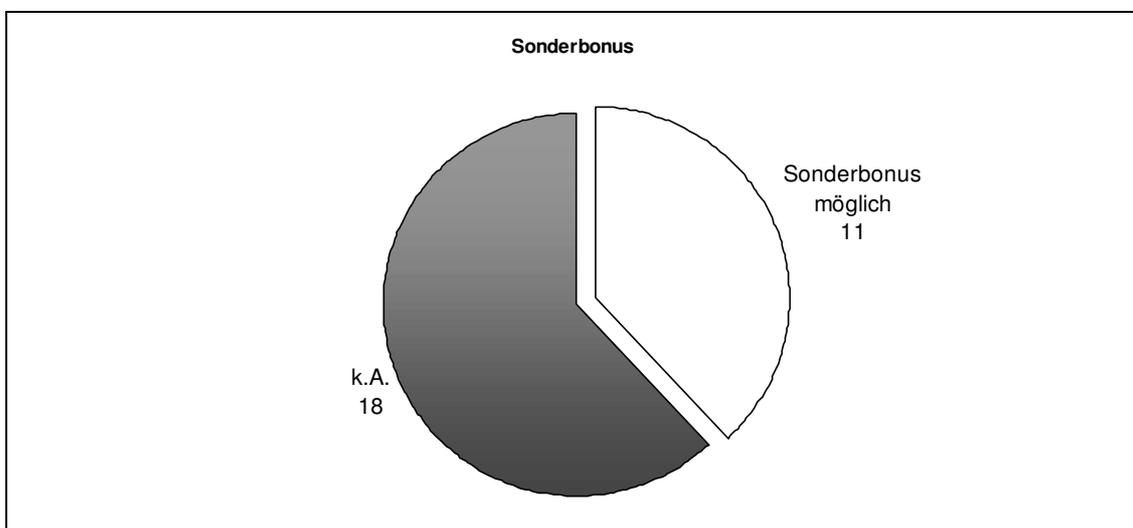
(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

#### 4. Zur Relevanz des Kriteriums der Stabilität

Das Kriterium der Stabilität wurde in Abschnitt C.II. dahingehend konkretisiert, dass ein einmal gewähltes Anreizsystem kurzfristig nicht geändert werden soll. Dabei wurden das Resetting und die Rückdatierung von aktienbasierten Vergütungskomponenten als Beispiele angeführt, wie gegen das Kriterium der Stabilität in der Praxis verstoßen werden könnte. Problematisch daran ist, dass sowohl das Resetting als auch die Rückdatierung Handlungen darstellen, die nicht im Vergütungsbericht offen gelegt werden müssen. Einzig der DCGK empfiehlt in Ziffer 4.2.3, dass nachträgliche Änderungen ausgeschlossen werden sollen, was bei einem Verstoß gegen diese Empfehlung eine Erläuterung im Corporate Governance-Bericht nach sich ziehen müsste. In der Praxis sind aber auch noch andere Maßnahmen möglich, durch die gegen das Kriterium der

Stabilität verstoßen werden kann. So erwähnen elf der DAX 30 Unternehmen in ihren Vergütungsberichten für das Geschäftsjahr 2007, dass sie ihren Vorstandsmitgliedern in besonderen Fällen einen so genannten Sonderbonus gewähren könnten. Ein Sonderbonus stellt aber regelmäßig eine zusätzliche Vergütungskomponente dar, die nicht immer mit der Unternehmensperformance oder mit den Interessen der Aktionäre korreliert sein muss. Vielmehr ist davon auszugehen, dass ein Sonderbonus in der Praxis dazu dienen soll, entweder Ausfälle von Prämienzahlungen aus den übrigen Vergütungskomponenten zu kompensieren oder besonders gute Leistungen der Vorstandsmitglieder zu honorieren. In beiden Fällen führt der Sonderbonus aber zu einer zusätzlichen Wohlfahrtssteigerung für die Vorstandsmitglieder, die durch das eigentliche Anreizsystem nicht erreicht werden könnte. Aus diesem Grund sollten Sonderbonusprogramme eher kritisch bewertet und durch andere Instrumente wie z. B. eine Bonusbank ersetzt werden. Abbildung 17 zeigt nochmals die Verteilung der Unternehmen, die einen Sonderbonus als Teil des Anreizsystems vorsehen.

Insgesamt lassen die Angaben in den Vergütungsberichten der DAX 30 Unternehmen keine eindeutigen Aussagen über die tatsächliche Stabilität der Anreizsysteme zu, so dass nicht wirklich festgestellt werden kann, ob die Unternehmen bei der Gestaltung der Anreizsysteme das Kriterium der Stabilität beachtet haben.



**Abbildung 17:** Sonderbonuskomponente im Anreizsystem

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

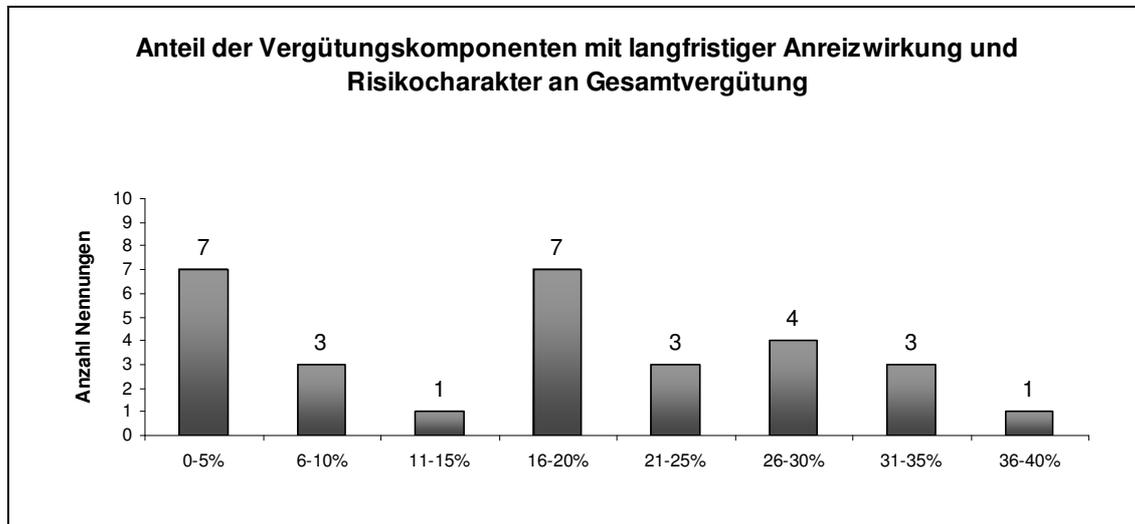
## 5. Zur Relevanz des Kriteriums der Nachhaltigkeit

Das Kriterium der Nachhaltigkeit orientiert sich an der Zielvorschrift des DCGK, wonach jedes Vorstandsmitglied seine Anstrengung zur Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes einsetzen soll. Nachhaltigkeit bedeutet in diesem Zusammenhang, dass die Unternehmensführung langfristig angelegt sein soll, weshalb auch der Anteil der Vergütungskomponenten, die langfristige Erfolge belohnen, an der Gesamtvergütung überrepräsentiert sein sollte. Demnach kann ein Anreizsystem nach dem in der Arbeit verfolgten Verständnis nicht in Einklang mit dem Kriterium der Nachhaltigkeit stehen, wenn die fixen und erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten einen deutlich größeren Anteil am Anreizsystem ausmachen als die aktienbasierten Vergütungskomponenten. Insbesondere die jährlich wiederkehrenden variablen Vergütungskomponenten können dabei zu Fehlanreizen führen, die Unternehmenspolitik auf die kurzfristige Maximierung von Zielen und der mit der Vergütung verbundenen Bonuszahlungen auszurichten.

Im Folgenden soll das Kriterium der Nachhaltigkeit durch zwei Betrachtungsparameter operationalisiert werden: (1) Nach dem Anteil der langfristigen Vergütungskomponenten an der Gesamtvergütung. Ein hoher (niedriger) Anteil kann einen Hinweis darauf geben, ob ein Anreizsystem die Erreichung langfristiger (kurzfristiger) Ziele fördern soll. (2) Nach der Laufzeit bzw. Sperrfrist der aktienbasierten Vergütungskomponenten, die einen Hinweis auf den zeitlichen Horizont, in dem ein einmal gewährtes Anreizsystem seine Wirkung entfalten kann, geben soll. Dabei gilt, je kürzer die Sperrfrist, umso stärker kann die Unternehmenspolitik auf die Erreichung kurzfristiger Ziele ausgerichtet sein.

Abbildung 18 zeigt den Anteil der Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter an der Gesamtvergütung der Vorstandsmitglieder der betrachteten DAX 30 Unternehmen. Aus der Abbildung wird ersichtlich, dass sich insgesamt je sieben der betrachteten Unternehmen in der kleinsten Klasse von 0-5 % befanden und sich nur ein Unternehmen in der größten Klasse von 36-40 % befunden hat. Die größte Häufung findet sich in den beiden Klassen 0-5 % und 16-20 % mit insgesamt sieben Unternehmen. Erstaunlich an dieser Auswertung ist, dass der Anteil der langfristigen Vergütungskomponenten in mehr als 60 % der DAX 30 Unternehmen geringer als 20 % ausgefallen ist. Dies kann zwei Ursachen haben: (1) Die aktienbasierten Vergütungskomponenten werden in der Auswertung mit ihren beizulegenden Werten angesetzt, die immer geringer ausfallen als die tatsächlichen Auszahlungsbeträge zum Aus-

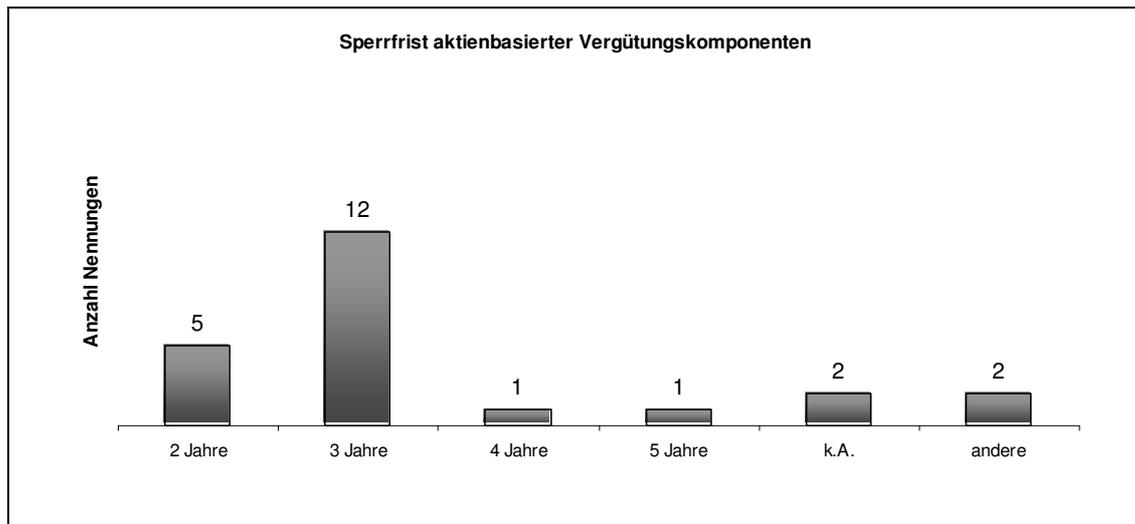
übungszeitpunkt. Dies führt unweigerlich zu Verzerrungen, so dass ein Vergleich zwischen ausgezahlten und nur gewährten Vergütungszahlungen nur bedingt aussagefähig ist. (2) Die aktienbasierten Vergütungskomponenten haben nur einen ergänzenden Charakter innerhalb des Anreizsystems und nehmen deshalb nur einen geringen Anteil an der Gesamtvergütung ein.



**Abbildung 18:** Anteil der aktienbasierten Vergütungskomponenten an der Gesamtvergütung

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

Neben dem Anteil der langfristigen Vergütungskomponenten an der Gesamtvergütung ist auch ihre Gestaltung wesentlich, um Nachhaltigkeit zu garantieren. Je länger die Anreize der aktienbasierten Vergütungskomponenten wirken können, umso eher ist es wahrscheinlich, dass auch die Vorstandsmitglieder ihr Verhalten an die Laufzeit anpassen werden. Abbildung 19 zeigt, welche Laufzeiten bzw. Sperrfristen die aktienbasierten Vergütungskomponenten in den DAX 30 Unternehmen im Geschäftsjahr 2007 gehabt haben. Wie aus Abbildung 19 ersichtlich ist, betrug die durchschnittliche Laufzeit bzw. Sperrfrist der aktienbasierten Vergütungskomponenten zwei bis drei Jahre. Längere Laufzeiten waren nur bei der Allianz SE mit fünf Jahren zu finden. Der Aufsichtsrat der Allianz SE gewährte jedoch den Vorstandsmitgliedern zwei unterschiedliche aktienbasierte Vergütungskomponenten: erstens virtuelle Aktienoptionen mit einer Sperrfrist von zwei Jahren und zweitens virtuelle Aktien mit einer Sperrfrist von fünf Jahren.



**Abbildung 19:** Sperrfristen aktienbasierter Vergütungskomponenten

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

Zusammenfassend gilt, dass die Auswertung der Vergütungsberichte kein überzeugendes Bild aufzeigen kann, dass das Kriterium der Nachhaltigkeit sich auch in den Strukturen der Anreizsysteme widerspiegelt hat. Im Gegenteil, die Auswertung lässt die Vermutung aufkommen, dass die aktienbasierten Vergütungskomponenten zusätzlich zu den erfolgsabhängigen ausgegeben wurden.<sup>417</sup> Für die Diskussion von Gestaltungsprämissen in Teil E. der Arbeit ergeben sich deshalb folgende Überlegungen: (1) Der Anteil der aktienbasierten Vergütungskomponenten sollte einen wesentlichen Anteil an der Gesamtvergütung ausmachen, (2) die Laufzeit dieser Vergütungskomponenten sollte deutlich höher angesetzt werden und (3) die Gewährung dieser Vergütungskomponenten sollte nicht an ein Eigeninvestment gekoppelt sein. Vielmehr sollten die verdienten Beträge in Aktien des eigenen Unternehmens umgewandelt werden und mit einer weiteren Sperrfrist versehen werden.

#### *d. Pay-Performance Relation in den DAX 30 Unternehmen*

Nachdem im vorherigen Abschnitt anhand der Angaben in den Vergütungsberichten der DAX 30 Unternehmen gezeigt wurde, wie die in Abschnitt C.II. diskutierten Gestaltungskriterien effizienter Anreizsysteme im Geschäftsjahr 2007 berücksichtigt wurden, wird in diesem Abschnitt noch die Pay-Performance Relation für diese Unternehmen ermittelt. Die Ermittlung der Pay-Performance Relation ist notwendig, um die Ergebnis-

<sup>417</sup> Siehe auch ROST/OSTERLOH (Management, 2009), S. 124.

se des vorherigen Abschnitts richtig interpretieren zu können, da nur bei einer geringen Pay-Performance Relation ein kausaler Zusammenhang mit den identifizierten Defiziten zu vermuten ist. Für die Ermittlung der Pay-Performance Relation wird wiederum auf die Zielvorschrift im DCGK zurückgegriffen, wonach die Höhe der Vergütung bei einer effizienten Gestaltung eines Anreizsystems positiv mit dem erzielten Unternehmenswert korreliert („positive Pay-Performance“) sein sollte. Dabei bildet die Steigerung des Unternehmenswertes die unabhängige Variable innerhalb der Kausalitätsbetrachtung, die durch die beiden bereits eingeführten Kennzahlen „Fundamentale Überrendite“ und „Überrendite an der Börse“ dargestellt werden soll.<sup>418</sup> Auf der anderen Seite bildet die variable Vergütung der Vorstandsmitglieder die abhängige Variable, die durch die Entwicklung der beiden Kennzahlen erklärt werden soll. Die variable Vergütung wird entsprechend dem DCGK als die Summe aus den erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten des Geschäftsjahres 2007 und dem Wert der in diesem Geschäftsjahr gewährten aktienbasierten Vergütungskomponenten definiert.

### **Fundamentale Überrendite<sup>419</sup>**

In Abbildung 20 wird der Zusammenhang zwischen der im Geschäftsjahr 2007 gewährten variablen Vergütung je Vorstandsmitglied und der fundamentalen Überrendite des zu dem jeweiligen Vorstandsmitglied gehörenden Unternehmens dargestellt. Der dabei ermittelte Korrelationskoeffizient (Einfachkorrelation) liegt auf einem niedrigen Niveau von 0,257, was auf eine schwache Korrelation beider Größen und eine schwach ausgeprägte Pay-Performance schließen lässt. Auch das Bestimmtheitsmaß  $r^2$  befindet sich mit einem Wert von 0,066 auf einem niedrigen Niveau. 6,6 % der variablen Vergütung lassen sich durch die eingezeichnete Regressionslinie erklären.

---

<sup>418</sup> Die Untersuchung folgt der Vergütungsstudie von SCHWALBACH (Vergütungsstudie, 2008). Im Unterschied zur Vergütungsstudie wird jedoch als abhängige Variable die gesamte variable Vergütung angesetzt, d.h. auch die bewerteten Anteile der Aktienvergütung eines Geschäftsjahres. Im Vergleich dazu setzt die Vergütungsstudie von SCHWALBACH zum einen die gesamte Entlohnung an und zum anderen nur die kurzfristig variablen Vergütungskomponenten. Der Vorteil der hier gezeigten Ergebnisse ist, dass die Leistungsabhängigkeit aller variablen Vergütungskomponenten berücksichtigt wird und dabei die fixen Vergütungselemente eliminiert werden.

<sup>419</sup> Die fundamentale Rendite (Eigenkapitalrendite abzüglich der Eigenkapitalkosten) eines Unternehmens wird im Rahmen der Korrelationsanalyse als Stichtagsgröße ermittelt, wobei die Eigenkapitalrendite als der Quotient aus einer Ergebnisgröße nach Steuern und dem Eigenkapital zum Geschäftsjahresende 2007, definiert ist.

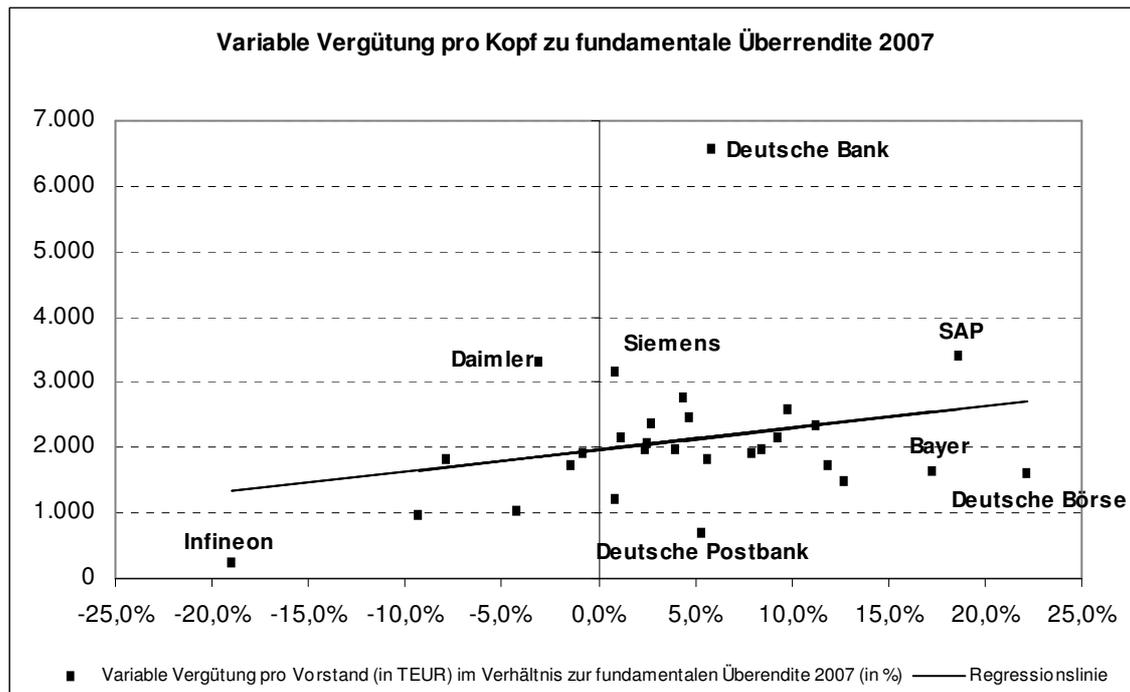


Abbildung 20: Korrelationsanalyse: Fundamentale Überrendite im Geschäftsjahr 2007

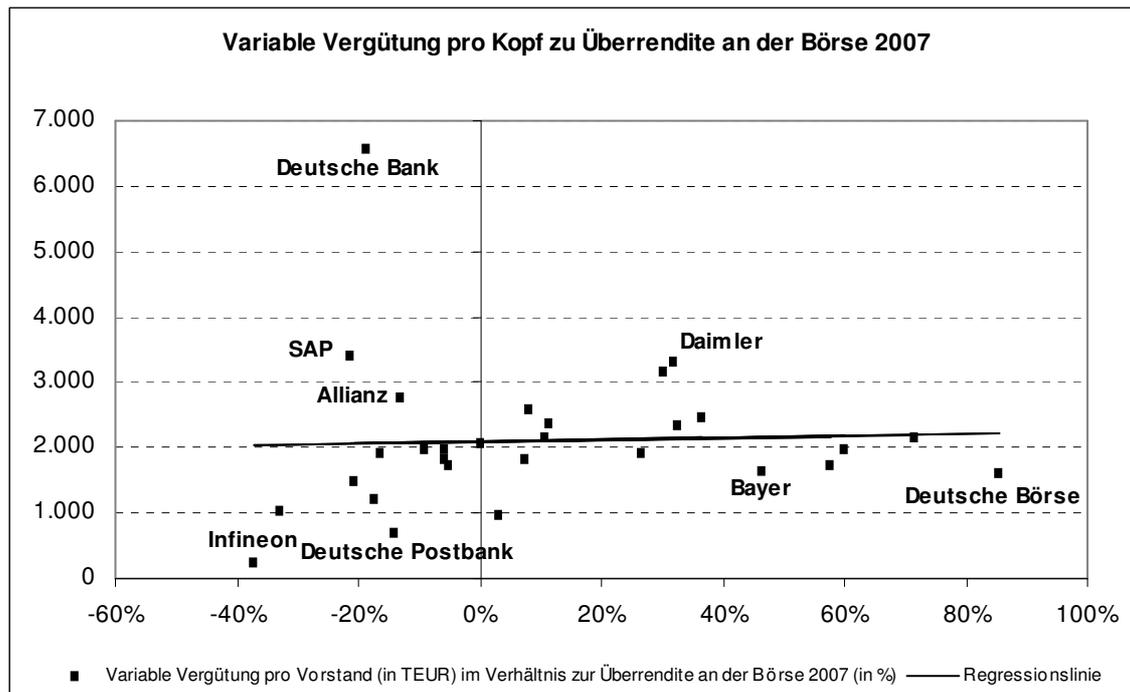
(Quelle: eigene Darstellung)

Die stärkste Abweichung von der Regressionslinie weist dabei die Vergütung der Vorstandsmitglieder der Deutschen Bank AG auf. Im Durchschnitt erhielten die Vorstände der Deutschen Bank AG das Dreifache dessen, was andere DAX 30 Unternehmen für eine vergleichbare Leistung ihren Vorstandsmitgliedern im Geschäftsjahr 2007 gewährt haben

### Überrendite an der Börse<sup>420</sup>

Abbildung 21 zeigt weiterhin den Zusammenhang zwischen der im Geschäftsjahr 2007 gewährten variablen Vergütung je Vorstandsmitglied und der Überrendite an der Börse des betreffenden Unternehmens. Die Höhe des Korrelationskoeffizienten liegt bei dieser Kennzahl bei 0,039, was auf eine nicht signifikante Korrelation beider Variablen schließen lässt.

<sup>420</sup> Die fundamentale Rendite (Total Shareholder Return abzüglich der Eigenkapitalkosten) eines Unternehmens wird im Rahmen der Korrelationsanalyse als Stichtagsgröße ermittelt, wobei der Total Shareholder Return als prozentuale Veränderung des Börsenkurses innerhalb eines Geschäftsjahres ergänzt um etwaige Dividendenzahlung in dem betreffenden Geschäftsjahr definiert ist. Die Angaben zur Ermittlung des Total Shareholder Return wurden der Homepage oder dem Finanzinformationsdienstes Onvista.de entnommen.



**Abbildung 21:** Korrelationsanalyse: Überrendite an der Börse im Geschäftsjahr 2007

(Quelle: eigene Darstellung)

Wie schon bei der Kennzahl „Fundamentale Überrendite“ liegt auch bei der Kennzahl „Überrendite an der Börse“ die größte Abweichung bei der Vergütung der Vorstände der Deutschen Bank AG. In diesem Fall ist jedoch diese Abweichung deutlich kritischer zu bewerten, weil die Überrendite an der Börse ein negatives Vorzeichen hat, d. h. die Deutsche Bank AG hat für die Aktionäre keinen Wert an der Börse schaffen können. Dennoch lag die Vergütung der Vorstandsmitglieder der Deutsche Bank AG mehr als dreimal so hoch wie die Vergütung ihrer Kollegen in den anderen DAX 30 Unternehmen bei vergleichbarer Leistung.

Insgesamt zeigen die beiden Kausalitätsanalysen ein ähnliches Bild wie schon frühere Studien, die ebenfalls keinen signifikanten Zusammenhang zwischen der Vergütung der deutschen Vorstandsmitglieder und Kennzahlen der Unternehmensperformance finden konnten. Vor diesem Grund sind auch die Ergebnisse der empirischen Untersuchung in dieser Arbeit und die aufgezeigten Schwächen in den Anreizsystemen der Vorstandsmitglieder als relevant anzusehen.

## IV. Zwischenfazit

In diesem Kapitel wurden die inhaltlichen Gestaltungsmerkmale einer effizienten Vorstandsvergütung diskutiert, die Kriterien effizienter Anreizsysteme herausgearbeitet und empirisch überprüft, inwieweit diese Kriterien in der Praxis in den Anreizsystemen der DAX 30-Vorstandsmitglieder berücksichtigt wurden.

Im Rahmen der theoretischen Diskussion wurde dabei zunächst mit der Prinzipal-Agenten-Theorie das in der Literatur für die Untersuchung von Vergütungsverträgen maßgebliche Theoriegebilde vorgestellt. In diesem Zusammenhang wurde gezeigt, unter welchen Bedingungen es für den Prinzipal vorteilhafter sein kann, den Agenten am Erfolg des Unternehmens zu beteiligen, von welchen Faktoren insbesondere die Höhe des Anreizsystems beeinflusst wird und welche Befunde die empirische Forschung zur Relevanz der bestehenden theoretischen Erkenntnisse zur optimalen Vertragsgestaltung bislang liefern konnte. Im Anschluss daran wurden die inhaltlichen Gestaltungskriterien effizienter Anreizsysteme hergeleitet. Die Herleitung orientierte sich dabei einerseits an der definitorischen Bestimmung des Effizienzbegriffs und der Konkretisierung des aus Sicht des DCGK vorgegebenen unternehmerischen Zielrahmens und andererseits an der Gegenüberstellung von bestehenden Kriterienkatalogen mit den Empfehlungen und Anregungen des DCGK. Die so abgeleiteten Kriterien wurden daran anschließend weiter konkretisiert, so dass gezeigt werden konnte, welche Wirkung die Berücksichtigung dieser Gestaltungskriterien in den Anreizsystemen auf die Delegationsbeziehung zwischen Prinzipal und Agent und auf die Höhe der Agency-Kosten haben kann.

Im Rahmen der empirischen Untersuchung konnten dann eine Reihe interessanter Erkenntnisse über die Anreizsysteme in den DAX 30 Unternehmen gewonnen werden. Zunächst zeigte sich, dass das für die Gestaltung der Anreizsysteme in der Theorie wichtige Kriterium der Anreizkompatibilität für die Vergütungspraxis nahezu unerheblich zu sein schien. So gaben nur 20 % der betrachteten Unternehmen an, dass die erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten von Bemessungsgrundlagen abhängig gewesen sind, die je nach Definition dem Kriterium der Anreizkompatibilität entsprechen können. In den übrigen Unternehmen zeigte sich indessen, dass Bemessungsgrundlagen zum Einsatz gekommen sind, die nicht unmittelbar an die Interessen der Aktionäre gekoppelt waren. Auch bei der Untersuchung der Struktur der Anreizfunktionen zeigte sich, dass bis auf ein Unternehmen alle betrachteten DAX 30 Unternehmen eine Anreizfunktion verwendeten, die durch Caps nach oben und unten begrenzt gewesen ist.

Bei der Analyse des Kriteriums der Wirtschaftlichkeit wurde wiederum deutlich, dass in mehr als 48 % der betrachteten Unternehmen Prämienzahlungen geflossen sind und Aktien bzw. Aktienoptionen gewährt wurden, obwohl die Aktionäre objektiv durch ihre Beteiligung am Unternehmen im Geschäftsjahr 2007 Geld verloren hatten. Besonders kritisch wurde diese Praxis für die Unternehmen gesehen, die Prämien gewährt hatten, obwohl weder durch die Performance an der Börse noch durch die operative Performance im Unternehmen solche Prämienzahlungen hätten gerechtfertigt werden können. Auch die Überprüfung der übrigen Kriterien zeigte nur eine schwache Bedeutung dieser Kriterien innerhalb der deutschen Vorstandsvergütung. So deutete die Untersuchung des Kriteriums der Leistungsorientierung auf den ersten Blick auf eine recht hohe Akzeptanz des Kriteriums in den DAX 30 Unternehmen hin, die aber auf den zweiten Blick durch unzureichende Leistungsvorgaben und Auszahlungsstrukturen wieder relativiert werden musste. Bei dem Kriterium der Stabilität hingegen zeigte sich, dass knapp 38 % der betrachteten Unternehmen die Möglichkeit vorsahen, einen Sonderbonus zu zahlen. Ein Sonderbonus bietet aber den Vorstandsmitgliedern die Möglichkeit, zusätzliche Prämienzahlungen gewährt zu bekommen, die sonst durch das eigentliche Anreizsystem nicht hätten verdient werden können. Zuletzt zeigte die Untersuchung der Langfristigkeit der Vergütungsbestandteile, dass durchschnittlich nur 17 % der Vergütungskomponenten auf die Förderung einer nachhaltigen Unternehmenspolitik ausgerichtet gewesen sind. Dieser Anteil erscheint aber im Verhältnis zu den übrigen kurzfristigen Vergütungskomponenten als deutlich zu klein gewesen zu sein, um das Verhalten der Vorstandsmitglieder auf die Erreichung langfristiger Ziele auszurichten.

Als weiteres Ergebnis dieser Untersuchung kann festgehalten werden, dass die Ergebnisse früherer Studien, die versucht hatten, eine positive Pay-Performance nachzuweisen, durch eine eigene Berechnung der Pay-Performance in den DAX 30 Unternehmen für das Geschäftsjahr 2007 bestätigt werden konnten. Sowohl für die Kennzahl „Fundamentale Überrendite“ als auch für die Kennzahl „Überrendite an der Börse“ konnte kein signifikanter Zusammenhang zwischen der Ausprägung der Kennzahl und der Vergütung der Vorstandsmitglieder nachgewiesen werden.

In Summe zeigten die Ergebnisse, dass in einigen Fällen bei der inhaltlichen Ausgestaltung der Vorstandsvergütung in den DAX 30 Unternehmen nicht die in dieser Arbeit auf Grundlage der Vorgaben im DCGK herausgearbeiteten Kriterien effizienter Anreizsysteme beachtet wurden.

Die Gründe hierfür können vielfältig sein: Erstens könnte es daran liegen, dass die herausgearbeiteten Kriterien bei der Gestaltung der Anreizsysteme für unwesentlich erachtet wurden und deswegen nicht in den Anreizsystemen vorzufinden waren. Zweitens

könnte es auch daran liegen, dass in der vorliegenden Arbeit nur Kriterien herausgearbeitet wurden, die Anforderungen an Anreizsysteme darstellen und keine Kriterien, die den Zweck von Anreizsystemen betonen. So kann der Zweck eines Anreizsystems einerseits darin liegen, die Vergütung der Vorstandsmitglieder an die Entwicklung der Unternehmensperformance zu koppeln oder andererseits unabhängig von der Unternehmensperformance finanzielle Anreize zu bieten, um Vorstandsmitglieder im Unternehmen zu halten. Als letzten Grund lässt sich auch der Aufsichtsrat nennen, der unter Umständen seine Rolle als Verhandlungspartner des Vorstands nicht richtig wahrgenommen hat. Welche Bedeutung der Aufsichtsrat für die Effizienz der Vorstandsvergütung haben kann, soll daher im folgenden Kapitel gezeigt werden.

## D. Institutionelle Rahmenbedingungen einer effizienten Vorstandsvergütung: Aufsichtsrat

### I. Grundlagen

#### a. Managerial Power-Theorie

Im vorherigen Kapitel wurden die inhaltlichen Gestaltungsmerkmale einer effizienten Vorstandsvergütung diskutiert und am Beispiel der DAX 30 Unternehmen empirisch überprüft. In diesem Kapitel wird indessen der institutionelle Rahmen erörtert, in dessen Mitte der Aufsichtsrat steht, der in seiner (fiktiven) Rolle als Prinzipal die Überwachung der Vorstandsmitglieder und die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung zu verantworten hat.<sup>421</sup> In der Praxis nimmt der Aufsichtsrat aber nicht nur die Rolle des Prinzipals gegenüber den Vorstandsmitgliedern ein, sondern er ist zugleich auch Agent gegenüber den Aktionären.<sup>422</sup> Diese doppelte Prinzipal-Agenten-Beziehung erfordert, dass auch die Rolle des Aufsichtsrats bei der Festlegung der Vorstandsvergütung diskutiert wird, da sonst die potenziellen Interaktionseffekte zwischen den Vorstandsmitgliedern auf der einen Seite und den Aufsichtsratsmitgliedern auf der anderen Seite bei der Festlegung der Vorstandsvergütung unberücksichtigt bleiben würden.<sup>423</sup>

Einen theoretischen Analyserahmen zur Untersuchung dieser Interaktionseffekte bietet die Managerial Power-Theorie<sup>424</sup>. Im Mittelpunkt der Managerial Power-Theorie stehen nicht die Höhe und die Struktur der Vorstandsvergütung, sondern ihr Zustandekommen.<sup>425</sup> Die Managerial Power-Theorie geht von der These aus, dass der Agent die Ver-

---

<sup>421</sup> Vgl. BRAENDLE/NOLL (Monitoring, 2004), S. 4; ähnlich auch CYERT ET AL., die für ihre Untersuchung zu dem Ergebnis kommen, dass „(...) unlike most agency models, our theoretical framework incorporates the Board of Directors (BOD) as a strategic (and self-interested) player in the determination of management compensation.“ CYERT ET AL. (Corporate, 2002), S. 454.

<sup>422</sup> Vgl. BALSMEIER/PETERS (Unternehmensverflechtung, 2007), S. 3; BEBCHUK/FRIED (Compensation, 2003), S. 71; WINTER (Stock, 2003), S. 353.

<sup>423</sup> Vgl. BACKES-GELLNER/GEIL (Managervergütung, 1997), S. 469; BRAENDLE/NOLL (Monitoring, 2004), S. 4; GOMEZ-MEJIA/BALKIN (Compensation, 1992), S. 163 ff.; TOSI ET AL. (Contract, 1997), S. 585.

<sup>424</sup> Für einen Überblick zur Managerial Power-Theorie siehe BEBCHUK/FRIED (Pay, 2006); BEBCHUK ET AL. (Power, 2002); BEBCHUK/GRINSTEIN (Executive, 2005); CORE ET AL. (Corporate, 1999); FINKELSTEIN/BOYD (Discretion, 1998). Zur Kritik an der Managerial Power Theory siehe GÜMBEL (Power, 2006) und MURPHY (Power, 2002). Die Kritik richtet sich überwiegend auf die unzureichende empirische Fundierung des Erklärungsansatzes, eine zu starke Fokussierung auf Aktienoptionsprogramme als Instrument der Vorstandsvergütung und ein nicht ausgereiftes Theoriegebilde.

<sup>425</sup> Die Managerial Power Theory steht im Widerspruch zum Optimal Contracting View. Vertreter des Optimal Contracting View argumentieren, dass das Anreizsystem ein Ergebnis eines Verhandlungsprozesses ist, der durch das Angebot und die Nachfrage nach fähigen Managern bestimmt wird. Der Arbeitsmarkt legt dabei die

gütung selbst beeinflussen kann, weshalb auch in einem institutionellen Umfeld, in dem der Aufsichtsrat seine Rolle als Prinzipal nicht sachgerecht wahrnehmen will oder kann, effiziente Anreizsysteme nicht zustande kommen können.<sup>426</sup> In diesem Fall mutiert aber der Vergütungsvertrag von einem Instrument zur Lösung des Prinzipal-Agenten-Problems zu einem Teil des Prinzipal-Agenten-Problems.<sup>427</sup>

In der Praxis kann es verschiedene Gründe dafür geben, weshalb Aufsichtsratsmitglieder ihre Rolle als Prinzipale nicht sachgerecht wahrnehmen.<sup>428</sup> So können einzelne Aufsichtsratsmitglieder beispielsweise eine andere Zielfunktion haben als die Aktionäre, wie dies insbesondere in mitbestimmten Unternehmen zu erwarten ist, in denen die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat in erster Linie nicht die Interessen der Aktionäre vertreten, sondern die Interessen der Mitarbeiter.<sup>429</sup> Weiterhin wollen Aufsichtsratsmitglieder wiedergewählt werden, wozu sie vielleicht die Unterstützung des Vorstandsvorsitzenden auf einer Hauptversammlung benötigen. Die Mitgliedschaft in einem Aufsichtsrat verschafft den Aufsichtsratsmitgliedern Ansehen und bietet die Möglichkeit, bestehende Beziehungsnetzwerke weiter zu pflegen.<sup>430</sup> Außerdem sind Aufsichtsratsmitglieder selber daran interessiert, ihren Nutzen zu maximieren.<sup>431</sup> So weisen empirische Untersuchungen vor allem aus den USA darauf hin, dass Aufsichtsratsmitglieder (Mitglieder des Board of Directors), die den zu überwachenden CEOs hohe Vergütungen gewähren, selber besser bezahlt werden.<sup>432</sup> Darüber hinaus ist die finanzielle Beteiligung der Aufsichtsratsmitglieder in der Regel zu gering, um die Zielfunktion der Aktionäre zu übernehmen, da Aufsichtsratsmitglieder keine Pflicht haben, sich finanziell am zu überwachenden Unternehmen zu beteiligen.<sup>433</sup> Zuletzt können soziale Faktoren dazu

---

Höhe der Vergütung fest und der Wettbewerb bestimmt die optimale Ausgestaltung des Vertrages. Zum Optimal Contracting View siehe u. a. FAMA (Agency, 1980); MURPHY (Compensation, 1999); MURPHY/ZABOJNIK (Capital, 2003).

<sup>426</sup> Vgl. LAZAR (Managementvergütung, 2007), S. 133; WEISBACH formuliert es so: „Unless the board acts perfectly in the interests of shareholders, contracts will differ from those predicted by optimal contracting model [Prinzipal-Agent View, Anm. des Verfassers].“ WEISBACH (Compensation, 2007), S. 422.

<sup>427</sup> Vgl. OTTEN (Pay, 2008), S. 7.

<sup>428</sup> Vgl. SCHMIDT/SCHWALBACH (Vorstandsvergütung, 2007), S. 3.

<sup>429</sup> Vgl. OECHSLER (Qualifikation, 2003), S. 316; WINTER (Stock, 2003), S. 353.

<sup>430</sup> Vgl. BEBCHUK/FRIED (Compensation, 2003), S. 73.

<sup>431</sup> Vgl. BRAENDLE/NOLL (Monitoring, 2004), S. 4.

<sup>432</sup> Vgl. BRICK ET AL. (CEO, 2006), S. 27; FISS (Influence, 2006), S. 1025; ROST/OSTERLOH (Determinants, 2007), S. 6; „De jure ist es zwar die Hauptversammlung, die über die Vergütungen für den Aufsichtsrat entscheidet (§ 113 AktG), (...). Doch de facto dürfte eine Abhängigkeit in Gegenrichtung zur formalen Kompetenzhierarchie bestehen, insoweit der Aufsichtsrat, der eine Verbesserung seiner Remuneration anstrebt, dabei auf die Initiative oder zumindest die Billigung des Vorstands angewiesen ist.“ ROTH/WÖRLE (Unabhängigkeit, 2004), S. 615; für den Fall der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat entsteht ein Anreiz, generöse Vergütungsverträge abzunicken, sofern zusätzliche Vergünstigungen an die Arbeitnehmer gewährt werden. Vgl. WINTER (Stock, 2003), S. 354. Für eine Überprüfung dieser Hypothese in den DAX 30 Unternehmen siehe auch Abschnitt D.III. der vorliegenden Arbeit.

<sup>433</sup> Vgl. BERNHARDT/WITT (Beurteilung, 2003), S. 332; THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 292; BEBCHUK/FRIED (Compensation, 2003), S. 74. Kritisch ist auch anzumerken, dass Arbeitnehmervertreter ihre Aufsichtsratsvergütung an die Hans-Böckler-Stiftung abzuführen haben und demnach der finanzielle Anreiz, das

führen, dass sich Aufsichtsratsmitglieder eher mit dem Management eines Unternehmens identifizieren als mit den anonymen Aktionären.<sup>434</sup> Die Folge ist, dass effiziente Vergütungsverträge unter diesen Bedingungen nur schwer zu realisieren sein dürften.

Als natürliche Begrenzung dieser Faktoren führen die Vertreter der Managerial Power-Theorie das „outrage constraint“ an.<sup>435</sup> BEBCHUK ET AL. (2001) verstehen unter dem „outrage constraint“ den Einfluss der Öffentlichkeit auf die Höhe und die Struktur der Vorstandsvergütung.<sup>436</sup> Danach werden Vorstandsmitglieder und Aufsichtsräte auf eine Vorstandsvergütung verzichten, die in der öffentlichen Wahrnehmung als unangemessen angesehen werden könnte, um kritische Diskussionen zu vermeiden, die sonst dem Ansehen der betroffenen Parteien schaden und zu hohen Reputationskosten für dieselben führen würden.<sup>437</sup> In der Praxis finden JOHNSON ET AL. (1997) Hinweise auf die Existenz dieser „outrage constraint“ bei einer Stichprobe von 186 US-amerikanischen Unternehmen.<sup>438</sup> Die Autoren zeigen für ihre Stichprobe, dass CEOs, die im Zeitraum von 1992-1994 aufgrund hoher Gehälter in den Fokus der öffentlichen Kritik geraten sind, im Anschluss daran deutlich geringere Gehaltserhöhungen erhalten haben als CEOs in Unternehmen, die nicht Teil der öffentlichen Diskussion waren. Für den deutschen Raum kann die Wirkung der „outrage constraint“ am Beispiel der Diskussion um die Gehaltserhöhungen des Siemensvorstands im Jahr 2006 gut aufgezeigt werden. So führte der öffentliche Druck dazu, dass die geplanten Gehaltssteigerungen für Vorstandsmitglieder der Siemens AG wegen der BenQ-Insolvenz und dem mit der Insolvenz zusammenhängenden Arbeitsplatzabbau nicht realisiert werden konnten.<sup>439</sup> Auch zeigte das „outrage constraint“ seine Wirkung, als die Vorstandsmitglieder der Deutschen Telekom AG im Jahr 2007 auf einen Teil ihrer Gehälter verzichteten, weil sie die öffentliche Unterstützung für die Auslagerung von 50.000 Stellen in Service-Unternehmen suchten.

Als Gegenpol zur „outrage constraint“ führen BEBCHUK ET AL. (2001) jedoch auch das Merkmal der „Camouflage“ ein.<sup>440</sup> Nach Meinung der Autoren hängt die Wirkung

---

Unternehmen an den Interessen der Aktionäre auszurichten, ausbleiben kann. Vgl. auch WINTER (Stock, 2003), S. 354 und FALLGATTER (Vergütung, 2003), S. 710.

<sup>434</sup> Vgl. O'REILLY ET AL. (CEO, 1988), S. 261; ähnlich auch ROST/OSTERLOH (Managerlöhne, 2007), S. 5.

<sup>435</sup> Während die Kooperationsbedingung in der Prinzipal-Agenten-Theorie als untere Schranke bindend sein muss, bildet das „outrage constraint“ in der Managerial Power-Theorie eher die obere Schranke des Anreizsystems. Effiziente Anreizsysteme verlangen jedoch, dass die Optimierung an der Kooperationsbedingung ansetzt.

<sup>436</sup> Vgl. BEBCHUK ET AL. (Executive, 2001), S. 32.

<sup>437</sup> Vgl. ARBEITSKREIS STEUERN UND REVISION (Effizienz, 2006), S. 14; BEBCHUK ET AL. (Executive, 2001), S. 33.

<sup>438</sup> Vgl. JOHNSON ET AL. (Stakeholder, 1997).

<sup>439</sup> Vgl. HIRZEL: Bezüge steigen früher als erwartet, in: Spiegel Online vom 07.11.2006. Die geplante Gehaltserhöhung wurde letztendlich nur um ein Jahr verschoben, was zeigt, dass die Wirkung der „outrage constraint“ tatsächlich stark von wirtschaftlichen und sozialen Rahmenbedingungen abhängig ist.

<sup>440</sup> Vgl. BEBCHUK ET AL. (Executive, 2001), S. 34.

der „outrage constraint“ stark von der Transparenz und der intersubjektiven Überprüfbarkeit der Anreizsysteme ab. Anreizsysteme, die nicht durchschaubar sind, bezeichnen BEBCHUK/FRIED (2003) als “stealth compensation” und stellen fest, dass „(...) firms use pay practices that make less transparent the total amount of executive compensation (...). Among the arrangements used by firms that camouflage the amount and the performance-insensitivity of compensation are pension plans, deferred compensation, post-retirement perks, and consulting contracts.”<sup>441</sup> In Deutschland ist zwar mit der Einführung des VorstOG ein wichtiger und richtiger Schritt zur Verbesserung der Transparenz der Vorstandsvergütung gemacht worden, allerdings zeigt ein Blick in die Vergütungsberichte der DAX 30 Unternehmen, dass die Anreizsysteme teilweise immer noch unvollständig und unverständlich beschrieben werden, so dass eine eindeutige Beurteilung der Qualität der Anreizsysteme nicht in allen Fällen möglich ist.<sup>442</sup>

Innerhalb der Managerial Power-Theorie bildet die Machtverteilung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat die zentrale Untersuchungseinheit. PFEFFER (1981) definiert Macht als „(...) the capability of one social actor to overcome resistance in achieving a desired objective or result.”<sup>443</sup> Diese Definition sieht von der Legitimiertheit der Macht ab, ähnlich wie die von Max Weber stammende bekannteste Definition von Macht im deutschsprachigen Raum. WEBER (1980) definiert Macht als „(...) jede Chance, innerhalb einer sozialen Beziehung den eigenen Willen auch gegen Widerstreben durchzusetzen, gleichviel, worauf diese Chance beruht.“<sup>444</sup> Vergleicht man beide Definitionen, so kann festgehalten werden, dass sowohl WEBER als auch PFEFFER Machtausübung als Möglichkeit verstehen, deren Einsatz aber nicht zwingend erfolgen muss. Weiterhin führen beide Autoren an, dass zur Machtausübung eine soziale Beziehung zwischen Personen oder Gruppen bestehen muss und dass Machtausübung zur Durchsetzung des eigenen Willens eingesetzt werden kann. Beide Definitionen haben zudem gemein, dass Machtausübung gegen den Willen der anderen Person erfolgen kann. Für die vorliegende Arbeit müssen die beiden Machtdefinitionen hingegen noch um das Kriterium der Legitimiertheit erweitert werden, da in einem Unternehmen die Akteure schon aufgrund ihrer hierarchischen Stellung über Macht verfügen. So hat beispielsweise eine Führungskraft nicht nur eine fachliche Führungsverantwortung für die Mitarbeiter, sondern kann auch bei Fehlverhalten der Mitarbeiter disziplinarische Maßnahmen (Sanktionen) einleiten.

<sup>441</sup> BEBCHUK/FRIED (Compensation, 2003), S. 79.

<sup>442</sup> Vgl. WINTER (Stock, 2003), S. 354.

<sup>443</sup> PFEFFER (Power, 1981), S. 2; ähnlich auch DAHL (Concept, 1957), S. 202 f.; EMERSON (Power-Dependence, 1962), S. 32.

<sup>444</sup> Vgl. WEBER (Gesellschaft, 1980), S. 28.

Unter Legitimierungsgesichtspunkten haben der Aufsichtsrat und der Vorstand als Spitzenorgane der deutschen Unternehmensverfassung in börsennotierten Unternehmen die größte Macht.<sup>445</sup> Zwischen beiden Organen regelt der Gesetzgeber die relative Machtverteilung, wobei dem Aufsichtsrat durch die Legitimation, den Vorstand bestellen oder absetzen zu können, eine größere Machtstellung zukommt. Voraussetzung für die relative Machtbalance ist eine weitgehende Unabhängigkeit des Aufsichtsrats und der Wille, im gegebenen Fall gegen den Vorstand entscheiden zu wollen. Kann der Vorstand aber durch sein Handeln die Willensbildung des Aufsichtsrats beeinflussen, ist diese relative Machtbalance gestört. Daraus folgt, dass Managerial Power als die Fähigkeit des Vorstands definiert werden kann, das Verhalten und Denken der Aufsichtsratsmitglieder im eigenen Interesse beeinflussen zu können.<sup>446</sup> Dabei kann der Vorstand seine Macht in Anlehnung an die Studie von FRENCH/RAVEN (1959) auf drei Machtbasen gründen:<sup>447</sup>

**A) Legitime Macht:** Der Vorstand hat aufgrund seiner hierarchischen Stellung im Unternehmen die Legitimation, das Verhalten und die Entscheidungen seiner Mitarbeiter zu beeinflussen. Im Zusammenwirken mit dem Aufsichtsrat hat der Vorstand weiterhin die Legitimation, an Aufsichtsratssitzungen teilzunehmen.<sup>448</sup> Durch seine Teilnahme an Aufsichtsratssitzungen kann der Vorstand versuchen, Einfluss auf die Beschlüsse des Aufsichtsrates zu nehmen. Jedoch besitzt der Vorstand gegenüber dem Aufsichtsrat nicht dieselbe Autorität, die er gegenüber seinen Mitarbeitern hat. Dies ist in der legitimen Machtstellung des Aufsichtsrats begründet, der personell und strukturell unabhängig die Geschäftsführung des Unternehmens zu überwachen hat. Die Gewährleistung der personellen wie strukturellen Unabhängigkeit ist allerdings in der Praxis, wie noch gezeigt wird, nicht immer gegeben, wodurch es zu einer umgekehrten Machtverschiebung innerhalb der Vorstand-Aufsichtsrat-Beziehung kommen kann.

**B) Macht durch Identifikation (Referenz):** Der Vorstand eines Unternehmens ist das oberste Leitungsorgan, welches für den Erfolg und Misserfolg eines Unternehmens verantwortlich gemacht wird.<sup>449</sup> In vielen Unternehmen strahlen die Mitglieder des Vorstands ein besonderes Charisma aus, wodurch die persönlichen Einstellungen der Be-

<sup>445</sup> Vgl. MALIK (Unternehmensaufsicht, 1997), S. 255.

<sup>446</sup> LAMBERT ET AL. definieren Managerial Power als „(...) ability of managers to influence or exert their will or desires on the remuneration decisions made by the board of directors, or perhaps the compensation committee of the board.“ LAMBERT ET AL. (Structure, 1993), S. 441.

<sup>447</sup> Vgl. FRENCH/RAVEN (Power, 1959), S. 263 ff. Im Einzelnen bezeichnen FRENCH/RAVEN die Machtbasen als (1) coercive power, (2) reward power, (3) legitimate power, (4) referent power and (5) expert/information power.

<sup>448</sup> § 109 Abs. 1 S. 1 AktG.

<sup>449</sup> z. B. wird der Erfolg des US-amerikanischen Konzerns Apple Inc. regelmäßig mit dem Namen des Firmengründers und heutigen CEO Steve Jobs in Verbindung gebracht oder der Erfolg der US-amerikanischen Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway Inc. mit dem des Chairmans Warren Buffet.

zugspersonen zum Vorstand indirekt beeinflusst sein können. Der Vorstand wird zum Identifikationssubjekt, mit dem sich nahe liegend Mitarbeiter, aber auch Aufsichtsratsmitglieder zu identifizieren versuchen können. Im Zusammenwirken mit dem Aufsichtsrat kann die Identifikation durch soziale Kohäsion entstehen, so dass Meinungsverschiedenheiten schneller beigelegt werden, kritisches Hinterfragen ausbleibt und auf diese Weise dem Vorstand Ermessensspielräume eingeräumt werden, die er im Zusammenhang mit der Festlegung seiner Vergütung potenziell auszunutzen versuchen kann.

**C) Macht durch Information:** Der Vorstand sollte aufgrund seines Aufgabenumfanges und seiner Letztentscheidungskompetenz<sup>450</sup> über einen Informationsvorsprung gegenüber allen anderen Bezugsgruppen verfügen, zu denen auch der Aufsichtsrat zählt.<sup>451</sup> Dieser systemimmanente Informationsvorsprung stärkt aber die Machtposition des Vorstands gegenüber dem Aufsichtsrat und wird noch zudem dadurch gefördert, dass der Vorstand auch die Kontrolle über den Informationsfluss zum Aufsichtsrat hat. Der Aufsichtsrat muss seine Entscheidungen auf Basis der Berichte und Aussagen des Vorstands stützen, den er zugleich auch zu überwachen hat. Daraus folgend kann der Einfluss des Vorstands auf die Informationsweitergabe eine wesentliche Wirkung auf das Denken und Handeln der Aufsichtsratsmitglieder haben.<sup>452</sup>

### *b. Empirische Befunde zur Managerial Power-Theorie*

Die empirische Überprüfung der Evidenz der Managerial Power-Theorie für die Vorstandsvergütung ist trotz einer Vielzahl von in der Literatur vermuteten Wirkungszusammenhängen nicht ganz einfach. Dies liegt daran, dass Macht an sich im Verhandlungsprozess zwischen dem Leitungsorgan und dem Überwachungsorgan bislang nicht eindeutig operationalisiert werden konnte, weshalb auch in allen wissenschaftlichen Untersuchungen, welche die Überprüfung der Managerial Power-Theorie zum Ziel hatten, auf Hilfsvariablen, wie sie in Tabelle 7 exemplarisch aufgeführt werden, zurückgegriffen werden musste. So überprüfen z. B. LAMBERT ET AL. (1993) die Evidenz der Managerial Power-Theorie für die Vorstandsvergütung am Beispiel von 303 US-amerikanischen Unternehmen in einem Zeitraum von 1982 bis 1984.<sup>453</sup> Als Hilfsvariablen zur Bestimmung der Machtverhältnisse verwenden die Autoren die finanzielle Be-

---

<sup>450</sup> Die Letztentscheidungskompetenz bezieht sich auf die operativen Geschäftsführungsaufgaben des Vorstands, die keinem Zustimmungsvorbehalt seitens des Aufsichtsrates unterliegen.

<sup>451</sup> Vgl. BARKEMA/PENNINGS (Management, 1998), S. 977.

<sup>452</sup> Vgl. LAMBERT ET AL. (Structure, 1993), S. 441.

<sup>453</sup> Vgl. LAMBERT ET AL. (Structure, 1993).

teiligung des CEO am Unternehmen, die finanzielle Beteiligung der „non-executive directors“ am Unternehmen, die finanzielle Beteiligung Dritter am Unternehmen, das Verhältnis der „non-executive directors“ zu den „executive directors“ und die Anzahl der „non-executive directors“, die während der Amtszeit des CEO in das Board berufen wurden. Die empirische Überprüfung zeigt einerseits den erwarteten positiven Zusammenhang zwischen der Vergütung des CEO und der Anzahl der „non-executive directors“ im Board, die während der Amtszeit des CEO berufen wurden, und andererseits einen unerwarteten negativen Zusammenhang zwischen der finanziellen Beteiligung des CEO am Unternehmen und seiner Vergütung.<sup>454</sup>

BOYD (1994) weist weiterhin für eine Stichprobe von 193 US-amerikanischen Unternehmen für das Jahr 1980 einen negativen Zusammenhang zwischen der Effizienz des Board of Directors und der Vergütung des CEO nach.<sup>455</sup> Zur Operationalisierung von Macht verwendet BOYD verschiedene Hilfsvariablen wie z. B. „CEO Duality“<sup>456</sup>, den Anteil der „executive directors“ im Board und die finanziellen Beteiligungsquoten der Direktoren und institutionellen Investoren am Unternehmen. Neben einer Übereinstimmung der Ergebnisse der Untersuchung mit dem Erklärungsansatz der Managerial Power-Theorie ist ein weiteres Ergebnis der Untersuchung, dass bei isolierter Betrachtung ein relativ hoher Anteil der „executive directors“ im Board entgegen den Erwartungen nicht zu einer höheren Vergütung führt, sondern zu einer geringeren Vergütung.<sup>457</sup> Dieses Ergebnis ist insofern interessant, als eine Vielzahl von Vorschlägen zur Verbesserung des angloamerikanischen Corporate Governance-Systems auf die Stärkung des Board of Directors abzielt, in dem gefordert wird, dass der Anteil der „executive directors“ im Board auf ein Minimum reduziert werden sollte.<sup>458</sup>

Wie BOYD untersuchen auch CORE ET AL. (1999) den Zusammenhang zwischen der Vorstandsvergütung und der Effizienz des Board of Directors am Beispiel von 205 US-Unternehmen für den Zeitraum 1982-1984.<sup>459</sup> Als Hilfsvariablen für die Effizienz des Aufsichtsrats bei der Verhandlung der Vergütungsverträge verwenden die Autoren u. a. die Größe des Board of Directors, das Verhältnis aus den „executive directors“ und den „non-executive directors“ und der Unabhängigkeit der Direktoren vom CEO. Im Ergebnis zeigt die Untersuchung von CORE ET AL. für die Stichprobe erstens den erwarteten

---

<sup>454</sup> Vgl. FINKELSTEIN (Power, 1992).

<sup>455</sup> Vgl. BOYD (Board, 1994).

<sup>456</sup> CEO Duality bedeutet, dass der CEO sowohl Vorsitzender des Management Boards als auch Vorsitzender des Board of Directors ist.

<sup>457</sup> Vgl. BOYD (Board, 1994), S. 340.

<sup>458</sup> Siehe z. B. den Punkt A3 im „The Combined Code on Corporate Governance“ des Financial Reporting Council London, Stand: June 2006.

<sup>459</sup> Vgl. CORE ET AL. (Corporate, 1999).

positiven Zusammenhang zwischen der Größe des Board of Directors und der Vergütung des CEO, zweitens entgegen den Erwartungen einen negativen Zusammenhang zwischen der Zahl der „executive directors“ im Board und der Vergütung des CEO und drittens einen negativen Zusammenhang zwischen der Unabhängigkeit der Direktoren und der Vergütung.<sup>460</sup>

Einen alternativen Zugang zur Untersuchung der Evidenz der Managerial Power-Theorie für die Vorstandsvergütung bieten GRINSTEIN/HRIBAR (2004).<sup>461</sup> GRINSTEIN/HRIBAR werten insgesamt 327 M&A Transaktionen in den Jahren 1993-1999 auf einen Zusammenhang zwischen der Macht des CEO und der Wahrscheinlichkeit, bei einer erfolgreichen M&A Transaktion zusätzliche Bonuszahlungen gewährt zu bekommen, aus. Als Hilfsvariablen für die Macht des CEO verwenden die Autoren die „CEO Duality“, die Größe des Board of Directors und die Mitgliedschaft des CEO im Nominierungsausschuss des Unternehmens. Im Ergebnis zeigen GRINSTEIN/HRIBAR, dass, relativ gesehen, mächtigere CEOs deutlich höhere Bonuszahlungen nach erfolgreichen Übernahmen erhalten als weniger mächtige CEOs, weshalb die Autoren konstatieren: „Moreover the managerial power variables appear to explain much more of the variance in the bonus than measures of effort and performance.“<sup>462</sup>

BARKEMA/PENNINGS (1998) testen hingegen die Managerial Power-Theorie am Beispiel von 143 mittelgroßen niederländischen Unternehmen für das Jahr 1985.<sup>463</sup> Die Autoren unterscheiden zwischen offensichtlichen („overt“) und versteckten („covert“) Machtfaktoren. Als offensichtlichen Machtfaktor bestimmen die Autoren die finanzielle Beteiligung des CEO am Unternehmen. Zu den versteckten Machtfaktoren zählen die Autoren die Amtszeit des CEO, seinen Status und den Diversifikationsgrad des Unternehmens. Als Ergebnis stellen die Autoren fest, dass offensichtliche Machtfaktoren des CEO nicht ausreichen würden, um genügend Einfluss auf die Vorstandsvergütung ausüben zu können.<sup>464</sup> Der CEO muss entsprechend der Stichprobe noch zusätzlich über versteckte Machtfaktoren verfügen, um die Vergütung positiv beeinflussen zu können.

---

<sup>460</sup> CORE ET AL. zeigen für ihre Stichprobe, dass mit jedem zusätzlichen Director die Vergütung des CEO durchschnittlich um \$30.601 gestiegen ist. Vgl. CORE ET AL. (Corporate, 1999), S. 385.

<sup>461</sup> Vgl. GRINSTEIN/HRIBAR (CEO, 2004).

<sup>462</sup> GRINSTEIN/HRIBAR (CEO, 2004), S. 142.

<sup>463</sup> Vgl. BARKEMA/PENNINGS (Management, 1998).

<sup>464</sup> Vgl. BARKEMA/PENNINGS (Management, 1998), S. 996: „Our evidence was consistent with the idea that top managers manipulate their salaries and bonuses, if the formal power from their holdings is backed up by these more covert sources of power.“

Hilfsvariable	Hypothese
Finanzielle Beteiligung des CEO am eigenen Unternehmen	Je größer der finanzielle Anteil des CEO am Unternehmen, umso größer sollte sein Einfluss und damit auch seine Vergütung sein
Anzahl der „non-executive directors“, die während der Amtszeit des CEO in das Board berufen wurden	Je mehr „non executive directors“ während der Amtszeit in das Board of Directors berufen wurden, umso größer sollte der Einfluss des CEO und damit auch seine Vergütung sein
CEO Duality	Ist der CEO eines Unternehmens zugleich auch Vorsitzender des Board of Directors, dann sollte auch die Vergütung aufgrund des größeren Einflusses des CEO im Board höher ausfallen
Anteil der „executive directors“ im Board	Je mehr Kollegen des CEO im Board of Directors sitzen, umso größer sollte die Macht des CEO und damit auch seine Vergütung sein
Finanzielle Beteiligung der Direktoren und institutionellen Investoren am Unternehmen	Je höher die Beteiligung der „non-executive directors“ am Unternehmen, umso kleiner sollte die Macht des CEO und damit seine Vergütung sein
Größe des Board of Directors	Je größer das Board of Directors, umso geringer ist die Effizienz der Direktoren und umso größer kann die Vergütung des CEO ausfallen
Verhältnis aus den „executive directors“ und den „non-executive directors“	Je mehr Kollegen des CEO im Board of Directors sitzen, umso größer sollte die Macht des CEO und damit auch seine Vergütung sein
Unabhängigkeit der Direktoren vom CEO	Je größer die personellen und finanziellen Verflechtungen der Direktoren mit dem Unternehmen, umso größer sollte die Macht des CEO und damit seine Vergütung sein
Mitgliedschaft des CEO im Nominierungsausschuss des Unternehmens	Sitzt der CEO auch im Nominierungsausschuss, dann hat er auch Einfluss auf die Wahl neuer Direktoren, wodurch seine Machtstellung gestärkt wird und die Vergütung, wegen der Verbundenheit der Direktoren zum CEO, höher ausfallen sollte

**Tabelle 7:** Wesentliche Hilfsvariablen und Hypothesen der Managerial Power-Theorie

(Quelle: eigene Darstellung)

Für Deutschland untersuchen WOLFF/RAPP (2008) für den Zeitraum 2005 und 2006 den Zusammenhang zwischen der Effizienz des Aufsichtsrats und der Höhe der Vergütung.<sup>465</sup> Als Proxy für die Effizienz des Aufsichtsrats verwenden die Autoren die Größe des für die Vergütung zuständigen Ausschusses. Entgegen der Managerial Power-Hypothese und den Ergebnissen der Untersuchung von CORE ET AL. (1999) zeigt die

<sup>465</sup> WOLFF/RAPP (Unternehmensmerkmale, 2008).

Untersuchung von WOLFF/RAPP einen negativen Zusammenhang zwischen der Größe des Ausschusses und der Höhe der Vergütung. Als Erklärung für das Ergebnis führen die Autoren die eingeschränkten Koalitionsmöglichkeiten des Vorstands mit den Aufsichtsratsmitgliedern in dem betreffenden Ausschuss an. Je mehr Personen an der Gestaltung der Vorstandsvergütung beteiligt sind, umso schwieriger ist es für die Vorstandsmitglieder, mit allen Ausschussmitgliedern positive Koalitionen zu pflegen.<sup>466</sup>

Die vorgestellten Studien zeigen, dass die Managerial Power-Theorie und die mit ihr angesprochenen sozio-politischen Probleme durchaus bedeutend für die Diskussion von Einflussfaktoren für die Vorstandsvergütung sein können. Die vorgestellten Untersuchungen verdeutlichen aber auch, dass nicht alle Hypothesen der Managerial Power-Theorie bislang empirisch ausreichend belegt werden konnten. Insbesondere für den deutschen Raum liegen bisher zu wenige Untersuchungen vor, um eine generelle Aussage über die Richtigkeit der Hypothesen und die Bedeutung der Managerial Power-Theorie für die deutsche Vergütungspraxis treffen zu können, weshalb auch im weiteren Verlauf der Arbeit nur isoliert mögliche Ursachen für Machtverschiebungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat aufgezeigt und diskutiert werden sollen.

### c. *Aufsichtsrat als Institution*

Der deutsche Gesetzgeber sieht für bestimmte Rechtsformen, wie der börsennotierten Gesellschaft, eine zwingende institutionelle Trennung der Unternehmensführung und -überwachung vor.<sup>467</sup> Das Organ der deutschen Unternehmensverfassung, das die Überwachung durchführen soll, ist der Aufsichtsrat, der in seiner Funktion im Wesentlichen die Überwachungskompetenz<sup>468</sup>, Personalkompetenz<sup>469</sup> und die Gewinnverwendungskompetenz<sup>470</sup> inne hat. Neben der institutionellen und funktionalen Trennung sieht der deutsche Gesetzgeber entgegen dem angelsächsischen Modell der Unternehmenskontrolle auch eine strikte personelle Trennung von Aufsichtsrat und Vorstand vor.<sup>471</sup> Demnach darf ein Vorstandsmitglied, ein geschäftsführendes Organ oder ein

---

<sup>466</sup> Vgl. WOLFF/RAPP (Unternehmensmerkmale, 2008), S. 24.

<sup>467</sup> Vgl. THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 286.

<sup>468</sup> Vgl. § 111 Abs. 1 AktG und DCGK Ziffer 5.1.1.

<sup>469</sup> Vgl. § 84 AktG und DCGK Ziffer 5.1.2.

<sup>470</sup> Vgl. THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 286.

<sup>471</sup> Vgl. THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 286 und § 105 Abs. 1 AktG.

Generalbevollmächtigter eines Unternehmens nicht zugleich auch Mitglied des Aufsichtsrates desselben Unternehmens sein.<sup>472</sup>

## 1. Kompetenzen des Aufsichtsrats

In seiner zentralen Funktion als Überwachungsorgan (**Überwachungskompetenz**) des Vorstands übernimmt der Aufsichtsrat „(...) bei der Aktiengesellschaft im Grundsatz die Aufgaben der Gesellschafter, die aufgrund der typischen Struktur der Aktiengesellschaft als Publikumsgesellschaft von der Gesamtheit der Aktionäre (Hauptversammlung) nicht sachgerecht wahrgenommen werden.“<sup>473</sup>

Gegenstand der Überwachung ist die Geschäftsführung des Vorstandes.<sup>474</sup> In den Aufgabenbereich der Geschäftsführung fallen neben der Leitung des Unternehmens auch die Festlegung der strategischen Ausrichtung des Unternehmens, die Implementierung eines angemessenen Risikomanagementsystems und die Überwachung der Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen.<sup>475</sup> Kriterien für die Beurteilung der Geschäftsführung sind ihre Rechtmäßigkeit, Ordnungsmäßigkeit, Zweckmäßigkeit und Wirtschaftlichkeit.<sup>476</sup>

Die Aufgabenerfüllung der übrigen Mitarbeiter eines Unternehmens ist nicht Gegenstand der Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats, da sonst die klare Aufgabenteilung zwischen Vorstand als Leitungsorgan und Aufsichtsrat als Überwachungsorgan verengt werden würde.<sup>477</sup>

Die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrates umfasst neben der vergangenheitsorientierten auch eine präventive Überwachungsfunktion.<sup>478</sup> Der Aufsichtsrat hat dabei nicht nur die Aufgabe, sich über den aktuellen Stand der Gesellschaft durch den Vorstand berichten zu lassen, sondern er soll im Rahmen der gesetzlichen Grenzen an der Leitungsaufgabe des Vorstands beratend teilnehmen.<sup>479</sup> Je nach Intensität dieser Teilnahme kann dabei zwischen einer begleitenden und gestaltenden Überwachung differenziert werden. Zu der begleitenden Überwachung zählt vor allem die Überprüfung der Berichterstattung, die uneingeschränkt zeitlich, inhaltlich und prozessbezogen erfolgen

---

<sup>472</sup> § 105 Abs. 1 AktG sieht die Unvereinbarkeit der gleichzeitigen Zugehörigkeit zum Vorstand und zum Aufsichtsrat vor. Dies wird auch als Inkompatibilitätsvorschrift bezeichnet.

<sup>473</sup> OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 263.

<sup>474</sup> Vgl. POTTHOFF ET AL. (Aufsichtsratsmitglied, 2003), Rz. 12-17.

<sup>475</sup> Vgl. OECHSLER (Qualifikation, 2003), S. 308.

<sup>476</sup> Vgl. LUTTER/KRIEGER (Rechte, 1981), S. 31 ff.; SCHNEIDER (Erfolgsfaktoren, 2000), S. 78.

<sup>477</sup> Vgl. SCHEFFLER (Überwachungsaufgabe, 1994), S. 793; SEMLER (Überwachungsaufgabe, 1980), S. 22 ff.

<sup>478</sup> Vgl. KUNZ (Aufsichtsrat, 2008), S. 5; OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 265.

<sup>479</sup> Vgl. OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 265.

soll. Zu der gestaltenden Überwachung zählt vor allem das Instrument des Zustimmungsvorbehalts.<sup>480</sup>

Die **Personalkompetenz** des Aufsichtsrats ist in § 84 AktG geregelt. Die Personalkompetenz umfasst die Bestellung, Wiederbestellung und Abberufung von Vorständen. Darüber hinaus liegt die Ausformulierung der Vorstandsverträge im Kompetenzbereich des Aufsichtsrates. Die Personalkompetenz kann zu der gestaltenden Überwachungstätigkeit gezählt werden, da der Aufsichtsrat durch entsprechende Personalentscheidungen die zukünftige Strategie und Geschäftspolitik eines Unternehmens mitbestimmen kann.<sup>481</sup> Die gesetzliche Dauer für die *Bestellung* von Vorständen ist grundsätzlich auf maximal fünf Jahre begrenzt. Eine Wiederwahl nach Ablauf dieser Frist ist in der Praxis, sofern keine Korrekturen an der Ausrichtung der Unternehmenspolitik erfolgen sollen oder grobes Fehlverhalten seitens des Vorstandsmitglieds vorgelegen hat, nicht unüblich. Die Dauer der Bestellung kann auch durch den Aufsichtsrat verkürzt werden. Der DCGK regt diesbezüglich in Ziffer 5.1.2 Abs. 2 Satz 1 an, den Zeitraum bei der Erstbestellung eines Vorstands auf zwei bis drei Jahre zu reduzieren. Diese Anregung erscheint gerade aus Sicht der Prinzipal-Agenten-Problematik zweckmäßig, da bei Erstbestellung eines Vorstandsmitglieds in der Regel das Qualifikations- und Leistungsprofil des neuen Vorstandsmitglieds nicht vollständig bekannt ist und eine vorzeitige Beendigung des Anstellungsvertrages zu hohen Abfindungszahlungen führen kann, wenn diese im Anstellungsvertrag so fixiert worden sind.<sup>482</sup> Die *Abberufung* eines Vorstandsmitglieds ist nur bei Vorliegen wichtiger Gründe möglich. Als wichtige Gründe nennt das Aktiengesetz in § 84 Abs. 3 AktG grobe Pflichtverletzung, Unfähigkeit zur ordnungsgemäßen Geschäftsführung oder Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung. Die Abberufung führt nicht automatisch zur Auflösung des Anstellungsvertrages. Hierzu bedarf es noch einer außerordentlichen Kündigung des Anstellungsverhältnisses und der Erfüllung der restlichen Verpflichtungen aus dem Vertrag. So kann es passieren, dass, wenn keine konkreten Kündigungs- bzw. Abfindungsregeln im Vertrag festgeschrieben wurden, der Vorstand seinen Restanspruch auf Ausbezahlung zukünftiger Gehälter bis zum Auslaufen des eigentlichen Vertrages behält. Der DCGK regt diesbezüglich in Ziffer 4.2.3 an, die Höhe der Abfindungen bei vorzeitiger Beendigung des Vorstandsvertrages auf maximal zwei Jahresvergütungen zu begrenzen.<sup>483</sup>

<sup>480</sup> Vgl. THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 287. Zum Zustimmungsvorbehalt siehe auch § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG.

<sup>481</sup> Vgl. OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003) S. 263.

<sup>482</sup> Vgl. KOWALEWSKY: 15 Millionen für Arcandor-Chef, in NGZ-Online vom 26.08.2009.

<sup>483</sup> Ziffer 4.2.3. ist als Anregung formuliert und muss nicht in die Entsprechenserklärung mit aufgenommen werden.

Die **Gewinnverwendungskompetenz** bezüglich des Einzelabschlusses bildet die dritte periodisch anfallende Funktion des Aufsichtsrats.<sup>484</sup> Der Aufsichtsrat hat dabei die Aufgabe, den vorgelegten Lagebericht und Gewinnverwendungsvorschlag zu prüfen. Dabei muss er die Rechtmäßigkeit des Jahresabschlusses und die Zweckmäßigkeit der bilanzpolitischen Entscheidungen beurteilen.<sup>485</sup> Im Anschluss an seine Prüfung muss der Aufsichtsrat eigenverantwortlich entscheiden, ob er den Gewinnverwendungsvorschlag zur Beschlussfassung der Hauptversammlung vorlegen will.

## 2. Binnenorganisation des Aufsichtsrats

Der Aufsichtsrat als Überwachungsorgan der Geschäftsführung ist organisatorisch vom Vorstand getrennt. Er ist wie jede Form eines wirtschaftlichen Zusammenschlusses mit zielgerichtetem Auftrag eine Organisation und verfügt über eine eigene Organisationsstruktur.<sup>486</sup> Dabei hat der Aufsichtsrat die Aufgabe, sich eigenverantwortlich eine Binnenstruktur zu geben, „(...) welche den notwendigen Ordnungsrahmen für eine sachgerechte Wahrnehmung der ihm als Kollegialorgan zugewiesenen Überwachungsaufgaben bietet.“<sup>487</sup> Die eigenverantwortliche Strukturierung der Aufsichtsratsarbeit unterstreicht die vom Gesetzgeber geforderte Organisationsautonomie des Aufsichtsrats. Dabei lässt der Gesetzgeber strukturell wie materiell dem Aufsichtsrat weitestgehend freie Hand.<sup>488</sup> So finden sich im Aktiengesetz nur wenige Anhaltspunkte, die die Binnenorganisation des Aufsichtsrats betreffen. § 95 AktG regelt die Zahl der Aufsichtsratsmitglieder und § 96 AktG regelt die Zusammensetzung des Aufsichtsrats. Darüber hinaus regelt § 107 AktG die „Innere Ordnung des Aufsichtsrats“ und schreibt vor, dass der Aufsichtsrat einen Aufsichtsratsvorsitzenden und einen Vertreter aus der eigenen Mitte bestellen soll, dass die Aufsichtsratssitzungen protokolliert werden sollen und dass der Aufsichtsrat Ausschüsse bilden kann. Diese weitgehende Organisationsautonomie nennt THEISEN (2003) ein System begründendes Element des deutschen Trennungsprinzips.<sup>489</sup> Begrenzt wird diese Organisationsautonomie durch die gesetzliche Vorgabe, dass die Bestellung und Wiederbestellung von Aufsichtsratsmitgliedern durch die Hauptver-

---

<sup>484</sup> Vgl. THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 287.

<sup>485</sup> Vgl. LUTTER/KRIEGER (Rechte, 1981), S. 138.

<sup>486</sup> Vgl. THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 287.

<sup>487</sup> O.V. (Ausschussbildung, 2005), S. 6; OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 274. Ähnlich auch HAMEL (Unternehmensverfassung, 2004), S. 466, der von einem Ordnungsrahmen im Sinne einer innerbetrieblichen Machtverteilung spricht.

<sup>488</sup> Vgl. O.V. (Ausschussbildung, 2005), S. 6; THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 290.

<sup>489</sup> Vgl. THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 290.

sammlung bzw. die Wahlmänner der Arbeitnehmervertreter erfolgen muss und dass der Aufsichtsrat den gesetzlich vorgeschriebenen Aufgabenumfang nicht ändern darf.<sup>490</sup> Zur Organisationsautonomie des Aufsichtsrats gehört auch die Möglichkeit, Aufgaben des Aufsichtsrats an einen Ausschuss zu delegieren.<sup>491</sup> § 107 Abs. 3 AktG regelt die Einrichtung eines Ausschusses, schreibt diesen jedoch nicht vor.<sup>492</sup> Nur die Einrichtung eines Vermittlungsausschusses respektive eines Beteiligungsausschusses in mitbestimmten Unternehmen ist entsprechend § 27 Abs. 3 Mitbestimmungsgesetz respektive § 32 Mitbestimmungsgesetz für den Aufsichtsrat Pflicht. Entsprechend § 107 Abs. 3 AktG werden Ausschüsse gebildet, um Beschlüsse vorzubereiten, deren Ausführung zu überwachen oder Beschlüsse zu fassen.<sup>493</sup> Aus diesem Grund wird zwischen beratenden und beschließenden Ausschüssen unterschieden. **Beratende Ausschüsse** haben keine Entscheidungskompetenz; sie sammeln Informationen und bereiten dem Plenum – in Vorbereitung auf die Beschlussfassung – die Entscheidungsgrundlagen auf. **Beschließende Ausschüsse** nehmen zudem auch Aufgaben anstelle des Aufsichtsratsplenums wahr und verfügen über eine Entscheidungskompetenz. Die Delegation der Entscheidungskompetenz ist durch den Plenarvorbehalt in §107 Abs. 2 Satz 2 AktG beschränkt. Einem vorbereitenden Ausschuss müssen mindestens zwei Personen angehören, während einem beschließenden Ausschuss nach einem Urteil des BGH mindestens drei Personen angehören müssen.<sup>494</sup> Dabei sind in mitbestimmten Aufsichtsräten die gesetzlichen Vorgaben zu beachten. Während in Unternehmen mit drittelparitätischer Mitbestimmung die Bildung von Ausschüssen ohne Arbeitnehmervertreter im Allgemeinen zulässig ist, können in paritätisch besetzten Unternehmen Arbeitnehmervertreter nach einem Urteil des BGH nur dann ausgeschlossen werden, wenn sachliche Gründe vorliegen.<sup>495</sup> Die Vorteile aus der Delegation von Aufgaben des Aufsichtsrats an einen Ausschuss liegen darin, dass erstens schwierige Themen an einen Personenkreis übertragen werden, der über die erforderliche Expertise verfügt, und zweitens in einem kleineren Rahmen die Diskussion zielbewusster und sachverständiger geführt werden kann.<sup>496</sup> Auf diese Weise kann die Ausschussbildung dazu beitragen, die aus der Größe des Aufsichtsrats resultierenden Defizite der Aufsichtsratsarbeit zu reduzieren. Problematisch erweist sich die Informationsversorgung des Gesamtorgans durch die Ausschüsse.

<sup>490</sup> § 101 AktG und §111 AktG; insbesondere können dem Aufsichtsrat keine Maßnahmen der Geschäftsführung übertragen werden.

<sup>491</sup> Vgl. HOFMANN/HOFMANN (Kontrolle, 2004), S. 134.

<sup>492</sup> Vgl. O.V. (Ausschussbildung, 2005), S. 6.

<sup>493</sup> Vgl. HOFMANN/HOFMANN (Kontrolle, 2004), S. 134

<sup>494</sup> Vgl. O.V. (Ausschussbildung, 2005), S. 11.

<sup>495</sup> BGH Urteil vom 17.05.1993, Fall Hamburg-Mannheimer, in: Die Mitbestimmung 1993, S. 70 ff.

<sup>496</sup> Vgl. OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 267; Vgl. O.V. (Ausschussbildung, 2005), S. 11.

Durch die Delegation von Aufgaben an Ausschüsse werden nicht mehr alle Themen im Plenum diskutiert, wodurch einzelne Aufsichtsratsmitglieder nicht mehr vollständig informiert werden. Dies ist zudem dann problematisch, wenn Ausschüsse nicht nur beratende Kompetenzen erhalten, sondern auch Beschlüsse fassen können.

Der DCGK folgt der rechtlichen Organisationsautonomie, wenn er die Einrichtung von Ausschüssen in Ziffer 5.3 empfiehlt. Dabei soll der Aufsichtsrat abhängig von den spezifischen Gegebenheiten und der Anzahl seiner Mitglieder fachlich qualifizierte Ausschüsse bilden. Der DCGK empfiehlt in Ziffer 5.3.2 die Einrichtung eines Prüfungsausschusses, in dem der Ausschussvorsitzende über besondere Kenntnisse und Erfahrungen in der Anwendung von Rechnungslegungsgrundsätzen und internen Kontrollverfahren verfügt. Darüber hinaus empfiehlt der DCGK seit seiner Revision im Juni 2007 die Einrichtung eines Nominierungsausschusses für die Wahl neuer Aufsichtsratsmitglieder der Anteilseignerseite, dem ausschließlich Anteilseignervertreter angehören und deren Wahlvorschläge an die Hauptversammlung weitergeleitet werden sollen. Weitere Ausschüsse empfiehlt der DCGK nicht.

Zur Durchführung seiner Aufgaben kann sich der Aufsichtsrat neben einer Satzung eine **Geschäftsordnung** geben<sup>497</sup>, deren Formulierung aber nicht zwingend ist.<sup>498</sup> Die Formulierung einer Geschäftsordnung dient der besseren Strukturierung von Arbeitsprozessen und soll die Qualität der Aufsichtsratsarbeit verbessern.<sup>499</sup> Die Geschäftsordnung ermöglicht es dem Aufsichtsrat, neben den gesetzlichen Vorschriften weitergehende Vorgaben zur Strukturierung und Durchführung der Aufsichtsratsarbeit zu regeln.

### 3. Größe und Zusammensetzung des Aufsichtsrats

Die Größe und Zusammensetzung des Aufsichtsrats richtet sich nach der Rechtsform der Gesellschaft, der Zahl der Mitarbeiter und der Branche. Der Gesetzgeber schreibt in § 95 AktG vor, dass ein nicht-mitbestimmter Aufsichtsrat aus mindestens drei Mitgliedern bestehen muss. Eine höhere Zahl kann durch die Geschäftsordnung vorgegeben werden, allerdings muss die Zahl immer durch drei teilbar sein. Die Höchstzahl ist auf 21 Mitglieder bei Unternehmen mit einem Grundkapital größer zehn Millionen Euro nach oben begrenzt.

---

<sup>497</sup> Vgl. LUTTER/KRIEGER (Rechte, 1981), S. 145.

<sup>498</sup> Vgl. O.V. (Ausschussbildung, 2005), S. 8.

<sup>499</sup> Vgl. O.V. (Ausschussbildung, 2005), S. 11.

Rechtsform	Zusammensetzung	Rechtsquelle
AG, GmbH, KGaA und Genossenschaften mit <b>mehr</b> als 2000 Beschäftigten  Größe: 2000-10.000 Mitarbeiter: ≥ 12 Aufsichtsratsmitglieder 10.001 -20.000 Mitarbeiter: ≥ 16 Aufsichtsratsmitglieder mehr als 20.000 Mitarbeiter: 20 Aufsichtsratsmitglieder	Paritätische Besetzung mit Anteilseigner- und Arbeitnehmervertretern	Mitbestimmungsgesetz
Unternehmen des Bergbaus und der Eisen- und Stahlerzeugenden Industrie	5 Arbeitgebervertreter 5 Arbeitnehmervertreter 1 vom Aufsichtsrat bestimmtes Mitglied	Montan-Mitbestimmungsgesetz
Unternehmen, bei denen die §§ 5-13 des Mitbestimmungsergänzungsgesetzes gelten	7 Arbeitgebervertreter 7 Arbeitnehmervertreter 1 vom Aufsichtsrat bestimmtes Mitglied	Mitbestimmungsergänzungsgesetz
AG, GmbH, KGaA und weitere Unternehmensformen mit 500 bis 2000 Beschäftigten	Zweidrittel Anteilseignervertreter Eindrittel Arbeitnehmervertreter	Drittelbeteiligungsgesetz

**Tabelle 8:** Zusammensetzung des deutschen Aufsichtsrats  
(Quelle: eigene Darstellung)

Für Unternehmen, die dem Mitbestimmungsrecht unterliegen, schreibt der deutsche Gesetzgeber in § 96 AktG die Beteiligung der Arbeitnehmer an der Aufsichtsratsarbeit vor. Die Zahl der Arbeitnehmervertreter ist durch das Mitbestimmungsgesetz, das Montan-Mitbestimmungsgesetz, das Mitbestimmungsergänzungsgesetz und das Drittelbeteiligungsgesetz geregelt. In mitbestimmten Unternehmen bis 10.000 Arbeitnehmer sind zwölf Aufsichtsratsmitglieder, bis 20.000 Arbeitnehmer 16 und darüber 20 Aufsichtsratsmitglieder vorgesehen.<sup>500</sup> Eine zusammenfassende Übersicht über die gesetzlichen Vorgaben zur Größe und Zusammensetzung des Aufsichtsrats gibt Tabelle 8.

Die im internationalen Vergleich besonderen Vorschriften für die Mitbestimmung in deutschen Unternehmen führen dazu, dass sich regelmäßig Anteilseigner- und Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat gegenüber sitzen. Die Anteilseigner werden dabei durch Vertreter der Groß- und Kleinaktionäre, der Banken, der Lieferanten, durch Abnehmer

<sup>500</sup> Vgl. MALIK (Unternehmensaufsicht, 1997), S. 163.

und durch ehemalige und amtierende Manager repräsentiert. Auf der Arbeitnehmerseite repräsentieren (freigestellte) Betriebsratsmitglieder, externe Gewerkschaftsvertreter, Arbeitnehmer und leitende Angestellte die Arbeitnehmer eines Unternehmens.

Aus der heterogenen Zusammensetzung des Aufsichtsrats resultieren in der Praxis regelmäßig drei Probleme: (1) Die Aufsichtsratsarbeit wird als Nebenamt interpretiert.<sup>501</sup> Dies ist auch zugleich die herrschende Meinung in den rechtswissenschaftlichen Kommentaren, dass das Aufsichtsratsamt im Nebenamt geführt werden kann und geführt werden können muss.<sup>502</sup> Problematisch erweist sich dabei die Effizienz der Aufsichtsratsarbeit, die eine intensive Überwachung der Geschäftsführung erfordert. Die Qualität kann aber aufgrund zeitlicher und personeller Beschränkungen, die aus der Ausübung einer hauptberuflichen Aufgabe resultieren, stark beeinträchtigt sein. (2) Die hohe Heterogenität der Aufsichtsratsmitglieder kann weiterhin zu verschiedenen Interessenkonflikten führen. So können z. B. Bankenvertreter darauf bedacht sein, die Geschäftsführung im Sinne der Reduzierung von Transaktionskosten der repräsentierenden Bank zu überwachen, während auf Arbeitnehmerseite Gewerkschaftsvertreter beispielsweise dazu tendieren können, neben den Belangen der Arbeitnehmer eines Unternehmens auch die Machtstellung der eigenen Gewerkschaft auszubauen.<sup>503</sup> Die Interessendivergenz kann letztendlich dazu führen, dass nicht die Interessen der Aktionäre im Vordergrund stehen, sondern andere, den Aktionären fremde Belange in den Vordergrund gestellt werden. (3) Ehemalige Vorstände eines Unternehmens wechseln häufig direkt nach der Niederlegung ihres Vorstandsmandats in den Aufsichtsrat desselben Unternehmens.<sup>504</sup> Dies ist insofern problematisch, als diese Aufsichtsratsmitglieder die Unternehmensstrategie überwachen sollen, die sie selbst eingeleitet haben.<sup>505</sup> Zugleich wird auch der neue Vorstand nicht ohne eine entsprechende Rechtfertigung einen Strategiewechsel einleiten können, da auf diese Weise sein Vorgänger indirekt kritisiert werden würde. Aus diesem Grund empfiehlt der DCGK in Ziffer 5.4.2 Satz 3, dass nicht mehr als zwei ehemalige Vorstände im gleichen Unternehmen im Aufsichtsrat sitzen sollen. Das Europaparlament empfiehlt sogar eine zweijährige Amtspause für

---

<sup>501</sup> Vgl. DÜRR (Berater, 2007), S. 82; SEELE (Rahmenbedingungen, 2007), S. 93; THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 290.

<sup>502</sup> THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 291.

<sup>503</sup> Vgl. OECHSLER (Qualifikation, 2003), S. 315 f.; ARBEITSKREIS STEUERN UND REVISION (Effizienz, 2006), S. 13. Zum Einfluss der Banken im Aufsichtsrat vgl. PFANNSCHMIDT (Mehrfachmandate, 1995), S. 189 f.: „Banken werden generell eine risikoarme Unternehmenspolitik befürworten, die keine Gefährdung der Kredite zulässt.(...) Problematisch ist ein solcher, dem Interesse der Aktionäre zuwiderlaufender Einfluß jedoch nur dann, wenn er eine entsprechende Mehrheit im Aufsichtsrat findet.“

<sup>504</sup> Vgl. HAMEL (Unternehmensverfassung, 2004), S. 473; SEELE (Rahmenbedingungen, 2007), S. 95.

<sup>505</sup> Vgl. HAMEL (Unternehmensverfassung, 2004), S. 473; ROTH/WÖRLE (Unabhängigkeit, 2004), S. 586.

ehemalige Vorstandsmitglieder, die ein Aufsichtsratsmandat im selben Unternehmen übernehmen wollen.

#### 4. Informationsversorgung des Aufsichtsrats

Zur sachgerechten Durchführung seiner Aufgaben benötigt der Aufsichtsrat Informationen, um auf dieser Basis den Vorstand überwachen, beraten und beurteilen zu können.<sup>506</sup> Das Aktiengesetz stellt hierzu ein Bündel von Berichts- und Informationspflichten bereit, das einerseits den Vorstand verpflichtet, den Aufsichtsrat durch schriftliche und persönliche Berichte zu informieren, aber auch dem Aufsichtsrat Auskunftsrechte einräumt, die dieser nutzen kann, um notwendige informationelle Grundlagen für seine Überwachungsaufgabe zu erlangen.<sup>507</sup> Die adäquate Informationsversorgung des Aufsichtsrats ist eine notwendige Bedingung, aber keine hinreichende. Eine hinreichende Bedingung erfordert zugleich, dass die Mandatsträger auch die Kenntnisse mitbringen, um die Informationen richtig verarbeiten und deuten zu können. „Insofern hat sich jedes Aufsichtsratsmitglied mit den wesentlichen Steuerungsgrößen und Rahmenbedingungen der zu überwachenden und beratenden Gesellschaft vertraut zu machen, Entwicklungen des Unternehmens kontinuierlich und kritisch zu beobachten sowie Tagesordnungspunkte der Aufsichtsrats- und Ausschusssitzungen gründlich vorzubereiten.“<sup>508</sup>

Den Kern der Informationspflichten des Vorstands bildet § 90 AktG. § 90 Abs. 1 AktG stellt auf die grundsätzlichen Fragen der Geschäftsführung im Allgemeinen und auf die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft im Speziellen ab. Weiterhin regelt § 90 Abs. 1 Satz 2 AktG die besonderen Informationspflichten des Vorstands, sobald bedeutende Anlässe wesentliche Auswirkungen auf die Lage der Gesellschaft haben. Als Anlass nennt der Gesetzgeber Entwicklungen in verbundenen Unternehmen, die den Fortbestand der Gesellschaft gefährden können. Diese periodisch anfallenden Informationspflichten werden ergänzt durch Informationspflichten, die zur Entscheidungsherbeiführung bei zustimmungspflichtigen Geschäften erforderlich sind.<sup>509</sup> Der DCGK empfiehlt in Ziffer 3.4 Abs. 3 Satz 1 darüber hinaus, die Informations- und Berichtspflichten des Vorstands näher festzulegen.

---

<sup>506</sup> Vgl. OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 275.

<sup>507</sup> Vgl. OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 275.

<sup>508</sup> FISCHER/BECKMANN (Informationsversorgung, 2007), S. 2.

<sup>509</sup> § 90 Abs. 2 differenziert nach Berichten, die jährlich, vierteljährlich oder unmittelbar nach Kenntnisnahme des Anlasses erfolgen sollen.

Das Aktiengesetz beschränkt den Aufsichtsrat nicht ausschließlich auf die Informationsversorgung durch den Vorstand. Das Gesetz räumt dem Aufsichtsrat weitere Informationsrechte ein, die im Fall einer nicht ordnungsgemäßen Informationsversorgung durch den Vorstand zum Tragen kommen können.<sup>510</sup> § 90 Abs. 3 AktG ermöglicht es dem Aufsichtsrat, Berichte vom Vorstand zu verlangen über die Angelegenheiten der Gesellschaft, über rechtliche und geschäftliche Beziehungen zu verbundenen Unternehmen sowie über Vorgänge, die auf die Lage der Gesellschaft von erheblichen Einfluss sein könnten. Darüber hinaus haben auch einzelne Mandatsträger die Möglichkeit, Berichte vom Vorstand zu verlangen, die aber der Vorstand nicht unmittelbar zur Verfügung stellen muss. In diesem Fall bedarf das einzelne Aufsichtsratsmitglied der Unterstützung eines weiteren Aufsichtsratsmitglieds, woraufhin der Vorstand dem Verlangen folgen muss.<sup>511</sup>

Als Informationsquelle des Aufsichtsrats dient immer der Vorstand. Nach herrschender Meinung darf der Aufsichtsrat nicht direkt an die Mitarbeiter der Gesellschaft herantreten und Informationen verlangen, sondern er kann sachverständige Mitarbeiter nur über den Vorstand befragen.<sup>512</sup> Der Aufsichtsrat hat aber gemäß § 111 Abs. 2 Satz 2 AktG die Möglichkeit, externe Sachverständige mit dem Einsichts- und Prüfungsrecht zu beauftragen.<sup>513</sup> Dieses Recht steht aber nur dem Aufsichtsrat als Gesamtorgan zur Verfügung, „(...) weil auch das Einsichts- und Prüfungsrecht nicht dem einzelnen Aufsichtsratsmitglied, sondern dem Aufsichtsrat als Organ zusteht.“<sup>514</sup> In diesen Bereich fällt auch die Kompetenz des Aufsichtsrats, dem Abschlussprüfer den Prüfungsauftrag zu erteilen.<sup>515</sup> Zur Festlegung der Vorstandsvergütung kann der Aufsichtsrat neutrale Gutachten von Beratungsfirmen erstellen lassen. Kritisch daran ist, dass diese Gutachten von der Personalabteilung der Gesellschaft beauftragt werden müssen, weil die Aufsichtsratsmitglieder über kein eigenes Budget verfügen, aus dem sie die externen Sachverständigen beauftragen könnten.<sup>516</sup> Dies kann aber die Neutralität und Objektivität dieser Gutachten stark beeinträchtigen, da auch Beratungsfirmen ein Interesse an einer guten Zusammenarbeit mit dem Vorstand haben, wenn sie neben der Gutachtertätigkeit noch weitere Beratungsprojekte im Unternehmen verfolgen.<sup>517</sup>

<sup>510</sup> Vgl. OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 276; SEELE (Rahmenbedingungen, 2007), S. 60.

<sup>511</sup> Siehe § 90 Abs. 3 S. 2 AktG.

<sup>512</sup> Vgl. LUTTER (Information, 1984), S. 98 ff.

<sup>513</sup> Vgl. OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 277.

<sup>514</sup> OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 278.

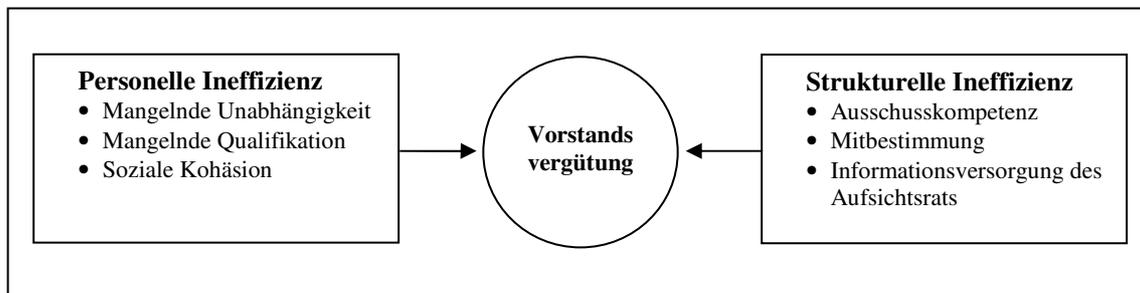
<sup>515</sup> § 111 Abs. 2 Satz 3.

<sup>516</sup> Vgl. ROST/OSTERLOH (Management, 2009), S. 128.

<sup>517</sup> „The incentives of compensation consultants - and the evidence regarding their use - suggest that these consultants are often used to justify executive pay rather than to optimize it.“ BEBCHUK/FRIED (Compensation, 2003), S. 78; ähnlich auch bei ZEHNDER (Pay, 2001).

## II. Die (In-)Effizienz des Aufsichtsrats bei der Gestaltung der Vorstandsvergütung

Die zentrale Hypothese der Managerial Power-Theorie lautet, dass Vorstandsmitglieder ihre Vergütung (zumindest teilweise) selbst beeinflussen können. Der Einfluss hängt dabei maßgeblich davon ab, wie gewissenhaft die Aufsichtsratsmitglieder ihren Überwachungsauftrag auszuüben bereit sind (personelle Dimension) und ob die Aufsichtsratsstrukturen eine effiziente Überwachung überhaupt zulassen (strukturelle Dimension). Aus diesem Grund werden im Folgenden auch die Ursachen für mögliche Machtverschiebungen zwischen dem Vorstand und dem Aufsichtsrat entlang dieser beiden Dimensionen diskutiert, bevor sie dann konkret an den DAX 30 Unternehmen überprüft werden sollen. Den Rahmen für die Diskussion zeigt Abbildung 22.



**Abbildung 22:** Ursachen von Machtverschiebungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat als Ausgangspunkt für die Diskussion der Managerial Power-Hypothese  
(Quelle: eigene Darstellung)

### a. *Mangelnde Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder*

Die Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder ist Grundvoraussetzung für eine am Interesse des Unternehmens ausgerichtete Überwachung des Vorstands.<sup>518</sup> Unabhängig sind nach einer international üblichen Definition Aufsichtsratsmitglieder dann, wenn sie keine Geschäftsbeziehungen mit dem Unternehmen pflegen bzw. in jüngster Zeit gepflegt haben.<sup>519</sup> Zudem regt der DCGK in Ziffer 5.4.2 an, dass auch keine persönlichen Beziehungen zwischen den Aufsichtsratsmitgliedern und dem Unternehmen bzw. den

<sup>518</sup> Vgl. OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 272. Nach WERDER/WIECZOREK sind Aufsichtsratsmitglieder dann unabhängig, wenn sie weder vorstands- noch interessenabhängig sind. Vgl. WERDER/WIECZOREK (Anforderungen, 2007), S. 299.

<sup>519</sup> Vgl. ARBEITSKREIS STEUERN UND REVISION (Effizienz, 2006), S. 2 f.; SCHWALBACH (Effizienz, 2004), S. 187.

Vorstandsmitgliedern bestehen sollten. Dies bedeutet, dass die Effizienz der Aufsichtsratsarbeit in gleicher Weise davon abhängen kann, in welchem geschäftlichen und persönlichen Verhältnis die Aufsichtsratsmitglieder zum Unternehmen und seinen Vorstandsmitgliedern stehen. Da das Kriterium der Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder von besonderer Bedeutung für die Sicherstellung effizienter Vergütungsverträge ist, werden im Folgenden verschiedene Ursachen diskutiert, durch die die Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder beeinträchtigt sein kann.

### **Wirtschaftliche/Personelle Verflechtungen**

Wirtschaftliche Verflechtungen einzelner Aufsichtsratsmitglieder mit den zu überwachenden Vorstandsmitgliedern oder dem Unternehmen können zu einer Einschränkung der Unabhängigkeit führen, wenn zum Beispiel lukrative Aufträge an Unternehmen vergeben werden, die direkt oder indirekt mit dem betreffenden Aufsichtsratsmitglied in Verbindung stehen.<sup>520</sup> Befinden sich einzelne Aufsichtsratsmitglieder in einer solchen Abhängigkeit, ist es fraglich, ob sie ihre persönlichen und geschäftlichen Beziehungen mit dem Unternehmen bzw. den Vorstandsmitgliedern aufs Spiel setzen werden, indem sie weiterhin ihrer Verpflichtung zur gewissenhaften Überwachung des Vorstands nachkommen.<sup>521</sup> Vielmehr ist davon auszugehen, dass diese Form der wirtschaftlichen Verflechtungen dazu beitragen wird, dass die Aufsichtsratsmitglieder versuchen werden, jegliche Form von Konflikten mit den Vorstandsmitgliedern zu vermeiden, was wiederum zu einer Reduzierung der Überwachungsaktivitäten und zu einer weniger kritischen Hinterfragung der Vorstandsvergütung führen kann.

Neben den wirtschaftlichen Verflechtungen können auch personelle Verflechtungen<sup>522</sup> durch Mehrfachmandate<sup>523</sup> dazu beitragen, dass die Intensität der Überwachungstätigkeit durch den Aufsichtsrat sinkt. Mehrfachmandate treten dann auf, wenn ein und dieselbe Person in zwei oder mehreren unterschiedlichen Führungsorganen vertreten ist.<sup>524</sup>

---

<sup>520</sup> Vgl. DAILY ET AL. (Compensation, 1998), S. 210 f.; STRIEDER (Auslagensatz, 2007), S. 32: „Sowohl Beraterverträge als auch Kreditverträge zwischen überwachter Gesellschaft und einem Aufsichtsratsmitglied sind insoweit kritisch zu beurteilen, da dies zu Einschränkungen der Unabhängigkeit des Organmitglieds führen kann.“

<sup>521</sup> Vgl. DAILY ET AL. (Compensation, 1998), S. 210.

<sup>522</sup> „Zwei Führungsorgane, und damit die dahinter stehenden Unternehmen, werden personell verflochten, wenn dieselbe Person in beiden Organen jeweils ein Mandat, also ein Doppelmandat hat.“ PFANNSCHMIDT (Mehrfachmandate, 1995), S. 179. ROTH/WÖRLE (2004) beschreiben drei Konstellationen von personellen Verbindungen: (1) Mitgliedschaft in den Vorständen zweier Unternehmen. (2) Mitglied in einem Vorstand und einem Aufsichtsrat (primäre personelle Verbindungen). (3) Mitgliedschaft in zwei Aufsichtsräten (sekundäre personelle Verbindungen). ROTH/WÖRLE (Unabhängigkeit, 2004), S. 588.

<sup>523</sup> „Mehrfachmandate führen grundsätzlich zu personellen Verflechtungen, und die Einrichtung personeller Verflechtungen wird durch Mehrfachmandate erreicht (...).“ PFANNSCHMIDT (Mehrfachmandate, 1995), S. 179.

<sup>524</sup> Denkbare Konstellationen sind Aufsichtsrat – Aufsichtsrat, Aufsichtsrat – Vorstand, Vorstand – Vorstand im Konzernverbund.

Durch Mehrfachmandate steigt grundsätzlich die Wahrscheinlichkeit dafür, dass zum einen die Überwachungstätigkeit aufgrund der Vielzahl der Mandate einzelner Aufsichtsratsmitglieder nicht sachgerecht wahrgenommen wird und zum anderen, dass sich Aufsichtsratskollegen eines Unternehmens in einem anderen Unternehmen womöglich als Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder gegenüber sitzen.<sup>525</sup> Dies kann aber zur Folge haben, dass das für die Überwachungstätigkeit notwendige gesunde Misstrauen aufgrund der kollegialen Beziehung der betroffenen Aufsichtsratsmitglieder gestört wird. Aus diesem Grund kritisieren auch WINDOLF/BEYER (1995) die zu engen persönlichen Beziehungen zwischen Vorständen und Aufsichtsräten mit den folgenden Worten: „Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollen die Vorstände der großen Unternehmen kontrollieren und Machtmissbrauch verhindern; gleichzeitig sind diese Kontrolleure aber in ein umfassendes Netzwerk eingebunden, das der sozialen Integration und Kohäsion der Wirtschaftselite dient und dem sie ihre Position verdanken.“<sup>526</sup> Ähnlich fasst es auch ELSON (1993) zusammen: „(...) personal and psychic ties to the individuals who are responsible for one's appointment to the board make it difficult to engage in necessary confrontation. It is always tough to challenge a friend particularly where the challenging party may one day, as an officer of another enterprise, end up in the same position.“<sup>527</sup> Empirisch untersuchen DAILY ET AL. (1998) den Einfluss von personellen Verflechtungen auf die Vorstandsvergütung am Beispiel einer Stichprobe von 200 US-amerikanischen Unternehmen für das Jahr 1992. Die Autoren finden allerdings keine Hinweise auf einen signifikanten Zusammenhang zwischen personellen Verflechtungen und der Höhe der Vergütung des CEO, weshalb die Autoren auch konstatieren, dass entweder die Annahme, dass personelle Verflechtungen die Arbeit des Board of Directors behindern würden, falsch sei oder dass die schon zuvor beschriebene „outrange constraint“ dazu führen würde, dass die Mitglieder des Board of Directors es vermeiden würden, dem CEO hohe Gehälter zu gewähren, um nicht selber in den Fokus der öffentlichen Kritik zu geraten.<sup>528</sup>

Für den deutschen Raum, wo personelle Verflechtungen traditionellerweise stark ausgeprägt sind, untersuchen BALSMEIER/PETERS (2007) die Wirkungen personeller Verflechtungen auf die Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung am Beispiel von 100

---

<sup>525</sup> Dies war z. B. der Fall bei Wulff Bernotat (Vorstandsvorsitzender E.ON AG), der im Geschäftsjahr 2007 zusammen mit Henning Schulte-Noelle im Aufsichtsrat der Allianz SE gesessen hat, während Henning Schulte-Noelle zugleich Aufsichtsratsmitglied der E.ON AG gewesen ist. Siehe auch o.V.: Die Deutschland AG lebt. Ein paar Aufsichtsräte treffen sich immer wieder / Studie: Den größten Einfluss hat Manfred Schneider, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 19. August 2006, S. 16.

<sup>526</sup> WINDOLF/BEYER (Kapitalismus, 1995), S. 25; siehe auch ROTH/WÖRLE (Unabhängigkeit, 2004), S. 579.

<sup>527</sup> ELSON (Executive, 1993), S. 975 f.

<sup>528</sup> Vgl. DAILY ET AL. (Compensation, 1998).

deutschen Unternehmen für das Geschäftsjahr 2004.<sup>529</sup> Die Ergebnisse der Untersuchung zeigen einen signifikanten Zusammenhang zwischen personellen Verflechtungen und der Vorstandsvergütung sowohl bei Aufsichtsrat-Vorstandsverflechtungen als auch bei Aufsichtsrat-Aufsichtsratsverflechtungen für die betrachtete Stichprobe, weshalb die Autoren festhalten, dass personelle Verflechtungen für die Beurteilung der deutschen Corporate Governance durchaus entscheidend sein können.<sup>530</sup> Eine alternative Interpretationsweise der Ergebnisse von BALSMEIER/PETERS bieten indessen die beiden Untersuchungen von PFANNSCHMIDT (1995) und SCHREYÖGG/PAPENHEIM-TOCKHORN (1995).<sup>531</sup> PFANNSCHMIDT zeigt in einer Untersuchung von 492 deutschen Unternehmen im Geschäftsjahr 1989, dass Mehrfachmandate in dieser Stichprobe positiv, jedoch nicht signifikant mit der Unternehmensperformance korreliert seien.<sup>532</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch SCHREYÖGG/PAPENHEIM-TOCKHORN, die insgesamt 56 deutsche Unternehmen über einen Zeitraum von 1969-1988 betrachten. Die Untersuchung gibt Hinweise darauf, dass Vertreter großer deutscher Kapitalgesellschaften gezielt ihre Präsenz in Aufsichtsräten anderer Unternehmen dazu nutzen würden, um zwischenbetriebliche Kooperationen auszubauen und dadurch die Unternehmensperformance des eigenen Unternehmens zu verbessern. Werden die Ergebnisse der drei Studien miteinander verglichen, so können die Ergebnisse von BALSMEIER/PETERS dahingehend relativiert werden, dass personelle Verflechtungen zu einer besseren Unternehmensperformance führen können, die im Falle eines am Unternehmenserfolg gekoppelten Anreizsystems auch zu höheren Vergütungen führen sollten.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass wirtschaftliche wie personelle Verflechtungen zwischen einzelnen Personen innerhalb der beiden Organe des Aufsichtsrats und des Vorstands bzw. zwischen einzelnen Personen und dem Unternehmen immer auch eine Quelle für Interessenkonflikte darstellen können. Die Ergebnisse der dargestellten Untersuchungen lassen aber keine eindeutigen Aussagen über den Zusammenhang zwischen personellen Verflechtungen und der Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung zu, so dass an dieser Stelle auch kein abschließendes Urteil über die Wirkungszusammenhänge gefällt werden kann.

---

<sup>529</sup> Vgl. BALSMEIER/PETERS (Unternehmensverflechtung, 2007).

<sup>530</sup> Vgl. BALSMEIER/PETERS (Unternehmensverflechtung, 2007), S. 17.

<sup>531</sup> Vgl. PFANNSCHMIDT (Mehrfachmandate, 1995); SCHREYÖGG/PAPENHEIM-TOCKHORN (Kooperationsbeziehungen, 1995).

<sup>532</sup> Vgl. PFANNSCHMIDT (Mehrfachmandate, 1995), S. 199.

## Amts-dauer der Vorstandsmitglieder

Eine weitere Form der Abhängigkeit ergibt sich durch den Zeitpunkt der Berufung einer Person in den Aufsichtsrat.<sup>533</sup> Liegt der Zeitpunkt der Berufung innerhalb der Amtsperiode eines Vorstands, dann kann der Vorstand versuchen, Einfluss auf die Nominierung eines Kandidaten auszuüben.<sup>534</sup> Zwar soll der Aufsichtsrat unabhängig vom Vorstand einen Kandidaten bestimmen und der Hauptversammlung zur Wahl stellen, allerdings zeigt die Praxis, dass hierzu regelmäßig auch der Vorstandsvorsitzende eines Unternehmens durch den Aufsichtsratsvorsitzenden konsultiert wird.<sup>535</sup> Aufsichtsratsmitglieder, die aber ihr Mandat der Empfehlung eines Vorstands zu verdanken haben, können sich unter Umständen diesem verpflichtet fühlen und entsprechend weniger kritisch ihren Überwachungsauftrag durchführen.<sup>536</sup>

Die Überprüfung dieser These steht im Mittelpunkt einer Vielzahl empirischer Studien. So weisen z. B. MAIN ET AL. (1995) für ihre Stichprobe von 89 US-amerikanischen Unternehmen für das Jahr 1984 einen positiven Zusammenhang zwischen der Amtszeit des CEO und seiner Vergütung aus. Die Autoren stellen im Mittel für ihre Stichprobe eine 11 % höhere Vergütung für den Fall fest, dass der CEO länger als der Vorsitzende des Vergütungsausschusses im Amt gewesen ist.<sup>537</sup> DAILY ET AL. (1998) finden innerhalb ihrer Stichprobe von 200 US-amerikanischen Unternehmen für das Geschäftsjahr 1992 nur einen geringen Zusammenhang zwischen dem Zeitpunkt der Berufung einer Person in den Vorstand und der Höhe und Variabilität der Vergütung.<sup>538</sup> Für den deutschen Raum untersucht FISS (2006) am Beispiel einer Stichprobe von 108 der größten deutschen Unternehmen für den Zeitraum 1990-2000 den Einfluss der Länge der Amtszeit eines Vorstandsvorsitzenden im Verhältnis zur Amtsdauer des Aufsichtsratsvorsitzenden auf die Vorstandsvergütung.<sup>539</sup> Der Autor zeigt für die von ihm betrachteten Unternehmen, dass eine längere Amtsdauer des Vorstandsvorsitzenden relativ

---

<sup>533</sup> Die Anteilseignervertreter werden von der Hauptversammlung gewählt, während die Arbeitnehmervertreter von den Wahlmännern der Arbeitnehmer benannt werden. Vgl. ALBACH (Führung, 2006), S. 363.

<sup>534</sup> In der US-amerikanischen Literatur werden Aufsichtsratsmitglieder, die während der Amtszeit des amtierenden Vorstands berufen wurden, „*Interdependent Directors*“ genannt. Vgl. DAILY ET AL. (Compensation, 1988) und LAMBERT ET AL. (Structure, 1993).

<sup>535</sup> In der deutschen Aufsichtspraxis „(...) hat sich für die Besetzung von Aufsichtsräten das - gesetzliche weder verlangte noch vorgesehene, allerdings geduldete - Prinzip der Kooptation weit verbreitet.“ HAMEL (Unternehmensverfassung, 2004), S. 473; siehe auch MACE (Directors, 1971), S. 86; UNGSON/STEERS (Motivation, 1984), S. 317; WESTPHAL/ZAJAC (Power, 1995), S. 60.

<sup>536</sup> Vgl. ELSON (Executive, 1993), S. 975 f.

<sup>537</sup> Vgl. MAIN ET AL. (CEO, 1995), S. 319.

<sup>538</sup> Vgl. DAILY ET AL. (Compensation, 1998), S. 214.

<sup>539</sup> Vgl. FISS (Influence, 2006).

zur Amtsdauer der Aufsichtsratsvorsitzenden die Wahrscheinlichkeit höherer Vorstandsvergütungen nachweislich begünstigt hat.

Die Ergebnisse der vorgestellten Studien zeigen, dass die Amtsdauer eines CEO bzw. eines Vorstandsvorsitzenden durchaus einen positiven Effekt auf seine Vergütung haben kann. Ob der Wirkungszusammenhang aber tatsächlich (nur) von der Amtsdauer beeinflusst wird, lässt sich aufgrund der Schwierigkeiten, die bei der Verwendung entsprechender Kontrollgrößen entstehen, nicht eindeutig feststellen.

### **(Ehemalige) Vorstände als Aufsichtsratsmitglieder**

Die dritte Ursache, durch die die Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder beeinträchtigt sein kann, ist, dass Aufsichtsratsmitglieder selbst Vorstände sind oder es in der Vergangenheit gewesen sind. Schon USEEM (1984) bemerkte in seiner Arbeit, dass Mitglieder des Board of Directors häufig eine homogene und zusammenhängende Gruppe bilden, die sich gegenseitig eher unterstützen wird, als sich zu schaden.<sup>540</sup> Bei der Vorstandsvergütung kann diese Unterstützung am besten durch das Prinzip der Reziprozität beschrieben werden. Das Prinzip der Reziprozität geht auf Arbeiten von u. a. EKEH (1974) zurück und beschreibt die auf gegenseitiger Unterstützung beruhenden Beziehungen zwischen sozialen Personen und Gruppen.<sup>541</sup> Für die Vorstandsvergütung hat das Prinzip der Reziprozität insofern Bedeutung, als amtierende Vorstandsmitglieder, die in Aufsichtsräten von anderen Unternehmen sitzen und in diesen den Vorstandsmitgliedern höhere Vergütungen absegnen, die gleiche Generosität auch im eigenen Unternehmen erwarten werden.<sup>542</sup> Auf diese Weise können die Vorstandsmitglieder versuchen, sich gegen unerwartete Überraschungen bei den eigenen Vergütungsverhandlungen abzusichern und dadurch ein System zu schaffen, das der gegenseitigen Absicherung der eigenen Machtpositionen dienen soll.<sup>543</sup> Aus diesem Grund sollte es auch kritisch gesehen werden, wenn die Festlegung der Vorstandsvergütung durch ein Gremium erfolgt, das mit zu vielen ehemaligen oder amtierenden Vorständen besetzt ist.<sup>544</sup>

Empirisch überprüfen WESTPAHL/ZAJAC (1997) die Reziprozitätshypothese im Zusammenhang mit der Vorstandsvergütung am Beispiel einer Stichprobe von 422 US-amerikanischen Unternehmen für den Zeitraum 1982-1992. Die Autoren weisen für die

<sup>540</sup> Vgl. USEEM (Circle, 1984), S. 9; ähnlich auch LORSCH/MacIVER (Pawns, 1989), S. 18.

<sup>541</sup> Vgl. EKEH (Social, 1974); siehe auch MAIN ET AL. (CEO, 1995), S. 307 ff.

<sup>542</sup> Vgl. WESTPHAL/ZAJAC (Defections, 1997), S. 167.

<sup>543</sup> Vgl. FISS (Influence, 2006), S. 1018.

<sup>544</sup> Vgl. ALBACH (Führung, 2003), S. 363.

Stichprobe einen negativen Zusammenhang zwischen der Zahl der CEOs in den Überwachungsorganen (Board of Directors) der betrachteten Unternehmen und der Höhe der variablen Vergütungsbestandteile in den Anreizsystemen der CEOs nach. Dieses Ergebnis lässt sich dahingehend auslegen, dass eine höhere Zahl von Personen im Überwachungsorgan, die den gleichen beruflichen Hintergrund haben wie derjenige, der kontrolliert werden soll, die Wahrscheinlichkeit für höhere Vergütungen erhöhen kann. Darüber hinaus untersuchen die Autoren, inwiefern Erfahrungswerte der Mitglieder des Überwachungsorgans Einfluss auf die Entscheidung über das Vergütungssystem des zu überwachenden CEOs haben können. Im Ergebnis finden die Autoren für die Stichprobe einen deutlichen positiven Zusammenhang dahingehend, dass, wenn die CEOs im Überwachungsorgan einen hohen Anteil an variablen Vergütungskomponenten in ihren Unternehmen haben, dadurch die Wahrscheinlichkeit dafür steigt, dass auch der Anteil der variablen Vergütungskomponenten in den Vergütungssystemen der zu überwachenden CEOs größer ausfällt.

Empirische Studien, welche die Reziprozitätshypothese an deutschen Unternehmen testen, liegen bis auf die Arbeit von FISS (2006) nach Ansicht des Verfassers nicht vor. FISS untersucht anhand einer Stichprobe von 108 deutschen Unternehmen in den Jahren 1990-2000 den Zusammenhang zwischen der Höhe der Vorstandsbezüge und der Höhe der Aufsichtsratsbezüge. Im Ergebnis findet der Autor für die Stichprobe einen signifikanten positiven Zusammenhang zwischen der Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder und der Vergütung der Vorstandsmitglieder, wobei er sowohl Kontrollvariablen für die Unternehmensgröße als auch für die Größe des Aufsichtsrats ansetzt. Basierend auf diesem Ergebnis resümiert der Autor, dass sich die Unterstützung des Vorstands bei der Genehmigung der Aufsichtsratsbezüge auf der Hauptversammlung durchaus positiv auf die Höhe der Vorstandsbezüge auswirken kann: „While the setting of board compensation may not be under the direct control of management, as such raises usually have to be approved by shareholders, management can frequently facilitate such raises and support them during annual shareholder meetings, thereby creating conditions in which directors will find it harder to resist managements` own requests for higher compensation.“<sup>545</sup> Darüber hinaus findet FISS auch in seiner Untersuchung Hinweise darauf, dass der direkte Wechsel von Vorstandsmitgliedern in den Aufsichtsrat des eigenen Unternehmens entgegen der häufig vorgebrachten öffentlichen Kritik einen starken Anstieg der Vorstandsvergütung verhindern kann. Der Autor führt diesen Effekt darauf zurück, dass der systemimmanente Informationsvorsprung des amtierenden Vorstands dadurch

---

<sup>545</sup> FISS (Influence, 2006), S. 1027.

verringert wird, wobei der Autor dieses Ergebnis nur bei den Unternehmen feststellen kann, in denen im Aufsichtsrat mindestens ein Vertreter eines Großaktionärs vertreten gewesen ist.<sup>546</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch WOLFF/RAPP (2008) in ihrer Auswertung der Vergütungsstrukturen in den deutschen börsennotierten Unternehmen für die Jahre 2005 und 2006.<sup>547</sup> Die Autoren beziffern den dämpfenden Effekt auf die Gesamtvergütung des Vorstands auf ca. 25 % für den Fall, dass der Aufsichtsratsvorsitzende zuvor schon Mitglied des Vorstand desselben Unternehmens gewesen ist.<sup>548</sup>

Die Ergebnisse der vorgestellten Studien deuten somit einerseits auf die in der Praxis vermutete Wirkung der Reziprozitätshypothese für die Vorstandsvergütung hin und zeigen andererseits, dass die personelle Zusammensetzung des Aufsichtsrats einen positiven wie auch negativen Einfluss auf die Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung haben kann.

### *b. Mangelnde Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder*

Die institutionelle Stellung und der Aufgabenumfang des deutschen Aufsichtsrats erfordern von jedem Aufsichtsratsmitglied besondere Fähigkeiten und fachliche Erfahrungen, die erfolgskritisch für die Überwachungstätigkeit und das Unternehmen sein können.<sup>549</sup> Dennoch hat der deutsche Gesetzgeber davon abgesehen, besondere Qualifikationsvoraussetzungen für die Mitglieder des Aufsichtsrats aufzustellen<sup>550</sup> und verweist auf die Hauptversammlung, die über die persönlichen Voraussetzungen jedes Aufsichtsratsmitglieds zu entscheiden hat.<sup>551</sup> Gleiches gilt in mitbestimmten Unternehmen für die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder der Arbeitnehmerseite.<sup>552</sup>

---

<sup>546</sup> Vgl. FISS (Influence, 2006), S. 1027

<sup>547</sup> Vgl. WOLFF/RAPP (Unternehmensmerkmale, 2008).

<sup>548</sup> Vgl. WOLFF/RAPP (Unternehmensmerkmale, 2008), S. 23.

<sup>549</sup> Vgl. OECHSLER (Qualifikation, 2003), S. 310; OETKER sieht in der Beratung des Vorstands einen weiteren Schritt zur Professionalisierung des Aufsichtsrats und damit einhergehend eine Erweiterung des Anforderungsprofils an die Qualifikation der Aufsichtsräte. Vgl. OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 265; ähnlich auch DÜRR (Berater, 2007), S. 82.

<sup>550</sup> Vgl. SCHWALBACH (Effizienz, 2004), S. 188. Auch aus den Vorgaben des § 112 Abs. 1 AktG lassen sich keine Mindestanforderungen an die Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder ableiten. Der Paragraph gibt lediglich vor, dass als Aufsichtsratsmitglieder nur natürliche, unbeschränkt geschäftsfähige Personen bestellt werden dürfen, für die kein Einwilligungsvorbehalt nach § 1903 BGB besteht.

<sup>551</sup> Vgl. § 100 Abs. 4 AktG; OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 270; THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 288.

<sup>552</sup> Vgl. OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 270; STRIEDER bemerkt zutreffend, dass der Zweifel an der Qualifikation einiger Arbeitnehmervertreter nicht immer unberechtigt ist. STRIEDER (Auslagensatz, 2007), S. 33.

Einschränkend gilt jedoch, dass der deutsche Gesetzgeber einen umfassenden Katalog von Haftungsmaßstäben und Haftungsvorschriften geschaffen hat, aus dem sich indirekt Qualifikationsanforderungen an Aufsichtsratsmitglieder ableiten lassen.<sup>553</sup> Diese Art der Regulierung fasst THEISEN (2003) wie folgt zusammen: „Im Ergebnis hat sich der deutsche Gesetzgeber strukturell für eine sehr weit gehende Öffnung des Personenkreises, der in einem Aufsichtsrat vertreten sein muss, entschieden, aber gleichzeitig indirekt ein sehr umfassendes und auf hohem Anspruchsniveau liegendes, grundsätzlich für alle gleiches Anforderungsprofil normiert.“<sup>554</sup> Darüber hinaus hat auch die DCGK-Kommission diese Regulierungslücke zum Anlass genommen, in Ziffer 5.4.1 einen Abschnitt aufzunehmen, demzufolge „(...) die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen (...)“ auf Seiten der Aufsichtsratsmitglieder vorhanden sein sollen. Welche Qualifikationen konkret Aufsichtsratsmitglieder vorweisen müssen, wird aber weder im Gesetz noch im DCGK erwähnt.

Aus diesem Grund versuchen WERDER/WIECZOREK (2007) thesenartig, die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderliche Qualifikation an Aufsichtsratsmitglieder und ihre Nominierung weiter zu konkretisieren.<sup>555</sup> Nach Meinung der Autoren ist es nicht notwendig, dass jedes Aufsichtsratsmitglied die gleichen Fähigkeiten und Kenntnisse hat, sondern es ist umso wichtiger, dass durch die Zusammensetzung des Gremiums sichergestellt wird, dass alle notwendigen Qualifikationen vorhanden sind, die eine ordnungsgemäße Aufgabenerfüllung des Gremiums gewährleisten.<sup>556</sup> Weiterhin vertreten die Autoren die Meinung, dass eine unternehmensspezifische und funktionale Differenzierung des Qualifikationsprofils zwingend notwendig ist, so dass kein universell geltendes Qualifikationsprofil formuliert werden kann, das für alle Unternehmen Geltung haben könnte. Andererseits fordern WERDER/WIECZOREK aber auch, dass die Aufsichtsratsmitglieder über „professionelle Sachkompetenzen und Lösungsorientierung sowie Strategie- und Veränderungskompetenzen“ verfügen sollen,

---

<sup>553</sup> Vgl. THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 289. Weiterhin auch die vom BGH in dem „Urteil“ vom 15. November 1982 aus dem Gebot persönlicher und eigenverantwortlicher Amtsausübung abgeleitete Forderung, dass ein Aufsichtsratsmitglied diejenigen Mindestkenntnisse besitzen oder sich aneignen muss, die für eine verständige und sachgerechte Beurteilung aller normalerweise anfallenden Geschäftsvorgänge notwendig sind. Vgl. OETKER (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 270.

<sup>554</sup> THEISEN (Aufsichtsrat/Board, 2003), S. 288.

<sup>555</sup> These 2.1: „Die kompetente Erfüllung der Aufgaben des Aufsichtsrats erfordert unterschiedliche Qualifikationen, über die nicht jedes Aufsichtsratsmitglied verfügen kann und verfügen muss. Die Zusammensetzung eines Aufsichtsrats insgesamt sollte aber sicherstellen, dass sämtliche Aufgaben mit ausreichender Expertise wahrgenommen werden können.“ WERDER/WIECZOREK (Anforderungen, 2007), S. 298.

<sup>556</sup> Vgl. auch DÜRR (Berater, 2007), S. 82.

wodurch die Autoren wieder versuchen, Mindestvorgaben an das Qualifikationsprofil der Aufsichtsratsmitglieder zu formulieren.<sup>557</sup>

### *c. Soziale Kohäsion zwischen Vorstand und Aufsichtsrat*

Neben einer möglichen mangelnden Unabhängigkeit und Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder kann auch eine soziale Kohäsion unter den beiden Parteien zu einer Machtverschiebung zugunsten der Vorstandsinteressen führen.<sup>558</sup> Soziale Kohäsion wird in dem vorliegenden Kontext definiert als der auf sozio-biografischen bzw. sozio-demografischen Faktoren begründete Zusammenhalt zwischen den Mitgliedern des Vorstands und des Aufsichtsrats, der insbesondere dadurch gefördert wird, dass die Vorstandsmitglieder in der Praxis die Möglichkeit haben, Einfluss auf den Nominierungsprozess neuer Aufsichtsratsmitglieder auszuüben.<sup>559</sup> In Deutschland manifestiert sich dieser Einfluss regelmäßig in dem bereits erwähnten Prinzip der Kooptation<sup>560</sup>, bei dem der Aufsichtsratsvorsitzende gemeinsam mit dem Vorstandsvorsitzenden einen Kandidaten der Anteilseignerseite für den Aufsichtsrat auswählt und diesen der Hauptversammlung zur Wahl stellt.<sup>561</sup> Die Einbindung des Vorstandsvorsitzenden in diese wichtige Personalentscheidung ermöglicht es ihm, seine Machtposition durch die Wahl ihm persönlich nahe stehender Personen auszubauen und wird deshalb auch als eine zentrale Quelle seiner Kontrolle über den Aufsichtsrat gesehen.<sup>562</sup>

Dies zeigen auch LORSCH/MacIVER (1989) für den US-amerikanischen Raum. Die Autoren stellen fest, dass die „non executive directors“ im Board nur geringe Einflussmöglichkeiten haben, den Auswahlprozess neuer Direktoren zu bestimmen, während die

---

<sup>557</sup> These 2.6: „Jedes Aufsichtsratsmitglied sollte über professionelle Sachkompetenz sowie Lösungsorientierung, Strategie- und Veränderungskompetenz verfügen.“ WERDER/WIECZOREK (Anforderungen, 2007), S. 298.

<sup>558</sup> Vgl. EMIRBAYER/GOODWIN (Network, 1994).

<sup>559</sup> Zum Einfluss des CEO auf den Auswahlprozess neuer Direktoren siehe HERMALIN/WEISBACH (Boards, 1998) und SHIVDASANI/YERMACK (CEO, 1999). HERMALIN/WEISBACH zeigen insbesondere, dass der CEO den Nominierungsprozess aktiv steuern kann und dass sein Einfluss mit der Länge seiner Amtszeit immer größer wird.

<sup>560</sup> Vgl. HAMEL (Unternehmensverfassung, 2004), S. 473. „Kooptation = Ergänzungs- oder Zuwahl, die Erwähnung neuer Mitglieder eines Kollegialorgans durch dieses selbst.“ ROTH/WÖRLE (Unabhängigkeit, 2004), Fn. 65. ROTH/WÖRLE thematisieren den Problembereich der Kooptation in ihrem Beitrag. Beide Autoren kritisieren die von SEMLER (1999) vertretene Meinung, wonach es in Ordnung ist, dass der Vorstand bei der Auswahl neuer Aufsichtsratsmitglieder beteiligt wird, weil der Aufsichtsrat den Vorstand beraten soll und deshalb der Vorstand die Möglichkeit haben sollte, mitbestimmen zu können, wer ihn künftig beraten soll. ROTH/WÖRLE vertreten hingegen die Meinung, dass die Tatsache, dass der Aufsichtsrat beraten soll, in diesem Zusammenhang irrelevant ist. Vielmehr ist der Aufsichtsrat verpflichtet, kritische Stellungnahmen abzugeben, auch wenn dies gegen die Meinung des Vorstands sein sollte. Vgl. ROTH/WÖRLE (Unabhängigkeit, 2004), S. 579 und den Beitrag von SEMLER (Arbeitshandbuch, 1999), S. F 3.

<sup>561</sup> Dies gilt allerdings nur für die Vertreter der Anteilseigner- und nicht für die Vertreter der Arbeitnehmerseite.

<sup>562</sup> Vgl. MACE (Directors, 1971), S. 94 ff.; PFEFFER (Power, 1981), S. 137 ff.

„executive directors“ in der Regel versuchen, die Zusammensetzung des Board of Directors unter dem Gesichtspunkt der sozialen Ähnlichkeit zu manipulieren.<sup>563</sup> Als Vorteil der Wahl eines Kandidaten mit einem ähnlichen sozialen Profil und einem ähnlichen beruflichen und akademischen Hintergrund sehen WESTPHAL/ZAJAC (1995) in diesem Zusammenhang insbesondere eine geringere kritische Hinterfragung der Geschäftsführung durch die Board-Mitglieder und höhere Gehälter für den CEO.<sup>564</sup>

Die ständige Kommission des DCGK hat diesen Punkt in Ziffer 5.3.3 ebenfalls als einen kritischen Bereich identifiziert und empfiehlt deswegen, dass neue Aufsichtsratsmitglieder der Anteilseignerseite in einem Nominierungsausschuss, der nur von den Anteilseignervertretern besetzt sein sollte, identifiziert und ausgewählt werden sollen. Die Empfehlung des DCGK stellt aber keine Lösung des Problems der Kooptation dar, denn sobald der Aufsichtsratsvorsitzende auch den Vorsitz des Ausschusses innehat, was in der Praxis in der Mehrheit der Unternehmen der Fall sein wird, dann wird auch der Vorstandsvorsitzende wegen seiner engen Beziehung zum Aufsichtsratsvorsitzenden weiterhin Einfluss auf die Entscheidungen des Ausschusses nehmen können.

Eine der umfassendsten empirischen Arbeiten zu den Bestimmungsfaktoren von sozialer Kohäsion und ihrer Wirkung auf die Machtverteilung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat bieten WESTPHAL/ZAJAC (1995) für den US-amerikanischen Raum.<sup>565</sup> Die Autoren untersuchen einerseits den Einfluss des CEO auf den Nominierungsprozess neuer Direktoren und andererseits die Folgen einer sozialen Kohäsion auf die Vorstandsvergütung am Beispiel von 413 US-amerikanischen Unternehmen für den Zeitraum 1987-1990. Im Ergebnis finden die Autoren einen positiven Befund für den ersten Teil der Untersuchung, wonach bei einem mächtigen CEO, ausgedrückt durch eine hohe Zahl von „executive directors“ im Board, „CEO Duality“ oder eine lange Amtszeit, die Wahrscheinlichkeit dafür steigt, dass er seinen Einfluss dazu einsetzt, ihm vom sozialen Hintergrund, Alter und Bildungsgrad ähnliche Personen für das Board zu nominieren. Auch für den zweiten Teil der Untersuchung finden die Autoren Hinweise darauf, dass soziale Kohäsion eine Erklärungsvariable der steigenden Vorstandsvergütungen sein kann. So finden die Autoren Hinweise auf einen starken positiven Zusammenhang zwischen der demographischen Ähnlichkeit der Mitglieder des Board of Directors und der Höhe der Grundvergütung des CEO einerseits und einen negativen Zusammenhang mit der Höhe der variablen Vergütungskomponenten andererseits. Dem entgegen steht die Studie von BELLIVEAU ET AL. (1996), die 105 US-amerikanische Unternehmen im

---

<sup>563</sup> Vgl. LORSCH/MacIVER (Pawns, 1989), S. 20.

<sup>564</sup> Vgl. WESTPHAL/ZAJAC (Power, 1995), S. 61.

<sup>565</sup> Vgl. WESTPHAL/ZAJAC (Power, 1995).

Jahr 1985 auf einen Zusammenhang zwischen den sozialen Merkmalen des CEO und des Vorsitzenden des Personalausschusses und der Vergütung des CEO hin untersuchen.<sup>566</sup> Die Autoren verwenden als Hilfsvariablen für die soziale Kohäsion den Ausbildungsgrad des CEO und des Vorsitzenden des Personalausschusses, deren Amtszeiten, deren beruflichen Hintergrund und deren Zahl von Aufsichtsratsmandaten in anderen Unternehmen. In ihrer Untersuchung können die Autoren keinen signifikanten Zusammenhang zwischen einer hohen sozialen Kohäsion zwischen dem CEO und dem Vorsitzenden des Vergütungsausschusses und der Vergütung des CEO nachweisen, was jedoch in Widerspruch zu den Ergebnissen von WESTPHAL/ZAJAC steht.

Auch FISS (2006) kann in seiner Untersuchung von 108 deutschen Unternehmen keinen signifikanten positiven Einfluss auf die Vergütung für den Fall finden, dass sich der Vorstandsvorsitzende und der Aufsichtsratsvorsitzende bezüglich ihres sozio-biografischen Hintergrunds stark ähneln, wobei der Autor als Hilfsvariable für die soziale Ähnlichkeit den Ausbildungsgrad ansetzt. Vielmehr zeigt der Autor, dass eher relative Unterschiede im Ausbildungsgrad mit einer höheren Vorstandsvergütung positiv korreliert sind, wobei dies nur für den Fall gilt, dass der Vorstandsvorsitzende über einen höheren Ausbildungsgrad verfügt als der Aufsichtsratsvorsitzende.<sup>567</sup>

Es bleibt festzuhalten, dass Überschneidungen bei Faktoren wie Alter, Ausbildung, Position, Amtsdauer, familiärem Hintergrund zwischen einzelnen Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern immer eine Quelle sozialer Kohäsion darstellen können. Empirische Befunde, die aber einen signifikanten positiven Zusammenhang zwischen diesen sozio-biografischen bzw. sozio-demografischen Merkmalen und der Vergütung der Vorstandsmitglieder nachweisen konnten, liegen nur in einem begrenztem Umfang vor und bedürfen gerade für Deutschland noch weitergehender Untersuchungen, um den Effekt noch genauer bewerten zu können.<sup>568</sup>

#### *d. Ineffiziente Ausschussarbeit im Aufsichtsrat*

Die Vorstandsvergütung wird in Deutschland in der Regel von den Mitgliedern des Aufsichtsratspräsidiums oder des Präsidialausschusses verhandelt, dem mindestens der Aufsichtsratsvorsitzende und ein Arbeitnehmervertreter angehören müssen.<sup>569</sup> Nach § 107 AktG hat der Aufsichtsrat aber auch die Möglichkeit, einen entsprechenden Per-

<sup>566</sup> Vgl. BELLIVEAU ET AL. (Capital, 1996).

<sup>567</sup> Vgl. FISS (Influence, 2006), S. 1021 ff.

<sup>568</sup> Vgl. FISS (Influence, 2006), S. 1013.

<sup>569</sup> Vgl. OETKER (Aufsichtsrat/Board), S. 275.

sonalausschuss zu bilden, wobei sich die notwendige Zahl der Mitglieder des Ausschusses danach richtet, ob der betreffende Ausschuss nur beratende oder auch beschließende Kompetenz haben soll. Das Aufsichtsratspräsidium und der Personalausschuss haben dabei gemein, dass die Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung abseits des regulären Aufsichtsratsgremiums festgelegt wird. Dadurch werden aber einzelne Aufsichtsratsmitglieder aus der Diskussion über die Vorstandsvergütung herausgehalten und erfahren im Extremfall erst mit den Geschäftsberichten über das im Unternehmen vorherrschende Vergütungssystem.<sup>570</sup> Die Verlagerung der Diskussion in einen Ausschuss kann sich deshalb erheblich auf die Effizienz der Vorstandsvergütung auswirken. Zwar kann die Arbeit in einem Ausschuss viel zielbewusster und vertraulicher erfolgen, allerdings sollte die Entscheidung über die Vorstandsvergütung nicht auf einen zu engen Personenkreis eingegrenzt werden, da sonst die Gefahr dafür steigt, dass in dem Ausschuss Personen sitzen, die nicht ausreichend unabhängig von den Vorstandsmitgliedern sind und Anreizsysteme genehmigen, die aus Sicht der Aktionäre nicht effizient sind.<sup>571</sup>

Auch die Ergebnisse der empirischen Befunde zur Effizienz der für die Vorstandsvergütung zuständigen Ausschüsse bieten kein eindeutiges Bild dafür, ob die Vergütung besser im gesamten Kontrollgremium festgelegt oder in einen Ausschuss verlagert werden sollte. So untersuchen MAIN/JOHNSTON (1993) die Effizienz von Personalausschüssen auf die Vorstandsvergütung am Beispiel von 220 britischen Unternehmen.<sup>572</sup> Die Autoren finden Hinweise auf einen Kausalzusammenhang zwischen der Höhe der Vorstandsvergütung und der Verlagerung der Entscheidung über die Vorstandsvergütung in einen Ausschuss. Im Ergebnis schätzen die Autoren den zusätzlichen positiven Effekt aus der Einrichtung eines Personalausschusses auf ca. 17-21 % der durchschnittlichen Vergütungshöhe der betrachteten CEOs.<sup>573</sup> Dem entgegen steht die Untersuchung von CONYON (1997). CONYON untersucht die Wirkung der Einrichtung von Personalausschüssen auf die Vorstandsvergütung am Beispiel einer Stichprobe von 213 britischen Unternehmen in einem Zeitraum von 1988-2003.<sup>574</sup> Der Autor konstatiert zum Ende seiner Untersuchung, dass die Einrichtung eines Personalausschusses die Wahrscheinlichkeit dafür erhöht, dass die Vorstandsgehälter langsamer ansteigen als ohne einen Personalausschuss, was wiederum aus Sicht der Aktionäre für die Einrichtung eines Personalausschusses sprechen würde. Auch JOHNSTEN (2002) kann in einer aktuellen Studie von 220 britischen Unternehmen für das Jahr 1995 keinen direkten Zusam-

<sup>570</sup> Vgl. ALBACH (Führung, 2003), S. 363

<sup>571</sup> Vgl. OETKER (Board/Aufsichtsrat, 2003), S. 267.

<sup>572</sup> Vgl. MAIN/JOHNSTON (Remuneration, 1993).

<sup>573</sup> Vgl. MAIN/JOHNSTON (Remuneration, 1993), S. 356.

<sup>574</sup> Vgl. CONYON (Corporate, 1997).

menhang zwischen der Vergütung und der Einrichtung eines Personalausschusses nachweisen bzw. die vorherigen Befunde aus der Untersuchung von MAIN/JOHNSTON (1993) bestätigen.<sup>575</sup>

Für Deutschland liegen indessen nur indirekte Befunde zum Zusammenhang zwischen der Einrichtung eines Personalausschusses und der Vorstandsvergütung vor. So untersuchen WOLFF/RAPP (2008) die Wirkung der Größe eines für die Vergütung zuständigen Ausschusses auf die Vorstandsvergütung.<sup>576</sup> Die Autoren zeigen für ihre Stichprobe von Unternehmen, dass entgegen den Erwartungen ein negativer Zusammenhang zwischen der Größe des für die Vorstandsvergütung zuständigen Ausschusses und der Vorstandsvergütung festzustellen sei. Die Autoren führen dieses Ergebnis auf „(...) die geringer werdenden Möglichkeiten des Vorstands, Koalitionen mit Aufsichtsratsmitgliedern einzugehen“ zurück.<sup>577</sup> Dieser Zusammenhang ist besonders dann signifikant, wenn die Vorstandsmitglieder schon vor ihrer Berufung in den Vorstand in demselben Unternehmen beschäftigt gewesen sind.

Betrachtet man die Ergebnisse der Studien, so ist nicht ersichtlich, ob die Einrichtung eines für die Vorstandsvergütung verantwortlichen Ausschusses die Höhe der Vorstandsvergütung tatsächlich zugunsten der Aktionäre beeinflussen kann. Zudem stellen MAIN/JOHNSTON (1993) fest, dass es nicht die Aufgabe des Personalausschusses ist, die Vergütung möglichst gering bzw. möglichst hoch zu halten, sondern es sollte die Aufgabe des Personalausschusses sein, die Vergütung möglichst an den Erfolg des Unternehmens zu koppeln.<sup>578</sup>

#### *e. Einfluss der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat*

Ein besonderes Merkmal der deutschen Corporate Governance liegt in der Präsenz der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat. Das deutsche Modell basiert auf der Annahme, dass neben den Rechten der Aktionäre unter bestimmten Bedingungen auch die Rechte der Arbeitnehmer im Überwachungsorgan eines Unternehmens vertreten sein müssen. Der Einfluss der Arbeitnehmervertreter auf die Vorstandsvergütung hängt dabei aber davon ab, ob die Vorstandsvergütung durch das Gesamtorgan beschlossen wird oder sich nur einige wenige Aufsichtsratsmitglieder in einem Ausschuss mit diesem Thema befassen. Die Verlagerung der Diskussion in einen Ausschuss kann aber darin enden,

---

<sup>575</sup> Vgl. JOHNSTON (Tenure, 2002).

<sup>576</sup> Vgl. WOLFF/RAPP (Unternehmensmerkmale 2008).

<sup>577</sup> Vgl. WOLFF/RAPP (Unternehmensmerkmale 2008), S. 24.

<sup>578</sup> Vgl. MAIN/JOHNSTON (Remuneration, 1993), S. 356.

dass die paritätische Zusammensetzung des Gesamtorgans durch eine nicht-paritätische Zusammensetzung des Ausschusses ersetzt wird, so dass auch der erwartete begrenzende Einfluss der Arbeitnehmervertreter auf die Höhe der Vorstandsvergütung ausbleibt.<sup>579</sup> Dabei kann eine begrenzende Wirkung der Arbeitnehmervertreter durchaus vermutet werden, da zum einen die Arbeitnehmervertreter in der Regel nicht aus dem Kreis der Wirtschaftselite kommen und die soziale Kohäsion mit den zu überwachenden Vorstandsmitgliedern wenig ausgeprägt ist. Des Weiteren haben Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat ein Interesse daran, dass möglichst viel Liquidität im Unternehmen verbleibt, um dadurch langfristige Beschäftigung und Wachstum zu sichern.<sup>580</sup> Da aber eine hohe Vorstandsvergütung einerseits die Liquidität eines Unternehmens mindert und andererseits zu Unverständnis und Unmut bei den Arbeitnehmern führen kann, ist zu vermuten, dass Arbeitnehmervertreter den auf die Aktionäre und Manager zu verteilenden Anteil der Liquidität zu begrenzen versuchen werden.

Empirisch untersuchen OTTEN/HEUGENS (2007) den Einfluss der Mitbestimmung auf die Vorstandsvergütung am Beispiel von 30 deutschen und 25 niederländischen Unternehmen im Zeitraum 2001-2004.<sup>581</sup> Die Autoren finden Hinweise auf einen dämpfenden Effekt der Mitbestimmung auf die Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung, die allerdings nur für die Höhe der variablen Vergütungsbestandteile signifikant ist.<sup>582</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis gelangt auch eine von der Hans-Böckler-Stiftung<sup>583</sup> in Auftrag gegebene Studie, die Sigurt Vitols vom Berliner Wissenschaftszentrum für Sozialforschung im Jahr 2008 durchgeführt hat.<sup>584</sup> Die Studie untersucht u. a. die Wirkungen der Unternehmensmitbestimmung in allen deutschen börsennotierten Unternehmen mit paritätischer Mitbestimmung zum Stichtag 31.12.2006. VITOLS zeigt, dass die Mitbestimmung eine negative Wirkung auf die Höhe sowohl der Gesamtvergütung als auch die Höhe der aktienbasierten Vergütungskomponenten hat. Für die DAX 30 Unternehmen beziffert VITOLS diese Wirkung auf ca. 11 %, sofern ein Personalausschuss paritätisch besetzt gewesen ist, und auf 16 %, wenn ein Gewerkschaftsvertreter stellvertretender Vorsitzender dieses Ausschusses gewesen ist.<sup>585</sup>

---

<sup>579</sup> Vgl. DGB (Vorschläge, 2008), S. 2.

<sup>580</sup> Vgl. HÖPNER (Unternehmen, 2003), S. 174.

<sup>581</sup> Vgl. OTTEN/HEUGENS (Power, 2007).

<sup>582</sup> Vgl. OTTEN/HEUGENS (Power, 2007), S. 43.

<sup>583</sup> Die Hans-Böckler-Stiftung ist das Mitbestimmungs-, Forschungs- und Studienförderungswerk des Deutschen Gewerkschaftsbundes.

<sup>584</sup> Die Studie von VITOLS kann auf der Homepage der Hans-Böckler-Stiftung heruntergeladen werden: [http://www.boeckler.de/pdf\\_fof/S-2007-22-2-1.pdf](http://www.boeckler.de/pdf_fof/S-2007-22-2-1.pdf)

<sup>585</sup> Vgl. VITOLS (Arbeitnehmerbank, 2008), S. 6

Sowohl die Studie von OTTEN/HEUGENS als auch die Studie von VITOLS liefern somit Hinweise darauf, dass eine stärkere Position der Arbeitnehmervertreter in dem für die Vorstandsvergütung zuständigen Gremium im Aufsichtsrat dazu führen kann, dass die absoluten Vergütungshöhen der Vorstandsmitglieder in diesen Unternehmen geringer ausfallen.

*f. Mangelnde Informationsversorgung des Aufsichtsrats durch den Vorstand*

„(...) managerial power is also a function of information control associated with an executive's position in the lines of communication.“<sup>586</sup> Diese Bemerkung von LAMBERT ET AL. (1995) zielt nicht nur auf die Informationsversorgung des US-amerikanischen Board of Directors durch den CEO ab, sondern kann in gleichem Maße auch auf die Informationsversorgung des deutschen Aufsichtsrats durch den Vorstand übertragen werden, wobei angenommen wird, dass eine sachgerechte Informationsversorgung eine wesentliche Voraussetzung einer effizienten Arbeitsweise des Aufsichtsrats darstellt.<sup>587</sup> Der deutsche Gesetzgeber hat aber davon abgesehen, den Informationsfluss zwischen Vorstand und Aufsichtsrat im Detail zu regeln. Die Ausgestaltung der Berichterstattung erfolgt durch den Vorstand, der dabei die Grundsätze einer gewissenhaften und getreuen Rechenschaft befolgen muss.<sup>588</sup> Dabei ist der Vorstand als Gesamtorgan zu uneingeschränkter Offenheit verpflichtet.<sup>589</sup> Die Berichte müssen inhaltlich vollständig, wahr und so strukturiert sein, dass der Aufsichtsrat jederzeit zwischen Information und Bewertung unterscheiden kann und die Geschäftsentwicklung an vorherige Berichte anknüpft.<sup>590</sup> Die vom Gesetzgeber gewollte Gestaltungsautonomie des Vorstands ermöglicht es ihm aber auch, den Informationsfluss zum Aufsichtsrat in zeitlicher und qualitativer Weise zu steuern.<sup>591</sup>

Der DCGK thematisiert die Informationsversorgung des Aufsichtsrats in Ziffer 3.4. Ziffer 3.4 Abs. 1 versteht die Informationsversorgung als gemeinsame Aufgabe des Aufsichtsrats und des Vorstands. Damit betont die DCGK-Kommission, dass die Informationsversorgung sowohl als Bringschuld des Vorstands als auch als Holschuld des Auf-

<sup>586</sup> LAMBERT ET AL. (Structure, 1993), S. 441.

<sup>587</sup> Vgl. PROBST/THEISEN (Berichterstattung, 2008), S. 66.

<sup>588</sup> Vgl. LUTTER/KRIEGER (Rechte, 1981), S. 66; § 90 Abs. 4 AktG

<sup>589</sup> Vgl. RIEGGER (Unternehmenskontrolle, 2003), S. 63.

<sup>590</sup> Vgl. LUTTER/KRIEGER (Rechte, 1981), S. 66; RIEGGER (Unternehmenskontrolle, 2003), S. 63.

<sup>591</sup> Nach PELTZER kann der Vorstand die Informationen auch einschränken, manipulieren und verzögern. Vgl. PELTZER (Governance, 2002), S. 14.

sichtsrats verstanden werden soll. Darüber hinaus konkretisiert der DCGK, dass der Vorstand den Aufsichtsrat regelmäßig, zeitnah und umfassend über alle für das Unternehmen relevanten Fragen der Planung, der Geschäftsentwicklung, der Risikolage und des Risikomanagements informieren soll. Zur sachgerechten Erfüllung dieser Aufgabe empfiehlt der DCGK die Konkretisierung der Informations- und Berichtspflichten. Hierzu kann die Installation einer Informationsordnung oder eines Aufsichtsratsinformationssystems zweckmäßig sein.<sup>592</sup>

Empirisch untersuchen FISCHER/BECKMANN (2007) und PROBST/THEISEN (2008) die Qualität der Informationsversorgung des Aufsichtsrats in den deutschen börsennotierten Gesellschaften.<sup>593</sup> FISCHER/BECKMANN betrachten dabei in ihrer Befragung von 698 Aufsichtsräten einen Zeitraum vom Juli 2005 bis Juni 2006.<sup>594</sup> Im Ergebnis zeigt die Untersuchung, dass sich die befragten Aufsichtsräte überwiegend als gut informiert sehen. Nur bei der Rechtzeitigkeit der Informationsversorgung sehen die Befragten noch einige Defizite. So haben 55 % der an der Befragung teilgenommenen Aufsichtsräte angegeben, dass sie im Durchschnitt sieben bis 13 Tage vor einer Sitzung des Aufsichtsrats die wesentlichen Unterlagen vom Vorstand erhalten würden, was aber den Zeitraum, der notwendig wäre, um die Unterlagen sorgfältig prüfen zu können, stark eingrenzen würde. Ein ähnliches Ergebnis weist auch die Untersuchung von PROBST/THEISEN aus. PROBST/THEISEN befragten mittels strukturierter Interviews 45 Aufsichtsräte nach ihrer Beurteilung der Qualität der Informationsversorgung durch den Vorstand. Wie schon bei der Befragung von FISCHER/BECKMANN zeigten sich auch in dieser Befragung die Aufsichtsratsmitglieder unzufrieden über die verspätete Zusendung der für eine Aufsichtsratssitzung relevanten Unterlagen. Anders aber als bei der Untersuchung von FISCHER/BECKMANN kritisierten die befragten Aufsichtsratsmitglieder zudem die Qualität der Unterlagen, die ihrer Meinung nach unzureichend und wenig aufsichtsratsorientiert wären.<sup>595</sup> Darüber hinaus vertrat die Mehrzahl der befragten Aufsichtsräte die Meinung, dass sie mehr über die Inhalte der Ausschusssitzungen erfahren sollten.<sup>596</sup>

In Summe zeigen die Ergebnisse der beiden Studien, dass die Effizienz des Aufsichtsrats durch eine verspätete und teilweise auch nicht empfängerorientierte Informations-

---

<sup>592</sup> Vgl. SEELE (Rahmenbedingungen, 2007), S. 58.

<sup>593</sup> Vgl. FISCHER/BECKMANN (Informationsversorgung, 2007); PROBST/THEISEN (Berichterstattung, 2008).

<sup>594</sup> Insgesamt versendeten FISCHER/BECKMANN Fragebögen an 698 Aufsichtsratsmitglieder. Die Rücklaufquote betrug bei dieser Auswahlgesamtheit 18,7 %.

<sup>595</sup> Vgl. PROBST/THEISEN (Berichterstattung, 2008), S. 67.

<sup>596</sup> Mehr als zwei Drittel (71 %) der Befragten waren der Meinung, dass eine zeitnahe zusammenfassende Berichterstattung über die Ausschussarbeit an alle Aufsichtsratsmitglieder gesandt werden sollte. PROBST/THEISEN (Berichterstattung, 2008), S. 67.

politik seitens des Vorstands erheblich beeinträchtigt sein kann, da eine solche Informationsversorgung die Möglichkeiten des Aufsichtsrats einschränkt, den Vorstand richtig überwachen und die Ergebnisse der Vorstandsarbeit objektiv beurteilen zu können.

### **III. Aufsichtsratsstrukturen in den DAX 30 Unternehmen**

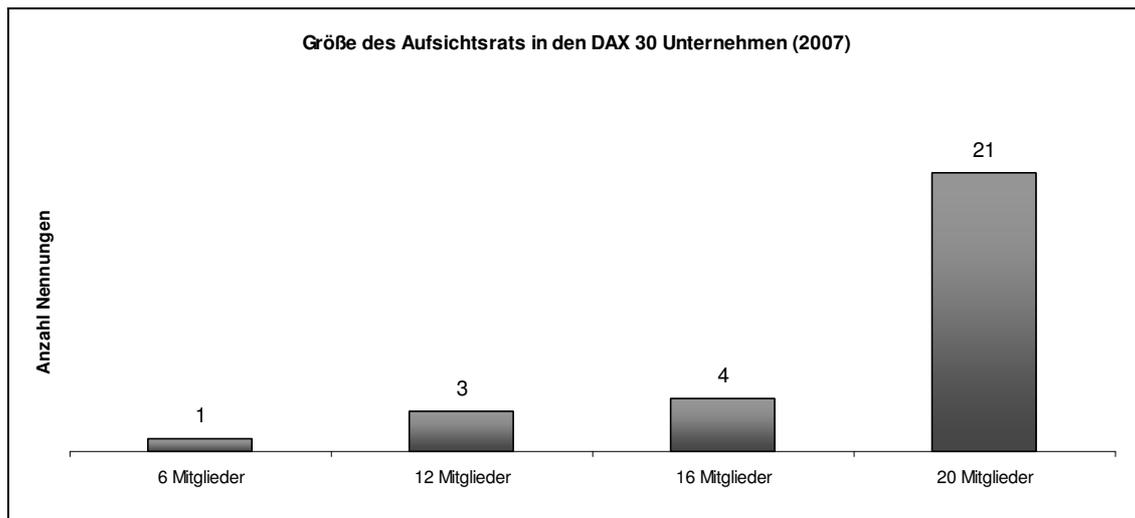
Im folgenden zweiten empirischen Teil der Arbeit wird die Struktur des Aufsichtsrates in den DAX 30 Unternehmen im Geschäftsjahr 2007 diskutiert, wobei der Datensatz und die Datenbasis dem in Kapitel C.III. entsprechen. Dies ist von Interesse, da, wie im vorherigen Abschnitt gezeigt wurde, der Aufsichtsrat für die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung verantwortlich ist und personelle und strukturelle Ineffizienzen sich negativ auf die Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung auswirken können.

Die Untersuchung erfolgt dabei in zwei Schritten, wobei zunächst im ersten Schritt deskriptiv die Angaben zur Zusammensetzung und Funktion des Aufsichtsrats aus den Geschäftsberichten der DAX 30 Unternehmen im Geschäftsjahr 2007 zusammengetragen und ausgewertet werden. Wie schon in Abschnitt C.III wird auch in diesem Abschnitt nicht das Ziel verfolgt, mögliche Kausalzusammenhänge zwischen einzelnen Ausprägungen der Aufsichtsratsmerkmale und der Vorstandsvergütung oder dem Unternehmenserfolg aufzuzeigen, sondern es wird versucht, allgemeine Erkenntnisse zur Kontrolleffizienz und Machtbasis innerhalb des deutschen Kontrollorgans zu gewinnen. Eine konkrete Kausalitätsbetrachtung erfolgt erst in einem zweiten Schritt, indem die Vergütung der Vorstandsmitglieder eines Unternehmens mit der Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder ins Verhältnis gesetzt wird. Durch diese Kausalbetrachtung soll eine zentrale Hypothese der Managerial Power-Theorie überprüft werden, die besagt, dass zwischen den Vergütungen der Aufsichtsratsmitglieder und den Vergütungen der Vorstandsmitglieder ein positiver Zusammenhang besteht.

#### *a. Merkmale des Aufsichtsrats in den DAX 30 Unternehmen*

Die Größe und Zusammensetzung des deutschen Aufsichtsrats ist, wie in Abschnitt D.I. bereits gezeigt wurde, weitestgehend vom Gesetzgeber vorgegeben. Für die Unternehmen bedeutet dies, dass nicht die für das Unternehmen spezifische Situation für die Größe des Überwachungsorgans entscheidend ist, sondern dass sich die Zahl der Aufsichtsratsmitglieder an formalen Kriterien wie Umsatz und Zahl der Mitarbeiter orien-

tiert, was zur Folge haben kann, dass in großen Unternehmen der Aufsichtsrat zu groß und ineffizient wird.<sup>597</sup> Dies bemängelt auch SCHWALBACH (2004), der einerseits die „optimale“ Größe eines Aufsichtsrats auf acht bis zwölf Mitglieder beziffert und andererseits feststellt, dass jedes Unternehmen selber entscheiden können sollte, welche Aufsichtsratsgröße die effizienteste Arbeit ermöglicht.<sup>598</sup> In Bezug auf die DAX 30 Unternehmen zeigt Abbildung 23 die Verteilung der Zahl der Aufsichtsratsmitglieder für das Jahr 2007.



**Abbildung 23:** Größe des Aufsichtsrats in den DAX 30 Unternehmen

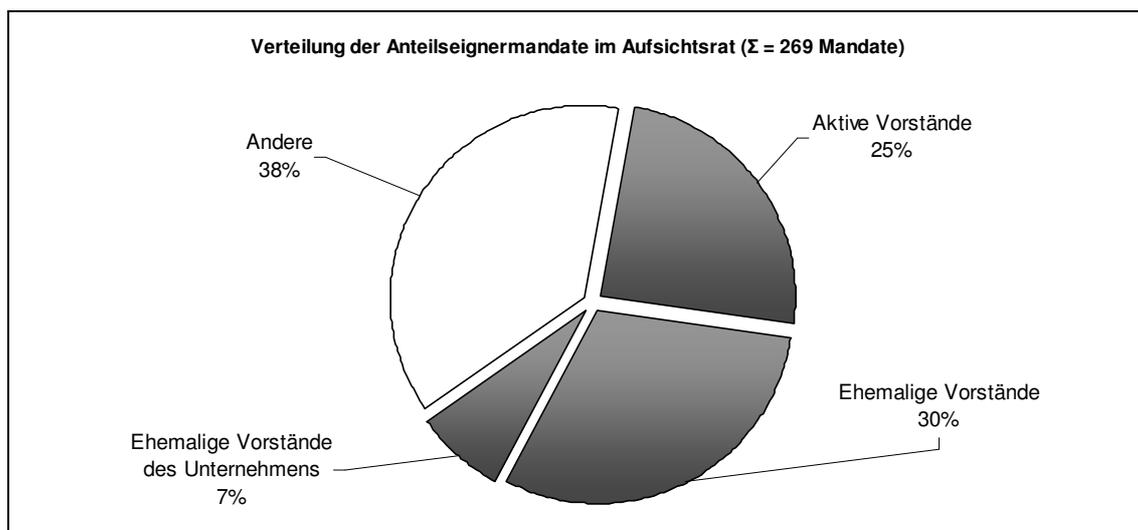
(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

Wie aus Abbildung 23 ersichtlich ist, hatte die Mehrzahl der betrachteten DAX 30 Unternehmen aufgrund der Umsatzhöhe und/oder der Zahl der Mitarbeiter einen Aufsichtsrat, der aus 20 Mitgliedern bestand. Nur drei Unternehmen hatten einen Aufsichtsrat, welcher der vom SCHWALBACH als optimal bezeichneten Größe von acht bis zwölf Mitgliedern entsprochen hatte. Insgesamt belief sich die Zahl der Aufsichtsratsmandate im Geschäftsjahr bei den betrachteten DAX 30 Unternehmen auf 526. Diese Mandate teilten sich zu 269 auf Anteilseignervertreter und zu 257 auf Arbeitnehmervertreter auf. Die Differenz zwischen der Zahl der Anteilseigner- und Arbeitnehmervertreter war dadurch bedingt, dass zwei der betrachteten DAX 30 Unternehmen einen Aufsichtsrat hatten, der nicht paritätisch besetzt war.

<sup>597</sup> Vgl. SCHWALBACH (Effizienz, 2004), S. 187.

<sup>598</sup> Vgl. SCHWALBACH (Effizienz, 2004), S. 187; Aus einer Übersicht empirischer Arbeiten von ZÖLLNER (2007) kann entnommen werden, dass aus der Vielzahl der durch die Autorin ausgewerteten Studien die Mehrzahl auf einen negativen Zusammenhang zwischen dem Unternehmenswert und der Größe des Aufsichtsrats schließen lässt. Dies stellt auch ZÖLLNER fest: "Als Ergebnis der Analyse kann mit hoher Wahrscheinlichkeit zu großen Aufsichtsgremien ein negativer Einfluss zugeschrieben werden. ZÖLLNER (Governance, 2007), S. 132.

Neben der durch die Vorgaben des Gesetzgebers bedungenen möglichen Einschränkung der Effizienz des Aufsichtsrats durch Größenvorgaben bietet auch eine genauere Betrachtung der Mitglieder der Anteilseigner- und Arbeitnehmerseite weitere Hinweise auf potenzielle Schwachstellen in der Überwachungstätigkeit des deutschen Aufsichtsrats. In Zusammenhang mit der vorangehend erörterten Theoriediskussion bezüglich mangelnder Unabhängigkeit wurde gezeigt, dass es kritisch zu bewerten sei, wenn zu viele ehemalige und amtierende Vorstände in Aufsichtsräten sitzen würden, da diese dazu tendieren könnten, generöser gegenüber den Vorständen zu sein, die sie eigentlich zu überwachen haben. Dass dieses durch das Prinzip der Reziprozität beschriebene Problem auch in Deutschland von Relevanz sein kann, zeigt Abbildung 24. Abbildung 24 verdeutlicht den Einfluss ehemaliger und amtierender Vorstände in den Aufsichtsräten der DAX 30 Unternehmen. So waren von den 267 von den Arbeitgebern gestellten Aufsichtsratsmandaten 62 % von ehemaligen und amtierenden Vorständen besetzt. Nur 38 % der Mandate wurden von den Vertretern der Großaktionäre, Politikern oder anderen Personen wahrgenommen.



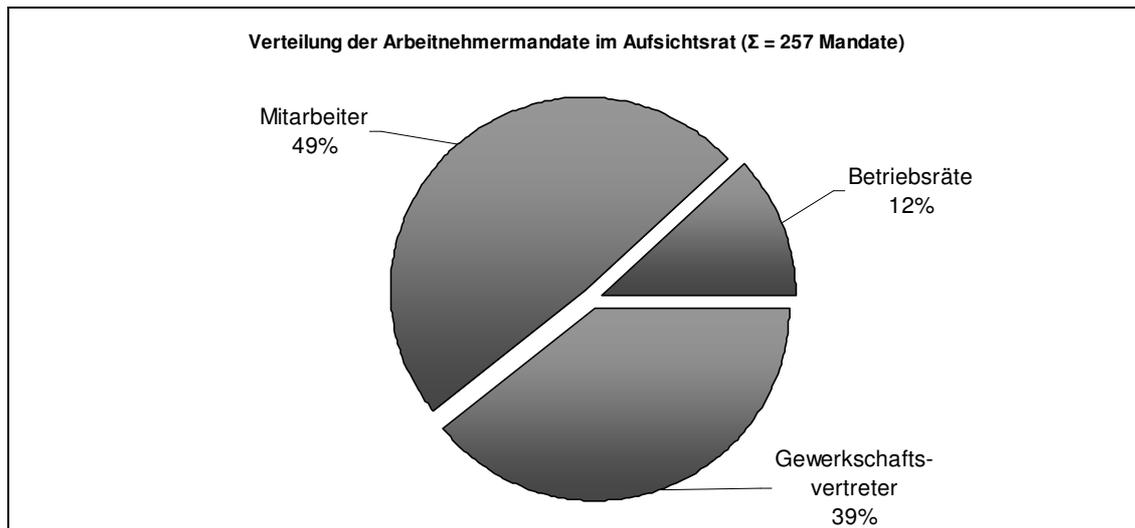
**Abbildung 24:** Verteilung der Anteilseignermandate in den Aufsichtsräten der DAX 30 Unternehmen  
(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

Des Weiteren kann Abbildung 24 auch einen Hinweis auf eine stark ausgeprägte soziale Kohäsion zwischen einzelnen Mitgliedern des Aufsichtsrats und den Vorstandsmitgliedern geben. So wurde in Abschnitt D.II soziale Kohäsion als der auf sozio-biografischen bzw. sozio-demografischen Merkmalen begründete Zusammenhalt zwischen zwei Personen bzw. Gruppen definiert. Entsprechend dieser Definition kann insbesondere eine soziale Kohäsion zwischen den Aufsichtsräten und den zu überwachen-

den Vorstandsmitgliedern vermutet werden, die selbst Vorstände sind oder es gewesen sind. Beide Gruppen haben nicht nur einen ähnlichen Ausbildungsgrad und ein ähnliches Alter, sondern sie verbindet auch der gleiche berufliche Werdegang und die gleiche berufliche Stellung. Soziale Kohäsion kann aber, wie gezeigt wurde, die Überwachungsintensität negativ tangieren und sich tendenziell positiv auf die Vorstandsvergütung auswirken.

Darüber hinaus gibt auch ein Blick auf die Zusammensetzung der Mitglieder der Arbeitnehmerseite weitere Hinweise auf potenzielle Schwachstellen in der Aufsichtsratsarbeit. So zeigt Abbildung 25, dass 61 % der Aufsichtsratsmandate, die im Geschäftsjahr 2007 von den Arbeitnehmervertretern gestellt wurden, besetzt waren von Mitarbeitern oder (freigestellten) Betriebsräten des betreffenden Unternehmens. Problematisch daran ist, dass diese Aufsichtsratsmitglieder weiterhin durch das Unternehmen, dessen Vorstandsmitglieder sie überwachen sollen, beschäftigt werden, so dass sie sich immer auch der Gefahr aussetzen, durch eine zu kritische Haltung gegenüber dem Vorstand nach Ablauf der Aufsichtsratszeit entlassen zu werden. Diese mangelnde Unabhängigkeit kann aber negative Auswirkungen auf die Kontrolleffizienz haben, die aber, wie gezeigt wurde, notwendig ist, um die relative Machtbalance zwischen dem Vorstand und dem Aufsichtsrat aufrecht zu erhalten.

Neben der mangelnden Unabhängigkeit kann es auch vorkommen, dass die aus dem Unternehmen bestellten Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat nicht immer über die für die Überwachungstätigkeit notwendigen Qualifikationen verfügen. Der Grund dafür ist, dass innerhalb der deutschen Unternehmensverfassung im Prinzip jeder Mitarbeiter eines Unternehmens die Möglichkeit hat, in den Aufsichtsrat bestellt zu werden, wenn er von den Wahlmännern des Unternehmens gewählt wird. Zwar schreibt der deutsche Gesetzgeber vor, dass jedes Aufsichtsratsmitglied über die notwendigen Kenntnisse verfügen sollte, jedoch ist zu bezweifeln, dass sich wirklich alle Aufsichtsratsmitglieder in allen rechtlichen und betriebswirtschaftlichen Belangen eines Unternehmens im vollen Umfang auskennen werden. Dies kann aber wiederum zu einer Einschränkung der Kontrolleffizienz beitragen, die zu einer weiteren Verschiebung in der relativen Machtbalance zwischen Vorstand und Aufsichtsrat führen kann.



**Abbildung 25:** Verteilung der Arbeitnehmermandate in den Aufsichtsräten der DAX 30 Unternehmen  
(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

In Abschnitt D.II. wurde zudem gezeigt, dass sich personelle Verflechtungen durch Mehrfachmandate negativ auf die Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder auswirken und gemäß der Untersuchung von BALSMEIER/PETERS (2007) auch zu höheren Vergütungen führen können.<sup>599</sup> Dass dieses Problem von Mehrfachmandaten auch für die vorliegende Untersuchung der DAX 30 Unternehmen zutreffen kann, zeigt Tabelle 9. So verteilten sich die 269 Aufsichtsratsmandate, die von den Anteilseignern gestellt wurden, insgesamt auf nur 195 Personen. 46 % der Aufsichtsratsmandate wurden von Personen wahrgenommen, die mindestens noch ein weiteres Aufsichtsratsmandat in einem anderen DAX 30 Unternehmen zum gleichen Zeitpunkt hatten und 14 % der Aufsichtsratsmandate wurden von Personen wahrgenommen, die mehr als zwei Mandate hatten. Die höchste Zahl von Aufsichtsratsmandaten in DAX 30 Unternehmen, die eine Person auf sich vereinigen konnte, lag bei sechs zum Ende des Geschäftsjahres 2007. Neben den personellen Verflechtungen kann eine hohe Zahl von Aufsichtsratsmandaten auch zu zeitlichen Engpässen führen, die eine pflichtgemäße Ausübung des Aufsichtsratsmandats behindern können.<sup>600</sup> Um aber die Kontrolleffizienz und die Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder zu stärken, müsste der deutsche Gesetzgeber strengere Obergrenzen für die Zahl der Mandate einführen, da die Höchstzahl der Aufsichtsratsmandate derzeit in § 100 Abs. 2 AktG auf zehn begrenzt ist.<sup>601</sup> Der DCGK empfiehlt in Ziffer 5.4.5 indessen die Höchstzahl der Mandate in konzernexternen Gesellschaften auf fünf zu reduzieren.

<sup>599</sup> Vgl. BALSMEIER/PETERS (Unternehmensverflechtung, 2007).

<sup>600</sup> Vgl. OETKER (Aufsichtsrat, 2003), S. 269.

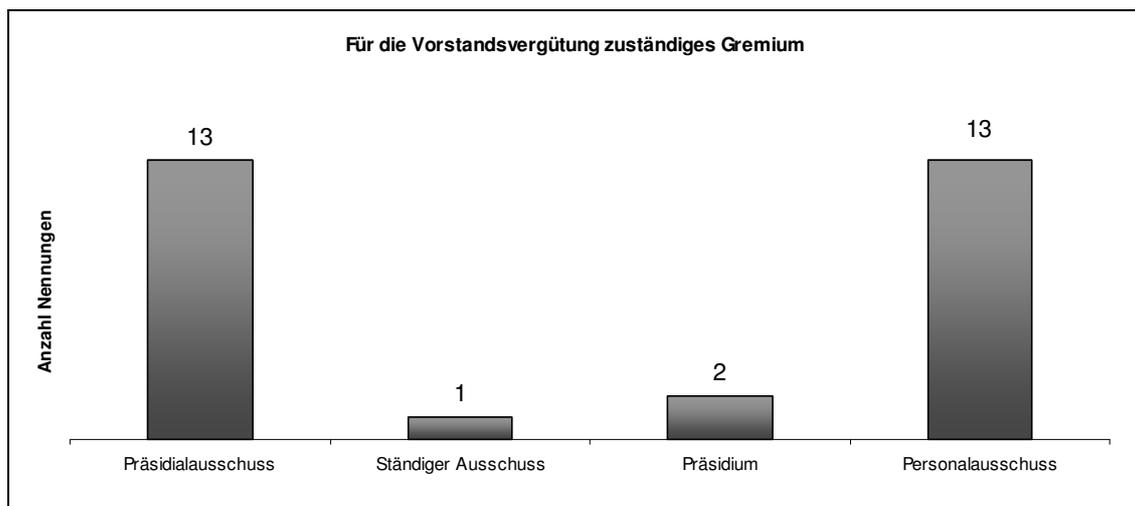
<sup>601</sup> Ein Mandat als Aufsichtsratsvorsitzender wird jedoch doppelt gezählt. § 100 Abs. 2 S. 3 AktG

Aufsichtsratsmandate pro Person	Anzahl der Personen	In % aller Personen	In % kumuliert	Anzahl der Aufsichtsratsmandate	In % aller Aufsichtsratsmandate	In % kumuliert
1	146	74,87	74,87	146	54,28	54,28
2	35	17,95	92,82	70	26,02	80,30
3	6	3,08	95,90	18	6,69	86,99
4	6	3,08	98,97	24	8,92	95,91
5	1	0,51	99,49	5	1,86	97,77
6	1	0,51	100,00	6	2,23	100,00
<b>Summe</b>	<b>195</b>	<b>100,00</b>		<b>269</b>	<b>100,00</b>	

**Tabelle 9:** Verteilung der Anteilseignermandate in den DAX 30 Unternehmen

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

Im Zusammenhang mit der Diskussion der strukturellen Defizite in der Aufsichtsratsarbeit wurde auch die mögliche Ineffizienz von für die Vorstandsvergütung zuständigen Ausschüssen diskutiert und um Befunde aus empirischen Studien ergänzt, die jedoch kein eindeutiges Bild darüber liefern konnten, ob die Bildung dieser Ausschüsse zu einer Verbesserung der Effizienz der Anreizsysteme beitragen könnte.

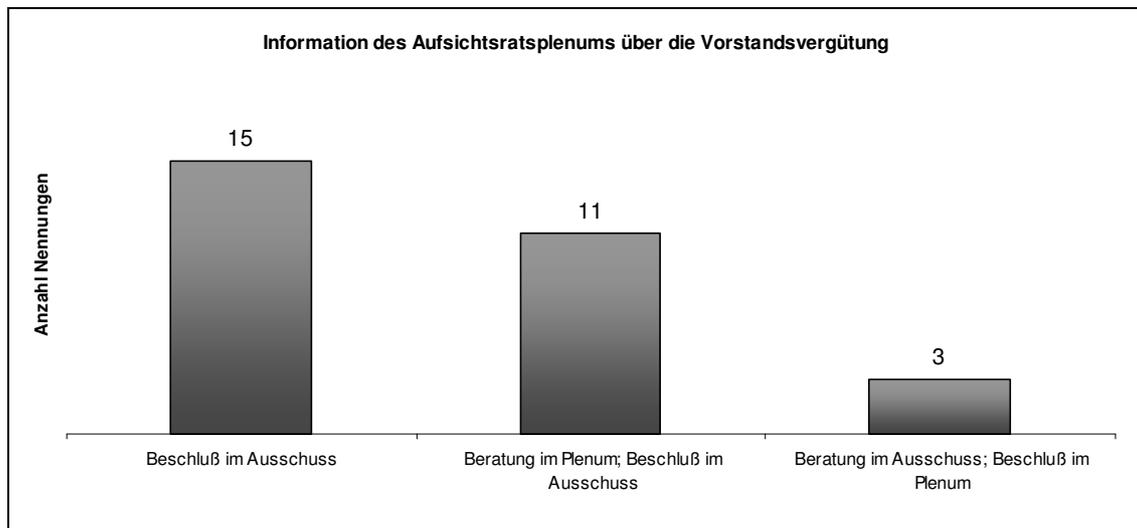


**Abbildung 26:** Für die Vorstandsvergütung zuständiger Ausschuss

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

Für die DAX 30 Unternehmen ist die Frage nach der Bildung solcher Ausschüsse jedoch bedeutungslos, da in allen betrachteten DAX 30 Unternehmen ein solcher Ausschuss bereits im Geschäftsjahr 2007 gebildet war. Abbildung 26 gibt einen Überblick über die in den DAX 30 Unternehmen für die Vorstandsvergütung zuständigen Ausschüsse. In Abschnitt D.II. wurde zudem gezeigt, dass es entscheidend für die Effizienz eines Anreizsystems sein kann, ob der für die Vorstandsvergütung zuständige Aus-

schuss nur beratende oder auch eine beschließende Kompetenz hat. Die Kompetenzverteilung in den DAX 30 Unternehmen zeigt Abbildung 27.



**Abbildung 27:** Über die Vorstandsvergütung beschließendes Gremium

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

Zuletzt wurde in Abschnitt D.II. gezeigt, dass auch der Einfluss der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat auf die Effizienz der Vorstandsvergütung signifikant sein kann. Einen Überblick über den Einfluss der Arbeitnehmervertreter in den für die Vorstandsvergütung zuständigen Ausschüssen in den DAX 30 Unternehmen gibt Abbildung 28. Es wird deutlich, dass nur in 45 % der betrachteten Unternehmen die Ausschüsse paritätisch besetzt waren. In den übrigen Unternehmen waren die Arbeitnehmervertreter in den Ausschüssen indessen unterrepräsentiert. Berücksichtigt man dabei, dass beschließende Ausschüsse mit einfacher Mehrheit entscheiden können, so zeigt sich, insbesondere in dem Fall einer starken sozialen Kohäsion zwischen einzelnen Anteilseignervertretern und den zu überwachenden Vorstandsmitgliedern, dass nur in 45 % der Unternehmen die Arbeitnehmervertreter die Möglichkeit hatten, korrigierend auf die Anreizsysteme einzuwirken.



**Abbildung 28:** Anteil der Arbeitnehmervertreter im für Vorstandsvergütung zuständigen Ausschuss

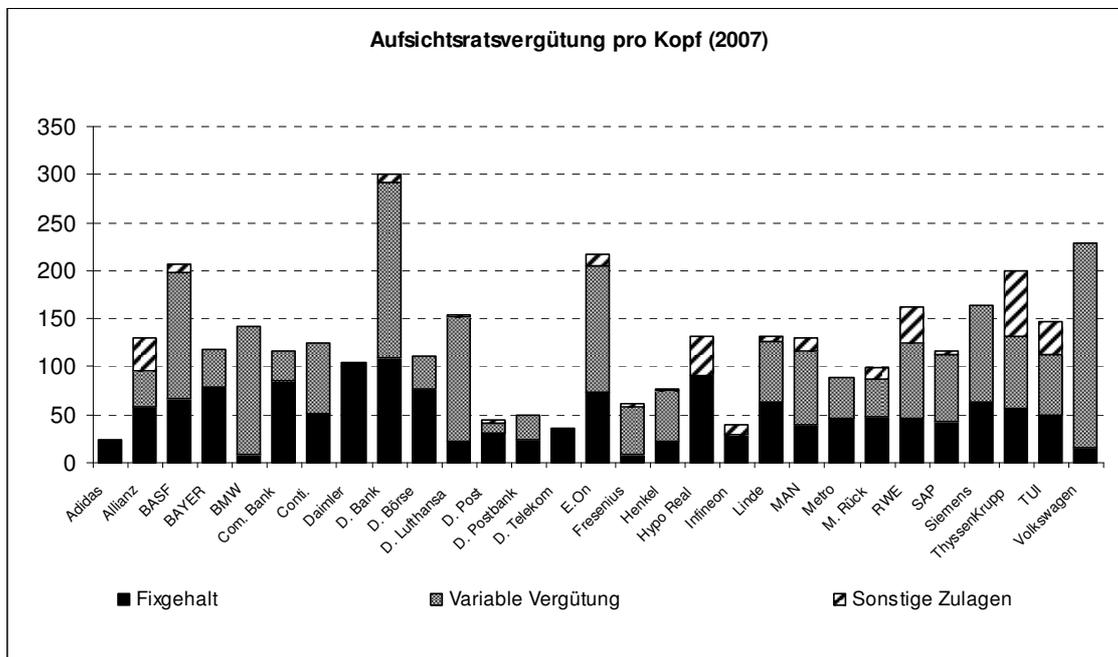
(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die hier untersuchten institutionellen Merkmale der Aufsichtsratsorgane der DAX 30 Unternehmen durchaus Hinweise auf personelle und strukturelle Schwächen in der Aufsichtsratsarbeit geben, die unter Beachtung der in Abschnitt D.II. diskutierten Ursachen von Machtverschiebungen die Kontrolleffizienz erheblich zugunsten der Vorstandsmitglieder beeinträchtigen und damit zu ineffizienten Anreizsystemen führen können. Welche Bedeutung diese Ergebnisse für die Relevanz der Managerial Power-Theorie haben, lässt sich an dieser Stelle nicht bestimmen. Es wird aber deutlich, dass die festgestellten inhaltlichen Schwächen der Anreizsysteme durchaus mit den hier aufgezeigten personellen und strukturellen Ineffizienzen zusammenhängen können.

### *b. Zusammenhang zwischen der Vorstandsvergütung und der Aufsichtsratsvergütung*

Im vorherigen Abschnitt wurden isoliert die Merkmale der Aufsichtsratsorgane der DAX 30 Unternehmen untersucht. Dabei galt es, Erkenntnisse für mögliche personelle und strukturelle Schwächen in der Aufsichtsratsarbeit zu gewinnen, die sich negativ auf die Kontrolleffizienz auswirken könnten. In diesem Abschnitt soll hingegen mithilfe einer Korrelationsanalyse versucht werden, Hinweise für die Relevanz einer Hypothese der Managerial Power-Theorie in den DAX 30 Unternehmen zu gewinnen, die besagt, dass zwischen der Vergütung der Vorstandsmitglieder und der Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder ein positiver Zusammenhang besteht. Die Datenbasis für die Korre-

lationsanalyse bilden dabei die in den Geschäftsberichten aufgeführten Angaben zur Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder der DAX 30 Unternehmen im Geschäftsjahr 2007, die im Folgenden zusammenfassend dargestellt werden.



**Abbildung 29:** Aufsichtsratsvergütung in den DAX 30 Unternehmen

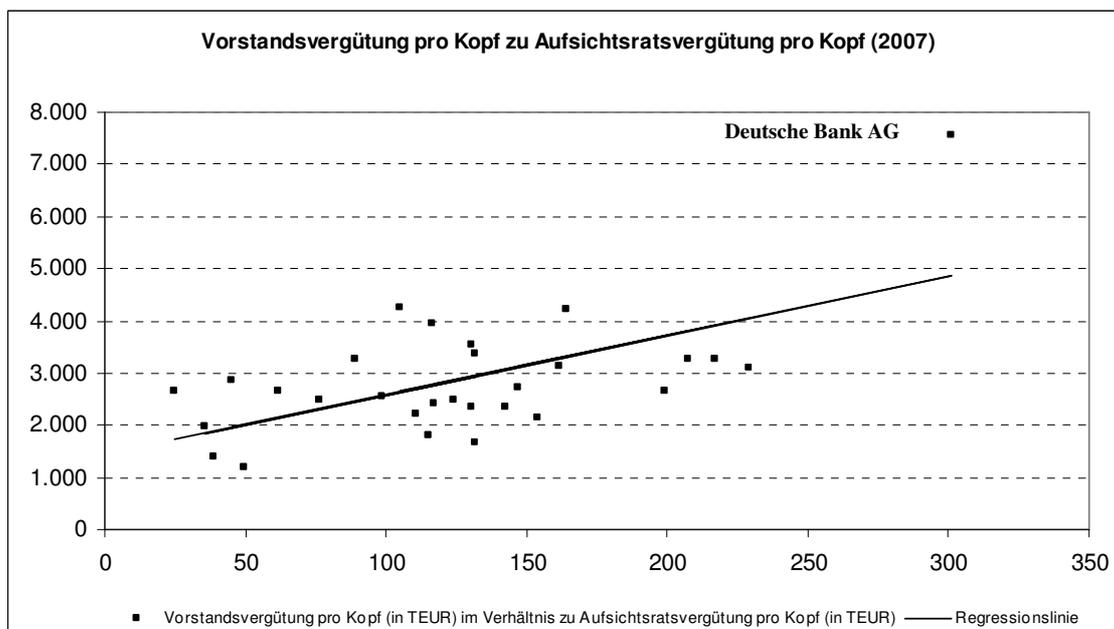
(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)<sup>602</sup>

Abbildung 29 zeigt die durchschnittliche Vergütung der Aufsichtsräte je Aufsichtsratsmitglied in den betrachteten DAX 30 Unternehmen für das Geschäftsjahr 2007. Im Durchschnitt verdienten die Aufsichtsratsmitglieder in den DAX 30 Unternehmen pro Kopf 126 TEUR mit einer Bandbreite von 25 TEUR bei der Adidas AG und 301 TEUR bei der Deutschen Bank AG. Die Gesamtvergütung teilte sich dabei in einen fixen Anteil, einen erfolgsabhängigen Anteil und sonstige Zulagen auf. Die fixen Anteile variierten dabei in der Bandbreite zwischen 8 TEUR bei der BMW AG und 110 TEUR bei der Deutschen Bank AG. Die erfolgsabhängigen Vergütungselemente variierten hingegen in einer Bandbreite zwischen 0 TEUR in den Unternehmen, die nur fixe Gehaltsbestandteile vorsahen, und 214 TEUR bei der Volkswagen AG. Überraschenderweise zeigt die Auswertung der Geschäftsberichte ein recht heterogenes Bild für die Vergütungsstrukturen der Aufsichtsratsmitglieder, da eigentlich vermutet werden könnte, dass aufgrund des einheitlichen Qualifikationsprofils der Aufsichtsratsmitglieder die Gehaltsunterschiede nicht sehr groß sein dürften, vor allem, wenn branchengleiche Unternehmen

<sup>602</sup> Siehe auch Anhang C. der vorliegenden Arbeit.

betrachtet werden. In Abschnitt D.I. wurde jedoch diesbezüglich die Hypothese vorgebracht, dass sich gut bezahlte Vorstandsmitglieder im Gegenzug für eine gute Bezahlung der Aufsichtsräte stark machen würden, um dadurch wieder selber großzügigere Vergütungen in Zukunft genehmigt zu bekommen. Um die mögliche Relevanz dieser Hypothese für den betrachteten Datensatz zu überprüfen, soll im Folgenden die Stichprobe auf eine mögliche Korrelation hin untersucht werden.

Wie aus Abbildung 30 ersichtlich ist, bestand zwischen der Vergütung der DAX 30-Aufsichtsratsmitglieder und der Vergütung der Vorstandsmitglieder in den entsprechenden Unternehmen eine positive Korrelation, wobei die Gesamtvergütung je Aufsichtsratsmitglied als unabhängige Variable und die Gesamtvergütung je Vorstandsmitglied als abhängige Variable angesetzt wurden. Der Korrelationskoeffizient lag mit 0,62 auf einem signifikanten Niveau. Den einzigen größeren Ausreißer bildete nur die Deutsche Bank AG, wobei auch hier festzustellen ist, dass die Aufsichtsratsmitglieder wie schon die Vorstandsmitglieder der Deutschen Bank AG zu den Spitzenverdienern gezählt haben. Einschränkend muss aber konstatiert werden, dass eine positive Korrelation noch nicht ausreicht, um eine eindeutige Aussage über den kausalen Zusammenhang zwischen den beiden Variablen machen zu können, da die Höhe der Aufsichtsratsvergütung auch noch von anderen Faktoren wie der Wahl der Bemessungsgrundlage oder von der Verhandlungsmacht des jeweiligen Aufsichtsratsmitglieds abhängen kann, die aber in der dargestellten Korrelationsanalyse nicht berücksichtigt wurden.



**Abbildung 30:** Zusammenhang zwischen der Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder und der Vergütung der Vorstandsmitglieder

(Quelle: eigene Darstellung basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten 2007)

## IV. Zwischenfazit

In diesem Kapitel wurde die Rolle des deutschen Aufsichtsrats im Zusammenhang mit der Festlegung der Vorstandsvergütung diskutiert, mögliche Ursachen für Machtverschiebungen zwischen dem Aufsichtsrat und dem Vorstand herausgearbeitet und die Aufsichtsratsstrukturen in den DAX 30 Unternehmen auf Hinweise für personelle und strukturelle Ineffizienzen hin ausgewertet.

Im Rahmen der theoretischen Diskussion wurde dabei zunächst mit der Managerial Power-Theorie das für die Diskussion der Machtstrukturen zwischen Aufsichtsrat und Vorstand maßgebliche Theoriengebilde vorgestellt. In diesem Zusammenhang wurde gezeigt, dass für die Gewährleistung optimaler Vergütungsverträge vor allem ein effizienter institutioneller Rahmen Grundvoraussetzung ist, damit der Vergütungsvertrag überhaupt zu einem Instrument zur Lösung des Prinzipal-Agenten-Problems werden kann. Darauf aufbauend wurden dann im zweiten Abschnitt mögliche Ursachen erörtert, die zu einer Beeinträchtigung der effizienten Funktionsweise des deutschen Aufsichtsrats führen können. Dabei konnte gezeigt werden, wie sich die Machtstrukturen zwischen Aufsichtsrat und Vorstand aufgrund von personellen und strukturellen Schwächen verändern und welche Wirkungen von diesen Machtverschiebungen auf die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung ausgehen können.

Im Rahmen der durchgeführten empirischen Untersuchung konnten dann eine Reihe interessanter Erkenntnisse über die Machtstrukturen in den DAX 30-Aufsichtsräten im Geschäftsjahr 2007 gewonnen werden. Zunächst zeigte sich, dass 62 % der Anteilseignermandate im Aufsichtsrat von ehemaligen und amtierenden Vorständen wahrgenommen wurden, was Hinweise auf eine starke soziale Kohäsion zwischen Vorstand und Aufsichtsrat und eine mangelnde Unabhängigkeit dieser Aufsichtsratsmitglieder liefern konnte. Zudem wurde der hohe personelle Verflechtungsgrad zwischen den DAX 30-Aufsichtsräten dargestellt, der ebenfalls einen Hinweis dafür liefern konnte, dass möglicherweise die Kontrolleffizienz einzelner Aufsichtsratsmitglieder aufgrund persönlicher Interessen beeinträchtigt gewesen ist. Darüber hinaus wurde deutlich, dass sich die Mitglieder der Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat zu einem Großteil aus Mitarbeitern und freigestellten Betriebsräten des betreffenden Unternehmens zusammensetzten, für die eine völlige Unabhängigkeit nur bedingt vermutet werden kann, weil sich diese Mitarbeiter immer auch der Gefahr aussetzen, durch eine zu kritische Hinterfragung der Unternehmenspolitik und der Vergütungsverträge in die Missgunst des Vorstands zu geraten. Abschließend wurden noch die Ausschussstrukturen untersucht. Es zeigte sich, dass

52 % der betrachteten Ausschüsse eine beschließende Kompetenz hatten, was einen Hinweis dafür liefern konnte, dass in diesen Unternehmen eine kritische Auseinandersetzung mit der Vorstandsvergütung im Aufsichtsratsplenium unmöglich gewesen ist. Auch zeigte sich, dass in mehr als der Hälfte der betrachteten Unternehmen die für die Vorstandsvergütung zuständigen Ausschüsse nicht paritätisch besetzt waren, wodurch die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat nur geringe Möglichkeiten hatten, korrigierend auf die Höhe der Vorstandsvergütung einzuwirken.

Im letzten Abschnitt wurde zudem mit Hilfe einer Korrelationsanalyse überprüft, ob es Hinweise auf die Relevanz einer wichtigen Hypothese der Managerial Power-Theorie in den DAX 30 Unternehmen gibt, wonach höhere Aufsichtsratsgehälter mit höheren Vorstandsgehältern in Einklang stehen. Der Korrelationskoeffizient von 0,62 zeigte dabei ein signifikant positives Niveau für die gesamte Stichprobe, was eine mögliche Erklärung für die Höhe der Vorstandsvergütungen in den DAX 30 Unternehmen darstellen könnte.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der deutsche Aufsichtsrat in seiner heutigen Funktion als Verhandlungsführer gegenüber den Vorstandsmitgliedern diverse personelle und strukturelle Defizite aufweist, die zu ineffizienten Anreizsystemen führen können. Die tatsächliche Relevanz der Defizite auf die Ausgestaltung der Anreizsysteme ist aber, wie bei der Darstellung der empirischen Befunde zur Managerial Power-Theorie gezeigt wurde, nur schwer nachzuweisen. Aus diesem Grund sollten Gestaltungsempfehlungen zur Steigerung der Effizienz der deutschen Vorstandsvergütung zuallererst bei den inhaltlichen Merkmalen der Anreizsysteme ansetzen. Institutionelle, auf den Aufsichtsrat bezogene Gestaltungsempfehlungen können nur flankierend wirken, weshalb auch im folgenden Kapitel zunächst inhaltliche Gestaltungsvorschläge gemacht und im Sinne des DCGK ausformuliert werden. Gestaltungsempfehlungen, die explizit den Aufsichtsrat betreffen, werden nur ansatzweise vorgebracht.

## *E. Gestaltungsprämissen zur Verbesserung der deutschen Vorstandsvergütung*

Im folgenden Kapitel werden die Ergebnisse der theoretischen und empirischen Diskussion der vorangegangenen beiden Kapitel zum Ausgangspunkt genommen, um Gestaltungsempfehlungen zur Verbesserung der Effizienz der Vorstandsvergütung in Deutschland zu erarbeiten. Dabei gliedert sich das Kapitel in zwei Abschnitte: Im ersten Abschnitt werden zunächst allgemeine Gestaltungsempfehlungen diskutiert, durch welche die Effizienz der deutschen Vorstandsvergütung gesteigert werden könnte, die dann in konkrete Ergänzungsvorschläge zum DCGK in der Fassung vom 6. Juni 2008 übergeführt werden sollen. Den Diskussionsrahmen bieten die in Abschnitt C.II. konkretisierten inhaltlichen Gestaltungskriterien, wobei im Fokus insbesondere die Kriterien der Anreizkompatibilität, der Wirtschaftlichkeit und der Nachhaltigkeit stehen sollen, weil für diese Kriterien die empirische Überprüfung Umsetzungsdefizite in den DAX 30 Unternehmen aufgezeigt hat. Darüber hinaus werden auch Gestaltungsempfehlungen zur Verbesserung der Transparenz der Vorstandsvergütung und zur Stärkung der Position des Aufsichtsrats als Verhandlungspartner des Vorstands erarbeitet. Ziel dieses Abschnitts ist es, zu zeigen, wie die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit als Empfehlungen bzw. Anregungen in die deutsche Governance-Praxis einfließen könnten. Im zweiten Abschnitt soll dann abschließend diskutiert werden, wie ein Paradigmenwechsel in der Vorstandsvergütung aussehen könnte. Im Mittelpunkt soll hierbei die Frage stehen, ob die Vorstandsvergütung tatsächlich variabel gestaltet werden muss oder ob nicht Anreizsysteme auf Basis von Fixlöhnen eine Alternative darstellen könnten.

### **I. Gestaltungsempfehlungen zur Ergänzung des DCGK in der Fassung vom 06. Juni 2008**

#### *a. Verbesserung der Anreizkompatibilität*

Die Auswertung der Vergütungsberichte der DAX 30 Unternehmen hat ergeben, dass das Kriterium der Anreizkompatibilität in den meisten betrachteten Unternehmen nur unzureichend beachtet wurde. Dies war insofern aufschlussreich, als bei der Formulierung von Anreizsystemen in der Praxis regelmäßig auf die Erkenntnisse der Prinzipal-Agenten-Theorie Bezug genommen wird, dabei aber bei der Gestaltung der Anreizfunk-

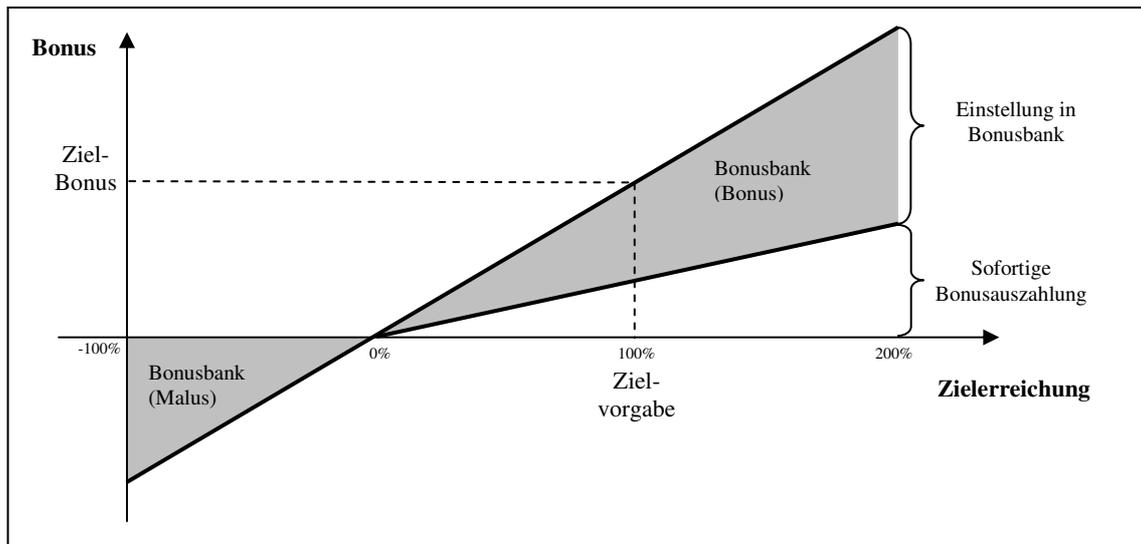
tion und der Bemessungsgrundlage gegen das Kriterium der Anreizkompatibilität verstoßen wird. So hatte die Anreizfunktion der Vorstandsmitglieder in nahezu allen DAX 30 Unternehmen eine nicht lineare Form. Linearität ist aber, wie in Kapitel C.II. gezeigt wurde, eine wesentliche Voraussetzung für Anreizkompatibilität, weshalb auch mögliche Gestaltungsempfehlungen zu einer Linearisierung des Anreizsystems beitragen sollten. Problematisch an vollständig linearen Anreizfunktionen ist aber, dass sie eine Verlustbeteiligung der Vorstandsmitglieder nach sich ziehen, die in der Praxis nur schwer durchsetzbar sein dürfte.

Zur Lösung dieses Problems kann aber die Implementierung einer so genannten Bonusbank beitragen.<sup>603</sup> Eine Bonusbank sieht vor, dass die variablen Vergütungskomponenten zeitversetzt ausgezahlt werden. Dabei wird zunächst der in einer Periode erwirtschaftete Auszahlungsbetrag auf einem individuellen Konto eines Vorstandsmitglieds gutgeschrieben. Von diesem kann dann ein bestimmter Anteil in der betreffenden Periode ausgezahlt werden, während der übrige Teil zunächst vom Unternehmen einbehalten wird, um diesen gegebenenfalls mit zukünftigen negativen Prämien verrechnen zu können. Wie hoch der auszahlungsfähige Betrag ist, hängt vom Aufsichtsrat ab, der im Vorfeld einen Mindestbetrag festlegen sollte, der in der Bonusbank erreicht werden muss, bevor Prämienzahlungen fließen können. Dabei ist wichtig, dass das Guthaben in der Bonusbank mit dem Kalkulationszinsfuß verzinst wird, weil nur so die Anreizkompatibilität der in der Bonusbank einbehaltenen Prämien erhalten bleiben kann.<sup>604</sup> Die Gestaltungsempfehlung einer Bonusbank hat neben dem Vorteil, dass Anreizkompatibilität entsteht, noch einen weiteren Vorteil gegenüber einer reinen Verlustbeteiligung: Die einbehaltenen Prämien gewährleisten, dass zukünftige negative Prämienzahlungen auch sicher durch das Vorstandsmitglied geleistet werden bzw. werden können. Abbildung 31 zeigt die typische Struktur einer Bonusbank.

---

<sup>603</sup> Vgl. zum Bonusbank-Konzept HOSTETTLER (Erwartungslücke, 2002), S. 28; HOSTETTLER/STERN (Erfolgsfaktor, 2002), S. 3f.; LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 277; sowie den gleichnamigen Beitrag von WITZEMANN/CURRLE (Bonusbanken, 2004).

<sup>604</sup> Vgl. WITZEMANN/CURRLE (Bonusbanken, 2004), S. 633.



**Abbildung 31:** Struktur einer Bonusbank

(Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an WITZEMANN/CURRLE (Bonusbanken, 2004), S. 633)

Die zweite Gestaltungsempfehlung zur Verbesserung der Anreizkompatibilität von Anreizsystemen betrifft die Auswahl der Bemessungsgrundlage. Auch hier hat die Auswertung der Vergütungsberichte der DAX 30 Unternehmen Defizite aufgezeigt. So wurden nur in wenigen Unternehmen die Vorstandsmitglieder auf Basis von (wertorientierten) Kennzahlen vergütet, die je nach Definition dem Kriterium der Anreizkompatibilität genügen. Die Mehrzahl der Unternehmen hingegen verwendete Kennzahlen oder qualitative Zielvorgaben, für die eine unmittelbare Beziehung zwischen dem Nutzen der Aktionäre und der Vorstandsmitglieder nicht nachzuweisen war. In Abschnitt C.II. wurde diesbezüglich gezeigt, dass eine Bemessungsgrundlage dem Prinzip der Barwertidentität entsprechen sollte, um anreizkompatibel zu sein, weshalb auch der Aufsichtsrat bei der Wahl der Bemessungsgrundlage das Prinzip der Barwertidentität beachten und sich an Kennzahlen wie dem Residualgewinn<sup>605</sup> oder dem Free Cash Flow orientieren sollte. Zusammenfassend gilt, dass die Implementierung einer Bonusbank und die Verwendung von Bemessungsgrundlagen, die kompatibel mit dem Prinzip der Barwertidentität sind, nur kleine Eingriffe in die bestehenden Anreizsysteme darstellen und deshalb leicht umgesetzt werden könnten. Sie stellen auch keine völlig neuen Überlegungen dar, weshalb es überrascht, dass sich insbesondere das Bonusbank-Konzept in der heutigen

<sup>605</sup> Der Residualgewinn ist konform (hinreichende Bedingung) mit dem Prinzip der Barwertidentität wenn a) die Gewinnermittlung nach dem Kongruenzprinzip (clean surplus accounting) erfolgt, b) kalkulatorische Zinsen auf die Restbuchwerte bzw. das gesamte am Periodenanfang gebundene Kapital verrechnet werden und c) die Residualgewinne mit demselben Zinssatz diskontiert werden, mit dem Zinsen auf das Kapital berechnet werden. Vgl. auch LAUX (Unternehmensrechnung, 2006), S. 100.

Vergütungspraxis nicht durchsetzen konnte. Dabei könnten beide Gestaltungsempfehlungen leicht durch entsprechende Anpassungen der Ziffer 4.2.3 des DCGK zunächst in Form einer Anregung Eingang in die deutsche Vergütungspraxis finden:

***Ergänzender Vorschlag: Ziffer 4.2.3 Absatz 2 Satz 2 DCGK:***

*Die variablen Vergütungsteile sollten einmalige sowie jährlich wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg gebundene Komponenten und auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter enthalten, die durch entsprechende Instrumente wie die Bonusbank neben einer Gewinnbeteiligung auch eine Verlustbeteiligung der Vorstandsmitglieder zulassen. (Anregung)*

Die Anregung zur Beteiligung der Vorstandsmitglieder an Verlusten ihres Unternehmens soll dazu führen, dass sich Vorstandsmitglieder stärker in die Rolle eines Unternehmers hineinversetzen, der sowohl an einer guten Entwicklung als auch an einer schlechten Entwicklung seines Unternehmens partizipiert.<sup>606</sup> Dabei ist es aber wichtig, instrumentelle Lösungen zu finden, welche die privaten Vermögensverhältnisse der Vorstandsmitglieder nicht tangieren, da sonst einerseits die positiven Motivationseffekte aus den Anreizsystemen ausbleiben und andererseits die Gewinnung hervorragender neuer Führungskräfte in Unternehmen, die in stark volatilen Märkten agieren, wegen der möglichen privaten Vermögensverluste erheblich erschwert werden könnten. In diesem Zusammenhang ist auch der Hinweis auf das Bonusbank-Konzept bedeutend, um die Erwartungshaltung des DCGK an ein solches Instrument zur Verlustbeteiligung der Vorstandsmitglieder aufzuzeigen. Die Formulierung als „sollte“-Vorschrift soll dabei den Unternehmen noch einen zeitlichen Spielraum zur Umsetzung der Anregung einräumen und sollte erst zu einem späteren Zeitpunkt zu einer Empfehlung ausgeweitet werden.<sup>607</sup> Als zeitlicher Rahmen könnte z. B. die Höchstdauer der Bestellung von Vorstandsmitgliedern festgelegt werden, da mit jeder Neu- bzw. Wiederbestellung eines Vorstands in der Regel auch die Vergütungsverträge neu verhandelt werden müssen.

***Erweiternder Vorschlag: Ziffer 4.2.3 Absatz 2 Neuer Satz 3 DCGK:***

*Die Bemessungsgrundlagen für die variablen an den geschäftlichen Erfolg gebundenen Vergütungsbestandteile sollten mit der nachhaltigen Unternehmenswertsteigerung und den Interessen der Aktionäre kongruent sein. (Anregung)*

Der erweiternde Vorschlag zur Verwendung von Bemessungsgrundlagen, die mit der Unternehmenszielsetzung und den Interessen der Aktionäre kongruent sind, sollte als

---

<sup>606</sup> Vgl. HOSTETTLER/STERN (Erfolgsfaktor, 2002), S. 3.

<sup>607</sup> Es ist gerade die Intention des DCGK, durch unbestimmte Begriffe der Praxis Raum für weitere Konkretisierungen zu lassen. Vgl. WERDER/WIECZOREK (Anforderungen, 2007), S. 297.

Anregung formuliert werden, um so ein Problembewusstsein bei den Unternehmen für die Wahl richtiger Bemessungsgrundlagen zu schaffen. Konkrete Kennzahlen, die als Bemessungsgrundlage dienen könnten, sollten aber nicht genannt werden, da in verschiedenen Branchen unterschiedliche Kennzahlen verwendet werden und dadurch die Universalität des DCGK beeinträchtigt sein könnte.

#### *b. Verbesserung der Wirtschaftlichkeit*

Zusammen mit dem Kriterium der Anreizkompatibilität bildet das Kriterium der Wirtschaftlichkeit eines der wichtigsten Merkmale effizienter Anreizsysteme, weshalb auch der Aufsichtsrat bei der Formulierung des Anreizsystems das Wirtschaftlichkeitsprinzip jederzeit beachten sollte. Das Wirtschaftlichkeitsprinzip fordert, dass ein bestimmtes Niveau an Vergütung den höchstmöglichen Erfolg induzieren (Maximumprinzip) oder ein vorgegebener Erfolg mit einer möglichst geringen Vergütung erreicht werden sollte (Minimumprinzip).<sup>608</sup> Kennzeichnend für das Wirtschaftlichkeitsprinzip ist, dass in beiden Fällen das Delta zwischen Erfolg und Mitteleinsatz positiv sein muss. Die empirische Überprüfung bei den DAX 30 Unternehmen hat aber gezeigt, dass in einigen Unternehmen im Geschäftsjahr 2007 gegen dieses Prinzip der Wirtschaftlichkeit verstoßen wurde. So erhielten einige Vorstandsmitglieder Boni und Aktien, obwohl ihre Unternehmen im Betrachtungszeitraum nicht die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber erwirtschaften konnten. Dem Mitteleinsatz stand demnach kein adäquater Erfolg gegenüber, sofern der Erfolg als der finanzielle Nutzen der Aktionäre nach Berücksichtigung der Opportunitätskosten definiert wird.

Basierend auf diesen Ergebnissen soll im Folgenden eine ***universelle Aktivierungshürde*** für die erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten definiert werden, welche eine Mindestanforderung (Grenzpunkt zwischen Erfolg und Mitteleinsatz) an den Leistungsbeitrag der Vorstandsmitglieder darstellen kann und nach deren Überschreitung erst potenzielle Prämienzahlungen fließen sollten. In der Praxis finden Aktivierungshürden bereits heute bei aktienbasierten Vergütungskomponenten in Form von relativen und absoluten Ausübungshürden in einigen Unternehmen Anwendung. Für die erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten sind hingegen keine Aktivierungshürden in den DAX 30 Unternehmen vorgesehen, wenn man von dem Erreichen des Leistungsstandards, der in der Regel im Dialog zwischen dem Vorstand und dem Aufsichtsrat festgelegt wird, absieht. Aus diesem Grund sollte der Aufsichtsrat explizit eine universelle

---

<sup>608</sup> Vgl. SCHIERENBECK (Grundzüge, 1999), S. 3.

Aktivierungshürde für die erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten bestimmen, die anzeigt, dass das Anreizsystem wirtschaftlich ist.

In Kapitel C.II. wurden diesbezüglich die Merkmale von wirtschaftlichen Anreizsystemen diskutiert. In diesem Zusammenhang wurden erfolgsabhängige Vergütungskomponenten dann als wirtschaftlich bezeichnet, wenn sie zur Auszahlung führten, sobald die Unternehmensperformance die Renditeforderungen der Aktionäre übertrifft.<sup>609</sup> Als Standardmodell zur Ermittlung der Renditeforderungen der Aktionäre hat sich in der Literatur das Capital Asset Pricing Model (CAPM) etabliert.<sup>610</sup> Der auf Basis des CAPM ermittelte Wert zeigt die vom Aktionär erwartete Rendite, die ein Unternehmen mindestens erzielen sollte. Diese leitet sich aus der Rendite ab, die bei einer Anlage der gleichen Risikoklasse am Kapitalmarkt realisiert werden könnte. Da das CAPM in der Literatur seit Jahren diskutiert wird, soll an dieser Stelle auf die einschlägige Literatur verwiesen werden.<sup>611</sup>

Dennoch sollte der Aufsichtsrat die methodischen Schwächen des CAPM kennen, um Fehler bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten zu vermeiden. Aus diesem Grund werden im Folgenden die wesentlichen Schwachstellen des CAPM kurz vorgestellt. Als Ausgangspunkt dient dabei die Lehrbuchformel des CAPM:

$$r_i = r_f + \beta_i (r_m - r_f) \text{ mit } \beta_i = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

Dabei ist  $r_i$  die erwartete Rendite der Anlage  $i$ ,  $r_f$  ist die Rendite einer risikolosen Anlage,  $\beta_i$  ist der Betafaktor der Anlage  $i$ , der die Sensitivität der Unternehmensrendite gegenüber den Schwankungen der Gesamtmarktrendite darstellt, und  $r_m$  zeigt die Rendite des Marktportfolios. Die Schwächen des CAPM liegen insbesondere in der Bestimmung der einzelnen Parameter. So sollten die Parameter entsprechend dem CAPM die Zukunft abbilden. Die Abbildung zukünftiger Werte gestaltet sich aber in der Praxis als nicht möglich, so dass regelmäßig historische Werte herangezogen werden müssen.<sup>612</sup> Dabei liegt die größte Unsicherheit und Fehlerquelle in der Bestimmung des Betafaktors. Bei einer vergangenheitsorientierten Bestimmung des Betafaktors können die

<sup>609</sup> Die Renditeforderungen der Aktionäre entsprechen in der Praxis den durchschnittlichen Eigenkapitalkosten  $k_{EK}$  des Unternehmens.

<sup>610</sup> Das CAPM wurde in den sechziger Jahren von William Sharpe, John Linter und Jan Mossin unabhängig entwickelt. Vgl. SHARPE (Capital, 1964), LINTER (Capital, 1965) und MOSSIN (Capital, 1966).

<sup>611</sup> Vgl. stellvertretend Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (Unternehmenssteuerung, 1996); BREALEY/MYERS (Finance, 2003), S. 194 ff.; STEINER/BRUNS (Wertpapiermanagement, 2002), S. 21 ff.

<sup>612</sup> Vgl. DASKE/GEBHARDT (Risikoprämien, 2006), S. 531.

Wahl des Vergleichsindex (z. B. DAX, EURO-STOXX, Dow Jones), die Periodizität (z. B. 200 Tage, 100 Wochen) und die Messintervalle (z. B. täglich, wöchentlich, monatlich) maßgeblich die Höhe des Betafaktors beeinflussen. Ein gutes Beispiel für den Fehlergrad bei der Ermittlung des Betafaktors geben DASKE/GEBHARDT (2006).<sup>613</sup> Beide Autoren zeigen am Beispiel der *DaimlerChrysler AG*, dass in Abhängigkeit von dem jeweiligen Bezugsindex die Spannbreite des Betafaktors von 0,84 bis 1,77 für den betrachteten Zeitraum betragen hatte.<sup>614</sup> Aus diesem Grund konstatieren die Autoren auch, dass sich „(...) die Auswahl eines bestimmten Beta-Faktors für die Unternehmensbewertung aufgrund des allgemeinen Konzeptdefizits als äußerst schwierig (...)“ erweist.<sup>615</sup> Dieses Konzeptdefizit sollte auch bei der Verwendung der Eigenkapitalkosten als Aktivierungshürde für eine erfolgsabhängige Vergütungskomponente berücksichtigt werden, um zu verhindern, dass Vorstandsmitglieder bewusst einen Index auswählen, der zu einem geringen Betafaktor führt und damit auch zu geringeren Kapitalkosten, die im Umkehrschluss die Wahrscheinlichkeit positiver Prämienzahlungen erhöhen.

Neben der Bestimmung der Eigenkapitalkosten erfordert eine Aktivierungshürde auch eine Bezugsgröße, welche aufzeigt, ob die tatsächlichen Kapitalkosten in einem Unternehmen auch erwirtschaftet wurden. In Abschnitt C.III. wurden im Zusammenhang mit der Untersuchung des Wirtschaftlichkeitskriteriums und der Berechnung der Pay-Performance Relation die beiden Kennzahlen „Fundamentale Überrendite“ und „Überrendite an der Börse“ eingeführt. Beide Kennzahlen zeigen *per definitionem*, ob ein Unternehmen seine Eigenkapitalkosten erwirtschaften konnte oder nicht, weshalb sich auch beide Kennzahlen als Aktivierungshürden für ein Bonusprogramm eignen könnten. Dabei erscheint die Kennzahl „Überrendite an der Börse“ aber weniger geeignet als Aktivierungshürde für ein einperiodiges Anreizsystem, weil sie den kurzfristigen Marktschwankungen an der Börse ausgesetzt ist, die nicht immer im Einflussbereich der Vorstandsmitglieder stehen. Aus diesem Grund sollte der Aufsichtsrat eher die „Fundamentale Überrendite“ als universelle Aktivierungshürde ansetzen. Diese kann zwar durch bilanzpolitische Maßnahmen manipuliert werden, deren Auswirkungen sich aber über die Perioden nivellieren sollten. Für den DCGK folgt daraus folgende neutral definierte Anregung:

---

<sup>613</sup> Vgl. DASKE/GEBHARDT (Risikoprämien, 2006).

<sup>614</sup> Vgl. DASKE/GEBHARDT (Risikoprämien, 2006), S. 535. Die Spannbreite des Beta ergibt sich zum Stichtag 15.09.2004 durch Regression auf Basis von monatlichen Renditen über 24 Monate, jeweils für den CDAX (0,84) oder den S&P500 (1,77).

<sup>615</sup> DASKE/GEBHARDT (Risikoprämien, 2006), S. 536.

**Ergänzender Vorschlag: Ziffer 4.2.3 Absatz 2 Satz 2 DCGK:**

*Die variablen Vergütungskomponenten sollten einmalige sowie jährlich wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg **und die Renditeforderungen der Aktionäre** gebundene Komponenten und auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter enthalten. (Anregung)*

Die neutrale Formulierung, dass die an den geschäftlichen Erfolg gebundenen Vergütungsteile zudem auch an die Renditeforderungen der Aktionäre gekoppelt sein sollten, konkretisiert zunächst die Forderung nach einer Berücksichtigung der Interessen der Anteilseigner in dem Anreizsystem. Zudem impliziert die Forderung auch die Verwendung wertorientierter Bemessungsgrundlagen, wodurch je nach Definition der Bemessungsgrundlagen zusätzlich ein Beitrag zur Erfüllung des Kriteriums der Anreizkompatibilität geleistet wird. Andererseits eröffnet die Formulierung den Unternehmen auch einen gewissen Freiraum, selbst entscheiden zu können, auf welche Weise die Renditeforderungen der Aktionäre im Anreizsystem berücksichtigt werden sollten. Konkrete Vorgaben sollten aber nicht im DCGK aufgeführt werden, da, wie gezeigt wurde, die Renditeforderungen der Aktionäre in der Praxis von diversen Faktoren abhängen und von Unternehmen zu Unternehmen unterschiedlich ausfallen können.

*c. Verbesserung der Nachhaltigkeit*

Die Beachtung des Gestaltungskriteriums der Nachhaltigkeit in der Vorstandsvergütung wird implizit durch die unternehmerische Zielvorschrift des DCGK gefordert. Dabei betrifft der Begriff der Nachhaltigkeit, wie in Abschnitt C.II. gezeigt wurde, vor allem den zeitlichen Wirkungsrahmen des Anreizsystems, weshalb auch mögliche Gestaltungsempfehlungen zur Verlängerung der Zeitspanne von Anreizgewährung und Prämienauszahlung beitragen sollten. Die Notwendigkeit zur Diskussion von Gestaltungsempfehlungen folgt unmittelbar aus den Ergebnissen der empirischen Untersuchung der DAX 30 Unternehmen. Die Überprüfung hat gezeigt, dass das Kriterium der Nachhaltigkeit innerhalb der Anreizsysteme der DAX 30 Unternehmen im Geschäftsjahr 2007 nur unzureichend berücksichtigt wurde. So lag der Anteil der aktienbasierten Vergütungskomponenten im Geschäftsjahr 2007 in mehr als 60 % der Unternehmen unter einem Niveau von 20 %, wozu auch vier Unternehmen gehörten, die der Empfehlung des DCGK, aktienbasierte Vergütungskomponenten zu gewähren, nicht gefolgt waren. Auch bei der Ausgestaltung der langfristigen Vergütungskomponenten zeigte sich, dass Aktien bzw. Aktienoptionen mehrheitlich mit einer Sperrfrist von drei Jahren versehen

wurden und damit nicht wirklich dem Kriterium der Nachhaltigkeit entsprechen konnten.

Basierend auf diesen Ergebnissen sollen im Folgenden verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten vorgestellt werden, wie der Aspekt der Nachhaltigkeit eine stärkere Gewichtung in der deutschen Vergütungspraxis erhalten könnte. Konkret sollen (1) die Begrenzung der kurzfristig variablen Vergütungskomponenten, (2) die Umwandlung von fälligen kurzfristigen variablen Vergütungskomponenten in langfristige und (3) längere Sperrfristen für Aktienoptionen diskutiert werden. Auf die letzte Gestaltungsempfehlung soll dabei nur kurz eingegangen werden, da die Empfehlung längerer Sperrfristen für Aktienoptionen bereits in einem Gesetzesentwurf der Bundesregierung vom 17.03.2009 als Reaktion auf die Finanzmarktkrise aufgenommen wurde.<sup>616</sup>

Die Gestaltungsempfehlung zur **Begrenzung der kurzfristigen erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten an der Gesamtvergütung** resultiert aus der empirischen Auswertung der Vergütungsberichte der DAX 30 Unternehmen. Die Auswertung hat ergeben, dass der Anteil dieser Vergütungskomponenten im Durchschnitt der DAX 30 Unternehmen bei 54 % im Geschäftsjahr 2007 gelegen hatte. Zusammen mit den fixen Vergütungskomponenten betrug der Anteil der kurzfristigen Vergütungskomponenten sogar 83 %. Ein so hoher Anteil kann aber, unter den Annahmen eigennutzenorientierter Manager, zur Folge haben, dass das geforderte, an langfristigen Zielen ausgerichtete Handeln durch falsche Verhaltensanreize verdrängt wird und an die Stelle der Wunsch nach kurzfristiger finanzieller Nutzenmaximierung bei den Vorstandsmitgliedern tritt. Des Weiteren wirken kurzfristige Bonussysteme regelmäßig nur über eine Periode, so dass die Anreizwirkung der Vergütungskomponente bereits nach einer Periode, sobald die Prämienzahlungen fließen, untergeht, sofern das Anreizsystem nicht erneuert wird. Korrigierend auf dieses Verhalten können in diesem Fall nur die langfristigen Vergütungskomponenten wirken, deren geringer Anteil aber bei den DAX 30 Unternehmen nicht hoch genug ist. Der finanzielle Nutzen aus den langfristigen Vergütungskomponenten steht somit in einem ungleichen Verhältnis zu dem finanziellen Nutzen aus den sicheren und kurzfristig variablen Vergütungskomponenten. Aus diesem Grund sollte

---

<sup>616</sup> Auszug aus dem Gesetzesentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und der SPD zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, Stand 17.3.2009: „Das Gesetz sieht vor, dass der Aufsichtsrat bei der Festsetzung der Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds dafür zu sorgen hat, dass Verhaltensanreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung gesetzt werden. Aktienoptionen können zukünftig erst nach vier und nicht wie bisher nach zwei Jahren eingelöst werden. Die Herabsetzung von Vorstandsvergütungen durch den Aufsichtsrat wird erleichtert und die Haftungsbestimmungen für die Aufsichtsratsmitglieder wegen unangemessener Vergütungsfestsetzung unterstrichen. Die Offenlegung der Vergütung und Versorgungsleistungen der Vorstandsmitglieder wird weiter konkretisiert. Der Aufsichtsrat kann die Entscheidung über Vorstandsverträge nicht mehr zur abschließenden Behandlung an einen Ausschuss delegieren. Schließlich können ehemalige Vorstandsmitglieder für eine Karenzzeit von drei Jahren nach ihrem Ausscheiden aus dem Vorstand nicht Mitglied eines Prüfungsausschusses oder eines ähnlichen Ausschusses werden.“ Quelle: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/16/122/1612278.pdf>

eine Gestaltungsempfehlung zur Verbesserung der Nachhaltigkeit der Vorstandsvergütung genau an diesem Nutzenverhältnis ansetzen. Der finanzielle Nutzen aus den langfristig wirkenden Vergütungskomponenten sollte demnach höher ausfallen als der aus den kurzfristigen Vergütungskomponenten,<sup>617</sup> wobei sich die Höhe der Gesamtvergütung wieder an der Partizipationsbedingung der Vorstandsmitglieder orientieren sollte. Als Alternative zur Begrenzung der kurzfristig variablen Vergütungskomponenten könnte auch eine **Umwandlung von fälligen kurzfristig variablen Vergütungskomponenten** in langfristige Vergütungskomponenten zur Nachhaltigkeit des Anreizsystems beitragen. Danach könnten z. B. bereits erwirtschaftete Prämienzahlungen in Aktienoptionen oder Aktien des Unternehmens umgewandelt werden und mit einer Sperrfrist versehen werden. Als Orientierungsgröße zur Bestimmung des Anteils, der umgewandelt wird, könnte wieder das zuvor beschriebene finanzielle Nutzenverhältnis aus fixen und kurzfristig variablen und den langfristig variablen Vergütungskomponenten dienen. Sofern der finanzielle Nutzen aus den fixen und kurzfristig variablen Vergütungskomponenten einen bestimmten Prozentsatz (> 50 %) an der Gesamtvergütung einnimmt, sollten die Prämienzahlungen, die über dieses Verhältnis hinausgehen, in längerfristige Vergütungskomponenten umgewandelt werden. Diese Gestaltungsempfehlung hätte den Vorteil, dass an den bestehenden Anreizsystemen nur wenige Parameter angepasst werden müssten. Zudem ist eine solche Umwandlung in der Vergütungspraxis nicht unbekannt. Bei zwei der DAX 30 Unternehmen wird ein Drittel des Bonusbetrages (MAN AG) bzw. ein Drittel des Bonusbetrages aus dem Mid Term Incentive Program (Deutsche Bank AG) in Aktien umgewandelt. Problematisch daran ist, dass dieser Wert pauschal festgelegt zu sein scheint und sich nicht an einem prozentualen Nutzenverhältnis orientiert.

Als dritte Gestaltungsempfehlung könnte eine **Verlängerung der Sperrfristen** für aktienbasierte Vergütungskomponenten zu einer besseren Nachhaltigkeit des Anreizsystems beitragen, weil längere Sperrfristen die Wirkung des Anreizsystems verlängern. In dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung vom 17.3.2009 heißt es, dass die Sperrfristen zukünftig mindestens vier Jahre betragen müssen. Es stellt sich aber die Frage, ob vier Jahre ausreichen oder ob nicht die Auszahlung von Aktien und Aktienoptionen erst nach einer viel längeren Zeitspanne realisiert werden sollte. Eine Zeitspanne von vier Jahren entspricht aber in der Regel der Bestelldauer eines Vorstandsmitglieds (maximal sind fünf Jahre erlaubt), weshalb auch vier Jahre ausreichend sein sollten.

---

<sup>617</sup> Ulrich Hocker, Hauptgeschäftsführer der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, empfiehlt diesbezüglich, dass zwei Drittel der variablen Vergütungsbestandteile an langfristige Kriterien geknüpft werden sollten. Vgl. DSW: Kurzfrist-Boni verführen Manager – Aktionärsvereinigung DSW fordert weniger Jahrestantieme und mehr langfristige Anreize für Vorstände, in: Handelsblatt Nr. 161 vom 20. August 2008, S. 13.

Zusammenfassend gilt, dass heutige Anreizsysteme von Vorstandsmitgliedern eher Verhaltensanreize zum kurzfristigen Handeln bieten. Der Aspekt der Nachhaltigkeit wird nur unzureichend berücksichtigt. Für den DCGK resultiert aus den Überlegungen folgende Anpassung:

***Ergänzender Vorschlag: Ziffer 4.2.3 Absatz 3 Satz 2 DCGK:***

*Aktioptionen und vergleichbare Gestaltungen sollen auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter bezogen sein und ihr Anteil an der Gesamtvergütung soll mindestens 50 % betragen. (Empfehlung)*

Die Empfehlung, den Anteil der fixen und kurzfristigen Vergütungskomponenten auf maximal 50 % zu beschränken, birgt jedoch auch die Gefahr, dass nicht der Anteil der kurzfristigen Vergütungskomponenten in den bestehenden Anreizsystemen reduziert, sondern der Anteil der aktienbasierten Vergütungskomponenten erhöht wird. Um dem entgegenzuwirken, könnte der Aufsichtsrat eine prozentuale Begrenzung der kurzfristig variablen Vergütungskomponenten auf ein Vielfaches der Fixvergütung einführen oder festschreiben, dass Prämienzahlungen, die über den Wert von 50% der Gesamtvergütung hinausgehen, in Aktien oder Aktioptionen des eigenen Unternehmens umgewandelt werden müssen.

*d. Verbesserung der Transparenz*

Das Kriterium der Transparenz wurde im theoretischen Teil der Arbeit konkretisiert, jedoch empirisch nicht weiter überprüft, weil die Mindestanforderungen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung in Deutschland durch das VorstOG und den DCGK vorgegeben sind und eine empirische Überprüfung nur gezeigt hätte, dass die meisten DAX 30 Unternehmen keine darüber hinaus gehenden Angaben zu den Anreizsystemen ihrer Vorstandsmitglieder im Geschäftsjahr 2007 gemacht haben. Im theoretischen Teil wurde aber auch deutlich, dass die im VorstOG und DCGK aufgeführten Mindestanforderungen nicht ausreichend seien, um die Aktionäre tatsächlich in die Lage zu versetzen, sich ein qualifiziertes Bild über die Vorstandsvergütung machen zu können. Vor allem zwei Schwächen wurden identifiziert: (1) In den Vergütungsberichten müssen derzeit nur ex post Angaben zu den im Geschäftsjahr gewährten Vergütungskomponenten aufgeführt werden und (2) es müssen keine Angaben zum funktionalen Zusammenhang zwischen Erfolg und Vergütung gemacht werden. Die Folge ist, dass der Vergütungsbericht lediglich zu einem Instrument der Ex-post-Berichterstattung mutiert, in dem über

die bereits realisierten Leistungen informiert wird (Realisierungszeitpunkt), jedoch keine Angaben zur Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung zum Vereinbarungszeitpunkt gemacht werden. Diese wären aber notwendig, damit sich interessierte Aktionäre im Vorfeld eines Investments ein Bild darüber machen könnten, ob den Vorstandsmitgliedern in den Unternehmen die richtigen Anreize gesetzt werden, der Aufsichtsrat seine Aufgabe gewissenhaft ausführt und ein Mindestmaß an Interessenkongruenz zwischen den Vorstandsmitgliedern und den Aktionären vorherrscht.

Aus diesem Grund wird in Tabelle 9 ein erweiterter Katalog von Mindestanforderungen an die Transparenz der Vorstandsvergütung aufgeführt, der als Orientierungshilfe zur Erstellung des Vergütungsberichts dienen kann. Dabei werden sowohl bestehende Vorschriften wiederholend genannt als auch neue Ergänzungsempfehlungen vorgestellt. Ziel dieses Katalogs ist es, die Transparenz der Vorstandsvergütung im Allgemeinen und zum Vereinbarungszeitpunkt im Speziellen zu verbessern.

Neben den hier aufgeführten Mindestangaben zur Verbesserung der Transparenz der deutschen Vorstandsvergütung sollte auch die Verständlichkeit und Übersichtlichkeit der Vergütungsberichte verbessert werden. Nicht alle DAX 30 Unternehmen stellen alle Informationen zum Anreizsystem innerhalb des Vergütungsberichts dar.<sup>618</sup> Insbesondere für die aktienbasierten Vergütungskomponenten verweisen viele Unternehmen auf die Ausführungen im Anhang des Geschäftsberichts. Diese Verweise haben den Zweck, Doppelungen innerhalb des Geschäftsberichts zu vermeiden, jedoch beeinträchtigen sie auch die Übersichtlichkeit und Verständlichkeit der Vergütungsberichte, da in den Anhangsangaben die Vergütungssysteme der Vorstandsmitglieder häufig mit den Vergütungssystemen der übrigen Mitarbeiter vermengt werden. Daher wäre es zu empfehlen, wenn alle Unternehmen, die Angaben zur Vorstandsvergütung offen legen müssen, dies nicht nur in den Geschäftsberichten tun würden, sondern entsprechende Angaben auch auf den Internetseiten ihres Unternehmens veröffentlichen. Hier könnten dann auch zeitnah Anpassungen bzw. Änderungen des Vergütungssystems kommuniziert werden, so dass sich Aktionäre und Dritte umgehend über das im Unternehmen vorherrschende Vergütungssystem informieren könnten.

---

<sup>618</sup> Von den betrachteten DAX 30 Unternehmen haben 59 % der Unternehmen in den Vergütungsberichten auf weiterführende Angaben im Anhang des Geschäftsberichts verwiesen.

Vergütungsart	Mindestanforderung (Neue Empfehlungen sind <b>fett</b> markiert)
<b>Fixe Vergütung</b>	Individualisierter Ausweis der für das vergangene Jahr geleisteten <b>und der für das aktuelle Geschäftsjahr vereinbarten Zahlungen.</b>
<b>Nebenleistungen</b>	<b>Detaillierte Darstellungen aller Nebenleistungen für das vergangene Jahr und für das aktuelle Jahr</b>
	Individualisierter Ausweis der für das vergangene Jahr geleisteten Zahlungen für die Nebenleistungen
<b>Erfolgsabhängige Vergütungskomponenten</b>	Individualisierter Ausweis der für das vergangene Jahr geleisteten Zahlungen für die erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten <b>mit detaillierten Angaben zur Bemessungsgrundlage, zum Leistungsstandard und zur Zielerreichung.</b>
	<b>(Individualisierter) Ausweis der für das laufende Jahr vereinbarten Vergütungskonditionen mit Angaben zum max. Bonusbetrag, zur Bemessungsgrundlage (Definition der Kennzahl), zum Leistungsstandard (Ziel: z. B. Planwert) und zur Anreizfunktion (ab wie viel Prozent Zielerreichung wird der maximale Bonusbetrag, der halbe Bonusbetrag und kein Bonus ausbezahlt?)</b>
<b>Aktienbasierte Vergütungskomponenten</b>	Individualisierter Ausweis der für das vergangene Jahr gewährten Bezugsrechte und sonstigen aktienbasierten Vergütungen mit Angaben zu ihrer Anzahl, zum beizulegenden Zeitwert, <b>zum Basispreis, zu Sperrfristen und gegebenenfalls zu absoluten und relativen Ausübungshürden.</b>
	<b>Angaben zum Ermittlungsverfahren der Anzahl bzw. dem beizulegenden Wert der Bezugsrechte und sonstigen aktienbasierten Vergütungsbestandteilen. (Nach welchem Berechnungsschema ermittelt sich die Anzahl der gewährten und der noch zu gewährenden Bezugsrechte?)</b>

**Tabelle 10:** Mindestangaben zum Anreizsystem im Vergütungsbericht

(Quelle: eigene Darstellung)

Zusammenfassend gilt, dass die Beachtung des Kriteriums der Transparenz nicht zwingend zu einer Steigerung der Effizienz der Vorstandsvergütung führen muss. Transparenz kann aber dazu beitragen, dass sich aktuelle und potenzielle Investoren ein besseres Bild über die Vorstandsvergütung und die Corporate Governance im Unternehmen bilden können. Für den DCGK folgt daher folgende Überlegung:

**Ergänzender Vorschlag: Ziffer 4.2.5 DCGK:**

*Die Offenlegung der Gesamtvergütung zum Vereinbarungs- und Realisierungszeitpunkt soll in einem Vergütungsbericht erfolgen, der als Teil des Corporate Governance-Berichts auch das Vergütungssystem für die Vorstandsmitglieder in allgemein verständlicher Form erläutert. (Empfehlung)*

Der Vorschlag zur Offenlegung der Gesamtvergütung zum Vereinbarungs- und Realisierungszeitpunkt sollte wegen seiner Bedeutung für die Transparenz der Vorstandsvergütung als Empfehlung formuliert werden, um die Unternehmen dazu zu bringen, im Fall eines Abweichens von der Empfehlung dies auch begründen zu müssen. Ergänzend könnte auch der folgende Absatz in den DCGK als Anregung aufgenommen werden, in dem zusätzlich zur obigen Empfehlungen zur Offenlegung der Gesamtvergütung zum Vereinbarungszeitpunkt den Unternehmen auch konkrete Vorgaben gemacht werden, welche Gestaltungsparameter im Vergütungsbericht erläutert werden sollten:

**Erweiternder Vorschlag: Ziffer 4.2.5 Absatz 2 (neu) DCGK:**

*Die Darstellung der variablen, an den geschäftlichen Erfolg gebundenen Vergütungsteile sollte alle wesentlichen Gestaltungsparameter, wie maximalen Bonusbetrag, Bemessungsgrundlage, Leistungsstandard und funktionalen Zusammenhang zwischen Erfolg und Vergütung, enthalten. Zusätzlich sollte das Berechnungsschema für die Zuteilung von Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter in verständlicher Form erläutert werden. (Anregung)*

**e. Stärkung der Rolle der Aufsichtsratsmitglieder**

In Kapitel D. wurde gezeigt, dass in der deutschen Corporate Governance die Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung maßgeblich durch den Aufsichtsrat in seiner Rolle als Organ zur Vertretung der Interessen der Aktionäre, aber auch anderer Interessengruppen bestimmt wird. Es wurde zudem gezeigt, dass einerseits Dysfunktionalitäten innerhalb des Gesamtorgans zu suboptimalen Verhandlungsergebnissen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat führen, andererseits aber auch erhebliche Mängel auf Seiten einzelner Aufsichtsratsmitglieder sich negativ auf die Effizienz der Anreizsysteme auswirken können. In diesem Punkt werden deshalb zunächst Gestaltungsempfehlungen diskutiert, wie die Rolle jedes einzelnen Aufsichtsratsmitglieds als Verhandlungspartner des Vorstands gestärkt werden könnte, bevor im nächsten Punkt Gestaltungsempfehlungen für das Gesamtorgan entwickelt werden sollen.

In Anlehnung an die theoretische Diskussion zur Managerial Power-Theorie gibt es grundsätzlich zwei Ansatzpunkte, wie die Rolle jedes einzelnen Aufsichtsratsmitglieds gestärkt werden könnte: (1) durch Sicherstellung der Unabhängigkeit und (2) durch

Stärkung der Beurteilungsfähigkeit, womit nicht zwingend die Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder gemeint ist. Während der erste Punkt bereits durch die Ziffer 5.5 DCGK in der deutschen Governance-Praxis weitestgehend abgedeckt zu sein scheint, so birgt die vom Gesetzgeber in § 111 Abs. 5 AktG und Ziffer 5.4.1 Satz 1 DCGK geforderte Allgemein Formulierung, wonach jedes Aufsichtsratsmitglied über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügen muss, Zweifel.<sup>619</sup> Aus diesem Grund werden im Folgenden die Möglichkeiten geprüft, wie die Beurteilungsmöglichkeit jedes einzelnen Aufsichtsratsmitglieds verbessert werden könnte. Dabei werden insbesondere die rechtlichen und faktischen Möglichkeiten eines Aufsichtsratsmitglieds erörtert, sich durch a) die Hinzuziehung eines externen Experten in die Lage versetzen zu lassen, kritische Fragen zu einem geplanten bzw. bestehenden Anreizsystem stellen zu können und b) durch Weiterbildungsangebote bestehende Wissensdefizite zu egalisieren.

### **1. Hinzuziehung eines externen Experten**

Das fachliche Erfordernis der Hinzuziehung eines externen Beraters folgt aus dem bereits vorgestellten Merkmal der „Camouflage“ der Managerial Power-Theorie, wonach Anreizsysteme so strukturiert sein können, dass sie nicht unmittelbar intersubjektiv nachvollziehbar sind. Die Wirkung des Merkmals der „Camouflage“ kann dabei sowohl für die Beurteilungsfähigkeit durch externe Dritte als auch für die Mitglieder des Aufsichtsrats zutreffend sein. Eine nicht unerhebliche Rolle bei der „Camouflage“ von Anreizsystemen nehmen z. B. die Beratungsgesellschaften ein, die Vergütungsgutachten verfassen, die dann zu Legitimationszwecken von Vergütungshöhen und -strukturen dienen.<sup>620</sup> Problematisch an solchen Vergütungsgutachten ist aber, dass einerseits Fakten geschaffen werden, die womöglich nur schwer durch das einzelne Aufsichtsratsmitglied überprüft werden können, und dass andererseits ein zunehmendes Abhängigkeitsverhältnis zwischen den Beratungsgesellschaften und dem Unternehmen geschaffen wird, welches sich zugunsten der Vorstandsvergütungen auswirken kann. Eine Gestaltungsempfehlung könnte nun sein, dass ein einzelnes Aufsichtsratsmitglied die Möglichkeit bekommen sollte, sich zusätzlich zu dem Vergütungsgutachten einen weiteren sachverständigen Rat einholen zu können, durch den es in die Lage versetzt wird, das Anreizsystem richtig hinterfragen zu können.

---

<sup>619</sup> Im Zusammenhang mit der Ziffer 5.5 DCGK sprechen WERDER/WIECZOREK sogar von bemerkenswerten Erfolgen. Vgl. WERDER/WIECZOREK (Anforderungen, 2007), S. 297.

<sup>620</sup> Vgl. BURSEE/PREEN (Vorstandsbezüge, 2008), S. 17; BEBCHUK/FRIED (Compensation, 2003), S. 78 f.

Dieser Gestaltungsempfehlung sind aber in der Praxis sehr enge Grenzen gesetzt, weil der Bundesgerichtshof in seiner Grundsatzentscheidung im Hertie-Urteil vom 15. November 1982 eine allgemeine Hinzuziehung eines Sachverständigen mangels eigener Kompetenz dem einzelnen Aufsichtsratsmitglied verweigert.<sup>621</sup> Grundsätzlich erlaubt der Gesetzgeber zwar, dass externe Sachverständige bzw. Berater bestellt werden dürfen, jedoch wird dieses Recht nur dem Gesamtorgan bzw., sofern Aufgaben an einen Ausschuss übertragen wurden, dem Ausschuss zugebilligt.<sup>622</sup> In diesem Fall handelt das Gesamtorgan bzw. der Ausschuss im Namen der Gesellschaft und der finanzielle Anspruch entsteht gegen die Gesellschaft. Anders gestaltet sich der Sachverhalt, sofern ein einzelnes Aufsichtsratsmitglied zusätzliche Beratungsleistungen in Anspruch nehmen möchte. Hier hat der Gesetzgeber Grenzen gesetzt, die jedoch nach DÜRR (2007) durchaus umstritten sind.<sup>623</sup> So sollte das Aufsichtsratsmitglied grundsätzlich zunächst versuchen, den Sachverhalt mit den anderen Aufsichtsratskollegen zu klären. Ist dies nicht möglich, sollte das Aufsichtsratsmitglied im Anschluss daran versuchen, einen Beschluss des gesamten Aufsichtsrats bzw. des betreffenden Ausschusses zu erwirken, damit ein Sachverständiger bzw. Berater bestellt werden kann. Erst wenn diese Möglichkeiten erschöpft wurden, kann das einzelne Aufsichtsratsmitglied, sofern es sich um einen Sachverhalt von wesentlicher Bedeutung für die Gesellschaft handelt und dieser wegen des fehlenden Fachwissens innerhalb des Aufsichtsorgans nicht geklärt werden kann, einen Sachverständigen bzw. Berater hinzuziehen.<sup>624</sup> In diesem Fall kommt aber nicht ein Vertrag im Namen der Gesellschaft zu Stande, sondern ein Vertrag zwischen dem Aufsichtsratsmitglied und Dritten. Für das einzelne Aufsichtsratsmitglied hat dies zur Folge, dass es zunächst die Kosten für die Beratungsdienstleistung selber tragen muss.<sup>625</sup> Inwiefern diese Kosten wiederum von der Gesellschaft übernommen werden, hängt davon ab, ob der für die Beratungsleistung relevante Sachverhalt von wesentlicher Bedeutung gewesen ist, das Aufsichtsratsmitglied trotz der Erfüllung der für seine Aufgabe notwendigen Mindestqualifikation den Sachverhalt nicht selber bewältigen konnte, das Aufsichtsratsmitglied vergeblich versucht hat, eine Klärung im Gesamtorgan zu erwirken und die entstehenden Kosten in einem angemessenen Verhältnis zum Beratungsergebnis stehen. Diese vom Gesetzgeber definierten engen Schranken begrenzen

---

<sup>621</sup> Vgl. BGHZ 85, 293, 295f.; HOPT/WIEDEMANN (AktG, 1993), S. 65; Zum Sachverständigenbegriff siehe auch die Ausführungen bei LEYENS (Information, 2007), S. 227.

<sup>622</sup> Vgl. LEYENS (Information, 2007), S. 228; DÜRR (Berater, 2007), S. 83.

<sup>623</sup> Vgl. DÜRR (Berater, 2007), S. 83.

<sup>624</sup> Vgl. HOPT/WIEDEMANN. (AktG, 1995), S. 65.

<sup>625</sup> Vgl. SEMLER (Gesellschaft, 1997), S. 392.

die Möglichkeit des einzelnen Aufsichtsratsmitglieds, die eigene Beurteilungsfähigkeit durch Hinzuziehung eines externen Sachverständigen zu verbessern.

Die vorgestellten gesetzlichen Grenzen sollten jedoch kein Grund dafür sein, eine entsprechende Ergänzung als Anregung in den DCGK nicht aufzunehmen, wonach insbesondere Aufsichtsratsmitglieder, die über die Anreizsysteme der Vorstände entscheiden, die Möglichkeit erhalten sollten, sich extern beraten zu lassen. Praktisch kann eine solche Anregung durch die Gewährung eines Budgets für jedes einzelne Aufsichtsratsmitglied umgesetzt werden, die sich durch die folgende Formulierung im DCGK manifestieren könnte:

***Erweiternder Vorschlag: Ziffer 4.2.5 Absatz 2 Satz 3 (neu) DCGK:***

*Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollten zudem ein in angemessener Höhe festgesetztes Budget erhalten, welches sie zweckmäßig zur Erfüllung ihrer Aufgaben nutzen können. (Anregung)*

Ein solches Budget könnte dann dem einzelnen Aufsichtsratsmitglied zusätzlich zu dem üblichen Auslagenersatz, der aus dem § 675 in Verbindung mit § 670 BGB folgt und Aufwendungen bzw. Kosten umfasst, die dem Aufsichtsratsmitglied im Zusammenhang mit der Durchführung seiner Aufsichtsrats Tätigkeit entstehen, gewährt werden.<sup>626</sup> Die Gewährung eines eigenständigen und in der Höhe angemessenen Budgets würde es dem Aufsichtsrat ermöglichen, sich z. B. in Fragen der Vorstandsvergütung eine zusätzliche Meinung einholen zu können, um die eigene Beurteilungsfähigkeit verbessern zu können. Problematisch erweist sich allerdings hierbei, dass die Einschaltung eines Sachverständigen grundsätzlich auch als ein Zeichen von Misstrauen gedeutet werden könnte, was sich negativ auf das Verhältnis innerhalb des Aufsichtsratsorgans und zum Vorstand hin auswirken könnte.<sup>627</sup>

## **2. Weiterbildung**

Die eigene Beurteilungsfähigkeit kann ein einzelnes Aufsichtsratsmitglied wie oben beschrieben einerseits durch die Hinzuziehung eines externen Experten verbessern oder das Aufsichtsratsmitglied kann durch entsprechende Weiterbildungsangebote selbst versuchen, die eigene Beurteilungsfähigkeit zu verbessern. Im Prinzip steht jedem Auf-

---

<sup>626</sup> Vgl. DÜRR (Berater, 2007), S. 83; STRIEDER (Auslagenersatz, 2007), S. 32. Voraussetzung für einen Auslagenerstattungsanspruch kommt jedoch nur in Betracht, „(...) wenn die Anforderungen im Zusammenhang mit einer Tätigkeit erforderlich waren, die als Teil der Amtsführung eines Aufsichtsratsmitglieds zu sehen ist.“ SEMLER (Gesellschaft, 1997), S. 384.

<sup>627</sup> Vgl. LUTTER (Information, 2006), Rn 303.

sichtsratsmitglied dieses „private“ Recht zur Weiterbildung auch zu. Problematisch ist allerdings, dass die Kosten, die im Zusammenhang mit den Weiterbildungsmaßnahmen entstehen, nicht durch das Unternehmen übernommen werden müssen.<sup>628</sup> Der deutsche Gesetzgeber geht grundsätzlich davon aus, dass jedes Aufsichtsratsmitglied über die notwendigen Kenntnisse und Fähigkeiten zur Wahrnehmung der Aufgaben im Aufsichtsrat verfügen muss. Nur für den Fall wesentlicher Änderungen und Umwälzungen in den Rahmenbedingungen des Unternehmens, wie der Umstellung der Rechnungslegungsvorschriften von HGB auf IFRS, kann ein einzelnes Aufsichtsratsmitglied einen Anspruch auf Erstattung von Weiterbildungskosten gegenüber dem Unternehmen geltend machen.<sup>629</sup> Fragen zur Vergütung der Vorstandsmitglieder fallen allerdings nicht in diesen Rahmen. Aus diesem Grund kommt es wieder zu dem zuvor beschriebenen Konflikt, dass eine Verbesserung der eigenen Beurteilungsfähigkeit mit persönlichen Kosten verbunden sein kann. Diese Einschränkung sollte für die Mitglieder von Aufsichtsräten großer Unternehmen jedoch keine Bedeutung haben, da, wie gezeigt wurde, die Durchschnittsvergütung der DAX 30 Aufsichtsräte auf einem Niveau liegt, das genügend Spielraum für Weiterbildungsaufwendungen zulassen sollte. Um jedoch dieses Problem dennoch im Sinne des einzelnen Aufsichtsratsmitglieds lösen zu können, bietet auch hierfür die oben vorgebrachte Anregung zur Gewährung eines Budgets einen praktikablen Ansatz. Ein eigenes jährliches Budget könnte den Aufsichtsratsmitgliedern die Möglichkeit eröffnen, selbst über die notwendigen Weiterbildungsmaßnahmen zu entscheiden.

#### *f. Reduzierung der sozialen Kohäsion im Aufsichtsrat*

Die soziale Kohäsion wurde bei der Diskussion der Zusammensetzung von Überwachungsorganen in Abschnitt D.II. als eine mögliche Ursache für die Ineffizienz des deutschen Aufsichtsrats identifiziert. Ihre Relevanz für die vorliegende Arbeit wurde zudem durch die Auswertung der Vergütungsberichte der DAX 30 Unternehmen bestätigt, die gezeigt hatte, dass gerade die Anteilseignervertreter eine hohe sozibiografische Ähnlichkeit in den Aufsichtsräten aufweisen. Die eigentliche Wirkung dieser Ähnlichkeit auf die Vergütung der Vorstandsmitglieder konnte indessen nicht untersucht werden, da die Vielzahl der notwendigen Hilfsvariablen eine Kausalitätsbetrachtung nur bedingt aussagefähig gemacht hätte. Trotzdem kann an dieser Stelle konstatiert

---

<sup>628</sup> Siehe hierzu das Hertie-Urteil vom 15. November 1982.

<sup>629</sup> Vgl. STRIEDER (Auslagensatz, 2007), S. 33.

werden, dass soziale Kohäsion in deutschen Unternehmen existent ist und sich tendenziell negativ auf die Überwachungsintensität und positiv auf die Vergütungshöhe auswirken kann. Aus diesem Grund soll im Folgenden geprüft werden, durch welche Maßnahmen soziale Kohäsion in den deutschen Aufsichtsräten reduziert werden könnte, wobei im Fokus insbesondere der Prozess stehen soll, durch den neue Aufsichtsratsmitglieder ausgesucht und gewählt werden. Die Überlegungen beschränken sich dabei auf das Auswahlverfahren der Vertreter der Anteilseignerseite, während das Auswahlverfahren für die Vertreter der Arbeitnehmerseite nicht weiter problematisiert werden soll. In Deutschland haben vom Gesetz her nur die Aktionäre in der Hauptversammlung das Recht, über die Wahl und die Bestellung der Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat zu entscheiden.<sup>630</sup> Der bestehende Aufsichtsrat soll dabei im Vorfeld der Hauptversammlung lediglich eine Vorauswahl der potenziellen Kandidaten treffen, wobei er nicht dazu verpflichtet ist, seinen Vorschlag gegenüber der Hauptversammlung zu begründen.<sup>631</sup> Darüber hinaus bestehen auch keine gesetzlichen Vorgaben darüber, wie viele Kandidaten der Hauptversammlung zur Wahl gestellt werden müssen. Einzige Vorgabe ist, dass für jeden zu besetzenden Posten auch ein Kandidat vorgeschlagen wird. Die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder erfolgt dann entweder in Form einer Blockabstimmung<sup>632</sup> oder in einer Einzelabstimmung, wobei sich die Blockabstimmung in der Praxis zum Standard entwickelt hat. Voraussetzung für die Zulassung der Blockabstimmung ist allerdings, dass der Versammlungsleiter die Aktionäre darauf hinweist, auch gegen die Liste stimmen und durch eine mehrheitliche Ablehnung eine Einzelabstimmung herbeiführen zu können.<sup>633</sup> Der größte Nachteil einer Blockabstimmung ist in diesem Zusammenhang, dass die Hauptversammlung über alle vom Aufsichtsrat vorgeschlagenen Kandidaten gleichzeitig entscheidet, so dass eine kritische Auseinandersetzung mit einzelnen Personen ausbleibt. Als Gegenargument für die Einzelabstimmung wird hingegen vorgetragen, dass eine Einzelabstimmung den Kandidaten bei einem niedrigen Abstimmungsergebnis schon im Vorfeld beschädigen und seinem Ansehen nicht zuträglich sein könnte. Noch schwerwiegender wirkt die Tatsache, wenn sich die Hauptversammlung gänzlich gegen den vorgeschlagenen Kandidaten entscheiden sollte. ROTH/WÖRLE (2004) führen hierzu jedoch aus, dass eine solche Argumentationskette dem Selbstvertrauen der deutschen Aufsichtsratsmitglieder kein gutes Zeugnis ausstellen würde.<sup>634</sup>

<sup>630</sup> §§ 101 Abs. 1, § 119 Abs. 1 Nr. 1 AktG

<sup>631</sup> Vgl. LUTTER (Auswahlpflichten, 2003), S. 419.

<sup>632</sup> Blockwahl bzw. Listenwahl

<sup>633</sup> Vgl. HÜFFER (Aktengesetz, 2004), S. 508.

<sup>634</sup> Vgl. ROTH/WÖRLE (Unabhängigkeit, 2004), S. 576.

In Summe lässt sich deshalb festhalten, dass (1) die Vorauswahl eines Kandidaten, sei es durch Kooptation oder sei es auf eine direkte Empfehlung durch den Vorstand<sup>635</sup>, (2) die mangelnde Zahl potenzieller Kandidaten<sup>636</sup> und (3) ein Auswahlverfahren, das eine wirkliche kritische Auseinandersetzung mit einzelnen Kandidaten nicht zulässt, die soziale Kohäsion in den deutschen Aufsichtsräten grundsätzlich begünstigen kann. Mögliche Empfehlungen zur Reduzierung der sozialen Kohäsion sollten deshalb dazu beitragen, diese Schwächen im Auswahlprozess der Aufsichtsratsmitglieder zu beheben, die jedoch weitestgehend systemimmanent sind und zudem auch in der Literatur unterschiedlich bewertet werden. Aus diesem Grund wird im Folgenden der Fokus auf die Transparenz des Auswahlverfahrens gelegt. Eine mögliche Empfehlung, um die Transparenz zu verbessern, könnte nun sein, dass die Aktionäre eines Unternehmens schon im Vorfeld der Hauptversammlung über die einzelnen Kandidaten informiert werden sollten. Hierzu könnte der Nominierungsausschuss z. B. Informationen zu den Kandidaten im Vorfeld der Hauptversammlung auf der Homepage publizieren. Darüber hinaus könnte der Aufsichtsrat dieses Medium auch dazu nutzen, die Gründe für einen Kandidaten öffentlich zu machen. In Summe folgt daraus folgende Überlegung zur Anpassung des DCGK:

***Ergänzender Vorschlag: Ziffer 4.2.5 DCGK:***

*Der Aufsichtsrat soll einen Nominierungsausschuss bilden, der ausschließlich mit Vertretern der Anteilseigner besetzt ist und dem Aufsichtsrat für dessen Wahlvorschläge an die Hauptversammlung geeignete Kandidaten vorschlägt. Informationen zu diesen Kandidaten sollte der Aufsichtsrat rechtzeitig vor der Hauptversammlung auf der Homepage der Gesellschaft veröffentlichen und eine individuelle Begründung anführen. (Anregung)*

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass Vorschläge, welche die Institution Aufsichtsrat stärken sollen, von diesem nicht immer gewünscht sein werden. Aus diesem Grund können die hier vorgebrachten Vorschläge zur Stärkung des Aufsichtsrats als Verhandlungspartner des Vorstands nur flankierend wirken und sollten deshalb nur als Ergänzung der inhaltlichen Elemente der Anreizsysteme verstanden werden.

---

<sup>635</sup> LUTTER (Defizite, 1995), S. 301; SCHREYÖGG (Aufsichtsrat, 1983), S. 279.

<sup>636</sup> Zur mangelnden Zahl potenzieller Kandidaten konstatiert LUTTER (1995): „Und auch der an sich vernünftige Vorschlag, der Aufsichtsrat solle für jede Vakanz zwei oder drei Bewerber vorschlagen, würde daran nichts ändern; denn dann würden halt Sparringspartner vorgeschlagen, wie das bei den Ersatzmitgliedern des Aufsichtsrats heute schon geschieht.“ LUTTER (Defizite, 1995), S. 301 f.

g. *Methodische Praktikabilität und wirtschaftliche Diskutabilität der Gestaltungsempfehlungen*

Zum Ende dieses Abschnitts ist es noch notwendig, die diskutierten Gestaltungsempfehlungen einer kritischen Bewertung zu unterziehen, um die Möglichkeiten und Grenzen der gemachten Vorschläge beurteilen zu können. Den Maßstab für die Beurteilung sollen hierbei insbesondere die beiden Kriterien der methodischen Praktikabilität und der wirtschaftlichen Diskutabilität bilden.<sup>637</sup> Die methodische Praktikabilität umfasst dabei insbesondere die Stringenz, Aktualität und die damit verbundene Adaptabilität bzw. Durchsetzbarkeit der Gestaltungsempfehlungen, während die wirtschaftliche Diskutabilität vor allem auf die Vertretbarkeit der Gestaltungsempfehlungen im Zusammenhang mit den Kosten und dem Nutzen der Umsetzung der Vorschläge abstellt.

Betrachtet man zunächst das Kriterium der methodischen Praktikabilität, so lässt sich feststellen, dass alle gemachten Gestaltungsempfehlungen dem Kriterium unterschiedlich gut entsprechen, jedoch ist jeder Vorschlag in sich schlüssig und praktikabel. Die Unterschiede ergeben sich vor allem im Detail. So ließen sich die Gestaltungsempfehlungen zur Erfüllung der Kriterien der Anreizkompatibilität und Wirtschaftlichkeit grundsätzlich in jedes Anreizsystem der DAX 30-Vorstandsmitglieder integrieren. Zudem bieten die Formulierungsvorschläge zur Ergänzung des DCGK genügend Freiraum, um unternehmensspezifische Lösungen entwickeln und anwenden zu können. Für das Kriterium der Nachhaltigkeit hingegen ist zunächst nur eine theoretische Praktikabilität gegeben. Die Bestimmung der Nutzen aus den Vergütungskomponenten für die Vorstandsmitglieder lassen sich zwar unter Modellannahmen genau ermitteln, scheitern aber an einer realen Umsetzung. Besonders schwierig sind in dem Zusammenhang die Bestimmung des Risikoaversionsgrades der Vorstandsmitglieder und die unrealistische Annahme, dass der Aufsichtsrat Grenznutzenbestimmungen durchführen kann. Dies hat zur Folge, dass der Aufsichtsrat bei der Bestimmung der Nutzenverhältnisse zwischen den einzelnen Vergütungskomponenten nur auf Näherungswerte zurückgreifen kann, die aber die tatsächliche Praktikabilität der Gestaltungsempfehlung stark beeinträchtigen können. Auch die Gestaltungsempfehlungen im Zusammenhang mit dem Kriterium der Transparenz weisen einige Schwächen auf. So wäre die Umsetzung der aufgeführten Vorschläge zwar in vielerlei Hinsicht wünschenswert, die Angaben können aber unter Umständen auch von Wettbewerbern dazu genutzt werden, z. B. von der Bemessungsgrundlage oder den Leistungsstandards auf die strategische Ausrichtung des Unterneh-

---

<sup>637</sup> Vgl. LIMPENS (Differenzierung, 1994), S. 219 ff.

mens zu schließen. Des Weiteren müssen auch die Gestaltungsempfehlungen zur Stärkung der Rolle des Aufsichtsrats differenziert betrachtet werden. So ist die Gewährung eines Budgets für die Aufsichtsratsmitglieder im Allgemeinen als weniger kritisch zu sehen als die Offenlegung persönlicher Informationen von Aufsichtsratskandidaten auf der Homepage eines Unternehmens oder die öffentliche Zurschaustellung der Begründungsversuche des Aufsichtsrats für einen Kandidaten.

Neben der methodischen Praktikabilität muss jeder Vorschlag auch einer Kosten-/Nutzenbetrachtung Stand halten können. Die Kosten der vorgebrachten Gestaltungsempfehlungen fallen dabei sehr unterschiedlich aus. So umfassen die Kosten für die Umsetzung der Gestaltungsempfehlungen zur Verbesserung der Anreizkompatibilität, der Wirtschaftlichkeit und der Nachhaltigkeit der Anreizsysteme vor allem die damit anfallenden Verwaltungsaufwendungen. Sowohl die Einrichtung einer Bonusbank als auch die permanente Ermittlung von Nutzenverhältnissen von Anreizkomponenten können, wenn sie durch externe Berater bzw. Institutionen umgesetzt und betrieben werden, zu zusätzlichen Kosten führen. Die erhöhten Transparenzanforderungen führen hingegen nur bedingt zu zusätzlichen Kosten, wenn die Kosten für die Aufstellung der gesetzlich vorgeschriebenen Vergütungsberichte außer Acht gelassen werden. Auch bei den Vorschlägen zur Stärkung des Aufsichtsrats sollten keine höheren Kosten anfallen, wenn das vorgeschlagene Budget für die einzelnen Aufsichtsratsmitglieder auf einem angemessenen Niveau festgesetzt würde. Als Zwischenergebnis bleibt deshalb festzuhalten, dass keine der vorgeschlagenen Maßnahmen zu wesentlichen finanziellen Mehrbelastungen für die Unternehmen führen sollte.

Während die Kosten der einzelnen Maßnahmen grundsätzlich bestimmt werden können, so kann der Nutzen aus der Umsetzung der Gestaltungsempfehlungen nur bedingt ermittelt werden. Am einfachsten gestaltet sich die Ermittlung des Nutzenzuwachses bei den Gestaltungsempfehlungen zur Anreizkompatibilität. So bieten sowohl die Einrichtung einer Bonusbank als auch die Verwendung anreizkompatibler Bemessungsgrundlagen den Aktionären die Möglichkeit, Prämienzahlungen teilweise einzubehalten und mit zukünftigen Verlusten verrechnen zu können, womit gegenüber heutigen Anreizsystemen eine direkte Koppelung der Interessen der Aktionäre mit denen der Vorstandsmitglieder erfolgen würde. Die monetäre Bewertung dieses Nutzens lässt sich dabei am einfachsten durch eine Gegenüberstellung eines üblichen Anreizsystems mit einem um die beiden Vorschläge angepassten Anreizsystem ermitteln. Auch bei der Einführung einer Aktivierungshürde für die erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten lässt sich der Nutzen insbesondere dann bestimmen, wenn die Renditeforderungen nicht erreicht

werden. Würden in der Vergangenheit trotzdem Prämienzahlungen geleistet, so stellt der monetäre Gegenwert dieser Prämienzahlungen den eigentlichen finanziellen Nutzen der Gestaltungsempfehlungen dar. Für den Fall, dass ein Unternehmen die Aktivierungshürde erfüllt, ist die Gestaltungsempfehlung jedoch nutzlos. Deutlich schwieriger gestaltet sich die Bestimmung des Nutzens für das Kriterium der Nachhaltigkeit. Inwiefern ein höherer Anteil der aktienbasierten Vergütungskomponenten an der Gesamtvergütung tatsächlich zu einem Nutzenzuwachs für die Aktionäre führen könnte, kann nur durch eine Vorher/Nachher-Betrachtung bestimmt werden. Eine echte monetäre Bestimmung des Nutzenzuwachses würde aber wohl nur unter Modellbedingungen zu eindeutigen Ergebnissen führen. Für die übrigen vorgebrachten Gestaltungsempfehlungen lässt sich indessen nur mittelbar ein Nutzeneffekt vermuten, da sie nicht die inhaltlichen Elemente des Anreizsystems betreffen. Der Nutzen bestimmt sich demnach dadurch, inwieweit es den Aufsichtsräten gelingt, durch Hinzuziehung externer Berater und eine kritischere Hinterfragung der Anreizsysteme die Effizienz der Vorstandsvergütung zu verbessern. Insbesondere eine Verbesserung der Sensitivität der Anreizsysteme im Bezug auf die Unternehmensperformance könnte einen Hinweis auf einen Nutzen der vorgebrachten Gestaltungsempfehlungen liefern.

## **II. Fixlöhne als Alternative zu erfolgsabhängigen Anreizsystemen**

Im vorherigen Abschnitt wurde gezeigt, durch welche Anpassungen des DCGK die Effizienz der deutschen Vorstandsvergütung verbessert werden könnte. In diesem Abschnitt soll hingegen abschließend versucht werden, das heutige Paradigma<sup>638</sup> von erfolgsabhängigen Anreizsystemen für Vorstandsmitglieder insgesamt zu hinterfragen und die Implikationen eines alternativen, auf Fixlöhnen basierenden Vergütungsansatzes zu diskutieren, wobei die Legitimation hierfür insbesondere die aktuelle Finanzmarktkrise bietet, an der nach Meinung selbst namhafter Wirtschaftsvertreter die heuti-

---

<sup>638</sup> Der Begriff des Paradigmas wird in den heutigen Wissenschaften sehr mehrdeutig verwendet. Selbst Thomas Samuel Kuhn, ein US-amerikanischer Wissenschaftstheoretiker, der den Begriff des Paradigmas in seiner Sinnbedeutung prägte, hatte Schwierigkeiten, den Begriff zu präzisieren. So definierte KUHN Paradigmen zunächst als konkrete Problemlösungen, die die Fachwelt akzeptiert, bevor er die terminologische Bedeutung dann wie folgt erweiterte: „Einerseits steht er [der Paradigmenbegriff; Anm. des Verfassers] für die ganze Konstellation von Meinungen, Werten, Methoden usw., die von den Mitgliedern einer gegebenen Gemeinschaft geteilt werden. Andererseits bezeichnet er ein Element in dieser Konstellation, die konkreten Problemlösungen, die, als Vorbilder oder Beispiele gebraucht, explizite Regeln als Basis für die Lösung der übrigen Problem der ‚normalen Wissenschaft‘ ersetzen können.“ KUHN (Struktur, 1988), S. 186.

gen Managementanreizsysteme nicht ganz unschuldig gewesen sind.<sup>639</sup> Den Ausgangspunkt für die folgende Diskussion bildet dabei die kurze Kontroverse zwischen den beiden Wissenschaftlern Margit Osterloh und Bruno Frey einerseits und Stephan Hostettler andererseits in der Neuen Züricher Zeitung.<sup>640</sup> So empfehlen OSTERLOH/FREY (2009) in ihrem Beitrag als Folge der Finanzmarktkrise und der durch sie offenbarten strukturellen Probleme erfolgsabhängiger Anreizsysteme die Rückkehr zu Fixlöhnen für alle Mitarbeiter.<sup>641</sup> Als Vorteile einer marktgerechten fixen Entlohnung sehen die Autoren vor allem die geringeren Möglichkeiten der Mitarbeiter, die Löhne manipulieren zu können, die Rückbesinnung der Mitarbeiter auf die eigentliche Aufgabenstellung und die Ansprache von Mitarbeitern, die sich nicht nur für die monetären Anreize, sondern auch für die Aufgabe und das Unternehmen selbst interessieren. Diese Schlussfolgerungen gründen insbesondere auf Erkenntnissen aus der Sozialpsychologie und der psychologischen Ökonomik zur Wirkung extrinsischer, von außen kommender, und intrinsischer, durch die Aufgabenerfüllung entstehender, Motivationsanreize.<sup>642</sup> So zeigen z. B. Ergebnisse von Experimenten und Feldstudien, dass durch erfolgsabhängige Anreizsysteme intrinsische Motivation verdrängt werden kann (Crowding Out<sup>643</sup>), wenn sich die Betroffenen aufgrund von extrinsischen Motivationsanreizen in ihrer Selbstbestimmung beeinträchtigt und kontrolliert fühlen.<sup>644</sup> Die Studien geben zudem Hinweise darauf, dass der durch extrinsische Motivationsanreize ausgelöste Verdrängungseffekt größer werden kann als der positive Motivationseffekt (Preiseffekt), so dass sich entgegen den Vorhersagen aus standardökonomischen Modellen nach der Gewährung erfolgsabhängiger Anreizsysteme sogar ein wohlfahrtsreduzierendes Ergebnis einstellen kann.<sup>645</sup> HOSTETTLER (2009) hingegen kritisiert die Empfehlungen von OSTERLOH/FREY

<sup>639</sup> Vgl. AUSTRUP/FERNÁNDEZ-ARÁOZ (Verlockung, 2009), S. 62; siehe auch z. B. den Beitrag von Josef Ackermann, Vorstandsvorsitzender der Deutschen Bank AG, in der Süddeutschen Zeitung 84, 10.05.2008, S. 1; ähnlich auch der Präsident der schweizerischen Bankiervereinigung Pierre Mirabaud: „Zu den Lehren aus der Krise gehöre aber das Überdenken der Anreize in den Entlohnungssystemen sowie der moralisch-ethische Aspekt.“ Neue Züricher Zeitung Online, 18. September 2008.

<sup>640</sup> Vgl. OSTERLOH/FREY: Fixlöhne als Alternative zu Boni und Anreizsystemen, in: Neue Züricher Zeitung Online vom 13. März 2009 und HOSTETTLER: Verflixter Fixlohn – Flexible Salärkonzepte steigern Wettbewerbsfähigkeit, in: Neue Züricher Zeitung Online vom 8. Mai 2009.

<sup>641</sup> Weitere Beiträge, in welchen die positiven Effekte von variablen Vergütungskomponenten bezweifelt werden und dafür Fixlohnsysteme als Alternative vorgeschlagen werden, sind die von FREY/OSTERLOH (Managers, 2005), WEIBEL ET AL. (Disziplinierung, 2007), OSTERLOH ET AL. (Pay, 2008) und ROST/OSTERLOH (Management, 2009).

<sup>642</sup> Zur Unterscheidung zwischen intrinsischer und extrinsischer Motivation siehe vor allem DECI ET AL. (Review, 1999).

<sup>643</sup> Vgl. FREY (Money, 1997).

<sup>644</sup> Für einen Überblick, siehe FREY/JEGEN (Motivation, 2001), S. 8 ff. und FREY/OSTERLOH (Managers, 2005), S. 16.

<sup>645</sup> Eine bemerkenswerte Untersuchung zur Wirkung des Crowding Out Effekts bieten IRLLENBUSCH/SLIWKA (2005), die im Rahmen eines Laborversuchs gezeigt haben, dass Fixlöhne gegenüber erfolgsabhängigen Anreizsystemen zu höheren Anstrengungsniveaus bei den Versuchsteilnehmern geführt haben, wenn diese nicht schon zuvor variabel vergütet wurden. Nach einem Wechsel zu erfolgsabhängigen Anreizsystemen reduzierte sich indessen das Anstrengungsniveau der Versuchsteilnehmer gegenüber dem Ausgangszustand, was die Autoren mit der Existenz des Verdrängungseffekts begründen. Vgl. IRLLENBUSCH/SLIWKA (Incentives, 2005).

in seinem Beitrag. Nach seiner Meinung können von Fixlöhnen keine positiven Anreize zu mehr Anstrengung für die Mitarbeiter ausgehen und Fixlöhne spiegeln auch nicht in ausreichendem Maße die unternehmerische Realität wider, weil „(...) sie zu einer Kostenstruktur [„führen“; Anmerkung des Verfassers], der es über die Konjunkturzyklen hinweg an der nötigen Flexibilität mangelt.“<sup>646</sup> Zudem bezeichnet HOSTETTLER den von OSTERLOH/FREY vorgeschlagenen jährlichen Anpassungsprozess der Fixlöhne auf Basis von Ex-post-Leistungskriterien als zu komplex und zu rigide. Andererseits bestreitet der Autor auch nicht die angesprochenen strukturellen Probleme heutiger Anreizsysteme, die „(...) zum Ausreizen von allerlei Schmerzgrenzen verlocken (...)“, vertritt aber die in der Literatur gerade von Vertretern der Prinzipal-Agenten-Theorie häufig vorzufindende Meinung, wonach die bestehenden Anreizsysteme nur verbessert werden müssten.<sup>647</sup> Ausgehend von dieser Kontroverse sollen die nachstehenden Thesen dazu dienen, darzustellen, ob und unter welchen Umständen Fixlöhne auch aus Sicht der Prinzipal-Agenten-Theorie eine Alternative zu erfolgsabhängigen Anreizsystemen darstellen könnten. Dabei soll der Fokus aber nicht wie in dem Beitrag von OSTERLOH/FREY auf alle Mitarbeiter eines Unternehmens gerichtet sein, sondern nur auf die in dieser Arbeit betrachtete Gruppe von Vorstandsmitgliedern börsennotierter Unternehmen.

**These 1:** *Fixlöhne bieten ebenso wie erfolgsabhängige Anreizsysteme positive Leistungsanreize, wenn hohe Leistungsbereitschaft mit langfristiger Einkommenssicherheit kombiniert wird.*

Fixlöhne sind starr und verändern sich nicht mit der Entwicklung der Unternehmensperformance. Aus diesem Grund eignen sich Fixlöhne aus Sicht der Prinzipal-Agenten-Theorie bei asymmetrischer Informationsverteilung auch nicht zur Motivation des Agenten, weil sie zwar zu einer pareto-effizienten Risikoteilung führen, aber nicht anreizkompatibel sind. In dieser Arbeit wird hingegen vermutet, dass von marktgerechten Fixlöhnen durchaus positive Leistungsanreize ausgehen können, wenn die Leistungsbereitschaft der Vorstandsmitglieder mit langfristiger Einkommenssicherheit gekoppelt werden würde. Dies könnte z. B. dadurch erreicht werden, dass die Anstellungsverträge der Vorstandsmitglieder auf einen Zeitraum von maximal drei Jahren begrenzt werden und nach Ablauf der Vertragsdauer bei einer im Vergleich zu anderen Wettbewerbern

---

<sup>646</sup> HOSTETTLER: Verflüchteter Fixlohn – Flexible Salärkonzepte steigern Wettbewerbsfähigkeit, in: NZZ Online vom 8. Mai 2009. HOSTETTLER bezieht sich bei dieser Aussage insbesondere auf den Dienstleistungssektor.

<sup>647</sup> Vgl. JENSEN: Face Value. How to Pay Bosses, in: The Economist, 16. November, 2002, S. 66.

guten Unternehmensperformance auch sicher zu einer Vertragsverlängerung um weitere drei Jahre führen würden. Die Vertragsverlängerung hätte dann die Funktion einer sicheren, zeitversetzten, erfolgsabhängigen Bonuszahlung. Eine hohe Leistungsbereitschaft würde es dem betroffenen Vorstandsmitglied in diesem Fall ermöglichen, sich schon im Vorfeld ausrechnen zu können, wie hoch seine sichere Vergütung bei einer hohen Anstrengung über die nächsten Jahre sein könnte und welche monetäre Wirkung eine Reduzierung des Anstrengungsniveaus hätte, wenn der Anstellungsvertrag nicht verlängert werden würde.

Die Wirksamkeit dieses positiven *Wiederbeschäftigungseffekts* setzt jedoch zwei Bedingungen voraus: (1) Der Nutzen aus den zukünftigen Zahlungsströmen nach einer Vertragsverlängerung muss größer sein als der Nutzen aus einer Reduzierung des Anstrengungsniveaus vor einer Vertragsverlängerung und (2) eine im Vergleich zu anderen Unternehmen gute Performance muss auch sicher zu einer Vertragsverlängerung führen. In der Praxis werden diese Bedingungen jedoch nicht immer erfüllt sein können. So ist es z. B. denkbar, dass ein Vorstandsmitglied nicht an einer Weiterbeschäftigung in seinem Unternehmen interessiert ist oder dass aus Altersgründen eine Weiterbeschäftigung nicht zur Disposition steht. In diesem Fall steht dem positiven Nutzen aus einer Reduzierung der Anstrengung kein positiver Nutzen aus einer Weiterbeschäftigung gegenüber, so dass die Wirkung des Wiederbeschäftigungseffekts untergeht. Unter diesen Umständen kann aber vermutet werden, dass das Vorstandsmitglied seine Anstrengung trotzdem nicht reduzieren wird, da dies sonst zu hohen Reputationskosten führen würde, die sich negativ auf weitere Beschäftigungsmöglichkeiten wie Aufsichtsratsmandate oder andere Vorstandsmandate auswirken könnten. Auch die zweite Bedingung für den Wiederbeschäftigungseffekt muss nicht immer erfüllt sein, wenn nicht intersubjektiv nachvollziehbare Leistungskriterien zur Grundlage der Vertragsverlängerung vereinbart werden. Objektive Leistungskriterien haben indessen, wie im Verlauf der Arbeit gezeigt wurde, den Nachteil, dass sie zu einer einseitigen Ausrichtung der Aktivitäten auf die Optimierung einzelner Kennzahlen führen können und einen Spielraum für mögliche Manipulationen bieten. Dieser Nachteil sollte aber bei der vorgeschlagenen Vertragsgestaltung geringer ausfallen als bei erfolgsabhängigen Anreizsystemen, da einerseits die Performance über den gesamten Zeitraum der Vertragsdauer für den Wiederbeschäftigungseffekt entscheidend sein sollte (z. B. die Aktienkursentwicklung über zwei Jahre im Vergleich zu Wettbewerbern) und nicht nur die Performance an einigen Stichtagen und andererseits der Kriterienraum für die Leistungsbeurteilung deutlich mehr Kriterien enthalten sollte, als es in den heutigen Anreizsystemen üblich ist, um auf diese Weise

die Wahrscheinlichkeit einer einseitigen Fokussierung der Handlungen auf die Optimierung einzelner Kennzahlen und möglicher Manipulationen zu reduzieren.

Insgesamt kann deshalb vermutet werden, dass marktgerechte Fixlöhne in Verbindung mit einer hohen Einkommenssicherheit und intersubjektiv nachprüfbaren Leistungskriterien entgegen der Meinung von HOSTETTLER durchaus zu einer hohen Leistungsbereitschaft bei den Vorstandsmitgliedern der börsennotierten Unternehmen führen können.

**These 2:** *Fixlöhne beeinflussen nicht das Ausmaß der Kapitalmarktorientierung eines Unternehmens, wenn externe Mechanismen wie Wettbewerb und institutionelle Investoren präsent sind.*

Die (historischen) Wurzeln heutiger Anreizsysteme sind vor allem in den wirtschaftlichen Entwicklungen der 1970er und 1980er Jahre zu sehen, die zu einer Ausrichtung der Unternehmen am Shareholder Value geführt haben.<sup>648</sup> Veränderungen auf den Faktormärkten und der Abbau nationaler Importbeschränkungen hatten zur Folge, dass Unternehmen sich zunehmend einem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sahen, der zu Überkapazitäten und schwindenden Erträgen führte. Die Manager der großen Unternehmen reagierten auf diese Veränderungen aber in der Regel nicht mit Anpassungen ihrer Kapazitäten, sondern kauften wegen an Umsatzgrößen gekoppelter Anreizsysteme andere Unternehmen, wodurch weitere Überkapazitäten entstanden, die häufig darin mündeten, dass gerade US-Unternehmen selbst zu Übernahmekandidaten von anderen Unternehmen wurden, die der Meinung waren, dass die entstandenen Wertlücken<sup>649</sup> durch eine bessere Allokation der Ressourcen bzw. Zerschlagungen beseitigt werden könnten.<sup>650</sup> Zusätzliche Unterstützung erhielt diese Entwicklung durch die Arbeiten zum Shareholder Value-Konzept, das neben dem theoretischen Rahmen zur Bestimmung des Unternehmenswertes auch die Anforderungen für eine am Shareholder Value orientierte Unternehmensführung und Vergütung bot. In dem von Alfred Rappaport im Jahr 1986 veröffentlichten Buch „Creating Shareholder Value“ empfiehlt der Autor z.

---

<sup>648</sup> Vgl. JENSEN ET AL. (Remuneration, 2004) S. 23 ff. JENSEN ET AL. zeigen anhand der Entwicklung der Vergütungen der CEOs der S&P 500 Unternehmen, dass, während die durchschnittliche Höhe der Bonuszahlungen der betrachteten CEOs im Jahr 1992 597 TUSD betragen hatte, dieser Anteil auf ein Niveau von 2.387 TUSD im Jahr 2000 angestiegen ist. Noch extremer stieg dieser Anteil für die aktienbasierten Vergütungskomponenten an. Während der Wert der ausgegebenen Aktienoptionen im Jahr 1992 651 TUSD betragen hat, so verzehnfachte sich der Wert bis zum Jahr 2000 auf 6.881 TUSD.

<sup>649</sup> Wertlücke = Differenz zwischen dem aktuellen Börsenkurs und dem potenziellen Börsenkurs bei einer Shareholder Value orientierten Unternehmensführung.

<sup>650</sup> Vgl. BALLWIESER (Shareholder, 1994), S. 1380; JENSEN ET AL. (Remuneration, 2004), S. 26.

B., dass zu einer umfassenden Ausrichtung eines Unternehmens am Shareholder Value auch eine entsprechende Leistungsbewertung und variable Entlohnung gehören sollte.<sup>651</sup> Inwiefern aber erfolgsabhängige Anreizsysteme heute immer noch notwendig sind, um eine am Shareholder Value orientierte Unternehmensführung sicherzustellen, darf vor dem Hintergrund eines zunehmenden Wettbewerbsdrucks und professionalisierter Kapitalmarktteilnehmer bezweifelt werden. Dies wird auch in der Arbeit von HÖPNER (2003) über die Herrschaftsstrukturen in deutschen Unternehmen deutlich.<sup>652</sup> HÖPNER untersucht empirisch den Einfluss verschiedener interner und externer Determinanten auf die Shareholder Value-Orientierung von deutschen Unternehmen anhand einer Stichprobe der 40 größten Nichtfinanzunternehmen im Zeitraum 1996-1999. Zur Untersuchung des Wettbewerbsdrucks verwendet er die beiden Variablen *Internationalisierung des Absatzes* respektive *Zugehörigkeit zu den Sektoren, die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind*, für die er jeweils hohe Korrelationskoeffizienten mit der Kapitalmarktorientierung der Unternehmen ermittelt.<sup>653</sup> Auch für den Investorendruck ermittelt HÖPNER eine hohe statistische Korrelation zwischen dem von den institutionellen Anlegern gehaltenen Aktienanteil und der Kapitalmarktorientierung der betrachteten Unternehmen.<sup>654</sup> Der Autor begründet dieses Ergebnis damit, dass sich auch institutionelle Investoren in einem permanenten Wettbewerb um finanzielle Mittel ihrer Anleger befinden, der überwiegend durch die Höhe der realisierten Renditen entschieden wird.<sup>655</sup> Zudem führt HÖPNER Beiträge aus Wirtschaftsmagazinen an, in denen davon berichtet wird, wie Telefonkonferenzen zwischen Vertretern von Unternehmen und insbesondere US-amerikanischen Investoren außer Kontrolle geraten und „(...) wie deutsche Manager wie Schuljungen bei Gesprächen mit institutionellen Investoren versuchen müssen, deren Anforderungen gerecht zu werden.“<sup>656</sup>

Beide Variablen zusammen erklären nach Ansicht HÖPNERs 66 % der Gesamtvarianz der abhängigen Variable *Kapitalmarktorientierung*, weshalb vermutet werden kann, dass die Ausrichtung eines Unternehmens an den Interessen der Aktionäre nicht zwingend einer Flankierung durch erfolgsabhängige Anreizsysteme bedarf, sondern dass auch bei Gewährung von Fixlöhnen Vorstandsmitglieder börsennotierter Unternehmen

<sup>651</sup> Drei Fragen sind in diesem Zusammenhang entscheidend: (1) Was ist der am besten geeignete Performance-Maßstab? (2) Was ist das am besten geeignete Performance-Zielniveau? (3) Wie soll Belohnung mit Performance verknüpft sein? Vgl. RAPPAPORT (Shareholder, 1999), S. 134.

<sup>652</sup> Vgl. HÖPNER (Unternehmen, 2003).

<sup>653</sup> Vgl. HÖPNER (Unternehmen, 2003), S. 82 ff.

<sup>654</sup> Vgl. HÖPNER (Unternehmen, 2003), S. 93 ff.

<sup>655</sup> „Hinsichtlich der finanziellen Performanz ihrer Anlagen stehen sie (die institutionellen Investoren [Anm. des Verfassers]), im Gegensatz zu Privatanlegern, in direkter Konkurrenz zueinander.“ HÖPNER (Unternehmen, 2003), S. 98.

<sup>656</sup> HÖPNER (Unternehmen, 2003), S. 95.

nicht umhin kommen werden, durch eine entsprechende (riskante) Unternehmenspolitik den Ansprüchen des Marktes zu genügen.

**These 3:** *Fixlöhne tragen zumindest zum Teil dazu bei, dass der modelltheoretische Agent nicht zu einer self-fulfilling prophecy wird.*

Eine der zentralen Annahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie ist, dass der Agent das Anstrengungsniveau wählen wird, das seinen eigenen Nutzen maximiert. Entsprechend diesem Rationalitätsprinzip kann der Agent unter den Annahmen des Grundmodells der Prinzipal-Agenten-Theorie bei asymmetrischer Informationsverteilung grundsätzlich nur über monetäre Anreize zu einer höheren Anstrengung und zur Vermeidung opportunistischen Verhaltens motiviert werden. In den Wirtschaftswissenschaften bildet dieses Rationalitätsprinzip ein fundamentales Element zur Modellierung und Untersuchung des Verhaltens von Marktakteuren.<sup>657</sup> Empirische Untersuchungen zeigen indessen, dass opportunistisches Verhalten erst durch die Gewährung erfolgsabhängiger Anreizsysteme gefördert werden kann. So zeigen z. B. DENIS ET AL. (2006) anhand einer Stichprobe von 473 US-amerikanischen Unternehmen, gegen die in den Jahren 1993-2002 wegen Betrugsverdachts ermittelt wurde, dass ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Wahrscheinlichkeit eines Betrugsverdachts und der Höhe von aktienbasierten Vergütungskomponenten der betrachteten CEOs bestehen würde, weshalb die Autoren ein Resümee dahin gehend ziehen, dass „Our findings are consistent with the existence of a ‘dark side’ to incentive compensation“.<sup>658</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis gelangen auch JOHNSON ET AL. (2009), die Betrugsfälle in US-amerikanischen Unternehmen im Zeitraum 1992-2005 untersuchen. Die Autoren finden Hinweise auf einen Zusammenhang zwischen der Höhe von ausgegebenen Aktien und der Wahrscheinlichkeit von Betrugsfällen in den betrachteten Unternehmen.<sup>659</sup> Auch EFENDI ET AL. (2007) finden in ihrer Stichprobe von 190 US-amerikanischen Unternehmen Hinweise auf einen Zusammenhang zwischen der Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen seine zu optimistisch ausgewiesenen Zahlen in den Geschäftsberichten korrigieren musste, und der Zahl von in-the-money Aktienoptionen des CEO.<sup>660</sup> Dieses Ergebnis deckt sich

<sup>657</sup> Vgl. FERRARO ET AL. (Language, 2005), S. 11.

<sup>658</sup> DENIS ET AL. (Compensation, 2006), S. 486.

<sup>659</sup> “Controlling for firm, governance, and CEO characteristics, the likelihood of corporate fraud is positively related to incentives from unrestricted stockholdings and is unrelated to incentives from restricted stock and unvested and vested options.” JOHNSON ET AL. (Fraud, 2009), S. 142. Siehe für eine Gegenposition die Untersuchung von ERICKSON ET AL. (Link, 2006).

<sup>660</sup> Vgl. EFENDI ET AL. (Corporate, 2007), S. 703 f.

auch mit einer Untersuchung von HARRIS/BROMLEY (2006).<sup>661</sup> HARRIS/BROMLEY untersuchen den Zusammenhang zwischen der Wahrscheinlichkeit, dass Angaben in den Geschäftsberichten „geschönt“ wurden, und dem Anteil an erfolgs- und aktienbasierten Vergütungskomponenten am Beispiel von 434 US-Unternehmen im Zeitraum 1997-2002. Als Ergebnis stellen die Autoren fest, dass aktienbasierte Vergütungskomponenten die Wahrscheinlichkeit für einen falschen Ausweis der Unternehmensperformance in den Geschäftsberichten wesentlich erhöht hatten, während der Einfluss erfolgsabhängiger Vergütungskomponenten nur eine untergeordnete Rolle gespielt hatte.<sup>662</sup> Die vorgestellten Studien zeigen, dass erfolgsabhängige Anreizsysteme das opportunistische Verhalten der CEOs begünstigt haben, wodurch aber das modelltheoretische Bild eines opportunistisch agierenden Managers erst durch die Gewährung erfolgsabhängiger Anreizsysteme zu einer self-fulfilling prophecy geworden ist.<sup>663</sup>

Fixlöhne haben hingegen den Vorteil, dass sie keine Anreize dazu bieten, die vergütungsrelevanten Parameter zu manipulieren, da den Manipulationskosten, wie z. B. den Kosten der Anstrengung zur Manipulation und eventuellen Reputationskosten, aus Sicht eines rational handelnden Managers kein Nutzeneffekt gegenübersteht. Sind zudem noch weitere Faktoren wie Wettbewerbsdruck und professionalisierte Kapitalmarktteilnehmer präsent, welche die Arbeit der Vorstandsmitglieder überwachen und opportunistisches Verhalten in Form von Leistungsverweigerung verhindern, so kann erwartet werden, dass durch Fixlöhne zumindest teilweise ein opportunistisches Verhalten verhindert werden kann.

Insgesamt lassen die drei vorgebrachten Thesen vermuten, dass Fixlöhne unter bestimmten Bedingungen tatsächlich eine Alternative zu heutigen Anreizsystemen darstellen könnten und dass sich aus dem Verzicht auf erfolgsabhängige Anreizsysteme keine nachteiligen Effekte für die Aktionäre eines Unternehmens ergeben sollten. Vielmehr ist zu erwarten, dass marktgerechte Fixlöhne, wie schon von OSTERLOH/FREY angemerkt, dazu beitragen könnten, Manager anzusprechen, die sich nicht nur für das Geld interessieren, sondern für die eigentliche Aufgabenstellung, die in sich schon der Grund eines jeden Managers sein sollte, sich für eine so wichtige Aufgabe wie die Leitung

---

<sup>661</sup> Vgl. HARRIS/BROMLEY (Incentives, 2006).

<sup>662</sup> Vgl. HARRIS/BROMLEY (Incentives, 2006), S. 21.

<sup>663</sup> MERTON definiert eine self-fulfilling prophecy wie folgt: “The self-fulfilling prophecy is, in the beginning, a false definition of the situation evoking a new behaviour which makes the originally false conception come true.” MERTON (Prophecy, 1948), S. 195. Ähnlich auch FERRARO ET AL. (Language, 2005), S. 9: „Theories can become self-fulfilling when institutional designs and organizational arrangements-structures, reward systems, measurements practices, selection processes-reflect the explicit and implicit theories of their designers, in the process that transforms ‘image into reality’ by changing material organizational conditions and practices.”

eines großen Unternehmens zu entscheiden. Ob aber ein so radikaler Vorschlag wie der von OSTERLOH/FREY in der Wirtschaft tatsächlich Gehör finden wird, darf eher bezweifelt werden, da die heutige Vergütungspraxis größtenteils von der Überzeugung dominiert wird, dass erfolgsabhängige Anreizsysteme notwendig sind, um im Wettbewerb um die besten (oder vielleicht nur am besten bezahlten) Manager bestehen zu können.<sup>664</sup> Für die Wissenschaften bietet dieser Vorschlag indessen eine interessante Fragestellung, wobei insbesondere die Erweiterung des standardökonomischen Modells um die Erkenntnisse aus der Sozialpsychologie und psychologischen Ökonomik neue Einblicke in die optimale Ausgestaltung der Vorstandsvergütung liefern sollte.<sup>665</sup>

---

<sup>664</sup> Vgl. AUSTRUP/FERNÁNDEZ-ARÁOZ (Verlockung, 2009), S. 62.

<sup>665</sup> Erste Ansätze hierfür finden sich bei NEUNZIG (2002), der die Effizienz von Fixlöhnen im Rahmen des standardökonomischen Modells unter Berücksichtigung von Arbeitsfreude und Überwachungskosten untersucht. Seine Untersuchung kommt zu dem Ergebnis, dass singularär weder Arbeitsfreude noch Überwachung den Fixlohnvertrag effizienter als den Anreizvertrag machen können. Im Zusammenspiel der beiden Determinanten kann indessen der Fixlohnvertrag zu der effizienteren Vertragsform werden. Aus diesem Grund stellt der Autor fest, „(...) dass es die Annahme von Arbeitsfreude erlaubt, ökonomisch interessante Probleme zu analysieren und Modellergebnisse zu erhalten, welche die Realität besser erklären könnten als der traditionelle Annahmensatz.“ NEUNZIG (Fixlöhne, 2002), S. 18.

## F. Schlussbetrachtung

Die Diskussion über die Angemessenheit, Höhe und Struktur der Vergütung von Vorständen großer börsennotierter Unternehmen ist schon seit vielen Jahren ein zentraler Bestandteil der Debatte um die richtige Ausgestaltung der Führung und Überwachung von Unternehmen, die national wie international unter dem Begriff der Corporate Governance geführt wird. Eine Corporate Governance wird dabei als „gut“ bezeichnet, wenn Instrumente wie z. B. die Vorstandsvergütung dazu beitragen können, die aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle resultierenden Probleme divergierender Interessen in börsennotierten Unternehmen effizient zu lösen. Für Deutschland kann jedoch vor dem Hintergrund bestehender empirischer Studien, die - wenn überhaupt - nur einen geringen kausalen Zusammenhang zwischen der Vorstandsvergütung und der Unternehmensperformance feststellen konnten, vermutet werden, dass die deutsche Vorstandsvergütung nicht effizient ist, was zugleich auch gegen eine „gute“ Corporate Governance in deutschen Unternehmen sprechen würde.

Die Überprüfung dieser These stand im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit, wobei der Fokus sowohl auf die inhaltlichen Gestaltungsmerkmale (*Anreizsysteme*) als auch auf die institutionellen Rahmenbedingungen (*Aufsichtsrat*) der deutschen Vorstandsvergütung gerichtet wurde. Ausgehend von dieser These wurde zunächst in **Kapitel B.** der thematische Untersuchungsrahmen weiter konkretisiert. Nach einer terminologischen Grundlegung des Corporate Governance-Begriffs und einer Skizzierung der historischen Entwicklung der deutschen Corporate Governance und ihrer systemischen Merkmale wurden im Anschluss daran die Corporate Governance-Mechanismen *Eigentümerstruktur*, *Kapitalstruktur*, *Markt für Unternehmenskontrolle* und *Produktmarkt* näher betrachtet und ihre Wirkungen auf die Unternehmensperformance und die Vorstandsvergütung in den deutschen Unternehmen anhand empirischer Befunde dargelegt. Darüber hinaus wurden in diesem Zusammenhang auch die verschiedenen relevanten Regelungsquellen der deutschen Corporate Governance erläutert, wobei insbesondere der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) herausgestellt wurde, der die wesentlichen Leitlinien einer guten Corporate Governance in Deutschland kanalisieren soll. Für die Beurteilung der Effizienz der deutschen Vorstandsvergütung wurde zudem in Kapitel B. die im DCGK unter Ziffer 4.1.1 formulierte unternehmerische Zielvorschrift weiter konkretisiert. Dabei wurde deutlich, dass die Zielvorschrift keine eindeutigen Aussagen zur Shareholder Value- bzw. Stakeholder Value-Orientierung des DCGK zulässt, dass aber anhand der Formulierungen vermutet werden könnte, dass die Verfasser

des DCGK implizit versucht haben, eine Art moderates Shareholder Value-Konzept in den DCGK festzuschreiben.

Die Untersuchung der inhaltlichen Gestaltungsmerkmale der deutschen Vorstandsvergütung erfolgte sodann im **Kapitel C.**, wobei zunächst die wesentlichen theoretischen Merkmale des Prinzipal-Agenten-Problems aufgezeigt und am Beispiel des Grundmodells der Prinzipal-Agenten-Theorie unter symmetrischer und asymmetrischer Informationsverteilung diskutiert wurden. Zudem wurden die verschiedenen Determinanten von Anreizsystemen dargelegt und es konnte anhand von Ergebnissen empirischer Studien gezeigt werden, dass sich die theoretischen Aussagen des Grundmodells nicht immer mit den tatsächlichen Verhältnissen in den Unternehmen decken. Weiterhin wurden die für die weitere Untersuchung relevanten monetären Vergütungskomponenten in fixe, erfolgsabhängige und aktienbasierte untergliedert und beschrieben, bevor im Anschluss daran die aus Sicht des DCGK wesentlichen Kriterien effizienter Anreizsysteme hergeleitet wurden. Die Herleitung der Kriterien orientierte sich dabei zum einen an allgemeinen Kriterien von Managementanreizsystemen und zum anderen an den Empfehlungen und Anregungen des DCGK bzw. der im DCGK formulierten unternehmerischen Zielvorschrift. Insgesamt führte diese Vorgehensweise zu den folgenden Kriterien effizienter Anreizsysteme: Angemessenheit, Anreizkompatibilität, Wirtschaftlichkeit, Leistungsorientierung, Stabilität, Transparenz und Nachhaltigkeit. In der folgenden Diskussion dieser Kriterien wurden die theoretischen und praktischen Implikationen für die Gestaltung der einzelnen monetären Vergütungskomponenten herausgearbeitet und ihre Berücksichtigung am Beispiel der Anreizsysteme der Vorstandsmitglieder der DAX 30 Unternehmen empirisch untersucht. Die empirische Untersuchung konnte dabei zunächst aufzeigen, dass insbesondere bei den Kriterien der Anreizkompatibilität und der Wirtschaftlichkeit erhebliche Umsetzungsdefizite in den betrachteten Unternehmen festzustellen sind. So wurden z. B. in nur 20 % der Unternehmen Bemessungsgrundlagen als Basis für die erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten angesetzt, die dem Anreizkompatibilitätskriterium genügten, während in den übrigen Unternehmen Bemessungsgrundlagen verwendet wurden, die nicht anreizkompatibel waren und zudem den Vorstandsmitgliedern Anreize zu einer aus Sicht der Aktionäre falschen Unternehmensführung setzten. Darüber hinaus entsprachen auch die Anreizfunktionen der Vorstandsmitglieder, abgesehen von einem Unternehmen, nicht dem Anreizkompatibilitätskriterium, weil sie jegliche Verlustbeteiligung der Vorstandsmitglieder ausschlossen und durch Caps nach oben begrenzt waren. Bei dem Wirtschaftlichkeitskriterium zeigte sich indessen, dass in mehr als 48 % der betrachteten Unternehmen variable Vergütungskomponenten gewährt wurden, obwohl die Renditeerwartungen der Aktionäre nicht

erfüllt werden konnten. Auch für die übrigen Kriterien konnte keine durchgehende Übereinstimmung mit den diskutierten Anforderungen festgestellt werden. So wurde deutlich, dass zwar die Auszahlung der aktienbasierten Vergütungskomponenten an die Erfüllung absoluter und/oder relativer Ausübungshürden gekoppelt war, jedoch waren die Ausübungshürden auf einem Niveau festgesetzt, das nicht wirklich dem Kriterium der Leistungsorientierung entsprach. Weiterhin zeigte sich, dass der Anteil der aktienbasierten Vergütungskomponenten mit durchschnittlich 17 % an der Gesamtvergütung zu gering war, um tatsächlich zu einer nachhaltigen Unternehmensführung beitragen zu können. Insgesamt führte die empirische Untersuchung der inhaltlichen Gestaltungsmerkmale zu dem Ergebnis, dass die herausgearbeiteten Kriterien effizienter Anreizsysteme in den betrachteten Unternehmen nur wenig berücksichtigt wurden, weshalb geschlossen werden konnte, dass die Vorstandsvergütung in diesen Unternehmen nicht wirklich effizient war. Gestützt wurde diese Vermutung überdies durch eine eigene Berechnung der Pay-Performance-Relation in den betrachteten Unternehmen, welche einen geringen respektive keinen kausalen Zusammenhang zwischen der Unternehmensperformance und den erfolgsabhängigen respektive aktienbasierten Vergütungskomponenten aufzeigen konnte.

Die Machtverteilung zwischen Aufsichtsrat und Vorstand als mögliche Ursache ineffizienter Anreizsysteme wurde anschließend in **Kapitel D.** untersucht. Den theoretischen Analyserahmen bildete hierzu die Managerial-Power-Theorie, in deren Mittelpunkt die Untersuchung der Rahmenbedingungen steht, unter denen die Vorstandsvergütung zustande kommt. Nach einer kurzen Einführung in die Theorie wurde ihre Relevanz als Erklärungsvehikel für die Höhe und die Struktur der Vorstandsbezüge anhand empirischer Arbeiten dargelegt. Dabei konnte gezeigt werden, dass zwar nicht alle Hypothesen der Theorie in der Praxis bisher einheitlich nachgewiesen werden konnten, dass aber die Machtverteilung zwischen Aufsichtsrat und Vorstand einen wichtigen Prädiktor für die Effizienz der Vorstandsvergütung darstellt. Die Merkmale des deutschen Aufsichtsrats und die Herausarbeitung und Diskussion möglicher Ursachen von Machtverschiebungen standen im Mittelpunkt der folgenden Diskussion. Dabei wurden eine mangelnde Unabhängigkeit und Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder, eine hohe soziale Kohäsion zwischen einzelnen Aufsichtsrats- und Vorstandsmitgliedern, eine ineffiziente Ausschussarbeit, ein unzureichender Einfluss der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat und eine mangelnde Informationsversorgung des Aufsichtsrats durch den Vorstand als mögliche Ursachen einer Machtverschiebung zugunsten des Vorstands und seiner Vergütung identifiziert. Die empirische Überprüfung dieser Ursachen am Beispiel der DAX 30 Unternehmen konnte daraufhin Hinweise für eine hohe soziale Kohäsion und eine

Vielzahl personeller Verflechtungen in den deutschen Aufsichtsorganen liefern, die sich entsprechend der Managerial Power-Theorie negativ auf die Effizienz der Vergütung auswirken könnten. Zudem wurde die Tatsache als kritisch bewertet, dass in mehr als 52 % der betrachteten Unternehmen die Entscheidung über die Vorstandsvergütung nicht im Gesamtplenium getroffen, sondern an einen für die Vorstandsvergütung zuständigen Ausschuss delegiert wurde und dass die Mehrzahl dieser Ausschüsse zudem nicht paritätisch besetzt war. Obschon es nicht das primäre Ziel der vorliegenden Arbeit war, kausale Zusammenhänge zwischen den einzelnen Ausprägungen der Kontrolleffizienz des deutschen Aufsichtsrats und der Höhe der Vorstandsvergütung empirisch nachzuweisen, so konnte dennoch mit Hilfe einer Korrelationsanalyse ein Hinweis auf die Relevanz einer Hypothese der Managerial Power-Theorie für die betrachteten Unternehmen gewonnen werden, wonach zwischen der Höhe der Aufsichtsratsvergütung und der Höhe der Vorstandsvergütung ein Zusammenhang bestehen würde, der auf der gegenseitigen Unterstützung der beiden Organe Aufsichtsrat und Vorstand bei den Vergütungsverhandlungen fußt.

Auf der Basis der festgestellten Kritikpunkte wurden dann in **Kapitel E.** zunächst allgemeine Gestaltungsempfehlungen zur Verbesserung der Effizienz der deutschen Vorstandsvergütung erarbeitet, bevor im Anschluss daran diese in konkrete Vorschläge zur Erweiterung und Ergänzung des DCGK in der Fassung vom 6. Juni 2008 überführt wurden. Dabei wurden einerseits Vorschläge erarbeitet, welche die inhaltliche Ausgestaltung der Anreizsysteme verbessern und andererseits Vorschläge, welche die Rolle des Aufsichtsrats als Verhandlungspartner des Vorstands stärken. Eine zusammenfassende Übersicht dieser Vorschläge ist im Anhang D. dargestellt. Abschließend wurde noch die Frage diskutiert, ob der von einigen Wissenschaftlern vorgebrachte Vorschlag, allen Mitarbeitern nur noch marktgerechte Fixlöhne zu gewähren, eine Alternative zu erfolgsabhängigen Anreizsystemen darstellen könnte. Ausgehend von dieser Fragestellung wurden drei Thesen erarbeitet, unter welchen Bedingungen sich Fixlöhne erstens nicht negativ auf die Leistungsbereitschaft der Vorstandsmitglieder auswirken sollten, zweitens nicht zu einer weniger am Shareholder Value ausgerichteten Unternehmenspolitik führen sollten und drittens, wieso Fixlöhne das Entstehen opportunistischen Verhaltens der Vorstandsmitglieder zumindest teilweise verhindert könnten. Die Überprüfung dieser Thesen und die weitere Analyse der Anreizwirkungen von Fixlöhnen bieten vor allem aus interdisziplinärer Perspektive ein interessantes Untersuchungsfeld für künftige Arbeiten.

In der Praxis zeigt sich indessen, dass Fixlöhne nicht wirklich als eine Alternative zu erfolgsabhängigen Anreizsystemen gesehen werden. Dies wird auch daran deutlich, dass die Vielzahl der Maßnahmen zur Verbesserung der Effizienz der deutschen Vorstandsvergütung, die als Konsequenz der Finanzmarktkrise durchgeführt wurden, auf die Verbesserung der inhaltlichen Gestaltung der Anreizsysteme und die Stärkung des Aufsichtsrats abzielen. So wurde beispielsweise am 18. Juni 2009 das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, kurz VorstAG, vom Bundestag mit dem Ziel beschlossen, dafür Sorge zu tragen, dass bei der Festsetzung der Vergütung von Vorständen künftig verstärkt Anreize für eine nachhaltige Unternehmensentwicklung gesetzt werden. Zudem wurde auch der DCGK aktualisiert und liegt heute in der Fassung vom 18. Juni 2009 vor. Im Vergleich zu den Vorjahren wurden im Rahmen der Aktualisierung des DCGK mehrere Änderungen vorgenommen, welche auf die Verbesserung der Effizienz der Vorstandsvergütung gerichtet sind. So sind beispielsweise Empfehlungen und Anregungen hinzugekommen, die die Anreizkompatibilität<sup>666</sup> und die Nachhaltigkeit<sup>667</sup> der Anreizsysteme verbessern und die Beschlusskompetenz<sup>668</sup> und Beurteilungsfähigkeit<sup>669</sup> des Aufsichtsrats stärken sollen. Andere in dieser Arbeit vorgebrachte Kritikpunkte wie z. B. das Fehlen anreizkompatibler Bemessungsgrundlagen, die mangelnde Wirtschaftlichkeit der Anreizsysteme oder zusätzliche Qualifizierungsmaßnahmen der Aufsichtsratsmitglieder sind hingegen weiterhin unberücksichtigt geblieben, so dass es abzuwarten gilt, wie sich die aktuellen Änderungen des DCGK auf die Effizienz der Vorstandsvergütung auswirken werden.

---

<sup>666</sup> „Sowohl positiven als auch negativen Entwicklungen soll bei der Ausgestaltung der variablen Vergütungsteile Rechnung getragen werden.“ (Ziffer 4.2.3 Absatz 2 Satz 3)

<sup>667</sup> „Die Vergütungsstruktur ist auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten. Die monetären Vergütungsteile sollen fixe und variable Bestandteile umfassen. Der Aufsichtsrat hat dafür zu sorgen, dass variable Vergütungsteile grundsätzlich eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben.“ (Ziffer 4.2.3 Absatz 2 Satz 1 und 2)

<sup>668</sup> „Das Aufsichtsratsplenum setzt auf Vorschlag des Gremiums, das die Vorstandsverträge behandelt, die Gesamtvergütung der einzelnen Vorstandsmitglieder fest und soll das Vergütungssystem für den Vorstand beschließen und regelmäßig überprüfen.“ (Ziffer 4.2.2 Absatz 1)

<sup>669</sup> „Soweit vom Aufsichtsrat zur Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung ein externer Vergütungsexperte hinzugezogen wird, soll auf dessen Unabhängigkeit vom Vorstand bzw. vom Unternehmen geachtet werden.“ (Ziffer 4.2.2 Absatz 3)

## **Literaturverzeichnis**

- Abowd, J. M./Kaplan, D. S.** (Compensation, 1999),  
Executive compensation: Six questions that need answering, in: *Journal of Economic Perspectives* 13 (4), S. 145-168
- Acharya, V. V./John, K./Sundaram, R. K.** (Resetting, 2000),  
On the optimality of resetting executive stock options, in: *Journal of Financial Economics* 57, S. 65-101
- Adam-Müller, A. F. A.** (Option, 2001),  
Stock Option Plans für das Top Management, in: *Corporate Governance, Shareholder Value and Finance. Milestones in Management*, hrsg. von J. Mahari et al., Band IX, Basel, S. 331-362
- Adams, M.** (Vorstandsvergütungen, 2003),  
Vorstandsvergütungen – Der Fall Mannesmann und DaimlerChrysler, in: *Regulierung, Wettbewerb und Marktwirtschaft, Festschrift für Carl Christian von Weizsäcker*, hrsg. von H. G. Nutzinger, Göttingen, S. 295-362
- Aggarwal, R. K./Samwick, A. A.** (Executive, 1999),  
Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: Theory and evidence, in: *Journal of Finance* 54 (6), S. 1999-2042
- Aggarwal, R. K./Samwick, A. A.** (Side, 1999),  
The other side of the trade-off: The impact of risk on executive compensation, in: *Journal of Political Economy* 107 (1), S. 65-105
- Albach, H.** (Führung, 2003),  
Führung durch Vorstand und Aufsichtsrat, in: *Handbuch Corporate Governance*, hrsg. von P. Hommelhoff et al., Stuttgart, S. 285-304
- Antle, R./Smith, A.** (Investigation, 1986),  
An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executives, in: *Journal of Accounting Research* 24 (1), S. 1-39
- Arbeitskreis „Steuern und Revision“ im Bund der Wirtschaftsakademiker (BWA) e.V.** (Effizienz, 2006),  
Effizienz der Aufsichtsratsarbeit, Abrufbar unter <http://www.wirtschafts-akademiker.de/download/Effizienz%202006.pdf>
- Arnold, M. C.** (Anreizwirkungen, 2005),  
Anreizwirkungen von Stock Options – Agencytheoretische Analyse von Motivations-, Investitions- und Diversifikationsproblemen, Wiesbaden
- Arrow, K. J.** (Agency, 1985),  
The economics of agency, in: *Principals and agents: The structure of business*, hrsg. von Pratt, J. W./Zeckhauser, R. J., Boston, S. 37-51
- Austrup, D./Fernández-Aráoz, C.** (Verlockung, 2009),  
Verlockung zur Leidenschaft. Wertorientierte und nachhaltige Anreizsysteme, in: *FOCUS Online*, 1/2009, S. 62-65

- Backes-Gellner, U./Geil, L.** (Managervergütung, 1997),  
Managervergütung und Unternehmenserfolg – Stand der theoretischen und empirischen Forschung, in: *Das Wirtschaftsstudium* 5, S. 468-475
- Ballwieser, W.** (Shareholder, 1994),  
Adolf Moxter und der Shareholder Value-Ansatz, in: *Bilanzrecht und Kapital*, hrsg. von W. Ballwieser et al., Düsseldorf, S. 1377-1405
- Ballwieser, W./Schmidt, R. H.** (Unternehmensverfassung, 1981),  
Unternehmensverfassung, Unternehmensziele und Finanztheorie, in: *Unternehmensverfassung als Problem der Betriebswirtschaft*, hrsg. von K. Bohr et al., Berlin, S. 645-682
- Balsmeier, B./Peters, H.** (Unternehmensverflechtung, 2007),  
Personelle Unternehmensverflechtung und Vorstandsgehälter, IÖB Diskussionspapier 6/07, Westfälische Wilhelms-Universität Münster
- Bannier, C. E.** (Vertragstheorie, 2005),  
Vertragstheorie. Eine Einführung mit finanzökonomischen Beispielen und Anwendungen, Heidelberg
- Barkema, H. G./Gomez-Mejia, L. R.** (Compensation, 1998),  
Managerial compensation and firm performance: A general research framework, in: *Academy of Management Journal* 41 (2), S. 135-145
- Barkema, H. G./Pennings, J.** (Management 1998),  
Top management pay: Impact of overt and covert power, in: *Organization Studies* 19 (6), S. 975-1003
- Barney, J.** (Firm, 1991),  
Firm resources and sustained competitive advantage, in: *Journal of Management* 17 (1), S. 99-120
- Baums, T.** (Governance, 2003),  
Corporate Governance: Aktuelle Entwicklungen, IRP Rechtspolitisches Forum Nr. 12, Abrufbar unter [http://www.irp.uni-trier.de/pdf/12\\_Baums.pdf](http://www.irp.uni-trier.de/pdf/12_Baums.pdf)
- Bebchuk, L. A./Fried, J. M.** (Compensation, 2003),  
Executive compensation as an agency problem, in: *Journal of Economic Perspectives* 17 (3), S. 71-92
- Bebchuk, L. A./Fried, J. M.** (Pay, 2006),  
Pay without performance: Overview of the issues, in: *Academy of Management Perspectives*, S. 5-24
- Bebchuk, L. A./Grinstein, Y.** (Executive, 2005),  
The growth of executive pay, in: *Oxford Review of Economic Policy* 21 (2), S. 283-303
- Bebchuk, L. A./Fried, J. M./Walker, D. I.** (Executive, 2001),  
Executive compensation in America: Optimal contracting or extraction of rents?, Harvard Olin Discussion Paper No. 366
- Bebchuk, L. A./Fried, J. M./Walker, D. I.** (Power, 2002),  
Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation, in: *University of Chicago Law Review* 69, S. 751-846

- Becker, F. G.** (Anreizsysteme, 1990),  
Anreizsysteme für Führungskräfte. Möglichkeiten zur strategisch-orientierten Steuerung des Managements, Stuttgart
- Becker, F. G.** (Grundlagen, 1992),  
Grundlagen betrieblicher Leistungsbeurteilungen: Leistungsverständnis und -prinzip, Beurteilungsproblematik und Verfahrensprobleme, Stuttgart
- Becker, F. G./Kramarsch, M. H.** (Vergütung, 2006),  
Leistungs- und erfolgsorientierte Vergütung für Führungskräfte, Göttingen
- Becker, G.** (Capital, 1962),  
Investments in human capital: A theoretical analysis, in: *The Journal of Political Economy* 70, S. 9-49
- Beiner, S./Schmid, M./Wanzenried, G.** (Product, 2008),  
Product market competition, managerial incentives, and firm valuation, IFZ Working Paper No 006/2008, Hochschule Luzern
- Belliveau, M. A./O'Reilly III, C. A./Wade, J. B.** (Capital, 1996),  
Social capital at the top: Effects of social similarity and status on CEO compensation, in: *Academy of Management Journal* 39 (6), S. 1568-1593
- Benz, M./Stutzer, A.** (Managerlöhne, 2001),  
Was erklärt die steigenden Managerlöhne, Working paper, Institute for Empirical Research in Economics No. 81, University of Zurich
- Berle, A./Means, G.** (Corporation, 1967),  
The modern corporation and private property, revised edition, New York
- Berle, A./Means, G.** (Property, 1932),  
The modern corporation and private property, New York
- Bernhardt, W./Witt, P.** (Beurteilung, 2003),  
Die Beurteilung der Aufsichtsräte und ihrer Arbeit, in: *Handbuch Corporate Governance*, hrsg. von P. Hommelhoff et al., Stuttgart, S. 285-304
- Berrar, C.** (Governance, 2001),  
Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich, 1. Aufl., Baden-Baden
- Bertrams, H.** (Haftung, 2004),  
Die Haftung des Aufsichtsrats im Zusammenhang mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex und § 161 AktG, Berlin
- Bertrand, M./Mullainathan, S.** (Luck, 2001),  
Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are, in: *Quarterly Journal of Economics* 116, S. 901-932
- Beyer, J.** (Governance, 2003),  
Corporate Governance in Deutschland, Tätigkeitsbericht 2003, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln
- Bidlingmaier, J.** (Unternehmensziele, 1964),  
Unternehmensziele und Unternehmensstrategien, Bd. VIII der Studienreihe „Betrieb und Markt“, hrsg. von K. C. Behrens, Wiesbaden
- Bizjak, J. M./Lemmon, M. L./Naveen, L.** (Peer, 2007),  
Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation?, Working Paper

- Black, F./Scholes, M.** (Pricing, 1973),  
The pricing of options and corporate liabilities, in: *Journal of Political Economy* 81, S. 637-654
- Blair, M.** (Ownership, 1995),  
Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century, Washington D.C.
- Blair, M./Stout, L.** (Team, 1999),  
A team production theory of corporate law, in: *Virginia Law Review* 85, S. 247-315
- Bleicher, K.** (Anreizsysteme, 1992),  
Strategische Anreizsysteme – Flexible Vergütungssysteme für Führungskräfte, in: *Entwicklungstendenzen Band 8, Schriften des Instituts für Betriebswirtschaft, Hochschule St. Gallen, Stuttgart*
- Bleicher, K./Leber, D./Paul, H.** (Unternehmensverfassung, 1989),  
Unternehmensverfassung und Spitzenorganisation, Wiesbaden
- Böckli, P.** (Governance, 1999),  
Corporate Governance: Der Stand der Dinge nach den Berichten „Hampel“, „Viénot“ und „OECD“ sowie dem deutschen „KonTraG“, in: *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht* 71, S. 1-16
- Böckli, P.** (Governance, 2000),  
Corporate Governance auf Schnellstrassen und Holzwegen, in: *Der Schweizer Treuhänder* 74, 133-137
- Böckli, P.** (Konvergenz, 2003),  
Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs- und Aufsichtssystems, in: *Handbuch Corporate Governance*, hrsg. von P. Hommelhoff et al., Stuttgart, S. 201-222
- Böckli, P.** (Governance, 2006),  
Corporate Governance: Vertrauen an der Unternehmensspitze, in: *Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Ihre Tätigkeit und ihr Verhältnis zueinander*, hrsg. von C. Baer, Stuttgart, S. 33-58
- Boehmer, E.** (Governance, 1999),  
Corporate governance in Germany: Institutional background and empirical results, Working Paper
- Bohr, K.** (Unternehmensverfassung 1981),  
Unternehmensverfassung als Problem der Betriebswirtschaftslehre, hrsg. von K. Bohr et al., Berlin, S. 645-682
- Booth, L.** (Shareholder, 1998),  
What drives shareholder value? Presented at the Federated Press “Creating Shareholder Value” conference, 28 October 1998, University of Toronto, Toronto
- Bors, M.** (Vorstandsvergütung, 2006),  
Erfolgs- und leistungsorientierte Vorstandsvergütung, Dissertation, Universität Münster, Aachen

- Boyd, B.** (Board, 1994),  
Board control and CEO compensation, in: *Strategic Management Journal* 15,  
S. 335-344
- Braendle, U. C./Noll, J.** (Monitoring, 2004),  
The power of monitoring, Working Paper
- Brealey, R. A./Myers, S. C.** (Finance, 2003),  
Principles of Corporate Finance, 7. Aufl., McGraw-Hill
- Brenner, M./Sundaram, R.K./Yermack, D.** (Terms, 2000),  
Altering the terms of executive stock options, in: *Journal of Financial  
Economics* 57, S. 103-128
- Brenner, S./Schwalbach, J.** (Management, 2003),  
Management quality, firm size, and managerial compensation: A comparison  
between Germany and the UK, in: *Schmalenbach Business Review* 55,  
S. 280-293
- Brick, I.E./Palmon, O./Wald, J.K.** (CEO, 2006),  
CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence  
and cronyism, in: *Journal of Corporate Finance* 12 (3), S. 403-423
- Brose, P.** (Unternehmensverfassung, 1984),  
Erkenntnisstand und Perspektiven von Unternehmensverfassungen aus inter-  
disziplinärer Sicht, in: *Die Aktiengesellschaft*, S. 38-48
- Brown, C. C.** (Board, 1976),  
Putting the corporate board to work, New York
- Bryan, S./Hwang, L./Lilien, S.** (CEO, 2000),  
CEO stock-based compensation: An empirical analysis of incentive-intensity,  
relative mix, and economic determinants, in: *Journal of Business* 73,  
S. 661-693
- Buchner, R.** (Shareholder, 1994),  
Zum Shareholder Value-Ansatz, in *Wirtschaftsstudium*, Heft 10,  
Oktober 1994, S. 513-516
- Bühner, R./Tuschke, A.** (Kritik, 1997),  
Zur Kritik am Shareholder Value – eine ökonomische Analyse, in: *Betriebs-  
wirtschaftliche Forschung und Praxis* 5, S. 499-516
- Bulmash, S. B./Mehrez, A.** (Rule, 1985),  
Sharing rule contracts between management and investors and their effect on  
the management's attitude towards risk, in: *Journal of Business Finance &  
Accounting* 12, S. 399-413
- Bursee, M./v. Preen, A.** (Vorstandsbezüge, 2008)  
Nicht zu viel, nicht zu wenig. Angemessene Vorstandsbezüge zu ermitteln ist  
eine Kunst für sich, in: *Verantwortlich Führen, Corporate Governance für  
Führungskräfte, Kienbaum Kundenmagazin*, 1/2008
- Carpenter, M. A./Golden, B. R.** (Discretion, 1997),  
Perceived managerial discretion: A study of cause and effect, in: *Strategic  
Management Journal* 18, S. 187-206
- Casper, M.** (Optionsvertrag, 2005),  
Der Optionsvertrag, Habilitationsschrift, Tübingen

- Celentani, M./Loveira, R.** (Form, 2004),  
What form of relative performance evaluation?, UPF Economics and Business Working Paper No. 744, Universitat Pompeu Fabra, Barcelona
- Chance, D. M./Kumar, R./Todd, R. B.** (Executive, 2000),  
The repricing of executive stock options, in: *Journal of Financial Economics* 57, S. 129-154
- Chandler, A. D. Jr.** (Revolution, 1977),  
The visible hand: The managerial revolution in American business, Cambridge, MA
- Chen, J.** (Demand, 2003)  
The demand shift for CEO`s and CEO compensation in the 1990s, Working Paper
- Cheng, Q./Warfield, T. D.** (Equity, 2005)  
Equity incentives and earnings management, in: *The Accounting Review* 80, S. 441-476.
- Ching, K. M. L./Firth, M./ Rui, O. M.** (Governance, 2002)  
Earnings management, corporate governance and the market performance of seasoned equity offerings, Working Paper, Hong Kong Polytechnic University
- Chmielewicz, K./Coenenberg, A. G./Köhler, R./Meffert, H./Reber, G./ Szyperski, N.** (Unternehmensverfassung, 1981)  
Unternehmensverfassung, Stuttgart
- Conyon, M. J.** (Corporate, 1997),  
Corporate governance and executive compensation, in: *International Journal of Industrial Organization* 15, S. 493-509
- Coombs, P./Watson, M.** (Surveys, 2000),  
Three surveys on corporate governance, *McKinsey Quarterly*, Nr. 4, S. 74-77
- Core, J. E./Guay, W. R.** (Comment, 2002),  
The other side of the trade-off: The impact of risk on executive compensation: A revised comment, Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania
- Core, J. E./Guay, W. R./Larcker, D. F.** (Executive, 2003),  
Executive equity compensation and incentives: A survey, in: *FRBNY Economic Policy Review*, April, Vol. 9, S. 27-50
- Core, J. E./Holthausen, R. W./Larcker, D. F.** (Corporate, 1999),  
Corporate governance, chief executive compensation, and firm performance, in: *Journal of Financial Economics* 51, S. 371-406
- Cornell, B./Shapiro, A. C.** (Stakeholders, 1987),  
Corporate stakeholders and corporate finance, in: *Financial Management*, Spring, S. 5-14
- Cox, J. C./Ross, S./Rubinstein, M.** (Options, 1979),  
Option pricing: A simplified approach, in: *Journal of Financial Economics* 7, S. 229-264

- Crone von der, H. C.** (Risiko, 2004),  
Risiko und Corporate Governance, in: Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, hrsg. von H. C. von der Crone, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich, S. 553-562
- Csoport, P./Linner, F.** (Shareholder, 2002),  
Shareholder Value: Instrument zur Nutzenmaximierung des Managements? Eine kritische Betrachtung. Universität Zürich, Institut für schweizerisches Bankwesen, Working Paper Nr. 32
- Cunat, V./Guadalupe, M.** (Competition, 2005),  
How does product market competition shape incentive contracts?, Discussion Paper, London School of Economics and Political Science, London
- Cyert, R. M./March, J. G.** (Theory, 1963),  
A behavioral theory of the firm, 3<sup>rd</sup> ed., New Jersey, 1965 (1. Aufl., 1963, zit. als Cyert/March)
- Cyert, R. M./Kang, S.-H./Kumar, P.** (Corporate, 2002),  
Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence, in: Management Science 48 (3), S. 453-469
- Dahl, R. A.** (Concept, 1957),  
The concept of power, in: Behavioral Science 2, S. 201-215
- Daily, C. M./Johnson, J. L./Dalton, D. R.** (Compensation, 1988),  
Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation, in: Academy of Management Journal 41 (2), S. 209-220
- Daske, H./Gebhardt, G.** (Risikoprämien, 2006),  
Zukunftsorientierte Bestimmung von Risikoprämien und Eigenkapitalkosten für die Unternehmensbewertung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 58, 530-551
- Datta, D./Pinches, G./Narayanan, V.** (Factors, 1992),  
Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A Meta-analysis, in: Strategic Management Journal 13 (1), S. 67-84
- Deci, E. L./Koestner, R./Ryan, R. M.** (Review, 1999),  
Meta-analytic review of experiments: Examining the effects of extrinsic rewards on intrinsic motivation, in: Psychological Bulletin 125, S. 627-668
- Deckop, J. R.** (Compensation, 1988),  
Determinants of chief executive officer compensation, in: Industrial & Labor Relations Review 41, S. 215-226
- DeFond, M. L./Park, C. W.** (Reversal, 2001),  
The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises, in: The Accounting Review, Vol. 76, S. 375-404
- DeGeorge, F./Patel, J./Zeckhauser, R.** (Management, 1999),  
Earnings management to exceed thresholds, in: Journal of Business 72, S. 1-33
- Demski, J. S./Frimor, H./Sappington, D. E. M.** (Manipulation, 2004),  
Efficient manipulation in a repeated setting, in: Journal of Accounting Research 42, S. 31-49

- Denis, D. J./Hanouna, P./Sarin, A.** (Compensation, 2006),  
Is there a dark side to incentive compensation?, in: *Journal of Corporate Finance* 12, S. 467-488
- Dess, G. D./Picken, J. C.** (Productivity, 1999),  
Beyond productivity: How leading companies achieve superior performance by leveraging their human capital, New York: American Management Association
- Deutscher Gewerkschaftsbund „DGB“** (Vorschläge, 2008),  
DGB Vorschläge für ein gesetzliches Maßnahmenbündel zur Regulierung der Vorstandsvergütung, Ergebnis Beschluss DGB-Vorstand am 3. Juni 2008, Abruf unter <http://www.einblick.dgb.de/hintergrund/2008/11/managergehaelter.pdf>
- Deutscher Standardisierungsrat** (Entwurf, 2001),  
Entwurf Deutscher Rechnungslegungs Standard Nr. 11, E-DRS 11, Bilanzierung von Aktienoptionen und ähnlichen Entgeltformen, 21. Juni 2001, Abruf unter <http://www.standardsetter.de/drsc/docs/drafts/11.pdf>
- Dherment-Ferere, I./Köke, J./Renneboog, L.** (Monitoring, 2001)  
Corporate monitoring by blockholders in Europe: Empirical evidence of managerial disciplining in Belgium, France, Germany and the UK, ZEW Discussion Paper No. 01-24, Mannheim
- Dinkelbach, W.** (Ziele, 1978),  
Ziele, Zielvariablen, Zielfunktionen, in: *Die Betriebswirtschaft* 38, S. 51-58
- Dittmann, I./Maug, E.** (Anreizverträge, 2005),  
Warum optimale Anreizverträge keine Optionen enthalten, in: *Funktionsfähigkeit und Stabilität von Finanzmärkten*, hrsg. von W. Franz et al., Tübingen, S. 1-19
- Donaldson, T./Preston, L. E.** (Stakeholder, 1995),  
The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications, in: *Academy of Management Review* 20 (1), S. 65-91
- Dürr, B.** (Berater, 2007),  
Wer bezahlt die Berater des Aufsichtsrats, in: *Der Aufsichtsrat* 6, S. 82-83
- Dutta, S./Gigler, F.** (Effect, 2002),  
The effect of earnings forecasts on earnings management, in: *Journal of Accounting Research* 40, S. 631-655
- Dyl, E. A.** (Management, 1985),  
Reinganum on management succession, in: *Administrative Science Quarterly* 30, S. 373-374
- Eaton, J./Rosen, H. S.** (Agency, 1983),  
Agency, delayed compensation, and the structure of executive remuneration, in: *The Journal of Finance* 38, S. 1489-1505
- Ebers, M./Gotsch, W.** (Organisation, 1995),  
Institutionenökonomische Theorien der Organisation, in: *Organisations-theorien*, hrsg. von A. Kieser, 2. Aufl., Stuttgart u.a., S. 185-235

- Edwards, J./Nibler, M.** (Governance, 2000),  
Corporate governance in Germany: The role of banks and ownership concentration, in: *Economic Policy*, October, S. 239-267
- Edwards, J./Weichenrieder, A. J.** (Ownership, 1999),  
Ownership concentration and share valuation: Evidence from Germany, Working Paper
- Efendi, J./Srivastava, A./Swanson, E. P.** (Corporate, 2007),  
Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors, in *Journal of Financial Economics* 85, S. 667-708
- Eisenhardt, K.** (Theory, 1989),  
Agency theory: An assessment and review, in: *Academy of Management Review* 14, S. 57-74
- Ekeh, P. P.** (Social, 1974),  
Social exchange theory: The two traditions, Cambridge MA
- Elson, C. M.** (Executive, 1993),  
Executive overcompensation – A board-based solution, in: *Boston College Law Review* 34, S. 937-996
- Elston, J. A./Goldberg, L.G.** (Compensation, 2001),  
Executive compensation and agency costs in Germany, Working Paper
- Emerson, R. M.** (Power-dependence, 1962),  
Power-dependence relations, in: *American Sociological Review* 27, S. 31-41
- Emirbayer, M./Goodwin, J.** (Network, 1994),  
Network analysis, culture, and the problem of agency, in: *The American Journal of Sociology* 99 (6), S. 1411-1454
- Engels, W.** (Unternehmensverfassung, 1981)  
Arbeitsorientierte Unternehmensverfassung und Risikenmechanik, in: *Unternehmensverfassung als Problem der Betriebswirtschaft*, hrsg. von K. Bohr et al., Berlin, S. 199-218
- Erickson, M./Hanlon, M./Maydew, E.** (Link, 2006),  
Is there a link between executive equity incentives and accounting fraud, in: *Journal of Accounting Research* 44, S. 113-143
- Ernst, C./Rapp, M. S./Wolff, M.** (Vergütung, 2009),  
Vergütung von Vorstandsorganen deutscher Aktiengesellschaften: Ergebnisse einer Analyse der deutschen Prime Standard Unternehmen, in: *Zeitschrift für Corporate Governance* 2, S. 901-905
- Evan, W. M./Freemann, R. E.** (Stakeholder, 1988),  
A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism, in: *Ethical Theory and Business*, hrsg. von Beauchamps, T. L./Bowie, N. E., 3. Aufl. Englewood Cliffs, S. 97-106
- Eyer, E.** (Entgeltsysteme, 2002),  
Entgeltsysteme für produzierende Unternehmen – Durch differenzierte Vergütung die Wettbewerbsfähigkeit steigern, hrsg. von E. Eyer, Düsseldorf

- Ezzamel, M./Watson, R.** (Market, 1998),  
Market comparison earnings and the bidding-up of executive cash compensation: Evidence from the United Kingdom, in: *Academy of Management Journal* 41, S. 221-231
- Fallgatter, M. J.** (Vergütung, 2003),  
Variable Vergütung von Mitgliedern des Aufsichtsrates: Resultiert eine verbesserte Unternehmensüberwachung?, in: *Die Betriebswirtschaft* 63, S. 703-713.
- Fallgatter, M. J./Breitsohl, H.** (Diskussion, 2006),  
Zur Diskussion um ausufernde Managervergütungen – Hintergrund, empirischer Zugang, Einordnung. Arbeitspapier Nummer 207, Bergische Universität Wuppertal, Wuppertal
- Fama, E. F.** (Agency, 1980),  
Agency problems and the theory of the firm in: *The University of Chicago Press* 88, S. 288-307
- Fama, E. F./Jensen, M. C.** (Separation, 1983),  
Separation of ownership and control, in: *Journal of Law and Economics* 26 (2), S. 301-325
- Fee, C. E./Hadlock, C. J.** (Raids, 2003),  
Raids, rewards, and reputations in the market for managerial talent, in: *Review of Financial Studies* 16, S. 1315-1357
- Feltham, G. A./Wu, M. G. H.** (Incentive, 2001),  
Incentive efficiency of stock versus options, in: *Review of Accounting Studies* 6, S. 7-28
- Ferraro, F./Pfeffer, J./Sutton, R. I.** (Language, 2005),  
Economics language and assumptions: How theories can become self-fulfilling, in: *Academy of Management Review* 30, S. 8-24
- Fessmann, K. D.** (Effizienz, 1980),  
Organisatorische Effizienz in Unternehmungen und Unternehmensteilbereichen, Düsseldorf
- Figge, F./Schaltegger, S.** (Shareholder, 2000),  
Shareholder Value dank Stakeholder-Beziehungen, in: *Neue Züricher Zeitung*, Samstag 28.10.2000, Nr. 252
- Finkelstein, S.** (Power, 1992),  
Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation, in: *Academy of Management Journal* 35, S. 505-538
- Finkelstein, S./Boyd, B. K.** (Discretion, 1998),  
How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO Compensation, in: *Academy of Management Journal* 41, S. 179-199
- Finkelstein, S./Hambrick, D. C.** (Compensation, 1988),  
Chief executive compensation: A synthesis and reconciliation, in: *Strategic Management Journal* 9, S. 543-558

- Fischer, T. M./Beckmann, S.** (Informationsversorgung, 2007),  
Die Informationsversorgung der Mitglieder des Aufsichtsrats – Ergebnisse einer empirischen Studie deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften, [http://www.controlling.wiso.uni-erlangen.de/06\\_Forschung/Auswertungsberichte/Webseite%20ReConN\\_Ergebnisbericht%20Beckmann.pdf](http://www.controlling.wiso.uni-erlangen.de/06_Forschung/Auswertungsberichte/Webseite%20ReConN_Ergebnisbericht%20Beckmann.pdf)
- Fisher, I.** (Nature, 1906),  
The Nature of Capital and Income, New York
- Fiss, P. C.** (Influence, 2006),  
Social influence effects and managerial compensation: Evidence from Germany, in: Strategic Management Journal 27, S. 1013-1031
- Fleischer, H.** (Angemessenheit, 2005),  
Zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung im Aktienrecht, in: Deutsches Steuerrecht, S. 1279-1283
- Franks, J./Mayer, C.** (Capital, 1990),  
Capital markets and corporate control: A study of France, Germany and the U.K., in: Economic Policy 10, S. 191-231
- Franks, J./Mayer, C.** (Ownership, 2000),  
Ownership and control of German corporations, Working Paper
- Freeman, R. E.** (Management, 1984),  
Strategic management: A stakeholder approach, Boston
- French, J. R. P./Raven, B.** (Power, 1959),  
Bases of social power, Studies in social power, University of Michigan, Ann Arbor
- Frey, B. S.** (Money, 1997),  
Not just for the money – An economic theory of personal motivation, Cheltenham
- Frey, B. S./Jegen, R.** (Motivation, 2001),  
Motivation crowding theory: A survey of empirical evidence, in: Journal of Economic Surveys 15, S. 589-611
- Frey, B. S./Osterloh, M.** (Managers, 2005),  
Yes, managers should be paid like bureaucrats, in: Journal of Management Inquiry 14, S. 96-111
- Friend, I./Blume, M. E.** (Assets, 1975),  
The demand for risky assets, in: American Economic Review 65, S. 900-922
- Funk, P./Wanzenried, G.** (Compensation, 2003),  
Product Market Competition and Executive Compensation: An Empirical Investigation, Diskussionsschriften, Universität Bern, Bern
- Garen, J. E.** (Compensation, 1994)  
Executive compensation and principal-agent theory, in: Journal of Political Economy 102, S. 1175-1199
- Gaver, J. J./Gaver, K. M.** (Compensation, 1995),  
Compensation policy and the investment opportunity set, in: Financial Management 24 (1), S. 19-32

- Geppert, S.** (Rechtsnatur, 2003),  
Die Rechtsnatur und Durchsetzbarkeit von Corporate Governance-Regeln, in:  
Corporate Governance Kodex. Praxishandbuch, hrsg. von F. Prändl et al.,  
Wien, S. 139-170
- Gerum, E.** (Unternehmensverfassung, 1992),  
Unternehmensverfassung, in: Handwörterbuch der Organisation, hrsg. von  
E. Frese, 3. Aufl., Stuttgart, Sp. 2480-2502
- Gerum, E.** (Unternehmensverfassung, 1999),  
Unternehmensverfassung, Mitbestimmung und Stiftungen, in: Handbuch der  
Wirtschaftsethik, hrsg. von Korff, W. et. al., Band 3 (Ethik wirtschaftlichen  
Handelns), Gütersloh, S. 149-165
- Gerum, E.** (Governance, 2004),  
Corporate Governance, internationaler Vergleich, in: Handwörterbuch  
Unternehmensführung und Organisation, hrsg. von Schreyögg, G./  
Werder v., A., 4. Aufl., Stuttgart, Sp. 171-178
- Gerum, E.** (Governance, 2008),  
Das deutsche Corporate Governance-System: Eine empirische Untersuchung,  
Stuttgart
- Gillenkirch, R. M./Schabel, M.** (Periodenerfolgsrechnung, 2001),  
Investitionssteuerung, Motivation und Periodenerfolgsrechnung bei unglei-  
chen Zeitpräferenzen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung  
53, S. 215-245
- Gilson, S./Vetsuypens, M.** (CEO, 1993),  
CEO compensation in financially distressed firms: An empirical analysis, in:  
Journal of Finance 48, S. 425-458
- Gomez-Mejia, L. R.** (Executive, 1994),  
Executive compensation: A reassessment and future research agenda, in:  
Research in Personnel and Human Resources Management 12, 161-222
- Gomez-Mejia, L. R./Balkin, D. B.** (Compensation, 1992),  
Compensation, Organizational Strategy, and Firm Performance, Cincinnati
- Gorton, G./Schmid, F. A.** (Banking, 2000),  
Universal banking and the performance of German firms, in: Journal of Fi-  
nancial Economics 58, S. 29-80
- Göx, R. F./Heller, U.** (Role, 2008),  
The dual role of peer groups in executive pay: Relative performance evalua-  
tion versus benchmarking, Working Paper
- Gray, S. R./Cannella Jr., A. A.** (Risk, 1997),  
The role of risk in executive compensation, in: Journal of Management 23,  
S. 517-540
- Griewel, E.** (Governance, 2006),  
Ad hoc-Publizität und Zwischenberichterstattung im deutschen Corporate-  
Governance-System, hrsg. von E. Griewel, Deutscher Universitätsverlag,  
Wiesbaden

- Grinstein, Y./Hribar, P.** (CEO, 2004),  
CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses, in: *Journal of Financial Economics* 73, S. 199-143
- Grochla, E.** (Unternehmensorganisation, 1972),  
Unternehmensorganisation, Reinbek bei Hamburg
- Grossman, S. J./Hart, O. D.** (Takeover, 1980),  
Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of corporations, in: *Bell Journal of Economics* 11, S. 42-64
- Grossman, S. J./Hart, O. D.** (Analysis, 1983),  
An analysis of the Principal-Agent problem, in: *Econometrica* 51 (1), S. 7-45
- Grossman, S. J./Hart, O. D.** (Control, 1988),  
One Share – One Vote and the market for corporate control, in: *Journal of Financial Economics*, in: *Journal of Financial Economics* 20, S. 175-202
- Grothe, P.** (Unternehmensüberwachung, 2006),  
Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat. Ein Beitrag zur Corporate Governance Diskussion in Deutschland, Frankfurt/Main
- Guay, W. R.** (Sensitivity, 1999),  
The sensitivity of CEO wealth to equity risk: An analysis of the magnitude and determinants, in: *Journal of Financial Economics* 53, S. 43-71
- Gümbel, A.** (Power, 2006),  
Managerial power and executive pay, in: *Oxford Journal of Legal Studies* 26 (1), S. 219-233
- Haid, A./Yurtoglu, B. B.** (Ownership, 2006),  
Ownership structure and executive compensation in Germany, Working Paper
- Hall, B. J./Murphy, K. J.** (Prices, 2000),  
Optimal exercise prices for executive stock options, in: *American Economic Review* 90, S. 209-214
- Hall, B. J./Murphy, K. J.** (Stock, 2002),  
Stock options for undiversified executives, in: *Journal of Accounting and Economics* 33, S. 3-43
- Hambrick, D. C./Finkelstein, S.** (Discretion, 1987),  
Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes, in: *Research in Organizational Behaviour* 9, S. 369-406
- Hamel, W.** (Zielplanung, 1989),  
Zielplanung, in: *Handwörterbuch der Planung*, hrsg. von Szyperski, N./Winand, U., Stuttgart, Sp. 2302-2316
- Hamel, W.** (Zielsysteme, 1992),  
Zielsysteme, in: *Handwörterbuch der Organisation*, 3. Aufl., hrsg. von E. Frese, Stuttgart, Sp. 2634-2652
- Hamel, W.** (Unternehmensverfassung, 2004),  
Unternehmenswertorientierte Unternehmensverfassung, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 5, S. 463-479

- Harris, D./Helfat, C.** (Capital, 1997)  
Specificity of CEO human capital and compensation, in: *Strategic Management Journal* 18, S. 895-920
- Harris, J./Bromiley, P.** (Incentives, 2006),  
Incentives to cheat: The influence of executive compensation and firm performance on financial misrepresentation, in: *Organization Science* 18, S. 350-367
- Harris, M./Raviv, A.** (Results, 1978),  
Some results on incentive contracts with applications to education and employment, health insurance and law enforcement, in: *American Economic Review* 68, S. 20-30
- Harris, M./Raviv, A.** (Governance, 1988)  
Corporate governance, voting rights and majority rules, in: *Journal of Financial Economics* 20, S. 203-235
- Hartwick, J. M.** (Equity, 1977),  
Intergenerational equity and the investing of rents from exhaustible resources, in: *American Economic Review* 62, S. 972-974
- Hausch, K.** (Governance, 2004),  
Corporate Governance im deutschen Mittelstand, Veränderungen externer Rahmenbedingungen und interner Ebene, Dissertation, Wiesbaden
- Hauschildt, J.** (Zielsysteme, 1980),  
Zielsysteme, in: *Handwörterbuch der Organisation*, hrsg. von E. Grochla, 2. Aufl., Stuttgart, Sp. 2419-2430
- Healy, P. M.** (Effect, 1985),  
The effect of bonus schemes on accounting decisions, in: *Journal of Accounting and Economics* 7, 1985, S. 85-107
- Heinen, E.** (Industriebetriebslehre, 1991),  
Industriebetriebslehre, 9. Aufl., München, 1991
- Henderson, A./Fredickson, J.** (Determinant, 1996),  
Information-processing demands as a determinant of CEO compensation, in: *Academy of Management Journal* 39 (3), S. 575-606
- Hermalin, B./Weisbach, M.** (Boards, 1998),  
Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO, in: *American Economic Review* 88 (1), S. 96-118
- Heron, R. A./Lie, E.** (Stock, 2006),  
What fraction of stock option grants to top executives have been backdated or manipulated, in: *Management Science* 55, S. 513-525
- Herzig, N./Watrin, C.** (Rotation, 1995),  
Obligatorische Rotation des Wirtschaftsprüfers – ein Weg zur Verbesserung der externen Unternehmenskontrolle?, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 47 (9), S. 775-804
- Himmelberg, C. P./Hubbard, R. G.** (Pay, 2000)  
Incentive pay and the market for CEOs: An analysis of pay-for-performance sensitivity, Mimeo, Oxford University

- Hofmann, R./Hofmann, I.** (Kontrolle, 2004)  
Kontrolle und Überwachung der Unternehmen – Leitfaden zur Beurteilung der Corporate Governance von Global Player des DAX-30, Bochum
- Hohl, P.** (Standardsetzung, 2007),  
Private Standardsetzung im Gesellschafts- und Bilanzrecht, Verfassungsrechtliche Standardsetzung im europäischen Mehrebenensystem und den Beispielen des Deutschen Corporate Governance Kodexes und der International Financial Reporting Standards, Berlin
- Holmström, B.** (Moral, 1979),  
Moral hazard and observability, in: *The Bell Journal of Economics* 10, S. 74-91
- Holmström, B.** (Teams, 1982),  
Moral hazard in teams, in: *The Bell Journal of Economics* 13, S. 324-340
- Holmström, B./Milgrom, P.** (Aggregation, 1987),  
Aggregation and linearity in the provision of intertemporal incentives, in: *Econometrica* 55, S. 303-328
- Hönsch, H./Behncke, N./Wulfetange, J.** (Governance, 2005),  
Corporate Governance in Deutschland: Entwicklungen und Trend vor internationalen Hintergrund, gemeinsame Studie vom BDI und PWC, Abruf unter [http://www.pwc.de/fileserver/RepositoryItem/CG%20in%20Deutschland\\_final.pdf?itemId=1019247](http://www.pwc.de/fileserver/RepositoryItem/CG%20in%20Deutschland_final.pdf?itemId=1019247)
- Höpner, M.** (Unternehmen, 2003),  
Wer beherrscht die Unternehmen? Frankfurt/Main
- Höpner, M.** (Unternehmensmitbestimmung, 2004),  
Unternehmensmitbestimmung unter Beschuss: Die Mitbestimmung im Licht der sozialwissenschaftlichen Forschung, Discussion Paper 04/8, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln
- Höpner, M./Krempel, L.** (Netzwerk, 2005),  
Ein Netzwerk in Auflösung: Wie die Deutschland AG zerfällt, in: *MPIfG-Jahrbuch 2003/04*, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln, S. 9-14
- Hopt, K. J./Wiedemann, H.** (AktG, 1995),  
AktG Großkommentar, begründet von Gadow, W./Heinichen, E. und hrsg. von Hopt, K. J./Wiedemann, H., 4. neubearbeitete Auflage, Berlin u. a.
- Horst, M./Schmidt, R. H./Terberger, E.** (Risikoaufteilung, 1982),  
Risikoaufteilung durch Prämiensysteme, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 52, S. 942-958
- Hostettler, S.** (Erwartungslücke, 2002),  
Die Erwartungslücke der Investoren schließen: Moderne Bonuspläne bringen Ziele von Anlegern und Management in Einklang – Teil 2 von 2, in: *Finanz und Wirtschaft*, Nr. 32/2002, S. 28
- Hostettler, S./Stern, H.** (Erfolgsfaktor, 2002),  
Erfolgsfaktor Bonusplan, Mitarbeit zu Unternehmern machen, in: Sonderdruck aus *Manager-Bilanz* 4/2002, *Bilanz - Das Schweizer Wirtschaftsmagazin*

- Huber, M./Wels, T.** (Governance, 2003),  
Corporate Governance: Implikationen für das Management großer Unternehmen, in: Corporate Governance Kodex, Praxishandbuch, hrsg. von F. Prändl et al., Wien, S. 1-23
- Hüffer, U.** (Aktiengesetz, 2004),  
Aktiengesetz, in: Beck'sche Kurz Kommentare, Band 53, 6., neubearbeitete Aufl., München
- Irlenbusch, B./Sliwka, D.** (Incentives, 2005),  
Incentives, decision frames, and motivation crowding out – An experimental investigation, Discussion Paper No. 1758, Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit
- Januszewski, S./Köke, J./Winter, J. K.** (Competition, 2002),  
Product market competition, corporate governance and firm performance: An empirical analysis for Germany, in: Research in Economics 56, S. 299-332
- Jenkinson, T./Ljungqvist, A.** (Governance, 2001),  
The role of hostile stakes in German corporate governance, in: Journal of Corporate Finance 7, S. 397-446
- Jensen, M. C./Meckling, W. H.** (Rights, 1979),  
Rights and production function: An application to labour-managed firms and codetermination, in: Journal of Business 52, S. 469-506
- Jensen, M. C./Meckling, W. H.** (Theory, 1976),  
Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, in: Journal of Financial Economics 3, S. 305-360
- Jensen, M. C./Murphy, K. J.** (CEO, 1990),  
CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But How, in: Harvard Business Review, May-June, S. 138-149
- Jensen, M. C./Ruback, R. S.** (Market, 1983),  
The market for corporate control: The scientific evidence, in: Journal of Financial Economics 11, S. 5-50
- Jensen, M. C./Murphy, K. J./Wruck, E. G.** (Remuneration, 2004),  
Remuneration: Where we've been, how we got there, what are the problems, and how to fix them, Working Paper No. 44, European Corporate Governance Institute
- Jenter, D. C.** (Executive, 2002),  
Executive Compensation, Incentives, and Risk. MIT Sloan Working Paper
- Jin, L.** (Compensation, 2000),  
CEO Compensation, Diversification and Incentives, Working Paper
- Johnson, A.** (Options, 1999),  
Should options reward absolute or relative shareholder returns?, in: Compensation and Benefits Review 31, S. 38-43
- Johnson, M. A./Porter, S./Shakell, M. B.** (Stakeholder, 1997),  
Stakeholder pressure and the structure of executive compensation, SSRN Working Paper

- Johnson, S. A./Ryan, H. E. Jr./Tian, Y. S.** (Fraud, 2009),  
Managerial incentives and corporate fraud: The sources of incentives matter,  
in: *Review of Finance* 13, S. 115-145
- Johnson, S. A./Tian, Y. S.** (Executive, 2000),  
Indexed executive stock options, in: *Journal of Financial Economics* 57, S.  
35-64
- Johnson, S. A./Tian, Y. S.** (Value, 2000),  
The value and incentive effects of nontraditional executive stock option  
plans, in: *Journal of Financial Economics* 57, S. 3-34
- Johnston, J.** (Tenure, 2002),  
Tenure, promotion and executive compensation, in: *Applied Economics* 34,  
S. 993-997
- Jürgenmeyer, M.** (Unternehmensinteresse, 1984),  
Das Unternehmensinteresse, Dissertation, Universität Freiburg
- Jürgens, U./Rupp, J./Vitols, K.** (Governance, 2000),  
Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland - Nach dem  
Fall von Mannesmann – Paper revisited, FS II 00-202
- Kah, A.** (Profitcenter-Steuerung, 1994),  
Profitcenter-Steuerung: Ein Beitrag zur theoretischen Fundierung des  
Controlling anhand des Principal-Agent-Ansatzes, Stuttgart
- King, D. R./Dalton, D. R./Daily, C. M./Covin, J. G.** (Performance, 2004)  
Meta-analysis of post-acquisitions performance: Indications of unidentified  
moderators, in: *Strategic Management Journal* 25, S. 187-200
- Knorr, F./Scheppach, M.** (Entgeltsysteme, 1998),  
Leistungsbezogene Entgeltsysteme - Für Wohlfahrtsverbände und  
Non-Profit-Organisationen, Regensburg/Bonn
- Köke, F. J.** (Evidence, 2001),  
New evidence on ownership structures in Germany, in: *Kredit und Kapital*,  
Heft 2, S. 257-292
- Köke, F. J.** (Market, 2004),  
The market for corporate control in a bank-based economy: A governance  
device?, in: *Journal of Corporate Finance* 10, S. 53-80
- Koschnick, W. J.** (Management, 1996),  
Management, Enzyklopädisches Lexikon, Berlin
- Kosiol, W. J.** (Unternehmung, 1966),  
Die Unternehmung als wirtschaftliches Aktionszentrum, Reinbeck bei Ham-  
burg
- Kossbiel, H.** (Effizienz, 1994),  
Überlegungen zur Effizienz betrieblicher Anreizsysteme, in:  
*Die Betriebswirtschaft* 54, S. 75-93
- Krotter, S.** (Durchbrechungen, 2006),  
Durchbrechungen des Kongruenzprinzips und Residualgewinne – Broken  
Link between Accounting and Finance, Regensburger Diskussionsbeiträge  
zur Wirtschaftswissenschaft 411, Universität Regensburg, Regensburg

- Kuhn, T. S.** (Struktur, 1976),  
Die Struktur wissenschaftlicher Revolutionen, Frankfurt/Main
- Kunz, J.** (Aufsichtsrat, 2008),  
Der Aufsichtsrat und seine Ausschüsse: Profis gefragt, in: Kienbaum Kundenmagazin, 1/2008, S. 4-7
- Kürsten, W.** (Shareholder, 2000),  
“Shareholder Value” – Grundelemente und Schieflogen einer polit-ökonomischen Diskussion aus finanzierungstheoretischer Sicht, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 70, Heft 3, S. 359-381
- La Porta, R./Lopez-De-Silanes, F./Shleifer, A./Vishny, R.** (Agency, 2000),  
Agency problems and dividend policies around the world, in: Journal of Finance 55 (1), S. 1-33
- Lambert, R. A.** (Theory, 2001),  
Contracting theory and accounting, in: Journal of Accounting and Economics 32, S. 3-87
- Lambert, R. A./Larcker, D. F./Weigelt, K.** (Structure, 1993),  
The structure of organizational incentives, in: Administrative Science Quarterly 38, S. 438-461
- Lambert, R. A./Larcker, D., Verrecchia, R.** (Portfolio, 1991),  
Portfolio considerations in valuing executive compensation, in: Journal of Accounting Research 29, S. 129-149
- Lannoo, K.** (Governance, 1995),  
Corporate governance in Europe, Working Party Report No. 12, Centre for European Studies (CEPS)
- Laux, H.** (Anreizsysteme, 1972),  
Anreizsysteme bei unsicheren Erwartungen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 24, S. 784-803
- Laux, H.** (Organisation, 1979),  
Grundfragen der Organisation, Berlin u.a.
- Laux, H.** (Risiko, 1990),  
Risiko, Anreiz und Kontrolle, Heidelberg
- Laux, H.** (Erfolgssteuerung, 1995),  
Erfolgssteuerung und Organisation, Heidelberg
- Laux, H.** (Unternehmensrechnung, 2006),  
Unternehmensrechnung, Anreiz und Kontrolle. Die Messung, Zurechnung und Steuerung des Erfolges als Grundproblem der Betriebswirtschaftslehre, 3. Aufl., Berlin u. a.
- Laux, H.** (Unternehmenssteuerung, 2006),  
Wertorientierte Unternehmenssteuerung und Kapitalmarkt. Fundierung finanzwirtschaftlicher Entscheidungskriterien und (Anreize für) deren Umsetzung. 2. Aufl., Berlin u. a.
- Lazar, C.** (Managementvergütung, 2007),  
Managementvergütung, Corporate Governance und Unternehmensperformance, Eine modelltheoretische und empirische Untersuchung, Dissertation, Leipzig

- Lazonick, W./O`Sullivan, M.** (Shareholder, 2000),  
Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance, in:  
Economy and Society 29 (1), S. 13-35
- Leyens, P. C.** (Information, 2007),  
Information des Aufsichtsrats – Ökonomisch-funktionale Analyse und  
Rechtsvergleich zum englischen Board, Dissertation, Tübingen
- Lie, E.** (CEO, 2005),  
On the timing of CEO stock option awards, in: Management Science, Vol.  
51, S. 802-812
- Limpens, E.** (Differenzierung, 1994),  
Leistungsorientierte Differenzierung von Führungskräften, Dissertation, Köln
- Linter, J.** (Capital, 1965),  
The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock  
portfolios and capital budgets, in: The Review of Economics and Statistics  
47, S. 13-37
- Lipsey, R. G./Lancaster, K.** (General, 1956/57),  
The general theory of second best, in: The Review of Economic Studies 24,  
1956/57, S. 11-32
- Lorsch, J. W./MacIver, E.** (Pawns, 1989),  
Pawns and Potentates - The Reality of America's Corporate Boards, Boston  
MA
- Lücke, W.** (Investitionsrechnung, 1955),  
Investitionsrechnung auf der Basis von Ausgaben oder Kosten?, in: Zeit-  
schrift für handelswissenschaftliche Forschung, S. 310-324
- Lücke, W.** (Zielgrößen, 2001),  
Zielgrößen für Unternehmen, Stakeholder und Shareholder, in: Zeitschrift für  
Planung, S. 47-72
- Lutter, M.** (Auswahlpflichten, 2003),  
Auswahlpflichten und Auswahlverschulden bei der Wahl von Aufsichtsrats-  
mitgliedern, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschafts-  
recht 159, S. 287-309
- Lutter, M.** (Defizite, 1995),  
Defizite für eine effiziente Aufsichtsratsstätigkeit und gesetzliche Möglichkei-  
ten der Verbesserung, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, S. 417-419
- Lutter, M.** (Information, 1984),  
Information und Vertraulichkeit im Aufsichtsrat, 2. Aufl., Köln/Bonn
- Lutter, M.** (Information, 2006),  
Information und Vertraulichkeit im Aufsichtsrat, 3. Aufl., Köln
- Lutter, M./Krieger, G.** (Rechte, 1981),  
Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 1. Aufl., Freiburg im Breisgau
- Mace, M. L.** (Directors, 1971),  
Directors: Myth and Reality, Boston, MA

- Main, B. G./Johnston, J.** (Remuneration, 1993),  
Remuneration committees and corporate governance, in: *Accounting and Business Research* 23, S. 351-362
- Main, B. G./O'Reilly, C. A./Wade, J.** (CEO, 1995),  
The CEO, the board of directors and executive compensation: Economic and psychological perspectives, in: *Industrial and Corporate Change* 4, S. 293-332
- Malik, F.** (Unternehmensaufsicht, 1997)  
Wirksame Unternehmensaufsicht, Frankfurt
- Mankiw, N. G.** (Volkswirtschaftslehre, 1999),  
Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, Stuttgart
- Manne, H. G.** (Mergers, 1965),  
Mergers and the market for corporate control, in: *Journal of Political Economy* 73, S. 110-120
- March, J. G./Simon, H.A.** (Organisation, 1958),  
Organisation und Individuum – Menschliches Verhalten in Organisationen, Wiesbaden (1. Aufl., 1958, zit. March/Simon)
- Maucher, H.** (Governance, 2002),  
Einige Aspekte der Corporate Governance aus internationaler Sicht, in: *Corporate Governance, Shareholder Value & Finance*, hrsg. von Siegwart H./Mahari, J., München, S. 3-17
- McGuire, J./Dow, S./Argheyd, K.** (CEO, 2003),  
CEO incentives and corporate social performance, in: *Journal of Business Ethics* 45, S. 341-359
- Mehran, H.** (Executive, 1995),  
Executive compensation structure, ownership, and firm performance, in: *Journal of Financial Economics* 38, S. 163-184
- Mellerowicz, K.** (Leistung, 1960),  
Leistung, in: *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, hrsg. von Seischab, H./Schwantag, K., 3. Aufl., Stuttgart, Sp. 3774-3776
- Merton, R. K.** (Prophecy, 1948),  
The self-fulfilling prophecy, in: *Antioch Review* 8, S. 193-210
- Meulbroek, L. K.** (Compensation, 2001),  
Executive compensation using relative-performance-based options: Evaluating the structure and costs of indexed options, Working Paper, Harvard Business School, Boston MA
- Meyer, C. H.** (Aktienoptionspläne, 2004),  
Aktienoptionspläne für Führungskräfte – Konzept zur einheitlichen Behandlung im handelsrechtlichen Jahresabschluss, Dissertation, Düsseldorf
- Milgrom, P./Roberts, J.** (Economics, 1992),  
Economics, Organization, and Management, Englewoods Cliffs, NJ: Prentice Hall Inc.
- Morck, R./Shleifer, A./Vishny, R. W.** (Objectives, 1990),  
Do managerial objectives drive bad acquisitions, in: *The Journal of Finance* 45 (1), S. 31-48

- Mossin, J.** (Capital, 1966),  
Equilibrium in capital asset markets, in: *Econometrica* 34, S. 261–276
- Müller, H.-E.** (Erfolgskriterien, 2007),  
Erfolgskriterien für die angemessene Vorstandsvergütung, in:  
Der Aufsichtsrat, Ausgabe 3, S. 36-37
- Müller, R.** (Governance, 2007),  
Corporate Governance für Organisationen und Unternehmen im öffentlichen  
Sektor des Landes Lichtenstein, Bericht der Arbeitsgruppe Corporate Govern-  
ance im Auftrag der Regierung des Fürstentums Liechtenstein, Vaduz
- Müller, W.** (Entscheidungsspielräume, 1993),  
Die Entscheidungsspielräume der Verwaltung einer Aktiengesellschaft im  
Verhältnis zu ihren Aktionären, in: *Festschrift für Johannes Semler zum 70.  
Geburtstag*, hrsg. von Marcus Bierich u.a., Berlin, S. 195-216
- Murphy, K. J.** (Compensation, 1999),  
Executive Compensation, in: *Handbook of Labor Economics* 3, hrsg. von  
Ahsenfelder, O./Cards, D., Amsterdam, 2485-2563
- Murphy, K. J.** (Contracts, 2000),  
Performance standards and incentive contracts, University of Chicago  
Working Paper, University of Chicago, Chicago
- Murphy, K. J.** (Power, 2002),  
Explaining executive compensation: Managerial power vs. the perceived cost  
of stock options, Working Paper
- Murphy, K. J./Zabojnik, J.** (Capital, 2003),  
Managerial capital and the market for CEOs, Working Paper
- Murphy, K. J./Zabojnik, J.** (CEO, 2004),  
CEO pay and appointments: A market-based explanation for recent trends,  
in: *American Economic Review* 94 (2), S. 192-196
- Nagy, R.** (Governance, 2002),  
Corporate Governance in der Unternehmenspraxis: Akteure, Instrumente und  
Organisation des Aufsichtsrates, Wiesbaden
- Nalbantian, H. R.** (Performance, 1993),  
Performance indexing in stock option and other incentive compensation  
programs, in: *Compensation and Benefits Review* 25, S. 25-40
- Nassauer, F.** (Governance, 2000),  
“Corporate Governance” und die Internationalisierung von Unternehmen,  
Dissertation, Frankfurt
- Neubauer, F./Lank, A. G.** (Business, 1998),  
The Family Business: It`s Governance for Sustainability, New York
- Neunzig, A. R.** (Fixlöhne, 2002),  
Effiziente Fixlöhne, Arbeitsfreude und Überwachungskosten, Discussion  
Paper 2002-02, Center for the Study of Law and Economics, Universität des  
Saarlandes, Saarbrücken
- Nölting, A.** (Unternehmenskontrolle, 2000),  
Die ratlosen Räte – Unternehmenskontrolle, in: *ManagerMagazin* 30 (9),  
S. 132-139

- o.V.** (Ausschussbildung, 2005),  
Ausschussbildung in deutschen Aufsichtsräten, in:  
Audit Committee Quarterly, KPMG, II/2005, S. 6-13
- O'Reilly III, C. A./Main, B. G./Crystal, G. S.** (CEO, 1988),  
CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two  
theories, in: Administrative Science Quarterly 33, S. 257-274
- Oechsler, W. A.** (Qualifikation, 2003),  
Qualifikation und personelle Besetzung des Vorstands und Aufsichtsrats, in:  
Handbuch Corporate Governance, hrsg. von P. Hommelhoff et al., Stuttgart,  
S. 285-304
- Oetker, H.** (Aufsichtsrat/Board, 2003),  
Aufsichtsrat/Board: Aufgaben, Besetzung, Organisation, Entscheidungsfindung  
und Willensbildung – Rechtlicher Rahmen, in: Handbuch Corporate  
Governance, hrsg. von P. Hommelhoff et al., Stuttgart, S. 261-284
- Osterloh, M./Rost, K., Mdjdpour, K. P.** (Pay, 2008),  
Pay without performance: Legitimationskrise variabler Vergütungssysteme  
für das Management, in: Forum Wirtschaftsethik 16, S. 28-41
- Ott, K.** (Nachhaltigkeit, 2002),  
Nachhaltigkeit des Wissens – was könnte das sein?, in: Gut zu Wissen -  
Links zur Wissensgesellschaft, hrsg. von Heinrich-Böll-Stiftung. Abrufbar  
unter <http://www.wissensgesellschaft.org/themen/wissensoekonomie/nachhaltigkeit.pdf>
- Otten, J. A.** (Origins, 2007),  
Origins of executive pay & corporate governance reform codes – Essays on  
an institutional approach to corporate governance, Dissertation, Utrecht  
University, Utrecht
- Otten, J. A.** (Pay, 2008),  
Theories on executive pay. A literature overview and critical assessment,  
Working Paper, MPRA, No. 6969, RSM Erasmus University, Rotterdam
- Otten, J. A./Heugens, P.** (Power, 2007),  
Extending the managerial power theory of executive pay: A cross-national  
test, Working Paper, RSM Erasmus University, Rotterdam
- Pavlik, E. L./Scott, T. W./Tiessen, P.** (Compensation, 1993),  
Executive compensation: Issues und research, in: Journal of Accounting  
Literature 13, S. 131-189.
- Peltzer, M.** (Governance, 2002),  
Corporate Governance Codices als zusätzliche Pflichtenbestimmung für den  
Aufsichtsrat, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 5, S. 10-16
- Penrose, E. T.** (Theory, 1959),  
The Theory of the Growth, New York
- Pfannschmidt, A.** (Mehrfachmandate, 1995),  
Mehrfachmandate in deutschen Unternehmen, Ökonomischer  
Erklärungsansatz, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 65, Heft 2, S. 177-203
- Pfeffer, J.** (Power, 1981),  
Power in Organizations, Marshfield, MA

- Picot, A./Reichwald, R./Wigand, R. T.** (Unternehmung, 2001),  
Die grenzenlose Unternehmung, 4 Aufl., Wiesbaden
- Pittel, K.** (Entwicklung, 2004),  
Nachhaltige Entwicklung und Wirtschaftswachstum, in:  
Wirtschaftswissenschaftliches Studium 33, S. 537-544
- Plate, B. v.** (Globalisierung, 1999),  
Grundelemente der Globalisierung, in: Informationen zur politischen Bildung, Globalisierung, Nr. 263, S. 3-7
- Potthoff, E./Trescher, K./Theisen, M. R.** (Aufsichtsratsmitglied, 2003),  
Das Aufsichtsratsmitglied: Ein Handbuch der Aufgaben, Rechte und Pflichten, Stuttgart
- Preinreich, G.** (Annual, 1938),  
Annual survey of economic theory: The theory of depreciation, in:  
Econometrica 2, S. 219-231
- Prendergast, C.** (Risk, 2002),  
The tenuous trade-off between risk and incentives, in: Journal of Political Economy 110, S. 1071-1102
- Probst, A./Theisen, M. R.** (Berichterstattung, 2008),  
Berichterstattung an den Aufsichtsrat – 3. Panel-Befragung, in: Der Aufsichtsrat, S. 66-68
- Raith, M.** (Competition, 2001),  
Competition, risk and managerial incentives, Working Paper, University of Chicago, Chicago
- Rang, R.** (Vorstandsvergütung, 2008),  
Vorstandsvergütung 2006, Hans-Böckler-Stiftung, Abruf unter  
[http://www.boeckler.de/pdf/Detailstudie\\_Vorstandsverguetung\\_2006.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/Detailstudie_Vorstandsverguetung_2006.pdf)
- Rappaport, A.** (Shareholder, 1986),  
Creating shareholder value. The new standard for business performance, New York u.a.
- Rappaport, A.** (Executive, 1999),  
New thinking on how to link executive pay with performance, in: Harvard Business Review, March-April, S. 91-101
- Rappaport, A.** (Shareholder, 1999),  
Shareholder Value. Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. vollständig überarbeitete und aktualisierte Auflage, Stuttgart
- Richter, R./Furubotn, E. G.** (Institutionenökonomik, 2003)  
Neue Institutionenökonomik: Eine Einführung und kritische Würdigung, 3. Aufl., Tübingen
- Riegger, H.-G.** (Unternehmenskontrolle, 2003),  
Unternehmenskontrolle, Aufsichtsratshaftung und ihre effektive Durchsetzung, Dissertation, Baden-Baden
- Robert, C. P./Casella, G.** (Carlo, 2004),  
Monte Carlo Statistical Methods, 2. Aufl., New York

- Roberts, D. R.** (Theory, 1956),  
A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions, in: *The Quarterly Journal of Economics* 70, S. 270-294
- Rogall, H.** (Umweltökonomie, 2002),  
Neue Umweltökonomie – Ökologische Ökonomie. Ökonomische und ethische Grundlagen der Nachhaltigkeit, Instrumente zu ihrer Durchsetzung, Opladen
- Ross, S.** (Theory, 1973),  
The economic theory of agency: The principal's problem, in: *American Economic Review* 63, S. 134-139
- Ross, S.** (Agency, 1974),  
On the economic theory of agency and the principle of similarity, in: *Essays on Economic Behavior Under Uncertainty*, hrsg. von M. Balch et al., Amsterdam, S. 215-240
- Rost, K./Osterloh, M.** (Determinants, 2007),  
Determinants of directors' pay in Switzerland: „Optimal-Contract“ versus „Fat Cat“ explanation, Working Paper No. 2008-26, Center for Research in Economics, Management and the Arts, Basel
- Rost, K./Osterloh, M.** (Management, 2009),  
Management fashion Pay-for-Performance for CEOs, in: *Schmalenbach Business Review* 61, S. 119-149
- Rost, K./Osterloh, M.** (Managerlöhne, 2007),  
Unsichtbare Hand des Marktes oder unsichtbares Handschütteln? Wachstum der Managerlöhne in der Schweiz, Working Paper, University of Zurich
- Roth, G. H./Wörle, U.** (Unabhängigkeit, 2004),  
Die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats – Recht und Wirklichkeit, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, S. 565-630
- Schauenberg, B.** (Gegenstand, 1998),  
Gegenstand und Methoden der Betriebswirtschaftslehre, in: *Vahlens Kompendium der Betriebswirtschaftslehre*, hrsg. von M. Bitz et al., Band 1, 4. Aufl., S. 2-56
- Scheffler, E.** (Überwachungsaufgabe, 1994),  
Die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats im Konzern, in: *Der Betrieb* 47, Heft 16, S. 793-799
- Schierenbeck, H.** (Grundzüge, 1999),  
Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 14. unwesentlich veränderte Auflage, München
- Schilling, W. U.** (Shareholder, 1997),  
Shareholder Value und Aktiengesetz, in: *Betriebs-Berater*, S. 373-381
- Schmidt, K.** (Competition, 1997),  
Managerial incentives and product market competition, in: *Review of Economic Studies* 64, S. 191-213

- Schmidt, R. H.** (Wandel, 2001),  
Kontinuität und Wandel bei der Corporate Governance in Deutschland, in:  
Neuere Ansätze der Betriebswirtschaftslehre – in Memoriam Karl Hax, hrsg.  
von G. Lassmann, Düsseldorf u. a., S. 61-87
- Schmidt, R. H.** (Transformation, 2008),  
Die Transformation des deutschen Finanzsystems und der Corporate  
Governance deutscher Unternehmen, in: Internationalisierung und  
Unternehmenserfolg, hrsg. von M. Glaum et al., Schriften der Schmalenbach-  
Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V., Stuttgart, S. 317-338
- Schmidt, R. H./Maßmann, J.** (Shareholder, 1999),  
Drei Mißverständnisse zum Thema “Shareholder Value”, in: Unternehmens-  
ethik und die Transformation des Wettbewerbs, hrsg. von B. N. Kumar et al.,  
Stuttgart, S. 125-158
- Schmidt, R. H./Schwalbach, J.** (Vorstandsvergütung, 2007)  
Ausmaß und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland, in: Der  
ehrbare Kaufmann: Modernes Leitbild für Unternehmer?, Zeitschrift für  
Betriebswirtschaft, Special Issue I/2007, S. 111-122
- Schmidt, R. H./Spindler, G.** (Ökonomie, 1997),  
Shareholder Value zwischen Ökonomie und Recht, in: Wirtschafts- und Me-  
dienrecht in der offenen Demokratie, Freundesgabe für Friedrich Kübler,  
hrsg. von H-D. Assmann et al., Heidelberg, S. 515-555
- Schmidt, R. H./Tyrell, M.** (Systems, 1997),  
Financial systems, corporate finance and corporate governance, in: European  
Financial Management 3, S. 159-187
- Schneider, J.** (Erfolgsfaktoren, 2000),  
Erfolgsfaktoren der Unternehmensüberwachung: Corporate Governance  
aktienrechtlicher Aufsichtsorgane im internationalen Vergleich, Dissertation,  
Berlin
- Schneider, J./Bienek, J.** (Governance, 2004),  
Corporate Governance – Etymologie und Theorieentwicklung, in: Gutes bes-  
ser tun. Corporate Governance in Nonprofit-Organisationen, hrsg. von  
R. Voggensperger et al., Stuttgart, S. 25-44
- Scholz, C.** (Effizienz, 1992),  
Organisatorische Effektivität und Effizienz, in: Handwörterbuch der  
Organisation, hrsg. von E. Frese, 3. Aufl., Stuttgart, Sp. 533-552
- Schreyögg, G.** (Aufsichtsrat, 1983),  
Der Aufsichtsrat als Steuerungsinstrument des Vorstands, in: Die  
Aktiengesellschaft 28, S. 278-283
- Schreyögg, G./Papenheim-Tockhorn, H.** (Kooperationsbeziehungen, 1995),  
Dient der Aufsichtsrat zum Aufbau zwischenbetrieblicher  
Kooperationsbeziehungen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 65,  
S. 205-230
- Schultz, T. W.** (Capital, 1961),  
Investments in human capital, in: The American Economic Review 51,  
S. 1-17

- Schwalbach, J.** (Kompensation, 1999),  
Der Zusammenhang von Kompensation und Performance im internationalen Vergleich, in: Personal, Heft 3, S. 114-118
- Schwalbach, J.** (Effizienz, 2004),  
Effizienz des Aufsichtsrats, in: Die Aktiengesellschaft, 4/2004, S. 186-190
- Schwalbach, J.** (Vergütungsstudie, 2007),  
Vergütungsstudie 2007, Abrufbar über die Homepage des Instituts für Management, Humboldt-Universität zu Berlin, Berlin
- Schwalbach, J./Graßhoff, U.** (Managervergütung, 1997),  
Managervergütung und Unternehmenserfolg, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 67, Heft 2, S. 203-217
- Schwalbach, J./Schwerk, A.** (Governance, 2008),  
Corporate Governance and Corporate Citizenship, in: Handbuch Corporate Citizenship, Corporate Social Responsibility für Manager, hrsg. von A. Habisch et al., Berlin, S. 71-85
- Schwerk, A.** (Engagement, 2008),  
Strategisches gesellschaftliches Engagement und gute Corporate Governance, in: Corporate Citizenship in Deutschland, hrsg. von H. Backhaus-Maul et al., Wiesbaden, S. 121-145
- Seele, A.** (Rahmenbedingungen, 2007),  
Rahmenbedingungen für das Verhalten von Aufsichtsratsmitgliedern deutscher börsennotierter Unternehmen – Eine ökonomische und verhaltenswissenschaftliche Analyse des Deutschen-Corporate-Governance Kodexes, Dissertation, Abruf unter [http://deposit.ddb.de/cgi-bin/dokserv?idn=986792349&dok\\_var=d1&dok\\_ext=pdf&filename=986792349.pdf](http://deposit.ddb.de/cgi-bin/dokserv?idn=986792349&dok_var=d1&dok_ext=pdf&filename=986792349.pdf)
- Seibert, U.** (Finanzmarktkrise, 2009),  
Finanzmarktkrise, Corporate Governance, Aufsichtsrat, in: Der Betrieb 22, S. 1167-1171
- Semler, J.** (Überwachungsaufgabe, 1980),  
Die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats, Köln
- Semler, J.** (Vorstandsvergütungen, 1995),  
Leistungs- und erfolgsbezogene Vorstandsvergütungen, in: Rechnungslegung im Wandel, hrsg. G. Förschle, Festschrift für Wolfgang Dieter Budde, München, S. 599-614
- Semler, J.** (Gesellschaft, 1997),  
Verpflichtungen der Gesellschaft durch den Aufsichtsrat und Zahlungen der Gesellschaft an seine Mitglieder, in: Festschrift für Carsten Peter Claussen zum 70. Geburtstag, hrsg. von K.-P. Martens et al., Köln u. a., S. 381-403
- Semler, J.** (Arbeitshandbuch, 1999),  
Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, München
- Sharpe, W.** (Capital, 1964)  
Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, in: Journal of Finance 19, S. 425-442

- Shivdasani, A./Yermack, D.** (CEO, 1999),  
CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis, in: *Journal of Finance* 54 (5), S. 1829-1853
- Shleifer, A./Vishny R. W.** (Survey, 1997),  
A survey of corporate governance, in: *Journal of Finance* 52, 737-783
- Smith, A.** (Inquiry, 1776)  
An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations
- Smith, C. W./Watts, R. L.** (Investment, 1992),  
The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, in: *Journal of Financial Economics* 32, S. 262-292
- Smith, C./Warner, J.** (Analysis, 1979)  
On financial contracting: An analysis of bond covenants, in: *Journal of Financial Economics* 7, S. 117-161
- Speckbacher, G.** (Shareholder, 1997),  
Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, in: *Die Betriebswirtschaft* 57, Heft 5, S. 630-639
- Spreman, K.** (Agent, 1987),  
Agent and principal, in: *Agency theory, information, and incentives*, hrsg. von Bamberg, G./Spreman, K., Berlin, S. 3-38
- Steiner, M./Bruns, C.** (Wertpapiermanagement, 2002),  
Wertpapiermanagement, Stuttgart
- Steinmann, H.** (Governance, 1990),  
Corporate Governance, in: *Handbook of German Business Management*, hrsg. von E. Grochla et al., Stuttgart, S. 580-590
- Strieder, T.** (Auslagenersatz, 2007),  
Vergütungen und Auslagenersatz für Mitglieder des Aufsichtsrat – Prüfung und Sicherstellung einer verantwortungsvollen Kostenverursachung, in: *Zeitschrift für Corporate Governance* 2, S. 32-34
- Strieder, T.** (Kodex, 2005),  
Deutscher Corporate Governance Kodex, Berlin
- Studdt, J.** (Nachhaltigkeit, 2008),  
Nachhaltigkeit in der Post Merger Integration, Dissertation, Wiesbaden
- Suter, R.** (Governance, 2000),  
Corporate Governance & Management Compensation: Wertsteigerung durch die Lösung des Management-Investoren-Konflikts, Zürich
- Theisen, M.R.** (Aufsichtsrat/Board, 2003),  
Aufsichtsrat/Board: Aufgaben, Besetzung, Organisation, Entscheidungsfindung und Willensbildung – Betriebswirtschaftliche Ausfüllung, in: *Handbuch Corporate Governance*, hrsg. von P. Hommelhoff et al., Stuttgart, S. 285-304
- Tosi, H. L.** (Pay, 2005),  
Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation, in: *Administrative Science Quarterly* 50, S. 483-487

- Tosi, H. L. Jr./Katz, J./Gomez-Mejia, L.** (Contract, 1997),  
Disaggregating the agency contract: The effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on managerial decision-making, in: *Academy of Management Journal* 40 (3), S. 584-602
- Ulrich, P.** (Unternehmensführung, 1999),  
Was ist „gute“ Unternehmensführung? Zur normativen Dimension der Stakeholder-Shareholder-Debatte, in: *Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs – Festschrift für Professor Dr. Dr. h.c. Horst Steinmann zum 65. Geburtstag*, hrsg. von B. N. Kumar et al., Stuttgart, S. 27-52
- Ungson, G.R./Steers, R. M.** (Motivation, 1984),  
Motivation and politics in executive compensation, in: *Academy of Management Review* 9, S. 313-323
- Useem, M.** (Circle, 1984),  
The inner circle, New York, Oxford University Press
- Velthuis, L.** (Erfolgsbeteiligung, 1998),  
Lineare Erfolgsbeteiligung. Grundprobleme der Agency-Theorie im Licht des LEN-Modells, Dissertation, Heidelberg
- Velthuis, L.** (Erfolgsteilung, 2004),  
Anreizkompatible Erfolgsteilung und Erfolgsrechnung, Wiesbaden, zugleich Habilitationsschrift der Universität Frankfurt/Main 2003
- Vitols, S.** (Changes, 2004),  
Changes in Germany's Bank-Based Financial System. A variety of Capitalism Perspective, Discussion Paper
- Vitols, S.** (Arbeitnehmerbank, 2008),  
Arbeitnehmerbank deckelt Bezüge, in: *Böcklerimpuls* 12/2008, S. 6
- Waldkirch, R.** (Orientierung, 2008),  
Kann der Shareholder-Ansatz Orientierung bieten?, *Hochschulschriften der Fachhochschule Südwestfalen*, Nr.1
- Weber, M.** (Gesellschaft, 1980),  
Wirtschaft und Gesellschaft, Grundriß der verstehenden Soziologie, Tübingen
- Weber, M. L.** (Executive, 2004),  
Executive equity incentives, earnings management and corporate governance, Dissertation, The University of Texas at Austin
- Weibel, A./Rost, K./Osterloh, M.** (Disziplinierung, 2007),  
Disziplinierung der Agenten oder Crowding-Out? - Gewollte und ungewollte Anreizwirkungen von variablen Löhnen, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 59, S. 1029-1054
- Weichenrieder, A. J.** (Finanzmärkte, 2003),  
Finanzmärkte, Corporate Governance, I&K: Treibende Faktoren für den Wandel in der Industrie, hrsg. von H.-G. Vieweg et al., ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, Band 10, München
- Weimer, J./Pape, J.** (Taxonomy, 1999),  
A taxonomy of systems of corporate governance, Rotterdam

- Weisbach, M. S.** (Compensation, 2007),  
Optimal executive compensation vs. managerial power: A review of Lucian Bebchuk and Jesse Fried's pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation, in: *Journal of Economic Literature* 45, S. 419-428
- Wenger, E./Terberger, E.** (Organisation, 1988),  
Die Beziehung zwischen Agent und Prinzipal als Baustein einer ökonomischen Theorie der Organisation, in: *Wirtschaftsstudium*, Heft 10, S. 506-514
- Wentges, P.** (Governance, 2002),  
Corporate Governance und Stakeholder-Ansatz - Implikationen für die betriebliche Finanzwirtschaft, Wiesbaden
- Werder von, A.** (Code, 2001),  
Der German Code of Corporate Governance im Kontext der internationalen Governance-Debatte, in: *German Code of Corporate Governance (GCCG)*, hrsg. von A. v. Werder, 2. Aufl., Stuttgart, S. 1-33
- Werder von, A.** (Grundfragen, 2003),  
Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance, in: *Handbuch Corporate Governance*, hrsg. von P. Hommelhoff et al., Stuttgart, S. 3-27
- Werder von, A.** (Governance, 2004),  
Corporate Governance (Unternehmensverfassung), in: *Handwörterbuch Unternehmensführung und Organisation*, hrsg. von Schreyögg, G./v. Werder, A., 4. Aufl., Stuttgart, S. 160-170
- Werder von, A.** (Führungsorganisation, 2005),  
Führungsorganisation: Grundlagen der Spitzen- und Leitungsorganisation von Unternehmen, Wiesbaden
- Werder von, A./Talaular, T.** (Unternehmensziele, 1999),  
Unternehmensziele und Argumentationsrationalität: Zur fundierten Entscheidung zwischen Shareholder- und Stakeholder Ansatz, in: *Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs*, hrsg. von B. N. Kumar et al., Stuttgart, S. 71-102
- Werder von, A./Wieczorek, B. J.** (Anforderungen, 2007),  
Anforderungen an Aufsichtsratsmitglieder und ihre Nominierung, in: *Der Betrieb* 60, S. 297- 303
- Wernerfelt, B.** (Firm, 1984),  
A resource-based view of the firm, in: *Strategic Management Journal*, 5, S. 171-180
- Westphal, J. D./Zajac, E. J.** (Defections, 1997),  
Defections from the inner circle: Social exchange, reciprocity, and the diffusion of board independence in U.S. Corporations, in: *Administrative Science Quarterly* 42, S. 161-183
- Westphal, J. D./Zajac, E. J.** (Power, 1995),  
Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection, in: *Administrative Science Quarterly* 40, S. 60-83

- Wieland, J.** (WerteManagement, 2002),  
WerteManagement und Corporate Governance. KleM Working Paper Nr. 3,  
Konstanz Institut für WerteManagement, Fachhochschule Konstanz, Kon-  
stanz
- Williamson, O. E.** (Organization, 1981),  
The economics of organization: The transaction cost approach, in: American  
Journal of Sociology 87 (3), S. 548-577
- Wilson, R.** (Theory, 1968),  
The theory of syndicates, in: Econometrica 36, S. 119-132
- Wilson, R.** (Structure, 1969),  
The structure of incentives for decentralization under uncertainty, in: La  
Decision, hrsg. von Centre National de la Recherche Scientifique, Paris,  
S. 287-307
- Windolf, P./Beyer, J.** (Kapitalismus, 1995),  
Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen  
Vergleich, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 1/47,  
S. 1-36
- Winter, S.** (Prinzipien, 1996),  
Prinzipien der Gestaltung von Managementanreizsystemen, Dissertation,  
Wiesbaden
- Winter, S.** (Stock, 2003),  
Management- und Aufsichtsratsvergütung unter besonderer Berücksichtigung  
von Stock Options – Lösung eines Problems oder zu lösendes Problem, in:  
Handbuch Corporate Governance, hrsg. von Peter Hommelhoff et al., Stutt-  
gart, S. 335-358
- Witte, E.** (Verfassung, 1978),  
Die Verfassung des Unternehmens als Gegenstand betriebswirtschaftlicher  
Forschung, in: Die Betriebswirtschaft, Heft 38, S. 331-340
- Witte, E.** (Effizienz, 1995),  
Effizienz der Führung, in: Handwörterbuch der Führung, hrsg. von  
A. Kieser et al., 2. Aufl., Stuttgart, Sp. 263-278
- Witzemann, T./Currle, M.** (Bonusbanken, 2004),  
Bonusbanken – Unternehmenswertsteigerung und Managementvergütung  
langfristig verbinden, in: Controlling 11, S. 631-638
- Wolff, M./Rapp, M.S.** (Unternehmensmerkmale, 2008),  
Unternehmensmerkmale, Performance und Corporate Governance-  
Mechanismen als Determinanten der Vorstandsvergütung in deutschen  
Aktienunternehmen – Eine empirische Untersuchung für DAX, MDAX,  
SDAX und TecDax-Unternehmen, German Working Papers in Law and  
Economics, Paper 4, Abruf unter  
<http://www.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi? article=1216&context=gwp>
- Zehnder, E.** (Pay, 2001),  
A simple way to pay, in: Harvard Business Review 79 (4), S. 53-63

**Zöllner, C.** (Governance, 2007),  
Interne Corporate Governance. Entwicklung einer Typologie. Dissertation,  
Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden

**Anhang A:**

Zusammensetzung der Vergütung der DAX 30 Vorstandsmitglieder pro Kopf  
im Geschäftsjahr 2007

	Fixe Vergütung (in TEUR)	Bonusvergütung (in TEUR)	Aktienvergütung (in TEUR)	Gesamtvergütung (in TEUR)	Anteil in % fixe Vergütung	Anteil in % Bonusvergütung	Anteil in % Aktienvergütung
Adidas AG	741	1.912	0	2.653	27,9%	72,1%	0,0%
Allianz SE	774	1.635	1.121	3.530	21,9%	46,3%	31,8%
BASF SE	912	1.647	705	3.264	27,9%	50,5%	21,6%
Bayer AG	779	1.442	207	2.428	32,1%	59,4%	8,5%
BMW AG	410	1.926	0	2.336	17,6%	82,4%	0,0%
Commerzbank AG	597	1.116	88	1.801	33,1%	62,0%	4,9%
Continental AG	506	1.293	683	2.482	20,4%	52,1%	27,5%
Daimler AG	924	2.198	1.134	4.256	21,7%	51,6%	26,6%
Deutsche Börse AG	598	1.082	545	2.225	26,9%	48,6%	24,5%
Deutsche Bank AG	990	3.949	2.610	7.549	13,1%	52,3%	34,6%
Deutsche Lufthansa AG	652	1.106	394	2.152	30,3%	51,4%	18,3%
Deutsche Post AG	1.119	906	821	2.846	39,3%	31,8%	28,8%
Deutsche Postbank AG	511	692	0	1.203	42,5%	57,5%	0,0%
Deutsche Telekom AG	1.007	962	14	1.983	50,8%	48,5%	0,7%
E.ON AG	798	1.771	700	3.269	24,4%	54,2%	21,4%
Fresenius Medical Care AG&Co KGaA	578	1.031	1.032	2.641	21,9%	39,0%	39,1%
Henkel AG&Co KGaA	668	1.534	294	2.496	26,8%	61,5%	11,8%
Hypo Real Estate Holding AG	613	1.049	0	1.662	36,9%	63,1%	0,0%
Infineon AG	1.163	0	243	1.406	82,7%	0,0%	17,3%
Linde AG	800	1.957	620	3.377	23,7%	58,0%	18,4%
MAN SE	596	981	767	2.344	25,4%	41,9%	32,7%
Metro AG	896	1.840	523	3.259	27,5%	56,5%	16,0%
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG	583	1.569	413	2.565	22,7%	61,2%	16,1%
RWE AG	949	1.322	848	3.119	30,4%	42,4%	27,2%
SAP AG	526	2.803	615	3.944	13,3%	71,1%	15,6%
Siemens AG	1.082	2.290	865	4.237	25,5%	54,0%	20,4%
ThyssenKrupp AG	688	1.810	155	2.653	25,9%	68,2%	5,8%
TUI AG	888	1.647	194	2.729	32,5%	60,4%	7,1%
Volkswagen AG	953	2.149	0	3.102	30,7%	69,3%	0,0%

Quelle: Angaben in den Geschäftsberichten 2007

**Anhang B:****Finanzielle Performance der DAX 30 Unternehmen im Geschäftsjahr 2007**

	Aktienkurs Ende Geschäftsjahr 2006 (in EUR)	Aktienkurs Ende Geschäftsjahr 2007 (in EUR)	Dividende je Aktie ausgezahlt in 2007 (in EUR)	Total Shareholder Return 2007 (in %)	Eigenkapital- rendite 2007 (in %)	Eigenkapital- kosten (in %)	Überrendite an der Börse (in%)	Fundamentale Überrendite (in %)
Adidas AG	37,74	51,26	0,42	36,94	18,16	10,20	26,74	7,96
Allianz SE	154,76	147,95	3,80	-1,94	15,50	11,10	-13,04	4,40
BASF SE	73,85	101,41	3,00	41,38	20,23	8,90	32,48	11,33
Bayer AG	40,66	62,53	1,00	56,25	28,01	10,70	45,55	17,31
BMW AG	43,51	42,35	0,70	-1,06	14,38	15,20	-16,26	-0,82
Commerzbank AG	28,85	26,26	0,75	-6,38	11,88	11,00	-17,38	0,88
Continental AG	88,10	88,99	2,00	3,28	14,89	12,40	-9,12	2,49
Daimler AG	46,80	66,50	1,50	45,30	10,41	13,50	31,80	-3,09
Deutsche Bank AG	101,34	89,40	4,00	-7,84	16,83	11,00	-18,84	5,83
Deutsche Börse AG	69,71	135,75	1,70	97,17	33,89	11,70	85,47	22,19
Deutsche Lufthansa AG	20,85	18,22	0,70	-9,26	23,99	11,30	-20,56	12,69
Deutsche Post AG	22,84	23,51	0,75	6,22	10,02	11,40	-5,18	-1,38
Deutsche Postbank AG	63,97	60,75	1,25	-3,08	16,38	11,00	-14,08	5,38
Deutsche Telekom AG	13,84	15,02	0,72	13,73	1,26	10,60	3,13	-9,34
E.ON AG je Vorstand	34,28	48,53	1,12	44,84	13,07	8,30	36,54	4,77
Fresenius Medical Care AG&Co KGaA	54,27	56,90	0,58	5,91	12,62	10,10	-4,19	2,52
Henkel AG&Co KGaA	37,16	38,43	0,50	4,76	16,14	10,50	-5,74	5,64
Hypo Real Estate Holding AG	47,74	36,10	1,50	-21,24	7,52	11,70	-32,94	-4,18
Infineon AG	10,68	8,07	0,00	-24,44	-6,19	12,80	-37,24	-18,99
Linde AG	78,26	90,45	1,50	17,49	19,34	9,50	7,99	9,84
MAN SE	68,46	113,80	2,00	69,15	23,49	11,60	57,55	11,89
Metro AG	48,31	57,44	1,12	21,22	12,67	9,90	11,32	2,77
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG	130,42	132,94	4,50	5,38	15,14	11,10	-5,72	4,04
RWE AG	83,50	96,00	3,50	19,16	17,82	8,50	10,66	9,32
SAP AG	40,26	35,53	0,46	-10,61	29,50	10,80	-21,41	18,70
Siemens AG	75,14	108,86	1,45	46,81	12,85	12,00	34,81	0,85
ThyssenKrupp AG	26,57	44,66	1,00	71,85	20,12	11,70	60,15	8,42
TUI AG	15,14	18,33	0,00	21,07	5,60	13,50	7,57	-7,90
Volkswagen AG	85,89	156,10	1,25	83,20	12,90	11,70	71,50	1,20

Quelle: Angaben in den Geschäftsberichten 2007; Kapitalkosten: EURO 500 Ranking des manager magazins, Stand 30.09.2008

**Anhang C:**

Zusammensetzung der Vergütung der DAX 30 Aufsichtsratsmitglieder pro Kopf  
im Geschäftsjahr 2007

	Fixe Vergütung (in TEUR)	Variable Vergütung (in TEUR)	Sonstige Zulagen (in TEUR)	Gesamtvergütung (in TEUR)	Anteil in % fixe Vergütung	Anteil in % variable Vergütung	Anteil in % Sonstige Zulagen
Adidas AG	25	0	0	25	100,0%	0,0%	0,0%
Allianz SE	59	38	34	130	45,0%	28,9%	26,1%
BASF SE	66	132	9	207	31,9%	63,7%	4,4%
Bayer AG	78	39	0	117	66,7%	33,3%	0,0%
BMW AG	8	135	0	142	5,5%	94,5%	0,0%
Commerzbank AG	85	30	0	115	74,0%	26,0%	0,0%
Continental AG	51	74	0	124	40,8%	59,2%	0,0%
Daimler AG	105	0	0	105	100,0%	0,0%	0,0%
Deutsche Börse AG	78	33	0	111	70,1%	29,9%	0,0%
Deutsche Bank AG	110	183	9	301	36,4%	60,7%	2,9%
Deutsche Lufthansa AG	23	129	3	154	14,6%	83,3%	2,1%
Deutsche Post AG	31	10	4	45	68,7%	21,6%	9,7%
Deutsche Postbank AG	24	26	0	50	48,0%	52,0%	0,0%
Deutsche Telekom AG	35	0	0	35	100,0%	0,0%	0,0%
E.ON AG	73	132	12	217	33,5%	60,8%	5,7%
Fresenius Medical Care AG&Co KGaA	8	51	4	62	12,7%	81,6%	5,8%
Henkel AG&Co KGaA	22	53	2	77	28,5%	68,9%	2,5%
Hypo Real Estate Holding AG	91	0	41	132	68,8%	0,0%	31,2%
Infineon AG	30	0	9	39	76,7%	0,0%	23,3%
Linde AG	63	63	6	132	47,4%	47,8%	4,7%
MAN SE	38	77	15	130	29,5%	58,9%	11,6%
Metro AG	46	44	0	89	51,2%	48,8%	0,0%
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG	48	39	12	99	49,0%	39,2%	11,9%
RWE AG	46	79	37	162	28,3%	48,7%	23,0%
SAP AG	42	70	5	117	36,0%	59,9%	4,1%
Siemens AG	63	101	0	164	38,6%	61,4%	0,0%
ThyssenKrupp AG	57	75	67	199	28,4%	37,8%	33,8%
TUI AG	49	64	34	147	33,3%	43,7%	23,0%
Volkswagen AG	15	214	0	229	6,7%	93,3%	0,0%

Quelle: Angaben in den Geschäftsberichten 2007

**Anhang D:**

Übersicht der Vorschläge zur Ergänzung und Erweiterung des DCGK in der Fassung vom 6. Juni 2008

Kriterium	Vorschläge zur Anpassung des DCGK in der Fassung vom 6. Juni 2008 (Ergänzungen sind <b>fett</b> markiert)
Anreizkompatibilität	<p><b>Ergänzender Vorschlag: Ziffer 4.2.3 Absatz 2 Satz 2 DCGK:</b> Die variablen Vergütungsteile sollten einmalige sowie jährlich wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg gebundene Komponenten und auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter enthalten, <b>die durch entsprechende Instrumente wie die Bonusbank neben einer Gewinnbeteiligung auch eine Verlustbeteiligung der Vorstandsmitglieder zulassen.</b> (Anregung)</p>
	<p><b>Erweiternder Vorschlag: Ziffer 4.2.3 Absatz 2 Neuer Satz 3 DCGK:</b> Die Bemessungsgrundlagen für die variablen an den geschäftlichen Erfolg gebundenen Vergütungsbestandteile sollten mit der nachhaltigen Unternehmenswertsteigerung und den Interessen der Aktionäre kongruent sein. (Anregung)</p>
Wirtschaftlichkeit	<p><b>Ergänzender Vorschlag: Ziffer 4.2.3 Absatz 2 Satz 2 DCGK:</b> Die variablen Vergütungskomponenten sollten einmalige sowie jährlich wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg <b>und die Renditeforderungen der Aktionäre</b> gebundene Komponenten und auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter enthalten. (Anregung)</p>
Nachhaltigkeit	<p><b>Ergänzender Vorschlag: Ziffer 4.2.3 Absatz 3 Satz 2 DCGK:</b> Aktioptionen und vergleichbare Gestaltungen sollen auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter bezogen sein <b>und ihr Anteil an der Gesamtvergütung soll mindestens 50 % betragen.</b> (Empfehlung)</p>
Transparenz	<p><b>Ergänzender Vorschlag: Ziffer 4.2.5 DCGK:</b> Die Offenlegung der Gesamtvergütung zum <b>Vereinbarungs- und Realisierungszeitpunkt</b> soll in einem Vergütungsbericht erfolgen, der als Teil des Corporate Governance-Berichts auch das Vergütungssystem für die Vorstandsmitglieder in allgemein verständlicher Form erläutert. (Empfehlung)</p>
	<p><b>Erweiternder Vorschlag: Ziffer 4.2.5 Absatz 2 (neu) DCGK:</b> Die Darstellung der variablen, an den geschäftlichen Erfolg gebundenen Vergütungsteile sollte alle wesentlichen Gestaltungsparameter, wie maximalen Bonusbetrag, Bemessungsgrundlage, Leistungsstandard und funktionalen Zusammenhang zwischen Erfolg und Vergütung, enthalten. Zusätzlich sollte das Berechnungsschema für die Zuteilung von Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter in verständlicher Form erläutert werden. (Anregung)</p>
Stärkung der Rolle der Aufsichtsratsmitglieder	<p><b>Erweiternder Vorschlag: Ziffer 4.2.5 Absatz 2 Satz 3 (neu) DCGK:</b> Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollten zudem ein in angemessener Höhe festgesetztes Budget erhalten, welches sie zweckmäßig zur Erfüllung ihrer Aufgaben nutzen können. (Anregung)</p>
Reduzierung der sozialen Kohäsion im Aufsichtsrat	<p><b>Ergänzender Vorschlag: Ziffer 4.2.5 DCGK:</b> Der Aufsichtsrat soll einen Nominierungsausschuss bilden, der ausschließlich mit Vertretern der Anteilseigner besetzt ist und dem Aufsichtsrat für dessen Wahlvorschläge an die Hauptversammlung geeignete Kandidaten vorschlägt. <b>Informationen zu diesen Kandidaten sollte der Aufsichtsrat rechtzeitig vor der Hauptversammlung auf der Homepage der Gesellschaft veröffentlichen und eine individuelle Begründung anführen.</b> (Anregung)</p>