

TECHNISCHE UNIVERSITÄT MÜNCHEN

Lehrstuhl für Controlling

**Stand und Entwicklung der Vorstandsvergütung
in Deutschland und Europa**

**Eine Analyse der Ausgestaltung der Vergütungssysteme in Deutschland,
Österreich, Frankreich und Großbritannien und
deren Implikationen für die Forschung zur Vorstandsvergütung**

Thorsten Döscher

Vollständiger Abdruck der von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
der Technischen Universität München zur Erlangung des akademischen Grades eines
Doktors der Wirtschaftswissenschaften (Dr. rer. pol.)
genehmigten Dissertation.

Vorsitzender: Univ.-Prof. Dr. Christoph Kaserer

Prüfer der Dissertation: 1. Univ.-Prof. Dr. Gunther Friedl

2. Univ.-Prof. Dr. Philipp Maume

Die Dissertation wurde am 27.11.2013 bei der Technischen Universität eingereicht und durch
die Fakultät für Wirtschaftswissenschaften am 15.02.2014 angenommen.

Inhaltsverzeichnis

INHALTSVERZEICHNIS	I
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	V
TABELLENVERZEICHNIS	VII
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	X
1. EINLEITUNG UND THEMENSTELLUNG	1
1.1 MOTIVATION UND HERLEITUNG DER FRAGESTELLUNG	1
1.2 GANG DER UNTERSUCHUNG	6
1.3 ÜBERBLICK ÜBER DIE EMPIRISCHE LITERATUR ZUR VORSTANDSVERGÜTUNG IN EUROPA	8
2. BESCHREIBUNG DER KOMPONENTEN DER VORSTANDSVERGÜTUNG UND DEREN AUSGESTALTUNG	13
2.1 GRUNDLEGENDE SYSTEMATISIERUNG DER VORSTANDSVERGÜTUNG	13
2.2 ERFOLGSUNABHÄNGIGE KOMPONENTEN	14
2.3 ERFOLGSABHÄNGIGE KOMPONENTEN	15
2.3.1 Gliederung der erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten	15
2.3.2 Variable Barvergütung	16
2.3.3 Aktienkursbasierte Vergütungskomponenten.....	19
2.4 BESCHREIBUNG DER ZUSAGEN ZU VERSORGUNGSLEISTUNGEN NACH BEENDIGUNG DES ARBEITSVERHÄLTNISSSES	22
2.5 BESCHREIBUNG VON ABFINDUNGEN UND BEGRÜBUNGSGELDERN	23
3. VORSCHRIFTEN UND REGELUNGEN ZUR OFFENLEGUNG DER VORSTANDSVERGÜTUNG	25
3.1 EMPFEHLUNGEN DER EUROPÄISCHEN KOMMISSION ZUR OFFENLEGUNG DER VERGÜTUNGEN	25
3.2 OFFENLEGUNGSVORSCHRIFTEN IN DEUTSCHLAND	26
3.3 OFFENLEGUNGSVORSCHRIFTEN IN ÖSTERREICH	31
3.4 OFFENLEGUNGSVORSCHRIFTEN IN FRANKREICH	32
3.5 OFFENLEGUNGSVORSCHRIFTEN IN GROBBRITANNIEN	33
4. DISKUSSION DER MOTIVE UND ANREIZWIRKUNGEN DER VORSTANDSVERGÜTUNG	37
4.1 GRUNDLEGENDE ERKENNTNISSE ZU NOTWENDIGKEIT UND AUSGESTALTUNG VON ANREIZSYSTEMEN	37
4.1.1 Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt als Ausgangspunkt der Vergütungsgestaltung	37

4.1.2	Überblick über theoretische Grundkonzepte zur Ausgestaltung von Vergütungssystemen.....	40
4.2	MOTIVE DER VERHALTENSSTEUERUNG IM LAUFENDEN VERTRAG	46
4.2.1	Anreize zur Maximierung des Unternehmenswerts	46
4.2.1.1	<i>Diskussion der Anreizwirkungen typischer Bonusvereinbarungen.....</i>	<i>47</i>
4.2.1.2	<i>Diskussion der Anreizwirkungen aktienbasierter Vergütungskomponenten</i>	<i>57</i>
4.2.2	Diskussion der Risikoanreizwirkung verschiedener Vergütungskomponenten..	66
4.2.3	Diskussion von Anreizen im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten.....	74
4.3	MOTIVE DER GEWINNUNG UND BINDUNG VON MANAGERN	77
4.3.1	Gewinnung guter Manager	77
4.3.2	Bindung guter Manager	78
4.4	ÜBERBLICK ZU WEITEREN MOTIVEN BEI DER AUSGESTALTUNG DES VERGÜTUNGSSYSTEMS	81
5.	DISKUSSION DER BEWERTUNGSANNAHMEN FÜR DIE KOMPONENTEN DER VERGÜTUNG	84
5.1	ALLGEMEINE ANMERKUNGEN ZUR DATENERHEBUNG FÜR DIESE STUDIE.....	84
5.2	BEWERTUNG DER FIXVERGÜTUNG UND DER VARIABLEN BARVERGÜTUNG	86
5.3	BEWERTUNG DER AKTIENBASIERTEN VERGÜTUNGSKOMPONENTEN	89
5.3.1	Überblick über die Bewertungssystematik	89
5.3.2	Beschreibung typischer performanceabhängiger Vesting-Bedingungen.....	92
5.3.3	Prüfung der Anwendbarkeit pauschaler Bewertungsansätze aus der empirischen Literatur.....	95
5.3.4	Diskussion einer vereinfachten Bewertung für Aktien und Optionen mit relativen, marktbasierten Vesting-Bedingungen	99
5.3.5	Herleitung eines pauschalen Abschlags auf Basis der tatsächlichen Vesting-Quoten in den Unternehmen des FTSE 100	102
5.4	DISKUSSION ZUR VERWENDBARKEIT DER DATEN ZU DEN ZUSAGEN ZU ALTERSVERSORGUNGSLEISTUNGEN.....	107
5.5	DISKUSSION ZUM EINBEZUG DER DATEN ZU BEGRÜßUNGSGELDERN UND ABFINDUNGSZAHLUNGEN	116
6.	STRUKTUR UND ENTWICKLUNG DER VORSTANDSVERGÜTUNG IN DEN JAHREN 2006 BIS 2009	118
6.1	STRUKTUR UND ENTWICKLUNG DER VORSTANDSVERGÜTUNG IN DEUTSCHLAND .	118
6.1.1	Beschreibung der Datenbasis für Deutschland.....	118
6.1.2	Höhe und Struktur der Gesamtvergütung in Deutschland.....	120
6.1.3	Entwicklung der Fixvergütung in Deutschland	128
6.1.4	Ausgestaltung der variablen Barvergütung in Deutschland	129
6.1.5	Ausgestaltung der aktienkursbasierten Vergütung in Deutschland.....	134
6.1.6	Leistungen zur Altersversorgung in Deutschland	138
6.1.7	Abfindungen und Begrüßungsgelder in Deutschland.....	144

6.2	STRUKTUR UND ENTWICKLUNG DER VORSTANDSVERGÜTUNG IN ÖSTERREICH	147
6.2.1	Beschreibung der Datenbasis für Österreich	147
6.2.2	Höhe und Struktur der Gesamtvergütung in Österreich	148
6.2.3	Ausgestaltung der variablen Barvergütung in Österreich.....	152
6.2.4	Ausgestaltung der aktienkursbasierten Vergütung in Österreich	153
6.2.5	Leistungen zur Altersversorgung in Österreich.....	155
6.2.6	Abfindungen und Begrüßungsgelder in Österreich	156
6.3	STRUKTUR UND ENTWICKLUNG DER VORSTANDSVERGÜTUNG IN FRANKREICH....	157
6.3.1	Beschreibung der Datenbasis für Frankreich.....	157
6.3.2	Höhe und Struktur der Gesamtvergütung in Frankreich	158
6.3.3	Ausgestaltung der variablen Barvergütung in Frankreich.....	164
6.3.4	Ausgestaltung der aktienkursbasierten Vergütung in Frankreich.....	166
6.3.5	Leistungen zur Altersversorgung in Frankreich	169
6.3.6	Abfindungen und Begrüßungsgelder in Frankreich	170
6.4	STRUKTUR UND ENTWICKLUNG DER VORSTANDSVERGÜTUNG IN GROßBRITANNIEN	173
6.4.1	Beschreibung der Datenbasis für Großbritannien	173
6.4.2	Höhe und Struktur der Gesamtvergütung in Großbritannien	175
6.4.3	Ausgestaltung der variablen Barvergütung in Großbritannien.....	181
6.4.4	Ausgestaltung der aktienkursbasierten Vergütung in Großbritannien	183
6.4.5	Leistungen zur Altersversorgung in Großbritannien.....	186
6.4.6	Abfindungen und Begrüßungsgelder in Großbritannien	190
6.5	HÖHE, STRUKTUR UND AUSGESTALTUNG DER VORSTANDSVERGÜTUNG IM LÄNDERVERGLEICH.....	193
6.5.1	Höhe und Struktur der Gesamtvergütung im Ländervergleich	193
6.5.2	Vergleich der Ausgestaltung der Vergütungskomponenten in den Ländern...	201
7.	IMPLIKATIONEN DER DESKRIPTIVEN BEFUNDE ZUR AUSGESTALTUNG DER VORSTANDSVERGÜTUNG FÜR EMPIRISCHE STUDIEN	205
7.1	IMPLIKATIONEN DER BEFUNDE ZUR AUSGESTALTUNG DER VARIABLEN BARVERGÜTUNG	205
7.2	IMPLIKATIONEN DER BEFUNDE ZUR AUSGESTALTUNG DER AKTIENKURSBASIERTEN VERGÜTUNG.....	209
7.3	IMPLIKATIONEN DER ANALYSE DER ZUSAGEN ZUR ALTERSVERSORGUNG.....	215
7.4	IMPLIKATIONEN AUS DER ANALYSE DER ABFINDUNGEN UND BEGRÜßUNGSGELDER	220
7.5	DISKUSSION ZUR VERWENDUNG VON DURCHSCHNITTSVERGÜTUNGEN IN VERGÜTUNGSSTUDIEN	221
7.6	DISKUSSION ZU DEN EFFEKTEN DER WÄHRUNGSKURSUMRECHNUNG IN LÄNDERÜBERGREIFENDEN VERGÜTUNGSSTUDIEN	222
8.	ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK	225

ANHANG	233
LITERATURVERZEICHNIS	256

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Entwicklung der durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorstände in Deutschland	120
Abbildung 2: Entwicklung der Komponenten der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Deutschland	122
Abbildung 3: Entwicklung von Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Deutschland	122
Abbildung 4: Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Deutschland nach Branchengruppen	124
Abbildung 5: Entwicklung von Höhe und Struktur der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in Deutschland	126
Abbildung 6: Höhe und Struktur der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in Deutschland nach Branchengruppen	127
Abbildung 7: Vergleich der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden und der anderen Vorstandsmitglieder in Deutschland	127
Abbildung 8: Entwicklung der durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorstände in Österreich.....	149
Abbildung 9: Entwicklung der Komponenten der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Österreich.....	150
Abbildung 10: Entwicklung von Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Österreich	151
Abbildung 11: Vergleich der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden und der anderen Vorstandsmitglieder in Österreich.....	151
Abbildung 12: Entwicklung der Gesamtvergütung der CEOs in Frankreich.....	159
Abbildung 13: Entwicklung der Komponenten der CEO-Vergütung in Frankreich	160
Abbildung 14: Entwicklung von Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Frankreich	161
Abbildung 15: Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Frankreich nach Branchengruppen.....	162
Abbildung 16: Vergleich der Vergütung der CEOs und der anderen Executive Directors in Frankreich.....	163
Abbildung 17: Entwicklung des Pay-Gap in den Jahren 2006 bis 2009 in Frankreich	164
Abbildung 18: Entwicklung der Gesamtvergütung der CEOs in Großbritannien	175
Abbildung 19: Entwicklung der Komponenten der CEO-Vergütung in Großbritannien	176
Abbildung 20: Entwicklung der Komponenten der CEO-Vergütung in Großbritannien, Darstellung des Gesamtbonus	177
Abbildung 21: Entwicklung von Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Großbritannien.....	178
Abbildung 22: Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Großbritannien nach Branchengruppen.....	179

Abbildung 23: Vergleich der Vergütung der CEOs und der anderen Executive Directors in Großbritannien.....	180
Abbildung 24: Entwicklung des Pay-Gap in den Jahren 2006 bis 2009 in Großbritannien ..	181
Abbildung 25: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien 2006 bis 2009 in Tsd. Euro in Größenklassen nach Marktwert	195
Abbildung 26: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien 2006 bis 2009 in Tsd. Euro in Größenklassen nach Umsatz.....	196
Abbildung 27: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien 2006 bis 2009 in Tsd. Euro in Größenklassen nach Mitarbeiteranzahl	197
Abbildung 28: Höhe und Struktur der Vergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien 2006 bis 2009	200

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Überblick über die Vorschriften zur Offenlegung der Vorstandsvergütung in Deutschland, Österreich, Frankreich und Großbritannien.....	36
Tabelle 2: Vesting der Aktienpläne in den FTSE-100-Unternehmen	103
Tabelle 3: Datenbasis zur durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Deutschland	119
Tabelle 4: Bonusbemessungsgrundlagen in Deutschland im Jahr 2009	131
Tabelle 5: Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütung in Deutschland im Jahr 2009	135
Tabelle 6: Ausgestaltung zusätzlicher Performancebedingungen in der aktienbasierten Vergütung in Deutschland	137
Tabelle 7: Überblick zu den Pensionsplänen in Deutschland im Jahr 2009	139
Tabelle 8: Ausgestaltung leistungsorientierter Pensionszusagen in Deutschland im Jahr 2009	140
Tabelle 9: Höhe und Bedeutung der leistungsorientierten Pensionszusagen an Vorstandsvorsitzende in Deutschland im Jahr 2009.....	143
Tabelle 10: Höhe und Bedeutung der beitragsorientierten Pensionspläne an Vorstandsvorsitzende in Deutschland im Jahr 2009.....	144
Tabelle 11: Höhe von Abfindungen an Vorstandsvorsitzende in Deutschland in den Jahren 2006 bis 2009	145
Tabelle 12: Datenbasis zur durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Österreich	148
Tabelle 13: Bonusbemessungsgrundlagen in Österreich im Jahr 2009.....	153
Tabelle 14: Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütung in Österreich im Jahr 2009.....	154
Tabelle 15: Ausgestaltung zusätzlicher Performancebedingungen in der aktienbasierten Vergütung in Österreich	155
Tabelle 16: Datenbasis zur Gesamtvergütung der CEOs in Frankreich.....	158
Tabelle 17: Bonusbemessungsgrundlagen in Frankreich im Jahr 2009.....	165
Tabelle 18: Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütung in Frankreich im Jahr 2009	167
Tabelle 19: Ausgestaltung zusätzlicher Performancebedingungen in der aktienbasierten Vergütung in Frankreich.....	168
Tabelle 20: Höhe von Abfindungen an CEOs in Frankreich in den Jahren 2006 bis 2009 ...	170
Tabelle 21: Datenbasis zur Gesamtvergütung der CEOs in Großbritannien	174
Tabelle 22: Bonusbemessungsgrundlagen in Großbritannien im Jahr 2009.....	182
Tabelle 23: Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütung in Großbritannien im Jahr 2009 .	184
Tabelle 24: Ausgestaltung zusätzlicher Performancebedingungen in der aktienbasierten Vergütung in Großbritannien.....	185
Tabelle 25: Höhe und Bedeutung der Pensionspläne für CEOs in Großbritannien im Jahr 2009	187
Tabelle 26: Leistungsorientierte Pensionszusagen für CEOs der FTSE-100-Unternehmen – Top 10	188

Tabelle 27: Beitragsorientierte Pensionszusagen für CEOs der FTSE-100-Unternehmen – Top 10	189
Tabelle 28: Abfindungen an CEOs in den britischen Unternehmen in den Jahren 2006 bis 2009.....	191
Tabelle 29: Begrüßungsgelder an CEOs in britischen Unternehmen in den Jahren 2006 bis 2009.....	192
Tabelle 30: Bonusbemessungsgrundlagen der CEOs und Vorstandsvorsitzenden 2009 im Ländervergleich.....	202
Tabelle 31: Zusätzliche Performancebedingungen für aktienbasierte Vergütungen.....	203
Tabelle 32: Anzahl der Executive Directors bzw. Vorstandsmitglieder in den Ländern von 2006-2009.....	221
Tabelle 33: Vesting der Aktienoptionspläne der FTSE-100-Unternehmen	233
Tabelle 34: Vesting der Aktien- und Aktienoptionspläne der FTSE-100-Unternehmen.....	234
Tabelle 35: Datenbasis zur durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorstände in Deutschland - 5 höchste/niedrigste Ausprägungen	235
Tabelle 36: Entwicklung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Deutschland in den Jahren 2006 bis 2009	236
Tabelle 37: Durchschnittliche Vorstandsvergütung in Deutschland mit und ohne aktienbasierter Vergütung in den Jahren 2006 bis 2009.....	237
Tabelle 38: Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Deutschland nach Branchengruppen	238
Tabelle 39: Entwicklung der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in Deutschland in den Jahren 2006 bis 2009	239
Tabelle 40: Höhe und Struktur der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in Deutschland nach Branchengruppen	240
Tabelle 41: Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vorstandsvergütung exkl. Vorsitzende in Deutschland nach Branchengruppen.....	241
Tabelle 42: Datenbasis zur durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorstände in Österreich - 5 höchste/niedrigste Ausprägungen.....	242
Tabelle 43: Entwicklung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Österreich in den Jahren 2006 bis 2009	243
Tabelle 44: Datenbasis zur Gesamtvergütung der CEOs in Frankreich - 5 höchste/niedrigste Ausprägungen.....	244
Tabelle 45: Entwicklung der CEO-Vergütung in Frankreich in den Jahren 2006 bis 2009 ..	245
Tabelle 46: Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Frankreich nach Branchengruppen .	246
Tabelle 47: Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vergütung der Executive Directors exkl. CEO in Frankreich nach Branchengruppen.....	247
Tabelle 48: Datenbasis zur Gesamtvergütung der CEOs in Großbritannien - 5 höchste/niedrigste Ausprägungen.....	248

Tabelle 49: Entwicklung der CEO-Vergütung in Großbritannien in den Jahren 2006 bis 2009.....	249
Tabelle 50: Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Großbritannien nach Branchengruppen.....	250
Tabelle 51: Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vergütung der Executive Directors exkl. CEO in Großbritannien nach Branchengruppen.....	251
Tabelle 52: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien (1/4).....	252
Tabelle 53: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien (2/4).....	253
Tabelle 54: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien (3/4).....	254
Tabelle 55: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien (4/4).....	255

Abkürzungsverzeichnis

ABI	Association of British Insurers
ATX	Austrian Traded Index
BMG	Bemessungsgrundlage
CAC 40	Cotation Assistée en Continu 40
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DRS	Deutscher Rechnungslegungs Standard
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
EBT	Earnings Before Taxes
E _R IC	Earnings less Riskfree Interest Charges
EU	Europäische Union
EVA	Economic Value Added
FTSE 100	Financial Times Stock Exchange 100
HGB	Handelsgesetzbuch
IFRS	International Financial Reporting Standard
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LTIS	Long Term Incentive Scheme
MDAX	Mid-Cap-DAX
NAV	Net Asset Value
p. a.	per annum
PSP	Performance Share Plan
RaRoC	Risk-adjusted Return on Capital
ROA	Return on Assets
ROCE	Return on Capital Employed
ROE	Return on Equity
RoRaC	Return on Risk-adjusted Capital
ROS	Return on Sales
SMP	Share Matching Plan
TPR	Total Property Return
TSR	Total Shareholder Return
UGB	Unternehmensgesetzbuch
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
VorstOG	Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz
VPI	Verbraucherpreisindex
WACC	Weighted Average Cost of Capital

1. Einleitung und Themenstellung

1.1 Motivation und Herleitung der Fragestellung

Das Themenfeld Vorstandsvergütung ist sowohl in der wissenschaftlichen Literatur als auch in der gesellschaftspolitischen Debatte sehr präsent. Seit der Finanzkrise Ende des ersten Jahrzehnts des 21. Jahrhunderts, deren Folgen weiterhin die Volkswirtschaften insbesondere Europas beschäftigen, ist das Thema der Managervergütung noch stärker in den Fokus auch der Politik gerückt. Die Ausrichtung der Manager auf kurzfristige Gewinne als Basis für die Bonuszahlungen und der möglicherweise damit einhergehende Mangel in der Wahrnehmung einer gesamtgesellschaftlichen Verantwortung stehen im Fokus der Debatte. Aber auch grundsätzlich werden die Vergütungen der Manager bereits seit vielen Jahren als zu hoch empfunden¹. Dieser Ansicht scheinen sich selbst einige Manager anzuschließen. So erklärte Martin Winterkorn, Vorstandsvorsitzender von Volkswagen, im Spiegel zur Diskussion über seine mögliche Gesamtvergütung im Jahre 2012: „Wenn ich wirklich 20 Millionen bekäme, wäre das den Menschen sicherlich nicht mehr zu vermitteln.“²

Vor allem hohe Abfindungen für Manager, die nach schlechter Leistung das Unternehmen vorzeitig verlassen müssen, stehen in der Kritik³. Aber auch hohe Bonuszahlungen trotz schlechter Unternehmensergebnisse prägen die öffentliche Diskussion⁴. Nicht verwunderlich ist es daher, dass auch die Politik das Thema aufgreift und Gesetzesinitiativen auf den Weg gebracht werden. In der Schweiz wurde am 3. März 2013 mit über zwei Dritteln der Stimmen

¹ Vgl. bspw. Die Zeit, Nr. 51/2007, vom 13.12.2007 („Von Schafen und Wölfen“). Vgl. zur Bedeutung (der Wahrnehmung) der Höhe der Vorstandsvergütung auch ein Zitat aus der Rede von Klaus-Peter Müller vom 13. Juni 2013 auf der DCGK Konferenz in Berlin: „Denn der gesamtgesellschaftliche Zusammenhalt und die Soziale Marktwirtschaft wären gefährdet, wenn – zu Recht oder zu Unrecht – der Eindruck entstünde, dass die Vergütungen unserer Top-Manager nicht mehr in einem angemessenen Verhältnis zu den Vergütungen stehen, die ansonsten in der Wirtschaft gezahlt werden.“

² Vgl. Spiegel Online vom 8. Februar 2013 („VW-Chef Winterkorn will weniger Gehalt“; URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/volkswagen-vw-chef-winterkorn-will-weniger-gehalt-a-882228.html>).

³ Vgl. u.a. Die Zeit vom 19.8.2008 („Unverschämte Abzocker?“) für einige Beispiele. Auch der Abschied von Utz Claassen ist ein viel diskutierter Fall. Claassen hatte nach vier Jahren als Vorstandschef von EnBW das Unternehmen auf eigenen Wunsch verlassen und wollte, gerade 44 Jahre alt, ein jährliches Übergangsgeld in Höhe von 400 Tsd. Euro bis zur Rente kassieren. Nach einem Rechtsstreit wurde das Übergangsgeld in einem Vergleich schließlich in eine einmalige Abfindung von 2,5 Mio. Euro umgewandelt. Auch danach machte der Manager nach einer 74-tägigen Vorstandstätigkeit beim inzwischen insolventen Unternehmen Solar Millennium von sich reden, als er das Begrüßungsgeld von 9 Mio. Euro kassierte und eine Abfindung in Höhe von 7 Mio. Euro forderte. Die Rechtsstreitigkeiten wurden im April 2013 mit einem beiderseitigen Forderungsverzicht beigelegt (vgl. das Handelsblatt vom 8. April 2013, URL: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/gehaltsstreit-claassen-einigt-sich-mit-solar-millennium/8033730.html>).

⁴ Die Schweizer Bank UBS steht wegen hoher Managervergütungen derzeit häufig in der Presse, bspw. mit unverändert hohen Boni für das Jahr 2012 trotz eines Milliardenverlusts (vgl. bspw. das Handelsblatt vom 14.3.2013, „UBS-Banker trotz Verlust mit hohen Boni“).

eine Volksinitiative „gegen die Abzockerei“ angenommen⁵, die unter anderem vorsieht, dass Schweizer Unternehmen zukünftig unter Androhung von Geld- und Freiheitsstrafen keine Abfindungen oder Begrüßungsgelder mehr an Organmitglieder zahlen dürfen⁶. Der Bundesrat muss dies innerhalb eines Jahres umsetzen⁷. Eine Initiative der Jungsozialisten, die die Managergehälter auf das maximal zwölffache des Gehalts des geringst bezahlten Angestellten eines Unternehmens begrenzen soll, wurde auf den Weg gebracht. Am 24. November 2013 wurde die „1:12-Initiative“ in der Volksabstimmung mit 65,3% Gegenstimmen abgelehnt⁸. In Deutschland wurde am 27. Juni 2013 im Bundestag das Gesetz zur Verbesserung der Kontrolle der Vorstandsvergütung und zur Änderung weiterer aktienrechtlicher Vorschriften (VorstKoG) beschlossen, das eine für den Aufsichtsrat bindende Abstimmung der Aktionäre in der Hauptversammlung über das vom Aufsichtsrat vorgeschlagene Vergütungssystem für den Vorstand vorsieht. Der Gesetzesvorschlag ist allerdings im Bundesrat abgelehnt und in den Vermittlungsausschuss verwiesen worden, unter anderem weil die Übertragung der Entscheidungsbefugnis über das Vergütungssystem auf die Hauptversammlung als nicht geeignet für eine Begrenzung der Managergehälter angesehen wird⁹. Auch ein Aktionsplan der EU-Kommission sieht stärkere Mitbestimmungsrechte der Aktionäre ebenso wie eine Harmonisierung der Offenlegungspflichten vor¹⁰. Die neue Fassung des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) 2013¹¹ sieht die Empfehlung vor, dass „der Aufsichtsrat das Verhältnis der Vorstandsvergütung zur Vergütung des oberen Führungskreises und der relevanten Gesamtbelegschaft insbesondere in der zeitlichen Entwicklung berücksichtigen“ soll. Auch werden „betragsmäßige Höchstgrenzen“ für die „Vergütung [...] insgesamt und hinsichtlich ihrer einzelnen Vergütungsteile“ empfohlen. Der französische Corporate Governance Kodex enthält bereits in seiner Fassung vom Dezember 2008 einen Verweis auf die Solidarität im Unternehmen und die öffentliche Meinung (Paragraph 20.2): „The

⁵ Vgl. u.a. die Süddeutsche Zeitung vom 3. März 2013 (URL: <http://www.sueddeutsche.de/politik/volksabstimmung-gegen-die-abzockerei-schweizer-stimmen-fuer-initiative-gegen-gehaltsexzesse-1.1614330>).

⁶ Vgl. den vorgeschlagenen Gesetzestext der Initiative (URL: <http://www.admin.ch/ch/d/pore/vi/vis348t.html>).

⁷ Vgl. Zürcher Tagesanzeiger vom 26. März 2013 (URL: <http://www.tagesanzeiger.ch/schweiz/standard/Der-Zeitplan-zur-Umsetzung-der-Abzockerinitiative/story/24562180>).

⁸ Vgl. den Bundesratsbeschluss über die Volksabstimmung: <http://www.admin.ch/opc/de/federal-gazette/2014/1773.pdf>. Laut Umfragen kurz vor der Abstimmung waren nur 55% der Schweizer gegen die Initiative (vgl. einen Artikel im Tagesanzeiger vom 10. November 2013, URL: <http://www.tagesanzeiger.ch/schweiz/standard/112Gegner-haben-die-Nase-vorn/story/31182481>).

⁹ Vgl. Drucksache 17/14790 des Deutschen Bundestags für die Begründung des Bundesrats vom 24. September 2013 (URL: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/17/147/1714790.pdf>). Für eine Diskussion zur Effektivität der Übertragung von mehr Verantwortung für das Vorstandsvergütungssystem auf die Aktionäre vgl. Armstrong / Gow / Larcker (2013) und Ferri / Maber (2013) und die dort genannte Literatur.

¹⁰ Vgl. das Communiqué der EU-Kommission an das EU-Parlament und weitere Institutionen vom 12. Dezember 2012 zum Aktionsplan (URL: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf).

¹¹ Vgl. den Kodex in seiner Fassung vom 13. Mai 2013 (URL: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex_2013/D_CorGov_Endfassung_Mai_2013.pdf).

compensation of executive directors must be appropriate, balanced and fair. Such compensation must strengthen the sense of solidarity and motivation within the enterprise. [...] Compensation must also take into account, to the greatest extent possible, the reactions of other stakeholders and of public opinion at large.”

Den Vergütungssystemen insbesondere der Unternehmen des Bankensektors wird eine Mitschuld an der Krise gegeben¹², auch wenn die empirischen Belege dafür bislang nicht eindeutig sind¹³. Entsprechend hat das EU-Parlament am 16. April 2013 im Rahmen des Reformpakets zur Stärkung von EU-Banken auch eine Deckelung der Bonuszahlungen für Bankmanager auf 100% des Grundgehalts, bzw. bei Zustimmung in der Hauptversammlung mit Zweidrittelmehrheit auf 200% beschlossen¹⁴. Ziel soll es sein, Anreize zu exzessiver Risikobereitschaft zu reduzieren. Auch die Managergehälter anderer Branchen, dabei insbesondere die Abfindungen, werden von der Europäischen Union stärker ins Visier genommen¹⁵. In Deutschland ist in 2010 die Instituts-Vergütungsverordnung (InstitutsVergV) in Kraft getreten, in der Vorschriften zur Ausgestaltung der Vergütungssysteme unter anderem für die Geschäftsführung „bedeutender Institute“ formuliert sind, bspw. hinsichtlich eines Einbezugs nicht-finanzieller Kennzahlen und der Berücksichtigung von Risikokennzahlen bei der Bonusbemessung, einer nicht sofortigen Auszahlung des verdienten Bonus oder der Abhängigkeit der Pensionszusagen von der nachhaltigen Wertentwicklung des Unternehmens.

Eine Analyse der Vergütungssysteme hat – verstärkt durch den oben beschriebenen gesellschaftspolitischen Hintergrund – aufgrund der durch sie gesetzten Anreize und deren

¹² Vgl. bspw. eine Stellungnahme des European Corporate Governance Forum vom 23. März 2009 zur Managervergütung: „Questions have arisen as to the incentives created by variable pay schemes that may have resulted into excessive risk taking by financial institutions and to ever increasing levels of remuneration.” Livne / Markarian / Mironov (2013) finden, dass Barboni (ohne Bindung an den längerfristigen Erfolg der Investitionen) kurzfristige und riskante (und letztlich weniger profitable) Investmententscheidungen gefördert haben.

¹³ Die Studien von Belkhir / Chazi (2010), Chesney / Stromberg / Wagner (2010), Acrey / McCumber / Nguyen (2010) und Vallascas / Hagendorff (2013) kommen bspw. zu unterschiedlichen Ergebnissen hinsichtlich dieser Fragestellung.

¹⁴ Vgl. die EU Capital Requirement Directive IV. Die Regelungen werden voraussichtlich erstmals für Boni gelten, die für Geschäftsjahre ab dem 1. Januar 2014 verdient werden. Ob die Stärkung der Aktionärsrechte dazu führen wird, dass Banken nur die Risiken eingehen werden, die aus volkswirtschaftlicher oder gesellschaftlicher Gesamtsicht wünschenswert sind, ist jedoch fraglich, da die Aktionäre nicht unbedingt aus Sicht der gesamten Volkswirtschaft handeln. Für eine Diskussion zur Effektivität von Maßnahmen zur Stärkung der Aktionärsrechte auf die Risiken, die Banken eingehen werden, und für Vorschläge zur Regulierung der Vergütung vgl. Bebchuk / Spaman (2009).

¹⁵ Vgl. die Aussagen von EU-Binnenmarktkommissar in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung vom 9. März 2013 (URL: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/nach-banker-boni-begrenzung-jetzt-will-die-eu-auch-die-managergehaelter-deckeln-12108431.html>): „Bei allen an der Börse notierten Unternehmen in der Europäischen Union müssen die Aktionäre dann über die Höhe der Gehälter entscheiden, inklusive goldener Handschläge.“

Auswirkungen auf die Entscheidungen der einzelnen Unternehmenslenker große Bedeutung, sowohl aus Sicht der Unternehmenseigner als auch der Volkswirtschaften. Die empirische Literatur zu diversen Fragestellungen im Themenbereich der Vorstandsvergütung ist dementsprechend sehr umfangreich. Der größte Teil der Veröffentlichungen basiert auf Daten US-amerikanischer Unternehmen. Untersuchungen zu anderen Ländern werden allerdings immer zahlreicher. Das liegt auch daran, dass die Qualität der öffentlich zugänglichen Vergütungsdaten in vielen Ländern aufgrund neuer gesetzlicher Regelungen¹⁶ oder Empfehlungen in Corporate Governance Kodizes in den letzten Jahren zugenommen hat. So werden viele Fragestellungen, die für Managementvergütungen US-amerikanischer Unternehmen in den letzten Jahren untersucht wurden, nun auch für Vorstandsvergütungen in anderen Ländern auf Basis aktueller Vergütungsdaten analysiert.

Es gibt jedoch nur wenige Untersuchungen, in denen die Ausgestaltung der einzelnen Vergütungssysteme auf Ebene einzelner Komponenten genauer beschrieben wird. Ausnahmen sind bspw. Carter / Ittner / Zechman (2009), die als Basis für ihre Studie die Ausgestaltung der Performance Shares in britischen Unternehmen im Jahre 2002 beschreiben, Conyon / Peck / Read / Sadler (2000), die die Performancebedingungen britischer Unternehmen im Jahr 1997 beschreiben, und Murphy (1999), der u.a. Daten hinsichtlich der Bemessungsgrundlagen und des Designs der Bonuspläne US-amerikanischer Unternehmen im Jahre 1997 aus einer Studie von Towers Perrin zusammenfasst. Sautner / Weber (2011) beschreiben die Ausgestaltung der Aktienoptionsprogramme von 81 europäischen Unternehmen im Jahre 2003 unter anderem hinsichtlich des Vorhandenseins von relativen oder absoluten marktbasieren Performancebedingungen auf Basis einer Befragung. Eine Unterscheidung nach Ländern nehmen sie jedoch nicht vor. In den jährlichen Studien zur Vorstandsvergütung in den DAX- und MDAX-Unternehmen von Friedl et al. (2008, 2009, 2010, 2012) werden teilweise auch die Vergütungen einzelner Unternehmen beschrieben, eine systematische Erhebung der Ausgestaltung einzelner Komponenten erfolgt jedoch nicht. Ebenso beschreibt die Studie der Hans-Böckler-Stiftung von Wilke / Schmid (2012) die Vergütungen in den 30 DAX-Unternehmen im Jahre 2011, allerdings steht auch hier der Einzelfall im Vordergrund, eine systematische Zusammenfassung nach bestimmten Kriterien wird nicht durchgeführt¹⁷. Dabei können sich bspw. die Aktien- und Optionspläne der Unternehmen im Einzelnen stark

¹⁶ So führte das Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz (VorstOG) in Deutschland ab 2006 bspw. zur individualisierten und hinsichtlich der aktienkursbasierten Vergütungskomponenten detaillierteren Offenlegung der Vorstandsvergütung.

¹⁷ Wilke / Schmid (2012) fassen die Vergütungssysteme in jedem einzelnen DAX-Unternehmen zusammen wie sie in den Vergütungsberichten formuliert sind. Zusätzlich vergleichen sie die Caps bei den erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten.

voneinander unterscheiden. Dies kann Auswirkungen haben sowohl auf die Anreizwirkungen dieser Aktien- und Optionsprogramme als auch auf deren Bewertung. Auch die Leistungen bzw. Leistungszusagen zur Altersversorgung kommen in unterschiedlichen Ausgestaltungsformen vor, was Auswirkungen auf die durch diese Vergütungskomponenten gesetzten Anreize hat. Des Weiteren ist es von Interesse, welche Bemessungsgrundlagen den Bonuszahlungen zugrunde liegen, ob die Boni von Jahres- oder Mehrjahreszielen abhängen und ob die Boni in bar oder über die Gewährung von Aktien „ausgezahlt“ werden. Werden solche Unterschiede in empirischen Studien nicht berücksichtigt, so können deren Ergebnisse verzerrt sein.

Ich möchte daher diese Lücke mit einer deskriptiven Studie zur Ausgestaltung der Vergütungssysteme schließen helfen. Dazu untersuche ich die Vergütungssysteme von Unternehmen aus den Leitindizes der europäischen Länder Deutschland, Österreich, Frankreich und Großbritannien und zeige die grundlegenden Unterschiede der Vergütungen in diesen Ländern auf. Die theoretische Literatur gibt aufgrund der hohen Komplexität vieler miteinander konkurrierender Vergütungsmotive und Einflussfaktoren auf eine „optimale“ Vergütung kaum generelle Gestaltungsempfehlungen, die in der Praxis direkt umgesetzt werden können. Entsprechend zeigt auch die empirische Literatur bei vielen Fragestellungen keine eindeutigen Ergebnisse. Insofern möchte ich in der Studie keine Beurteilung der Vergütungssysteme einzelner Unternehmen oder eines Samples vornehmen. Denn eine solche Beurteilung müsste die spezifischen Gegebenheiten der einzelnen Unternehmen berücksichtigen, von denen ein optimales Vergütungssystem abhängt, sowie einen Wertmaßstab für die Optimalität setzen. Stattdessen werde ich die **einzelnen Komponenten der Vergütung und ihre Ausgestaltung systematisch beschreiben**. Die genauere Betrachtung der aktienkursbasierten Vergütungskomponenten zeigt dabei auf, dass die in empirischen Studien sonst übliche **Bewertung von Aktien und Optionen** in vielen Fällen nicht adäquat ist, da in der Regel performancebasierte Vesting-Bedingungen implementiert sind. Hierfür gilt es, eine einfache Bewertungsmöglichkeit zu finden. Ich leite daher für das Sample die Höhe eines pauschalen Abschlags für nicht-marktbasierte Vesting-Bedingungen und eine stark vereinfachte Bewertungsformel für typische marktbasierte Vesting-Bedingungen her. Ich werde aus den Erkenntnissen der deskriptiven Untersuchung darüber hinaus ableiten, inwieweit die **Ergebnisse empirischer Studien verzerrt** werden können durch die Nicht-Beachtung von Details in der Ausgestaltung der Vergütungskomponenten oder aufgrund des Weglassens einzelner Komponenten der Vergütung. Die Arbeit ist daher von der folgenden **Forschungsfrage** geleitet:

Welche Implikationen hat die spezifische Ausgestaltung der einzelnen Komponenten der Vorstandsvergütung für die Ergebnisse empirischer Studien?

Im Detail werde ich in den einzelnen Kapiteln der Arbeit dabei die folgenden Fragen beantworten:

- Möglichkeiten und Grenzen der Bewertung einzelner Vergütungskomponenten auf Basis der offen gelegten Vergütungsdaten (Kapitel 5):
 - Wie können die gewährten Aktien und Optionen adäquat bewertet werden?
 - Welche Probleme entstehen bei der Bewertung der Zusagen zu Altersvorsorgeleistungen auf Basis der offen gelegten Daten?
- Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung (Kapitel 6):
 - Wie hoch ist die Vorstandsvergütung in Deutschland, Österreich, Frankreich und Großbritannien in den Jahren 2006 bis 2009?
 - Welche Bedeutung haben Fixvergütung, Bonuszahlungen und die Gewährung von Aktien und Optionen bei der jährlichen Vorstandsvergütung in den vier betrachteten Ländern?
 - Welche Bedeutung haben die Zusagen zur Altersversorgung sowie Abfindungen und Begrüßungsgelder als Teil der Vorstandsvergütung?
- Ausgestaltung der Vergütungskomponenten (Kapitel 6):
 - Auf welchen Bemessungsgrundlagen basieren die Bonuszahlungen in Deutschland, Österreich, Frankreich und Großbritannien?
 - Wie sind die aktienkursbasierten Vergütungskomponenten in den vier Ländern ausgestaltet?
- Bedeutung der Ausgestaltung der Vergütung für die empirische und modelltheoretische Forschung (Kapitel 7):
 - Welche Verzerrungen von Ergebnissen empirischer Studien können aufgrund der Nicht-Berücksichtigung einzelner Vergütungskomponenten oder der Nicht-Beachtung der spezifischen Ausgestaltung bestimmter Vergütungskomponenten auftreten?

1.2 Gang der Untersuchung

Nach einem kurzen Überblick über die empirische Literatur zur Managervergütung in Deutschland und Europa in Kapitel 1.3 werde ich in Kapitel 2 die üblichen Komponenten der Vorstandsvergütung und ihre Ausgestaltungsmöglichkeiten beschreiben. Im dritten Kapitel fasse ich die gesetzlichen Regelungen sowie die Vorgaben und Empfehlungen der Corporate

Governance Kodizes zur Veröffentlichung der Vorstandsvergütung in Deutschland, Österreich, Frankreich und Großbritannien zusammen. Diese Vorgaben bestimmen im Wesentlichen die Qualität und Art der öffentlich zugänglichen Daten zur Vorstandsvergütung in den jeweiligen Ländern.

Das Kapitel 4 gibt einen ausführlichen Überblick über die Literatur zur Managementvergütung. Hierbei konzentriere ich mich auf die Gestaltung eines aus der Sicht der Anteilseigner optimalen Vergütungssystems. Ich beschreibe, welche unterschiedlichen, teilweise miteinander konkurrierenden Ziele mit einem Vergütungssystem verfolgt werden und wie die einzelnen Vergütungskomponenten und die Vergütung insgesamt ausgestaltet werden können, um die einzelnen Ziele zu erreichen. Die Analyse der modelltheoretischen und empirischen Literatur zeigt, dass die optimale Ausgestaltung der Vergütung von der Kombination einer Vielzahl von Parametern in Bezug auf den Manager, das Unternehmen und das Unternehmensumfeld abhängt.

Im fünften Kapitel werden die Bewertungsansätze für die einzelnen Vergütungskomponenten beschrieben. Insbesondere diskutiere ich die Bewertung aktienkursbasierter Vergütungskomponenten, deren Ausübbarkeit von der Erfüllung zusätzlicher Performancebedingungen abhängt. Die ausgewerteten Daten zeigen, dass die Performancebedingungen im Allgemeinen bindend sind. Aus diesem Grund ist die ansonsten in der empirischen Literatur übliche Bewertung von Aktien über den Kurswert bei Gewährung und von Optionen über das Modell von Black-Scholes nicht ausreichend. Ich präsentiere vereinfachte, pauschalisierte Bewertungsansätze für unterschiedliche Ausgestaltungsmöglichkeiten der Performancebedingungen und diskutiere deren Nachteile. Diese Bewertungsansätze wende ich bei der Bewertung der aktienbasierten Vergütung in dieser Arbeit an. Darüber hinaus diskutiere ich ausführlich die Problematik bei der Bewertung der Altersvorsorgeleistungen auf Basis der veröffentlichten Daten im Rahmen von Vergütungsstudien.

Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung werden im sechsten Kapitel dargestellt. Neben der Höhe der Vergütungen und ihrer Komponenten in den einzelnen Ländern beschreibe ich, von wie vielen und welchen Performancegrößen die jährlichen Boni abhängen, in welchen Vergütungskomponenten eine mittel- oder langfristige Anreizsetzung berücksichtigt wird, wie die aktienkursbezogenen Komponenten ausgestaltet sind, welche Bedeutung Zusagen zu Altersvorsorgeleistungen und Einmalzahlungen wie Abfindungen und Begrüßungsgelder haben und wie sie gestaltet sind. Ich zeige, dass teilweise große Unterschiede zwischen den Vergütungssystemen in den Ländern bestehen. Dies betrifft sowohl die Ausgestaltung der

einzelnen Vergütungskomponenten als auch deren Gewicht für die Gesamtvergütung. So hat die Gewährung von Aktien und Optionen in Großbritannien und Frankreich immer noch eine weitaus größere Bedeutung als in Deutschland. Insbesondere aufgrund der hohen aktienbasierten Vergütungskomponenten ist die CEO-Vergütung in den britischen Unternehmen insgesamt höher als in den deutschen Unternehmen. Da die Barvergütung in den französischen Unternehmen in den betrachteten Jahren geringer ist, ist die CEO-Vergütung der britischen Unternehmen insgesamt auch höher als in den französischen Unternehmen. Vor allem aber unterscheidet sich die übliche Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütung in den einzelnen Ländern voneinander, etwa hinsichtlich der Verwendung von Aktien oder Optionen und den zugrunde liegenden Performancebedingungen. Auch bei der Gestaltung der Pensionen und Abfindungsvereinbarungen gibt es bedeutende Unterschiede in Höhe und Ausgestaltung sowohl zwischen den einzelnen Unternehmen als auch den betrachteten Ländern.

Die empirischen Befunde zur Ausgestaltung der Vergütungssysteme der untersuchten Unternehmen zeigen auf, dass eine genauere Betrachtung der einzelnen Vergütungskomponenten notwendig ist, um die Verzerrung von Ergebnissen empirischer Studien zu vermeiden. Im siebten Kapitel diskutiere ich daher, welche Folgen die Nichtbeachtung spezifischer Vergütungsmerkmale etwa von aktienkursbasierten Komponenten, Pensionszusagen oder Abfindungsvereinbarungen haben kann. Ich lege dar, dass auch aus theoretischer Sicht noch viele Fragen offen sind, deren Klärung als Basis für weitere empirische Studien dienen kann.

Im achten Kapitel fasse ich die Ergebnisse zusammen und diskutiere neue Herausforderungen für die Forschung zur Vorstandsvergütung aufgrund sich verändernder Vergütungssysteme.

1.3 Überblick über die empirische Literatur zur Vorstandsvergütung in Europa

Die Qualität der von den Unternehmen zur Verfügung gestellten Vergütungsdaten bildet die Ausgangsbasis für wissenschaftliche Untersuchungen zum Themenkreis der Managervergütung. Je nach Umfang und Qualität der Daten können mehr oder weniger Fragestellungen empirisch untersucht werden. So spiegelt sich die seit vielen Jahren hervorragende Datenlage in den USA in einer sehr großen Anzahl von Publikationen zum Thema Executive Compensation wider, die auf Daten US-amerikanischer Firmen basieren.

Die Management-Vergütung in Unternehmen anderer Länder ist dagegen weitaus weniger empirisch untersucht worden. So gibt es bis in die 2000er Jahre nur wenige Studien zur

Vorstandsvergütung in Deutschland. Beispielhaft zu nennen sind Schwalbach / Graßhoff (1997), Schmid (1997), Schwalbach (1999) für die Jahre 1987-1996, Conyon / Schwalbach (2000), Brenner / Schwalbach (2003) für die Jahre 1991-1998 und Elston / Goldberg (2003) für 91 Unternehmen von 1970-1986. In den in diesen Studien untersuchten Zeiträumen waren aktienkursbasierte Vergütungskomponenten in Deutschland nicht Teil der Managementvergütung. Sie wurden erst Mitte der 1990er Jahre sukzessive eingeführt¹⁸. Allerdings waren auch die Daten zur Barvergütung noch selten öffentlich zugänglich, geschweige denn auf individueller Basis, und wurden teilweise Studien von Vergütungsberatungen entnommen. Ein systematischer Vergleich der Vergütungen wurde so erheblich erschwert.

Nach Einführung des DCGK in seiner ersten Fassung aus dem Jahr 2002, in dem eine Offenlegung der Vorstandsbezüge, unterteilt in fixe und variable Komponenten und solche mit langfristiger Anreizwirkung, empfohlen und eine individualisierte Offenlegung zumindest vorgeschlagen („Anregung“) wurde, wurde die Datenlage nicht wesentlich besser. Schmidt / Schwalbach (2007) geben einen Überblick über die durchschnittliche Bar- und Gesamtvergütung für 2005 der Unternehmen in DAX und MDAX sowie zum Vergleich im EURO STOXX 50. In die Gesamtvergütung beziehen sie erstmals auch aktienkursbasierte Vergütungskomponenten mit ein¹⁹. Erst die erweiterten Offenlegungspflichten im Zuge des VorstOG konnten der mangelnden Transparenz in Deutschland Abhilfe schaffen. Sie beinhalten unter anderem die Verpflichtung zur Offenlegung der Zeitwerte der aktienkursbasierten Vergütungskomponenten. Seitdem wird die neu gewonnene Datenqualität auch in der Wissenschaft genutzt und die aktienkursbasierten Komponenten werden als Teil der Gesamtvergütung in die Untersuchungen einbezogen, so in einigen deskriptiven Studien (vgl. Friedl et al. (2008, 2009, 2010), Kuhner et al. (2008 und 2009) und Rapp / Wolff (2008b), Rapp / Wolff (2008a), Rapp / Schaller / Wolff (2008c)).

Rapp / Wolff (2010) untersuchen die Vorstandsvergütung in den deutschen Prime-Standard-Unternehmen in den Jahren 2005-2007. Da die Vergütung in 2005 in vielen Unternehmen noch nicht individualisiert offengelegt war, müssen sie auf die durchschnittliche Vorstandsvergütung zurückgreifen und können beispielsweise nicht die Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden vergleichen. Dies kann zu Verzerrungen führen, da die Vergütung des

¹⁸ Sanders / Tuschke (2007) untersuchen die Einführung von aktienbasierten Vergütungsplänen in den Unternehmen des DAX 100. Abgesehen von einem Unternehmen, das bereits zu Beginn der 1990er Jahre aktienbasierte Anreize nutzte, führten erst in 1996 Daimler-Benz und die Deutsche Bank (unter großen Protesten von Großaktionären, Arbeitnehmervertretern, Medien und Politik) aktienbasierte Vergütungspläne ein. Diese Praxis verbreitete sich gegen Ende der 1990er Jahre zunehmend unter den Unternehmen im DAX 100 (vgl. Sanders / Tuschke (2007), S. 41).

¹⁹ Zur Bewertung dieser Bestandteile machen Sie jedoch keinerlei Angaben.

Vorsitzenden im Regelfall wesentlich höher ist als die der übrigen Vorstandsmitglieder²⁰. Da die Vorstandsorgane unterschiedlich groß sind, wird die Vergütung eines durchschnittlichen Vorstandsmitgliedes in kleinen Vorstandsorganen, ceteris paribus, höher sein als in großen Vorstandsorganen²¹. Rapp / Wolff (2010) beziehen die Zeitwerte der im jeweiligen Jahr gewährten Aktien und Aktienoptionen mit ein. Aufgrund der im Vergleich zu den USA noch schlechten Datenlage bzgl. der von den Vorständen gehaltenen Aktien- und Aktienoptionsportfolios können deren Wertveränderungen allerdings nicht von Rapp / Wolff (2010) berücksichtigt werden. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass die Gesamtvergütung nur sehr geringfügig von der Performance abhängt.

Im Gegensatz zur Vorstandsvergütung in Deutschland ist die Managementvergütung in **Großbritannien** dagegen schon besser untersucht, wenn auch bei weitem nicht in dem Umfang wie für die USA. Obwohl in Großbritannien schon seit den 1980er Jahren aktienbasierte Vergütungselemente in der Vorstandsvergütung genutzt wurden, müssen die Unternehmen erst seit 1997 die Gewährung von Optionen an die Board-Mitglieder offenlegen. Aus diesem Grund werden aktienbasierte Komponenten in vielen Studien, die auch Zeiträume vor 1997 abdecken, nicht berücksichtigt²². Eine Ausnahme unter den frühen Studien bilden Main / Bruce / Buck (1996), die neben der Barvergütung von 60-70 Unternehmen im Zeitraum 1981-1989 auch Aktienoptionspläne zum Zeitwert bei Gewährung einbeziehen. Ebenso definieren McKnight et al. (2000) die Vergütung als Grundvergütung, Bonus und Aktienoptionen. Restricted Stock und andere langfristige Anreizkomponenten bleiben sowohl bei Main / Bruce / Buck (1996) als auch bei McKnight et al. (2000) unberücksichtigt. Cosh / Hughes (1997) betrachten zwar die vom Board of Directors gehaltenen Aktienanteile inklusive der im Rahmen der Vergütung gewährten Aktien. Ob sie diese auch in die jährliche CEO-Vergütung einbeziehen, wird allerdings nicht beschrieben. Studien über Zeiträume ab 1997 profitieren von der Offenlegung und können langfristige Vergütungskomponenten berücksichtigen, so unter anderem Conyon / Murphy (2000) zur Top-Managementvergütung in den USA und in Großbritannien im Jahre 1997, Conyon / Sadler (2001) und Espenlaub / Stathopoulos / Walker (2003). Conyon / Core / Guay (2011)

²⁰ Im Jahr 2006 war die Gesamtvergütung der Vorstandsvorsitzenden der DAX-Unternehmen im Durchschnitt 1,8 Mal so hoch wie die durchschnittliche Gesamtvergütung der anderen Vorstandsmitglieder (vgl. Friedl et al. (2008), S. 20).

²¹ Rapp / Wolff (2010) fügen die Vorstandsgröße als Kontrollvariable ein, die diesen Effekt auch belegt. Sie mutmaßen allerdings, dass sich der Wert der Kontrollvariable neben „eventuellen Gehaltsunterschieden“ auch mit einem reduzierten Verantwortungsbereich erklären lässt.

²² Beispielhaft zu nennen für Studien, in denen nur Grundvergütung und Bonus analysiert werden, sind Gregg / Machin / Szymanski (1993), Main / Johnston (1993), Conyon / Gregg (1994), Conyon / Leech (1994), Conyon (1997), Ezzamel / Watson (1998), Conyon / Peck / Sadler (2000), Gregg / Jewell / Tonks (2005).

untersuchen in einer neueren Studie mit Daten aus 1997 und 2003, ob die CEO-Vergütung in den USA auch aus Sicht der CEOs selbst nach Berücksichtigung des von ihnen getragenen Risikos höher ist als in Großbritannien.

Die Top-Managementvergütung in **Frankreich** ist bisher nur sehr begrenzt systematisch untersucht worden. Ausnahmen sind Alcouffe (1998), Trépo / Roussel (1999), Alcouffe / Alcouffe (2000), Albouy (2004), Alcouffe (2004), D’Arcimoles / Le Maux (2005), Vigliano (2007) und Llense (2010). Für **Österreich** sind mir keine wissenschaftlichen Veröffentlichungen bekannt.

Die Managementvergütung ist in vielen **anderen Ländern**, die nicht Gegenstand dieser Arbeit sind, auch nur sehr wenig untersucht. Für Studien zur Managervergütung in Europa vergleiche beispielsweise Ángel / Fumás (1997) für Spanien, Melis / Carta / Gaia (2010) für Italien, Eriksson / Lausten (2000), Bechmann / Jørgensen (2004) und Bechmann (2008) für Dänemark, Firth et al. (1996) für Norwegen, Randoy / Nielsen (2002) für Norwegen und Schweden und Becker (2006) für Schweden sowie Jones / Kato (1996) für Bulgarien. Zhou (1999) vergleicht die CEO-Vergütung in Kanada mit derjenigen in den USA. Für Japan gibt es bereits einige Studien, vergleiche etwa Kato (1997) und Kato / Kubo (2006) sowie Kaplan (1994) für einen frühen Vergleich zwischen Japan und den USA. Zur Managervergütung in weniger entwickelten asiatischen Ländern vergleiche Mengistae / Xu (2004), Firth / Fung / Rui (2006) und Kato / Long (2006) für China, Cheung / Stouraitis / Wong (2005) für Hong Kong, Kato / Kim / Lee (2006) für Korea, Unite et al. (2008) für die Philippinen.²³

Noch seltener als Studien zu Vorstandsvergütungen in einzelnen Ländern außerhalb der USA sind **länderübergreifende Studien**. Conyon / Schwalbach (2000) untersuchen die Vorstandsvergütungen in Deutschland (48 Unternehmen, Zeitraum 1968-1994) und in Großbritannien (102 Unternehmen, Zeitraum 1969-1995) und schätzen unternehmensindividuelle Pay-for-Performance-Sensitivitäten. Sie finden für beide Länder einen ähnlich positiven Zusammenhang zwischen der Unternehmensperformance, gemessen über die Aktienrendite, und der Barvergütung. Bezüglich des Zusammenhangs zwischen der Unternehmensgröße, gemessen über den Umsatz, und der Vergütung finden sie keine wesentlichen Unterschiede zwischen deutschen und britischen Unternehmen. Lediglich hinsichtlich der Vergütungsstruktur verweisen die Autoren darauf, dass es in den untersuchten

²³ Die angegebenen Studien erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit zum Stand der Vergütungsforschung im jeweiligen Land. Auch wurden nicht-englischsprachige Veröffentlichungen nicht recherchiert. Insbesondere in einigen asiatischen Schwellenländern gehören die genannten Studien laut Aussage der Autoren zu den ersten, die die Managervergütung des jeweiligen Landes untersuchen.

deutschen Unternehmen im betrachteten Zeitraum keine langfristigen Anreize durch Gewährung von Aktien und Aktienoptionen gab, während diese Vergütungsformen in Großbritannien in den 1980er Jahren zugenommen haben. Brenner / Schwalbach (2003) untersuchen den Zusammenhang zwischen den Management-Fähigkeiten der Vorstände, der Unternehmensgröße und den Barvergütungen mit Daten zu britischen und deutschen Unternehmensvorständen der Jahre 1991-1998²⁴.

Abowd / Bognanno (1995) nutzen Daten von verschiedenen Vergütungsberatungen (Hay Group, Mercer International, Towers Perrin, Wyatt Company) und weitere Datenquellen für ihre Untersuchung der Vergütungen von CEOs, hochrangigen Managern (Personalvorstände) und Arbeitern in zwölf OECD-Ländern²⁵ in 1984 und von 1988 bis 1992. US-amerikanische CEOs erhalten dabei die mit Abstand höchste Vergütung über den gesamten Zeitraum hinweg²⁶. Die Autoren zeigen auch, dass in den betrachteten Jahren von den untersuchten Ländern nur CEOs in den USA, Frankreich, Großbritannien und Kanada wesentliche aktienbasierte Vergütungskomponenten gewährt wurden. In der Schweiz sind die aktienbasierten Komponenten sehr gering, in Italien kamen solche langfristigen Anreize erst zum Ende des betrachteten Zeitraums langsam auf. Abowd / Kaplan (1999) erweitern die Vergütungsdaten für den CEO auf 1996 und zeigen ein ähnliches Bild.

Ein Beispiel für eine aktuelle Studie ist Hüttenbrink (2012). Der Autor analysiert ein länderübergreifendes Sample aus US-amerikanischen und vielen europäischen Ländern für die Jahre 2005 bis 2008 mit unterschiedlichen Fragestellungen zum Einfluss institutioneller Rahmenbedingungen auf die Managervergütung, unter anderem auch zur Rolle der Managervergütung von Banken in der Finanzkrise 2007/08, und trägt damit zum Verständnis der Unterschiede in den Vergütungssystemen verschiedener Länder bei.

Insgesamt gesehen ist die wissenschaftliche Literatur zur Managervergütung in Europa jedoch noch nicht sehr umfangreich. Insbesondere eine systematische Beschreibung der Ausgestaltung der Vergütungssysteme in den verschiedenen Ländern liegt bislang nicht vor.

²⁴ Die durchschnittliche Vergütung der deutschen Vorstände ist in ihrem Sample größer. Sie geben keine Hinweise, ob das möglicherweise auf die Unternehmensgröße in ihren deutschen und britischen Samples zurückzuführen ist. Da das britische Sample etwa doppelt so viele Unternehmen enthält, ist dies aber zu vermuten.

²⁵ Die zwölf untersuchten Länder sind Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Schweden, Schweiz, Spanien, USA.

²⁶ Abowd / Bognanno (1995) unterscheiden in Kosten für den Arbeitgeber und Nutzen für den Arbeitnehmer. Dafür stellen sie umfangreiche Vergleiche an und berücksichtigen unter anderem sowohl gezahlte Steuern als auch Nutzen durch öffentlich bereitgestellte Güter und Dienstleistungen, um den Wert der Vergütung für den Arbeitnehmer im jeweiligen Land zu schätzen. Das Ergebnis hinsichtlich der höheren CEO-Vergütung in den USA gilt sowohl für die Arbeitgeberkosten als auch den Nutzen der Vergütung aus Sicht des CEOs. Hochrangige Manager werden in den USA nicht höher vergütet als in anderen Ländern.

2. Beschreibung der Komponenten der Vorstandsvergütung und deren Ausgestaltung

2.1 Grundlegende Systematisierung der Vorstandsvergütung

Die Gesamtvergütung für Vorstände besteht aus einer Vielzahl unterschiedlicher Einzelkomponenten, die **erfolgsunabhängig oder erfolgsabhängig** gestaltet sind: Zu den erfolgsunabhängigen Komponenten zählen das Festgehalt und sonstige (oft unbare) Vergütungsbestandteile (bspw. Mietzuschüsse und Versicherungsleistungen). Die erfolgsabhängigen Komponenten lassen sich in Jahres- und Mehrjahresboni mit zumeist rechnungslegungs-basierten Bemessungsgrundlagen und aktienkursbasierte Vergütungskomponenten aufteilen. Des Weiteren sind noch Zusagen zu Versorgungsleistungen (im Wesentlichen Pensionen) und Einmalzahlungen bzw. Zahlungszusagen wie Abfindungen und Begrüßungsgelder zur üblichen Vergütung eines Vorstandsmitgliedes hinzu zu zählen. Diese Bestandteile sind je nach Ausgestaltung performanceabhängig oder performanceunabhängig.

Ein weiteres Kriterium zur Gliederung der Vergütungskomponenten ist eine Aufteilung in **kurz- und langfristige** (mitunter auch mittelfristige) Vergütungskomponenten. Grundgehalt und sonstige Vergütungskomponenten sowie der auf die Performance eines einzigen Jahres bezogene Jahresbonus sind als kurzfristig zu betrachten, während Aktien, Aktienoptionen und andere aktienkursbasierte Komponenten als langfristig angesehen werden. Einmalzahlungen und Pensionen sind nicht sinnvoll einer Fristigkeit zuzuordnen.

Die Höhe und Struktur der Vergütung wird in der Regel durch einen Vergleich mit anderen Unternehmen ähnlicher Größe festgelegt²⁷. Dabei sollte die Vergütung insgesamt betrachtet werden, nicht die einzelnen Komponenten getrennt voneinander²⁸. Die Unternehmensgröße hat dabei einen bedeutenden Einfluss auf die Vergütungshöhe²⁹. Dies kann zum einen darin begründet sein, dass größere Unternehmen mit höherer Komplexität fähigere und besser bezahlte Manager einstellen können³⁰. Der Vergleich mit der Vergütung in anderen Unternehmen kann auch zum Anwachsen der Vergütungen führen, wenn Unternehmen immer

²⁷ Vgl. den Vergütungsbericht von Adidas des Jahres 2011 (S. 50): “Die Vergütung der Mitglieder des Vorstands soll der Größe und globalen Ausrichtung des Unternehmens, seiner wirtschaftlichen Lage und den Zukunftsaussichten Rechnung tragen. [...] Schließlich soll sich die Vergütung an der üblichen Struktur und Höhe der Vorstandsvergütung vergleichbarer Unternehmen orientieren.“

²⁸ Vgl. Lambert / Larcker / Verrecchia (1991) und die Darlegungen in Kapitel 4 dieser Arbeit.

²⁹ Vgl. u.a. Baker / Jensen / Murphy (1988), Kostiuk (1990), Murphy (1985) und Murphy (1999).

³⁰ Vgl. Rosen (1982), der dies als Marktgleichgewicht herleitet, da die Produktivität und Fähigkeit des Top-Managements in größeren Unternehmen mit mehr Hierarchiestufen einen größeren Hebel zur Wertsteigerung haben.

ein wenig mehr als den Durchschnitt zu zahlen bereit sind (sogenannter „Ratchet Effect“)³¹. Dies würde auch den Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Vergütungshöhe verstärken, wenn die Vergleichsgruppe auch durch die Größe definiert wird.

2.2 Erfolgsunabhängige Komponenten

Das Grundgehalt bzw. Jahresfestgehalt bildet den fixen Teil der Gesamtvergütung. Es wird in der Regel in monatlichen Teilbeträgen bar ausgezahlt. Das Grundgehalt an sich entwickelt keine direkte verhaltenssteuernde Wirkung. Die Höhe der Fixvergütung wird oft durch Benchmarking mit anderen Unternehmen festgelegt³². Der bereits beschriebene Einfluss der Unternehmensgröße auf die Vergütung wird durch den Bezug auf Unternehmen ähnlicher Größe verstärkt³³.

Aus rein praktischer Sicht hat die Festlegung der Fixvergütung einen hohen Stellenwert. Das Grundgehalt ist oft die Basis für die Festlegung der Höhe der anderen Vergütungskomponenten. Insbesondere die Pensionszusagen werden in der Regel in Relation zum Grundgehalt, oft auch Grundgehalt plus Bonus, bestimmt. Und auch die Zielgrößen der Boni sowie die Werte der langfristigen Anreize werden häufig als Vielfaches des Grundgehalts bestimmt oder zumindest als solches im Vergütungsbericht angegeben³⁴. Eventuelle Beschränkungen einzelner Vergütungskomponenten nach oben (Caps) sind in der Regel auf diese Weise definiert. Auch die ab 2014 geltende Deckelung der Boni für Bankmanager in der Europäischen Union ist in Abhängigkeit des Grundgehalts festgelegt³⁵. Insbesondere gesetzliche Regeln zur Begrenzung einer Vergütungskomponente in Abhängigkeit des

³¹ Vgl. bspw. Baker / Jensen / Murphy (1988), Benz / Stutzer (2003), Göx / Heller (2008). Für ein Praxisbeispiel vgl. ARM Holdings PLC: „The committee believes that a director’s total remuneration should seek to recognise his worth in the external market and, to this end, operates a policy of paying base salaries which are in line with the market median, as part of a total remuneration package which is upper quartile.” (ARM Holdings, Annual Report 2009, S. 45).

³² Vgl. bspw. Aggreko PLC: “Following a review of market positioning of remuneration, the salary levels of the Chief Executive and Finance Director are at lower quartile when compared to companies of similar size.” (Aggreko, Annual Report 2011, S: 71), und Associated British Foods PLC: „Base salaries are paid to individuals for delivering a fully competent level of performance, and are reviewed in relation to median market data for comparable companies in terms of size, market sector and complexity.” (Associated British Foods, Annual Report 2009, S. 42). Zur Festlegung der Fixvergütung durch Benchmarking siehe auch Murphy (1999), S. 2497-2498.

³³ Vgl. hierzu auch Baker / Jensen / Murphy (1988), S. 609-610.

³⁴ Vgl. Associated British Foods PLC: „The maximum annual bonus opportunity for executive directors is 150% of base salary. [...] All these allocations [of conditional shares] were to a maximum face value of 125% of base salary [...]” (Associated British Foods, Annual Report 2009, S. 43). Der französische Corporate Governance Kodex sieht vor, dass das Unternehmen den maximalen Bonus in einem Verhältnis zum Grundgehalt bestimmen soll (vgl. den Corporate Governance Code of Listed Companies von April 2010, Paragraph 20.2.2). Vgl. auch Vergütungsstudien wie PriceWaterhouseCoopers (2008), die die Komponenten der Vergütung ausschließlich in Relation zum Grundgehalt darstellen.

³⁵ Vgl. Kapitel 1.1.

Grundgehalts können dadurch den Anreiz setzen, bei Konkurrenz auf dem Arbeitsmarkt eventuell gar die Notwendigkeit begründen, die Grundgehälter nach oben anzupassen³⁶.

Unter die sonstigen Vergütungsbestandteile (auch Sachbezüge oder Nebenleistungen genannt) fallen bspw. geldwerte Vorteile aus der Bereitstellung von Dienstwagen und die Übernahme von Versicherungsprämien oder Umzugskosten. Die sonstigen Vergütungsbestandteile sind auch als fix bzw. performanceunabhängig anzusehen.

2.3 Erfolgsabhängige Komponenten

2.3.1 Gliederung der erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten

Bei der Ausgestaltung der erfolgsabhängigen Vergütung ist zum einen eine geeignete **Bemessungsgrundlage**, zum anderen eine geeignete **Vergütungsfunktion** zu wählen³⁷. Die Vergütungsfunktion bestimmt die Höhe der variablen Vergütung in Abhängigkeit der gewählten Bemessungsgrundlage. Mit der Bemessungsgrundlage ist ein geeignetes Performancemaß gemeint. Verwendet werden im Wesentlichen rechnungslegungs-basierte Performancemaße, wie bspw. der Umsatz oder diverse Gewinn- bzw. Erfolgsgrößen, und marktwertbasierte Größen, also hauptsächlich aktienkursabhängige Performancemaße. Neben den genannten Bemessungsgrundlagen können auch individuelle Ziele wie bspw. eine gelungene Integration unterschiedlicher Informationssysteme nach einer Unternehmensverschmelzung, der gelungene Markteintritt in einen neuen Markt oder auch segmentspezifische Ziele die Basis für die Bemessung der variablen Vergütung sein. Dies ist regelmäßig für Jahresboni der Fall.

Für die Systematisierung der erfolgsabhängigen Komponenten bieten sich zwei Alternativen an: eine Unterscheidung in variable Barvergütung und aktienkursbasierte Vergütungskomponenten sowie eine Aufteilung in kurz- und langfristige Anreize. Im Zuge der ersten Alternative zähle ich zur variablen Barvergütung die in bar ausgezahlten performanceabhängigen Komponenten, wie Jahres- und Mehrjahresboni, die nicht primär vom Aktienkurs abhängen. Aktienkursbasierte Komponenten beinhalten die Gewährung von realen und

³⁶ Damit kann die Struktur der Vergütung von einer aus Anreizgesichtspunkten für das einzelne Unternehmen eventuell optimalen Aufteilung weg verschoben werden. Allerdings greift eine Diskussion, die rein auf Basis der Anreizkompatibilität für das einzelne Unternehmen basiert, sicherlich auch zu kurz. Wird die Vergütung des Managements als unangemessen empfunden, kann dies zu einem Auswirkung auf die Mitarbeiterzufriedenheit im Unternehmen haben. Zum anderen sind gesellschaftspolitische Auswirkungen aufgrund einer generell als ungerecht empfundenen Managervergütung meines Erachtens nicht außer Acht zu lassen und haben zudem unter Umständen Rückwirkungen auf die einzelnen Unternehmen, teilweise sehr direkter Art, vgl. beispielsweise die in Kapitel 1.1 beschriebene „Abzocker-Initiative“ in der Schweiz, infolgedessen nun ein Verbot von Abfindungszahlungen und Begrüßungsgeldern gesetzlich festgeschrieben werden muss.

³⁷ Vgl. bspw. Laux (2006), S. 24-27.

virtuellen Aktien und Optionen sowie Cash-Pläne, deren Auszahlung primär von einer mehrjährigen Aktienkursperformance abhängt. Für diese Einteilung spricht, dass der Auszahlungsbetrag der variablen Barvergütung im jeweiligen Jahr feststeht, wohingegen der Betrag, der den Vorständen aus der aktienkursbasierten Vergütung zufließen wird, im Gewährungs Jahr noch nicht bekannt ist. Beide Komponenten unterscheiden sich daher durch die Art der Bewertung. Die variable Barvergütung hat zudem ihre Anreizfunktion bei Auszahlung bereits erfüllt. Die aktienkursbasierte Vergütung entwickelt ihre Anreize dagegen ab dem Zeitpunkt der Gewährung bzw. ab dem Zeitpunkt, zu dem die Anzahl der zu gewährenden Aktien oder die Anzahl und die Parameter der Optionen festgelegt werden³⁸.

Eine Unterscheidung in kurz- und langfristige Anreize, bei der Jahresboni zu den kurzfristigen Anreizformen und mehrjahresbezogene Boni zusammen mit den aktienkursbasierten Komponenten zu den langfristigen Anreizformen zählen, hätte den Vorteil, dass damit ein direkter Bezug auf die oft geforderte langfristige Ausrichtung der Vergütung genommen würde. Allerdings spielen die oben angesprochenen Bewertungsfragen eine große Rolle für die empirische Analyse. Darüber hinaus ist die Unterscheidung in aktienbasierte und nicht aktienbasierte Vergütung bedeutsam für die in Kapitel 4 diskutierten Anreizwirkungen der Vergütung. Daher wähle ich die Untergliederung der performanceabhängigen Vergütung in variable Barvergütung und aktienkursbasierte Komponenten. Den Teil des Bonus, der in Aktien mit Sperrfrist ausgezahlt wird („Deferred Shares“ bzw. „Deferred Boni“), zähle ich als aktienkursbasierte Komponente. Deferred Shares werden in dieser Arbeit gesondert diskutiert.

2.3.2 Variable Barvergütung

Der kurzfristige Teil der variablen Vergütung, in Deutschland häufig Jahresbonus oder Tantieme genannt, soll die Performance des abgelaufenen Geschäftsjahres vergüten und damit entsprechende Leistungsanreize zur Erreichung der im Vorhinein festgelegten Zielgröße setzen. Darüber hinaus gibt es auch längerfristige Formen der variablen Barvergütung in Form von Mehrjahresboni und Bonusbanksystemen. Mitunter ist ein Teil des Bonus garantiert, es wird also ein Mindestbonus festgelegt. Dies entspricht allerdings in seinen Anreizwirkungen einem höheren Fixum, da dieser Teil des Bonus in keinsten Weise von der erreichten Performance abhängt. Zusätzlich gibt es in Ausnahmefällen auch Sonderboni, die vom

³⁸ Wenn der Wert der Aktienzuteilung im Vorhinein festgelegt wird, entstehen die Anreize ab dem Zeitpunkt, an dem durch Division dieses Gesamtwerts durch den anzuwendenden Kurs die Anzahl der Aktien festgelegt wird. Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn der Wert der zu gewährenden Aktien- und Optionspakete in Abhängigkeit vom Grundgehalt bestimmt wird, wie es in der Unternehmenspraxis häufig vorkommt. Wenn eine Anzahl festgelegt wird, dann haben Aktienkursentwicklungen vom Zeitpunkt des in Aussicht Stellen der Aktien an, also auch vor der Gewährung, bereits entsprechende Anreizwirkungen. Vgl. Young / O'Byrne (2001), S. 126-131.

Erreichen eines bestimmten, meist strategisch bedeutsamen Ziels abhängen, also bspw. ein erfolgreicher Börsengang eines Tochterunternehmens oder eine abgeschlossene Übernahme.

Die dominierenden **Bemessungsgrundlagen** für Jahres- und Mehrjahresboni sind rechnungslegungs-basierte Größen. Dies sind häufig absolute und relative Gewinngrößen, wie bspw. das Konzernergebnis, der operative Gewinn bzw. Earnings before interest and taxes (EBIT), der Economic Value Added und daran angelehnte Residualgewinngrößen, Eigen- und Gesamtkapitalrendite, Umsatzwachstum und Dividendenzahlungen. Oft werden die Gewinngrößen von außerordentlichen Effekten, Währungseffekten oder anderen Größen bereinigt³⁹. Aber auch qualitative Ziele wie bspw. die Durchführung von Kostensenkungsmaßnahmen, Implementierung der Unternehmensstrategie, Kundenzufriedenheit oder Mitarbeitermotivation können als Bemessungsgrundlage herangezogen werden⁴⁰. Meistens bemisst sich der Bonus an mehreren Performancemaßen gleichzeitig.

Jahres- und Mehrjahresboni unterscheiden sich dadurch, dass beim Jahresbonus die durch die Bemessungsgrundlage definierte Performance eines einzelnen Jahres zur Ermittlung der Bonushöhe herangezogen wird. Beim Mehrjahresbonus wird die Performance über einen Mehrjahreszeitraum hinweg betrachtet. Sie ist also bspw. definiert als die durchschnittliche Rendite eines Dreijahreszeitraums oder der kumulierte Gewinn über diesen Zeitraum hinweg. Grundsätzlich kann unterschieden werden zwischen einem prospektiv orientierten Mehrjahresbonus, bei dem zu Beginn des Mehrjahreszeitraums eine Bonusvereinbarung getroffen wird, deren Auszahlung zum Ende der Performancelaufzeit erfolgt, und einem Jahresbonus, bei dem für das jeweilige Jahr vereinbart wird, dass die Performance mehrerer vergangener Perioden als Bemessungsgrundlage dient⁴¹. Auch ein prospektiv orientierter Mehrjahresbonus kann zu einer jährlichen Zahlung führen, wenn er rollierend aufgelegt wird, jedoch nicht in den ersten Jahren der Vorstandstätigkeit. Jahres- und Mehrjahresbonus werden auch kombiniert⁴².

³⁹ Dechow / Huson / Sloan (1994) und Adut / Cready / Lopez (2003) zeigen für ihre Sample, dass Restrukturierungsaufwendungen bei der Bonusberechnung herausgenommen werden. Damit wird verhindert, dass Manager notwendige Restrukturierungen wegen der negativen Auswirkung auf die Gewinne und damit ihre Bonuszahlungen nicht durchführen. Diese Anpassungen werden anscheinend einzelfallbezogen vorgenommen, auch wenn dies nicht explizit in den Bonusplänen beschrieben wird.

⁴⁰ Vgl. Kapitel 6 für eine Übersicht über die verwendeten Bemessungsgrundlagen.

⁴¹ Vgl. hierzu Friedl et al. (2012), S. 13. Zur Entfaltung der längerfristigen Anreizwirkung muss die Zielperformance des Mehrjahreszeitraums bereits im Vorhinein definiert werden, also bspw. bereits Anfang 2006 für einen Bonus in 2008, der sich an der durchschnittlichen Dreijahresperformance des EBIT 2006 bis 2008 bemisst.

⁴² Das ist bspw. bei Adidas, der Allianz, Beiersdorf und einigen anderen deutschen Unternehmen der Fall.

Neben der Bemessungsgrundlage selbst ist auch die **Bonusfunktion** zu wählen. Diese legt fest, wie hoch der Bonus in Abhängigkeit von der gewählten Performancegröße sein soll⁴³. Es ist durchaus üblich, Performancehürden (Thresholds) und Bonusobergrenzen (Caps) einzubauen. Eine natürliche Performancehürde für Jahresboni könnte bei einem Gewinn als Bemessungsgrundlage bspw. der Nullgewinn sein, da ein Verlust zu negativen Bonuszahlungen führen würde. Allerdings kann natürlich genauso festgelegt werden, dass bereits bei einem begrenzten Verlust ein Bonus gezahlt werden soll⁴⁴. Denn wenn das Unternehmen aufgrund der gegenwärtigen Wirtschaftslage für das nächste Jahr Verluste erwartet, könnte bereits eine Verringerung der prognostizierten oder „eingelplanten“ Verluste eine gute Performance sein. Es kommt auch vor, dass keine explizite Bemessungsregel festgelegt wird, sondern der Aufsichtsrat diskretionär die Höhe des Bonus festlegt.

Bonusbanksysteme beinhalten, dass der Bonus nicht sofort vollständig ausgezahlt wird, sondern ein Teil in eine Bonusbank eingezahlt und erst in den Folgejahren ausgezahlt wird. Hierbei kann eine Verrechnung mit niedrigeren (oder gar rechnerisch negativen) Boni in den Folgejahren erfolgen, sodass sich die mittelfristigen Konsequenzen der Entscheidungen und Aktionen des Managements auch in den Bonuszahlungen niederschlagen. Das Management wird so auch stärker an Verlusten beteiligt. Die Anreizwirkungen ähneln daher denen eines Mehrjahresbonus. Eine weitere Ausgestaltungsmöglichkeit besteht darin, einen Teil des Bonus in Aktien zu zahlen, die wiederum einer mehrjährigen Haltefrist unterliegen. Auch mit solch einem „**Deferred Bonus**“ wird eine längerfristige Ausrichtung der Anreize erreicht⁴⁵. Ich ordne die dafür gewährten Aktien, die „Deferred Shares“, der aktienkursbasierten Vergütung zu, weise sie aber auch einzeln aus.

In Deutschland fordert das Aktiengesetz nach der Neuregelung durch das VorstAG (§87 Abs. 1 AktG) eine mehrjährige Bemessungsgrundlage für variable Vergütungsbestandteile. Es ist daher zu erwarten, dass sich die Struktur der Vorstandsvergütung in Deutschland zukünftig stärker an längerfristigen Vergütungsformen orientieren wird. Neben Aktien und

⁴³ Die Funktion könnte komplett linear verlaufen (bspw. 1 % vom EBIT), wie es etwa bei der Gewinnbeteiligung von Michel Rollier (General Managing Partner bzw. geschäftsführender Komplementär bei Michelin) der Fall ist. Aber auch andere Verläufe (bspw. 1 % vom EBIT bis zu einem EBIT in Höhe von 10 Mio. Euro, ab einem EBIT von 10 Mio. Euro 0,5 % auf einen über 10 Mio. Euro hinausgehendes EBIT) können implementiert werden.

⁴⁴ Motorola setzte für den 2008 auf dem operativen Gewinn basierenden Bonus einen Threshold von minus 250 Mio. US-Dollar (vgl. Motorola – Proxy Statement vom 13. März 2009, S. 49). Der Zielbonus liegt bei einem operativen Gewinn von 650 Mio. US-Dollar.

⁴⁵ Deferred Boni sind insbesondere in Großbritannien häufig zu finden, wo der Corporate Governance Kodex dies zumindest vorschlägt (vgl. beispielsweise die Fassung vom Juni 2008, S.23: „There may be a case for part payment in shares to be held for a significant period.“). Deferred Shares finden sich aber auch in einigen deutschen Unternehmen, bspw. Deutsche Bank, Deutsche Börse und MAN.

Aktienoptionen sind dies natürlich auch Mehrjahresboni und Bonusbanksysteme, sodass diese Vergütungsformen vermutlich an Bedeutung gewinnen werden⁴⁶. Die ersten Studien zeigen, dass der Mehrjahresbezug bei Bonusvereinbarungen an Bedeutung zugenommen hat⁴⁷. Der britische Corporate Governance Kodex empfiehlt in seiner Fassung vom Juni 2010 explizit auch die Ausrichtung der jährlichen Boni auf den langfristigen Erfolg des Unternehmens⁴⁸.

2.3.3 Aktienkursbasierte Vergütungskomponenten

Aktienkursbezogene Entlohnungsbestandteile sind direkt an den Wert der Aktien des Unternehmens gebunden. Sie werden als Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung bezeichnet. Denn der Aktienkurs spiegelt die (langfristigen) Einschätzungen der Marktteilnehmer auch bezüglich zukünftiger Chancen des Unternehmens wider. Damit diese Vergütungsinstrumente ihre Anreizwirkung über einen längeren Zeitraum entfalten können, unterliegen gewährte Aktien und Aktienoptionen im Regelfall einem Veräußerungs- bzw. Ausübungsverbot von zwei bis vier Jahren.

Die Ausgestaltungsmöglichkeiten von aktienkursorientierten Vergütungsplänen sind vielfältig⁴⁹. Grundsätzlich kann zwischen der Gewährung von **Aktien und Aktienoptionen** unterschieden werden. Eine zweite wichtige Unterscheidung betrifft die Art des Programms: Es kann sich um ein **reales** oder ein **virtuelles** Programm handeln. Bei einem realen Programm werden effektive Aktien des Unternehmens (Restricted Stock Plans) oder effektive Optionen (Stock Option Plans) mit dem Recht auf Bezug der Unternehmensaktien ausgegeben. Bei einem virtuellen Programm werden die Ansprüche aus dem Programm bei Fälligkeit in bar abgegolten. Virtuelle Aktien (Phantom Stocks) oder virtuelle Optionen (Stock Appreciation Rights) simulieren also nur die Wertentwicklung von Aktien und Optionen⁵⁰. Des Weiteren existieren Cash-Pläne, bei denen die Auszahlung am Ende einer mehrjährigen Performancefrist eine Funktion ist vom Erreichen mehrjähriger aktienkursabhängiger und mitunter auch weiterer Ziele. Hier werden aber im Gegensatz zu

⁴⁶ Für einen Überblick über die derzeitige Rechtsauffassung, wie die gesetzlich geforderte Mehrjährigkeit der Vorstandsvergütung zu interpretieren ist, vgl. Friedl et al. (2012), S. 7-9, bzw. Friedl et al. (2010), S. 7-9, zum Stand der Rechtsauffassung am Ende des Untersuchungszeitraums dieser Studie.

⁴⁷ Vgl. Friedl et al. (2012), S. 30, insbesondere im Vergleich zu den Ergebnissen in Friedl et al. (2010).

⁴⁸ Vgl. UK Corporate Governance Code (Juni 2010, S. 27, Schedule A). In der Fassung vom Juni 2008 war noch die Ausrichtung am Shareholder Value gefordert, ohne explizite Nennung der Langfristigkeit.

⁴⁹ Vgl. hierzu und im Folgenden auch Wenger /Knoll (1999).

⁵⁰ Virtuelle Programme erfordern keine bedingte Kapitalerhöhung oder den Rückkauf bestehender Finanztitel. Des Weiteren kann eine unterschiedliche steuerliche Behandlung von realen oder virtuellen Programmen Vorteile für die eine oder die andere Form der aktienbasierten Vergütung bringen. Hierauf soll im Rahmen der Arbeit nicht eingegangen werden. Für eine frühere grundlegende Diskussion vgl. etwa Wenger/Knoll (1999, S.574-576) und die dort angegebene Literatur.

virtuellen Aktien- und Aktienoptionsplänen keine virtuellen Aktien oder Optionen gewährt, sondern bestimmte Geldbeträge festgelegt.

Ein weiterer wichtiger Aspekt bezüglich der Ausgestaltung der aktienkursbasierten Vergütung ist die Möglichkeit, **weitere Performancebedingungen** zu implementieren⁵¹. Dies ist bei der großen Mehrheit der britischen Unternehmen der Fall⁵², ebenso bei der Mehrheit der französischen und deutschen Unternehmen. Die Ausübbarkeit von Optionen bzw. die endgültige Zuteilung von Aktien (Vesting) kann bspw. an die Wertentwicklung der Aktie im Vergleich zur allgemeinen Marktentwicklung oder zu einem (branchenspezifischen) Aktienindex geknüpft werden. Damit vermeidet man sogenannte „Windfall Profits“. Der Vorstand soll nicht von einer allgemeinen Entwicklung profitieren, also „für Glück entlohnt“ werden. Durch die relative Performancemessung wird seine individuelle Leistung deutlich⁵³. Gleichzeitig reduziert man damit das vom Manager nicht beeinflussbare allgemeine Marktrisiko in seiner Vergütung. Eine explizite Indexierung von Aktienoptionen ist eher selten⁵⁴. Häufiger wird die Anzahl der ausübbar werdenden (bzw. verfallenden) Optionen und Aktien an eine relative Performance gebunden, bspw. an die relative Aktienrendite. Auch absolute Hürden als Voraussetzung für eine Werthaltigkeit der Optionen, wie die Erreichung eines Kursziels, eines Zielgewinns oder einer Mindestrendite über den Zeitraum der Ausübungssperrfrist hinweg, sind möglich. Damit können die Anreize noch verstärkt werden⁵⁵. Allerdings muss man sich auch darüber im Klaren sein, dass etwa eine Bindung der aktienbasierten Vergütung an kurzfristige Gewinnziele eben diesen kurzfristigen Zielen wieder stärkeres Gewicht gibt.

Die Anzahl bzw. der Gegenwert der gewährten Aktien und Aktienoptionen kann von der Performance vergangener Perioden abhängen. Dies geschieht bspw. im Falle des bereits beschriebenen **Deferred Bonus**, bei dem ein Teil des Bonus nicht in bar, sondern in Aktien

⁵¹ Der UK Corporate Governance Code empfiehlt die Anwendung anspruchsvoller Performancekriterien als Bedingung für das Vesting der Aktien und Optionen. In seiner Fassung vom Juni 2008 schlägt er auch vor, die Möglichkeit einer relativen Performancemessung für Kernziele des Unternehmens zu prüfen. Dieser Vorschlag zur relativen Performancemessung ist ab der Fassung vom Juni 2010 jedoch gestrichen.

⁵² In 1997 hatten fast 60% der 200 größten britischen Unternehmen ihre Aktienoptionspläne mit zusätzlichen Performance-Kriterien versehen (vgl. Conyon /Peck /Read /Sadler (2000)), 2003 waren es bereits über 90% der Unternehmen des FTSE 250 (vgl. Kuang / Sujis (2006)), in 2009 hatten 98% der Unternehmen des FTSE 100 die Aktien- und Optionspläne an die CEOs (exklusive der Deferred Boni) mit zusätzlichen Performancebedingungen versehen (vgl. Kapitel 6 dieser Arbeit).

⁵³ Vgl. auch Kapitel 4.1 zu anderen Aspekten relativer Performancemessung.

⁵⁴ Vgl. u. a. Murphy (1999, S. 2508). Keines der in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen in Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Österreich hat seinen Vorständen von 2006 bis 2009 explizit indexierte Aktienoptionen gewährt (vgl. Kapitel 6).

⁵⁵ Vgl. aber auch 4.2 für eine Diskussion zu einer Umkehrung der gewünschten Anreize in bestimmten Fällen aufgrund der Risikoaversion der Manager.

entrichtet wird. Der Nachteil ist, dass nach einem Jahr mit schlechter Performance nur wenige Aktien gewährt werden. Das bedeutet aber auch, dass weniger neue Anreize zur Wertschaffung gesetzt werden. Genauso kann die Anzahl der jährlich zu gewährenden Aktien oder Aktienoptionen im Vorhinein festgelegt werden. Ein im Vergleich zum Vorjahr gestiegener Aktienkurs bedeutet dann, dass die gleiche Anzahl gewährter Aktien und Optionen einen höheren Wert hat. Dadurch werden bereits im Vorhinein die Anreize zu wertschaffenden Aktionen gesetzt⁵⁶. Die Anreizwirkungen von aktienbasierten Vergütungskomponenten werden in Kapitel 4 noch ausführlich diskutiert.

Eine weitere, insbesondere in den britischen Unternehmen häufig genutzte Variante bei der Gewährung von Aktien und Optionen sieht vor, dass der Manager als Bedingung zur Teilnahme an einem Aktien- oder Optionsprogramm aus eigenen Mitteln Aktien des Unternehmens erwerben und über die Laufzeit des Programms halten muss (Share Matching Plans)⁵⁷. Häufig ist vorgesehen, dass der Manager einen Teil des Jahresbonus dafür verwendet.

Aktienkursbasierte Vergütung unterliegt im Regelfall gesetzlichen Regelungen. Diese variieren von Land zu Land. Viele dieser Regelungen betreffen Halte- und Sperrfristen. In Deutschland gilt für Programme, die vor Inkrafttreten des VorstAG aufgesetzt wurden, eine gesetzliche Mindestsperrfrist für Aktienoptionen von zwei Jahren. Nach den Regelungen des VorstAG (§ 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG) gilt eine gesetzliche Sperrfrist von vier Jahren für Optionsprogramme, die von Hauptversammlungen beschlossen werden, die nach Inkrafttreten des VorstAG einberufen werden. In Frankreich sieht der Code de Commerce (Artikel L225-197-1) eine Periode von mindestens zwei Jahren nach Gewährung bis zum endgültigen Erwerb gewährter Aktien vor. Der endgültige Erwerb bzw. das Vesting kann dabei an Bedingungen geknüpft werden. Der französische Corporate Governance Kodex sieht in seiner Fassung von Dezember 2008 erstmals ausdrücklich Performancebedingungen vor, die erfüllt werden müssen, damit die Aktien und Optionen nicht verfallen.

Zu beachten ist, dass das Portfolio aus in Vorjahren gewährten oder selbst erworbenen Aktien und Aktienoptionen des Managers eine weit größere Anreizwirkung haben kann als die im betrachteten Jahr an die Vorstände ausgezahlten Bezüge bzw. die im betrachteten Jahr gewährten Aktien und Aktienoptionen („flow compensation“)⁵⁸. Für eine Analyse der

⁵⁶ Vgl. Young / O'Byrne (2001), S. 126-131.

⁵⁷ Inwieweit die so gehaltenen Aktien auf die oftmals implementierten Mindestbeteiligungsgrundsätze für Vorstände angerechnet werden können, wird in den Vergütungsberichten meist nicht explizit beschrieben.

⁵⁸ Vgl. Jensen / Murphy (1990), Hall / Liebman (1998).

Anreizintensität ist daher die Sensitivität dieser Portfolios auf Performanceänderungen zu berücksichtigen⁵⁹. Darüber hinaus spielt auch die Betrachtung zukünftiger Verdienstmöglichkeiten eine Rolle, wenn man die Anreize des Managements durch Vergütungen beurteilen möchte.

2.4 Beschreibung der Zusagen zu Versorgungsleistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses

Zusagen zu Versorgungsleistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses sind hauptsächlich Ruhegeld- bzw. Pensionszusagen⁶⁰. Darin eingeschlossen sind in der Regel Zusagen für den Fall der Berufs- und Erwerbsunfähigkeit, Invaliditätsrenten und eine Hinterbliebenenversorgung. Leistungen zur Altersvorsorge werden in unterschiedlichen Formen gewährt. So können Pensionszusagen unter anderem in beitragsorientierte und leistungsorientierte Pensionspläne unterschieden werden. Im Falle der beitragsorientierten Pläne verpflichtet sich das Unternehmen zur Zahlung eines festgelegten Betrages an einen externen Versorgungsträger, bspw. einen Fonds. Der Betrag wird oftmals als Prozentsatz vom Fixum, in einigen Fällen auch als Prozentsatz von Fixum und Bonus, definiert. Im letzten Fall wird die Altersvorsorgeleistung performanceabhängig. Das Unternehmen hat keine über die Zahlung dieser Beträge hinausgehende Verpflichtung gegenüber dem Arbeitnehmer. Das Anlagerisiko trägt damit das jeweilige Vorstandsmitglied.

Im Falle eines leistungsorientierten Plans sichert das Unternehmen dem jeweiligen Vorstandsmitglied die Zahlung eines Betrages nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses zu. Damit trägt das Unternehmen das Risiko, die zugesagte Leistung, im Regelfall also eine jährliche Pension in einer bestimmten Höhe bis zum Lebensende, erbringen zu können. Die Höhe der leistungsorientierten Pensionszusagen hängt im Regelfall von der Dauer der Vorstandszugehörigkeit sowie von der Höhe des Festgehalts ab. Ein typisches Beispiel für solch eine Pensionszusage im Jahr 2009 findet sich bei Linde: Die Pensionszusage bemisst sich am letzten Grundgehalt des jeweiligen Vorstandsmitgliedes. Es wird eine jährliche Pension in Höhe von 20 Prozent des Grundgehalts zugesagt, für jedes vollendete Dienstjahr erhöht sich die Zusage um weitere zwei Prozent des Grundgehalts bis max. 50 Prozent des Fixums erreicht sind⁶¹. Des Weiteren kann zusätzlich die Performance der einzelnen Geschäftsjahre als Grundlage für die Höhe eines Teils der Rentenanwartschaft oder als Basis

⁵⁹ Vgl. Kapitel 4 dieser Arbeit

⁶⁰ Die folgenden Ausführungen zu den Zusagen zur Altersversorgung dieses Unterkapitels sind teilweise Friedl et al. (2009, S. 18-19) entnommen. Da dies meine eigenen Ausführungen sind, verzichte ich auf die Kenntlichmachung in Fällen der wörtlichen Zitierung.

⁶¹ Vgl. den Finanzbericht der Linde Group für das Geschäftsjahr 2009, S. 26.

für die zu zahlenden Beiträge herangezogen werden. So wird ein Teil der jährlich zu erwerbenden Rentenanwartschaft der leistungsorientierten Pensionszusage bei BASF auf Basis der Gesamtkapitalrendite ermittelt⁶². In diesem Fall enthalten die ansonsten als erfolgsunabhängig einzustufenden Pensionszusagen auch eine erfolgsabhängige Komponente. Nicht erfolgsabhängig sind Pensionszusagen, die auf dem Zielbonus basieren, da dabei nicht auf die tatsächliche Performance abgestellt wird. Leistungsorientierte Pensionspläne sind in Ländern wie Frankreich oder Großbritannien ähnlich ausgestaltet. Auf eventuelle Besonderheiten in einzelnen Ländern wird im Rahmen der empirischen Untersuchung näher eingegangen.

2.5 Beschreibung von Abfindungen und Begrüßungsgeldern

Abfindungszahlungen und Begrüßungsgelder werden in dieser Arbeit auch zusammenfassend als Einmalzahlungen bezeichnet. Begrüßungsgelder, auch „Golden Hellos“ genannt, sind Zahlungen an ein neu berufenes Vorstandsmitglied, die als Ausgleich dienen für den Verfall von Ansprüchen gegenüber dem bisherigen Arbeitgeber aufgrund des Wechsels. Das neu berufene Vorstandsmitglied wird praktisch „eingekauft“. Die Zahlungen werden in vielen Fällen in bar ausgezahlt, oft aber auch in Form von Restricted Stock gewährt. Die Einstellung eines entsprechenden Betrages in die Altersversorgung ist allerdings auch nicht unüblich.

Abfindungen gibt es aufgrund unterschiedlicher Tatbestände. Bei Abfindungen aufgrund der vorzeitigen Beendigung des Vorstandsmandats („Golden Handshake“) werden oft bereits im Vorfeld vertragliche Vereinbarungen getroffen. Der DCGK (Abschnitt 4.2.3) empfiehlt bspw., die Zahlungen bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit ohne wichtigen Grund auf maximal zwei Jahresvergütungen zu beschränken bzw. nicht mehr als die Vertragsrestlaufzeit zu vergüten („Abfindungs-Cap“). In Frankreich regelt der Code de Commerce (Artikel L225-42-1), dass Abfindungsvereinbarungen inklusive Entschädigungen für Wettbewerbsverbote Performancebedingungen beinhalten müssen. Der französische Corporate Governance Kodex (Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, Artikel 20.2.4) empfiehlt eine Höchstgrenze für Abfindungen von zwei Jahresgehältern, bestehend aus Fixum und Bonus. Entschädigungszahlungen für Wettbewerbsverbote werden explizit eingeschlossen.

Für den Fall eines Übernahmeangebots oder eines Kontrollwechsels gibt es oft gesonderte Vereinbarungen („Golden Parachute“). Der DCGK empfiehlt etwa eine Begrenzung auf 150

⁶² Vgl. den Geschäftsbericht der BASF für das Geschäftsjahr 2009, S. 128.

Prozent des Abfindungs-Caps. Entschädigungszahlungen, wie zum Beispiel Zahlungen zum Ausgleich für ein nachvertraglich vereinbartes Wettbewerbsverbot, erfasse ich in der Studie auch unter dem Begriff der Abfindungszahlungen. Auch der Österreichische Corporate Governance Kodex hat in der Fassung vom Januar 2010 erstmals in Form einer Comply-or-Explain-Regel vorgegeben, dass die Abfindung zwei Jahresgehälter nicht überschreiten solle⁶³.

⁶³ Vgl. den Österreichischen Corporate Governance Kodex in der Fassung vom Jänner 2012, Artikel 27a.

3. Vorschriften und Regelungen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung

Die Art der durch die Unternehmen zur Verfügung gestellten Vergütungsdaten wird wesentlich von den gesetzlichen Regelungen zur Offenlegung der Vergütung bestimmt. Aber auch Empfehlungen von Corporate-Governance-Kodizes spiegeln sich in der Offenlegungspraxis wider. Aus diesem Grund möchte ich einen Überblick über die Regelungen zur Offenlegung der Gehälter in den in dieser Arbeit betrachteten Ländern Europas (Deutschland, Österreich, Frankreich und Großbritannien) geben. Gesetzliche Vorgaben oder Kodex-Empfehlungen zur Gestaltung der Vergütungssysteme stehen hier nicht im Fokus. Ich beschränke mich in diesem Kapitel weitestgehend auf die Vorgaben zur Offenlegung, und zwar bezüglich der im betrachteten Geschäftsjahr tätigen Mitglieder des Vorstands bzw. der Executive Directors⁶⁴.

Die Regelungen zur Offenlegung orientieren sich an den spezifischen Gegebenheiten des im jeweiligen Land vorherrschenden Corporate-Governance-Systems. Grundsätzlich stehen sich das im angelsächsischen Raum übliche One-Tier-Board-Modell und das kontinental-europäische Two-Tier-Board-Modell gegenüber. Bezüglich des One-Tier-Board-Modells beschränke ich mich auf die Offenlegung der Vergütung der Executive Directors, deren Tätigkeit mit derjenigen der Vorstandsmitglieder des Two-Tier-Board-Systems vergleichbar ist.

3.1 Empfehlungen der Europäischen Kommission zur Offenlegung der Vergütungen

Die Europäische Kommission hat Empfehlungen zur Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften in der Europäischen Union erlassen⁶⁵. Die Empfehlungen sind für die Mitgliedsstaaten nicht bindend. Denn die unterschiedlichen Corporate-Governance-Systeme innerhalb der Gemeinschaft bedingen nach Ansicht der Kommission eine auf das jeweilige System abgestimmte Regelung. Die Empfehlungen werden daher in den Mitgliedsstaaten in unterschiedlichen Umfang im Rahmen der Gesetzgebung oder mittels Regelungen der Corporate-Governance-Kodizes umgesetzt. Die Kommission weist grundsätzlich darauf hin⁶⁶, dass „Form, Struktur und Höhe der Vergütung [...] Sache der Gesellschaft und ihrer Aktionäre“ sind. „Sie [die Vergütung; Anm. d. Verf.] sollte sicherstellen, dass Personen angeworben und gehalten werden können, die die

⁶⁴ Die einzelnen Offenlegungspflichten bezüglich der Vergütungen an frühere Mitglieder der Geschäftsführung werden im Rahmen dieser Arbeit nicht detailliert betrachtet.

⁶⁵ Vgl. die Empfehlung der Kommission 2004/913/EG vom 14. Dezember 2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften.

⁶⁶ Vgl. zu den folgenden Zitaten Absatz (2) der Begründung der Kommission zu den Empfehlungen.

erforderlichen Qualitäten für die Führung eines Unternehmens mitbringen.“ Aufgrund der Bedeutung der Vergütungssysteme und der Möglichkeit von Interessenkonflikten der Vorstände bzw. Direktoren mit den Aktionären spricht sich die Kommission trotzdem für „angemessene Kontrollen“ der Vergütungssysteme „im Rahmen der Corporate Governance“ aus.

Die Kommission empfiehlt, die Angabe von Erläuterungen zur bisherigen und zukünftig geplanten Vergütungspolitik sowie zu Performanceparametern für die Vergütung⁶⁷ sowie die individuelle Offenlegung der Bezüge. Bezüglich aktienbasierter Vergütungskomponenten sollten – je nachdem, ob es sich um im Geschäftsjahr neu gewährte Aktien oder im Geschäftsjahr neu gewährte, ausgeübte oder zum Jahresende noch nicht ausgeübte Aktienoptionen handelt – die jeweilige Anzahl, der Ausübungskurs, Ausübungsdatum und bestimmte Konditionen bzw. Ausübungskriterien angegeben werden. Zu Altersvorsorge-regelungen sieht die Empfehlung der Kommission individuelle Angaben vor zu Veränderungen der Pensionsansprüche im Geschäftsjahr (bei leistungsdefinierten Pensionsplänen) bzw. zu im Geschäftsjahr gezahlten oder zu zahlenden Beiträgen für beitragsorientierte Pensionspläne.

In einer Ergänzung der Empfehlungen aus dem Jahr 2004 werden die Empfehlungen zur Vergütungspolitik und zu allgemeinen Angaben zu dieser Vergütungspolitik im Rahmen der Offenlegung noch einmal erweitert⁶⁸. Insbesondere sollten die Vergütungssysteme stärker langfristig ausgerichtet werden und es sollte sichergestellt werden, dass schlechte Performance nicht durch entsprechende Abfindungsregelungen belohnt wird. Die Empfehlungen zur Offenlegung bestehen im Wesentlichen darin, diese Aspekte auch in der Vergütungserklärung offenzulegen und zu erläutern.

3.2 Offenlegungsvorschriften in Deutschland

In Deutschland ist am 4. August 2005 das **Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz** (VorstOG) in Kraft getreten. Darin werden die Offenlegungspflichten des Handelsgesetzbuches zur Vergütung der Vorstände börsennotierter Unternehmen für Geschäftsjahre, die nach dem 31.12.2005 beginnen, neu geregelt. Der Gesetzgeber hat damit unter anderem darauf reagiert, dass nur wenige Unternehmen den Empfehlungen des DCGK zur Offenlegung der Vorstandsvergütung gefolgt sind. So erfolgte in den Geschäftsberichten

⁶⁷ Für eine detailliertere Beschreibung der Empfehlungen vgl. Abschnitt II, 3. der Empfehlung der Kommission.

⁶⁸ Vgl. die Empfehlung der Kommission vom 30.4.2009 zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften.

zum Geschäftsjahr 2002/2003 nur in 20 von 146 der in der Studie von Andres / Theissen (2007) untersuchten Unternehmen aus DAX, MDAX und SDAX eine individualisierte Offenlegung der Vorstandsbezüge.⁶⁹ Zum Zeitpunkt der Offenlegung bestand dagegen schon seit zwei Jahren eine Anregung des Kodex, seit einem Jahr eine Empfehlung⁷⁰ des Kodex zur individualisierten Offenlegung der Bezüge. Die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex gibt jährlich eine Studie zur Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des DCGK in Auftrag⁷¹. Insbesondere die Empfehlungen zur (Offenlegung der) Vorstandsvergütung wurden nur schleppend umgesetzt⁷². Von den in den jeweiligen Studien ungefähr 200 ausgewerteten Unternehmen, die im Prime Standard und im General Standard der Deutschen Börse notiert sind, legen nur 39,4 % die Vorstandsbezüge des Geschäftsjahres 2005 (17,5 % für das Geschäftsjahr 2003) individualisiert offen. Und nur knapp die Hälfte der Unternehmen plante die individualisierte Offenlegung fürs nächste Geschäftsjahr ein, obwohl das VorstOG bereits beschlossen war und nur eine Dreiviertelmehrheit in der Hauptversammlung ein Opting Out ermöglichen würde.⁷³

Mit Inkrafttreten des VorstOG sind die börsennotierten Unternehmen gesetzlich verpflichtet (HGB §285), für jedes Vorstandsmitglied individuell die Vergütung offenzulegen. Hierbei sollen sie nach „erfolgsunabhängigen und erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung“ differenzieren. Dabei sind aktienkursbasierte Komponenten (reale und virtuelle Aktien und Aktienoptionen) mit ihrer Anzahl und dem Zeitwert bei Gewährung anzugeben. Für die vorliegende Studie ermöglicht dies, die angegebenen Zeitwerte der aktienbasierten Vergütung des jeweiligen Jahres aus den Vergütungsberichten zu entnehmen. In Kapitel 5.3 werde ich diskutieren, in welchen Fällen trotzdem Anpassungen der in den Vergütungsberichten angegebenen Zeitwerte notwendig werden.

Bei den Boni ist zumindest im Gesetzestext nicht eindeutig geklärt, ob die im Geschäftsjahr erdienten Boni angegeben werden sollen oder die im Geschäftsjahr erfolgte Auszahlung.

⁶⁹ Vgl. Andres/Theissen (2007), S. 170.

⁷⁰ Im Gegensatz zur Anregung muss zu einer Abweichung von einer Empfehlung des Kodex im Geschäftsbericht Stellung genommen werden.

⁷¹ Vgl. v. Werder/Talaulicar/Kolat (2003), v. Werder/Talaulicar/Kolat (2004), v. Werder/Talaulicar (2005), v. Werder/Talaulicar (2006), v. Werder/Talaulicar (2007), v. Werder/Talaulicar (2008), v. Werder/Talaulicar (2009). Vgl. auch Kramarsch et al. (2005) zur Umsetzung des DCGK in DAX- und MDAX-Unternehmen vor Einführung des VorstOG. Chizema (2008) findet, dass Unternehmen mit institutionellen und staatlichen Anteilseignern, Anteilen in breitem Streubesitz, größere Unternehmen und solche, die das Shareholder-Value-Prinzip implementiert haben, eher den Empfehlungen des Kodexes zur individualisierten Offenlegung folgen. Die Größe des Aufsichtsrates und das Alter des Unternehmens sind dagegen negativ mit individueller Offenlegung korreliert.

⁷² Vgl. v. Werder/Talaulicar (2006), S. 851.

⁷³ Vgl. v. Werder/Talaulicar (2006), S. 854.

Letztere würde sich im Regelfall auf den auf der Performance des Vorjahres bemessenen Bonusanspruch beziehen. Die meisten Unternehmen geben den Bonus an, der im betrachteten Geschäftsjahr verdient wurde. Dies ermöglicht einen direkten Vergleich mit der Performance des Jahres und ist inzwischen auch im DRS 17 in der geänderten Fassung des Jahres 2010 so konkretisiert⁷⁴. Wie in Kapitel 5.2 beschrieben habe ich in der vorliegenden Studie auch auf den im betrachteten Jahr verdienten Bonus abgestellt.

Für Leistungen im Falle der Beendigung der Tätigkeit wurden die Regelungen im Zuge des 2009 in Kraft getretenen Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) noch einmal konkretisiert. Bis dato wurde lediglich eine Darstellung des „wesentlichen Inhalts der Zusagen“ verlangt, sofern diese „in ihrer rechtlichen Ausgestaltung von den den Arbeitnehmern erteilten Zusagen nicht unerheblich abweichen“. Das VorstAG fordert nun die individuelle Offenlegung der dem Vorstandsmitglied zugesagten Leistungen für den Fall der vorzeitigen sowie auch der regulären Beendigung seiner Tätigkeit⁷⁵. Im Falle der Leistungen für die reguläre Beendigung der Tätigkeit wird konkretisiert, dass der Barwert der Leistung sowie der von der Gesellschaft während des Geschäftsjahres für die Leistungszusage aufgewandte oder zurückgestellte Betrag anzugeben sind.⁷⁶ Inwieweit die so offengelegten Werte für einen Vergleich der Altersvorsorgeleistungen der Vorstände ausreichen, diskutiere ich ausführlich in Kapitel 5.4.

Es gibt für die Unternehmen allerdings die Möglichkeit, sich der Pflicht zur individuellen Offenlegung der Bezüge durch einen Beschluss der Hauptversammlung mit Dreiviertelmehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Kapitals zu entziehen (HGB §286 Nr. 5), das sogenannte „Opting Out“. Nach maximal fünf Jahren ist ein erneuter Beschluss der Hauptversammlung notwendig. Das Opting Out erlaubt, die individualisierte Angabe der Bezüge und die Differenzierung nach erfolgsunabhängigen und erfolgsbezogenen Komponenten sowie Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung zu unterlassen, ebenso die Angaben zu Leistungen, die für den Fall der Beendigung der Vorstandstätigkeit zugesagt worden sind. Dieser Beschluss entbindet allerdings nicht von der Verpflichtung, die

⁷⁴ Vgl. Textziffer 21 des DRS 17 (geändert 2010). Bei Mehrjahresboni ist die Interpretation schwieriger. Laut DRS 17 gilt eine Tätigkeit erst nach vollständiger Erbringung als erbracht, sodass bei Mehrjahresboni ein Ausweis erst im letzten Jahr der Performanceperiode erfolgt. Vgl. auch Kapitel 7.1 dieser Arbeit.

⁷⁵ Vgl. HGB §285 Satz 1 Nr. 9 Buchstabe a.

⁷⁶ Dies ermöglicht für die Zukunft eine bessere Analyse der Pensionszusagen. Zwar haben auch bis 2009 fast alle Unternehmen aus dem DAX Angaben dazu gemacht. In anderen Indizes, auch schon im MDAX, war die Transparenz hierzu aber zumeist wesentlich schlechter. Auch waren Angaben zu Pensionsaufwendungen in der Vergangenheit nicht einheitlich: Einige Unternehmen gaben nur Dienstzeitaufwendungen, andere die Summe aus Dienstzeit- und Zinsaufwendungen an.

Gesamtbezüge des Vorstands sowie Anzahl und beizulegender Zeitwert von Bezugsrechten und sonstigen aktienbasierten Vergütungen anzugeben.

Zusätzlich zu den gesetzlich verankerten Regelungen sind nach dem **Comply-or-Explain-Prinzip** die Empfehlungen des **DCGK** zu beachten: Wenn ein Unternehmen von diesen Empfehlungen abweicht, ist dies im Geschäftsbericht gesondert zu begründen⁷⁷. In dieser Arbeit soll dabei die Konvention des Kodex übernommen werden, Empfehlungen über den Indikativ („soll“) auszudrücken. Anregungen des Kodex, von denen ohne weitere Stellungnahme abgewichen werden darf, werden mit dem Konjunktiv („sollte“) ausgedrückt. Der DCGK wurde erstmals im Februar 2002 veröffentlicht. Seitdem wurden fast jährlich Anpassungen vorgenommen. Insbesondere wurden 2006 die Regelungen des VorstOG als gesetzliche Vorgaben in den Kodex übernommen. Die Version vom Juni 2009 enthält wesentliche Anpassungen, die aufgrund der gesetzlichen Regelungen im Zuge des VorstAG notwendig geworden sind. Im Folgenden sollen lediglich die Empfehlungen des Kodex bezüglich der Offenlegung der Vorstandsvergütung wiedergegeben werden. Die sonstigen Empfehlungen und Anregungen, auch die Empfehlungen zur Ausgestaltung der Vergütungspolitik im Allgemeinen, sollen nicht Gegenstand der Betrachtung sein.

In seiner ersten Fassung vom 26.02.2002 empfiehlt der DCGK die Bezüge „aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung“ im Anhang des Konzernabschlusses offenzulegen⁷⁸. Das Gesetz verlangt zu dem Zeitpunkt lediglich eine summarische Angabe der Bezüge ohne Differenzierung nach einzelnen Komponenten. Die individualisierte Offenlegung ist lediglich eine Anregung des Kodex. Allerdings soll zumindest die konkrete Ausgestaltung langfristiger Anreizsysteme bekannt gegeben werden. Allerdings erläutert der Kodex nicht, in welcher Form und mittels welcher Rechengrößen die Offenlegung der aktienkursbasierten Komponenten zu erfolgen hat. Dies wird in der zweiten Auflage des Kodex (Fassung vom 21.05.2003) zumindest teilweise verbessert: Der „Wert von Aktienoptionen“ soll angegeben werden. Auch damit ist aber noch nicht eindeutig geklärt, ob der Zeitwert bei Gewährung oder eventuell zum Bilanzstichtag gemeint ist. Genauso wenig sind andere aktienkursbasierte Vergütungskomponenten von dieser Konkretisierung betroffen. Eine zweite Änderung die Offenlegung der Vergütung betreffend ist die Empfehlung, die „Grundzüge des [gesamten;

⁷⁷ Dies ist im Aktiengesetz (§161) geregelt.

⁷⁸ Die jeweiligen Fassungen des Kodex sind unter <http://www.corporate-governance-code.de/ger/archiv/index.html> abrufbar. Die Regelungen zur Ausgestaltung der Vergütung stehen in Artikel 4.2.3, die Regelungen zur Offenlegung in Artikel 4.2.4 des Kodex.

Anm. d. Verf.] Vergütungssystem“, statt nur die Ausgestaltung von Aktienoptionsplänen, bekannt zu geben. Die Anregung zur individualisierten Offenlegung wird in eine Empfehlung aufgewertet.

Die Fassung vom 12.06.2006 enthält neben den Anpassungen aufgrund des VorstOG die Empfehlung, einen gesonderten Vergütungsbericht zu erstellen. Er empfiehlt ferner die individualisierte Offenlegung der „Gesamtvergütung“. Diese wird erstmals genauer definiert und umfasst neben den monetären Bestandteilen unter anderem auch Versorgungszusagen, Nebenleistungen und Zusagen für den Fall der Beendigung der Tätigkeit. So sollen – über die gesetzlichen Regelungen des VorstOG hinausgehend – die Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen bzw. Pensionsfonds angegeben werden. Die gesetzliche Forderung, den Zeitwert aktienbasierter Vergütungskomponenten bei Gewährung offenzulegen, wird seltsamerweise nur als Empfehlung formuliert. Die Empfehlungen zur Offenlegung der Vergütungen wurden in den Fassungen des Kodex der Jahre 2007 und 2008 nicht geändert. Die Fassung vom 18.06.2009 enthält keine über die gesetzlichen Regelungen im Zuge des VorstAG hinausgehenden Empfehlungen. Konkretisierungen zur Offenlegung der aktienkursbasierten Vergütungskomponenten und der Pensionszusagen wurden gar aus dem Kodex entfernt. Hier ist nun allein der Wortlaut des Gesetzes wie oben bereits beschrieben maßgeblich. Weder in der Fassung vom 26.05.2010 noch der Fassung vom 15.05.2012 wurden Änderungen bezüglich der offenzulegenden Inhalte der Vergütung vorgenommen.

Allerdings sieht der DCGK in der Fassung des Jahres 2013⁷⁹ wesentliche Änderungen auch für die Offenlegung der Vorstandsvergütung für die nach dem 31.12.2013 beginnenden Geschäftsjahre vor. Es wird empfohlen, bei variablen Vergütungsbestandteilen die erreichbare Minimal- und Maximalvergütung anzugeben, ferner den „Zufluss im bzw. für das Berichtsjahr aus Fixvergütung, kurzfristiger variabler Vergütung und langfristiger variabler Vergütung mit Differenzierung nach den jeweiligen Bezugsjahren“ sowie „bei der Altersversorgung [den] Aufwand für das Berichtsjahr.“ Für diese Angaben werden Mustertabellen vorgeschlagen. Die Mustertabellen bspw. für den Ausweis der Mehrjahresvergütungen und Aktienpläne ähneln den bei den britischen Unternehmen verwendeten Tabellen. Die Befolgung dieser Regelungen würden eine bessere Vergleichbarkeit der Vergütungen sowie eine höhere Transparenz und bessere Interpretierbarkeit der Vorstandsvergütung bedeuten⁸⁰.

⁷⁹ Für eine kurze Diskussion vgl. Kapitel 5.4.

⁸⁰ In Kapitel 5 wird die Verwendung des Dienstzeitaufwands als Teil der jährlichen Vergütung diskutiert.

3.3 Offenlegungsvorschriften in Österreich

Die **gesetzlichen Regelungen** zur Vorstandsvergütung in Österreich sind im Unternehmensgesetzbuch festgelegt (§ 239 UGB) und sehen keine individualisierte Offenlegung der Bezüge vor. Es müssen lediglich die Gesamtbezüge an den Vorstand für dessen Tätigkeit im betrachteten Geschäftsjahr offengelegt werden. Sollte der Vorstand allerdings weniger als drei Personen umfassen, so müssen Bezüge für „Mitglieder des Vorstands, des Aufsichtsrates oder ähnlicher Einrichtungen“ nicht für die jeweilige Personengruppe einzeln angegeben werden (§ 241 Abs. 4 UGB). Die Gesamtbezüge⁸¹ umfassen im Wesentlichen die Gehälter, Bonuszahlungen und -ansprüche sowie sonstige Bestandteile. Bezüge für Mandate bei verbundenen Unternehmen sind gesondert anzugeben. Bei den aktienkursbasierten Komponenten werden dagegen individualisierte Angaben gefordert. Dabei ist die Anzahl der den einzelnen „Organmitgliedern“ gewährten Aktienoptionen bzw. die Anzahl der ihnen zugrunde liegenden Aktien anzugeben sowie auch der Ausübungspreis, die Laufzeit und das Ausübungsfenster, Sperrfristen für bezogene Aktien und „die Art der Bedienung der Optionen“ (Barauszahlung oder Bezug realer Aktien). Börsennotierte Gesellschaften müssen auch den „Schätzwert (allenfalls Bandbreite des Schätzwertes) der eingeräumten Optionen“ angeben, allerdings nicht zum Zeitpunkt der Gewährung, sondern zum Bilanzstichtag⁸². Des Weiteren soll die Anzahl und der Ausübungspreis, bei börsennotierten Unternehmen auch der Wert zum Ausübungszeitpunkt der im Geschäftsjahr ausgeübten Optionen ausgewiesen werden. Spezielle Regelungen zu gewährten Aktien (Restricted Stock) sind nicht aufgeführt. Pensionsaufwendungen und Abfindungszahlungen an den Vorstand sind auszuweisen, hier gilt allerdings wieder keine Pflicht zur individuellen Offenlegung.

Die Forderungen des **Österreichischen Corporate Governance Kodex** gehen in bestimmten Punkten über die gesetzlichen Regelungen hinaus. Die individualisierte Offenlegung der fixen und erfolgsabhängigen Vergütung war bis zur neuen Fassung des Kodex im Jahr 2009 lediglich eine Anregung, in der Fassung ab 2009 ist die individualisierte Offenlegung zu einer Empfehlung aufgewertet worden. Des Weiteren wird für Aktienoptionen der Ausweis des Zeitwertes bei Gewährung propagiert. Einige weitere Forderungen des Kodex betreffen unter anderem Angaben zu Grundsätzen des Vergütungssystems, der Altersversorgung und Ansprüchen im Falle einer vorzeitigen Beendigung der Vorstandsfunktion.

⁸¹ Vgl. zu den folgenden Ausführungen und für Zitate §239 UGB.

⁸² Entsprechend ist der Zeitwert der gewährten Optionen bei Gewährung für empirische Studien zu ermitteln und kann nicht immer den Vergütungsberichten entnommen werden.

Die Angaben zur Vorstandsvergütung in den österreichischen Unternehmen sind für die Jahre 2006 bis 2009 aufgrund der im Vergleich zu den anderen in dieser Arbeit betrachteten Ländern nur rudimentären Offenlegungsvorschriften nicht immer ausreichend für eine detailliertere Analyse aller Vergütungskomponenten.

3.4 Offenlegungsvorschriften in Frankreich

Im **Code de Commerce** werden in Artikel L225-102 Vorschriften zur Offenlegung der Vergütung in börsennotierten Unternehmen in Frankreich formuliert. Es wird eine individuelle Offenlegung der Bezüge vorgeschrieben. Diese müssen differenziert nach erfolgsunabhängigen, variablen und nach außerordentlichen Komponenten aufgeführt werden. Ebenso müssen Leistungszusagen für den Fall der Beendigung der Tätigkeit, also Abfindungsregelungen und Pensionszusagen angegeben werden. Der Gesetzestext fordert jedoch nicht die Angabe der Höhe der Zusagen oder der jährlichen Aufwendungen.

Der **französische Corporate Governance Kodex** für börsennotierte Unternehmen, der „code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées“, macht sehr detaillierte Angaben bezüglich der Offenlegung der Vergütung der Directors. Er ist wie der DCGK nach dem Comply-or-Explain-Prinzip aufgesetzt. Der Kodex sieht umfangreiche Angaben zur Vergütungspolitik inkl. Pensionszusagen vor, darunter auch die Angabe von Performancekriterien und Angaben, ob die Ziele der einzelnen Directors erreicht wurden. Des Weiteren werden die gesetzlichen Regelungen präzisiert: Die individuelle Vergütung der Executive Directors soll inklusive eines Vorjahresvergleichs und nach fixen und variablen Komponenten differenziert offengelegt werden. Es wird angeregt, sowohl die verdienten Boni als auch die im betrachteten Geschäftsjahr gezahlten Beträge auszuweisen, auch wenn das Gesetz dies nicht verlangt. Dabei wird die Ansicht vertreten, dass die Angabe der verdienten Boni höhere Relevanz hat. Hinsichtlich der Offenlegung gewährter Aktienoptionen oder Performance Shares sollen unter anderem die der Gewährung zugrunde liegende Performancebedingungen, die Fristen der Aktien- und Optionspläne und die Ausübungsbedingungen in tabellarischer Form aufgeführt werden. Ebenso ist der Wert der aktienkursbasierten Vergütung zum Zeitpunkt der Gewährung sowie im Einklang mit den für den Konzernabschluss angewendeten Rechnungslegungsstandards anzugeben. Angaben zu den Versorgungszusagen werden zwar verlangt, jedoch ist die Offenlegung der Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen oder Pensionsfonds oder der Höhe der Pensionszusagen nicht vorgeschrieben.

Darüber hinaus empfiehlt der Kodex eine standardisierte Form der Offenlegung. Hierzu werden im Anhang des Kodex einige Formtabellen aufgeführt, die die Umsetzung der

Offenlegungsvorschriften unterstützen. Durch solch eine einheitliche Darstellungsweise wird eine Vergleichbarkeit der Vergütungen zwischen den Unternehmen stark erleichtert.

Insgesamt gesehen sind die Angaben zur Vergütung der Executive Directors in den französischen Unternehmen in den Jahren 2006 bis 2009 sehr transparent, nicht zuletzt aufgrund der standardisierten Offenlegungsvorschriften. Lediglich bei den Altersvorsorgeleistungen wird ein Vergütungsvergleich dadurch erschwert, dass zwar eine Beschreibung der Zusagen gefordert wird, konkrete Zahlen jedoch nicht offengelegt werden müssen. So ist die Ermittlung der Höhe von Pensionszusagen oftmals nur schwerlich oder gar nicht möglich.

3.5 Offenlegungsvorschriften in Großbritannien

In Großbritannien werden in „Schedule 7A“ der **„Directors‘ Remuneration Report Regulations 2002“** detaillierte Anforderungen an die Vergütungsberichte börsennotierter Unternehmen aufgeführt. Neben umfangreichen Angaben zur zukünftigen Vergütungspolitik inklusive Angaben zu Performancebedingungen werden dort detaillierte Angaben zu den einzelnen Vergütungsbestandteilen gefordert.

Es sind für alle Directors die Bezüge individualisiert offenzulegen. Die sogenannten „Emoluments“ beinhalten das Grundgehalt sowie Aufwandsentschädigungen für Posten in Aufsichtsräten von Konzernunternehmen, im Geschäftsjahr erdiente Boni (bereits gezahlt oder noch zahlbar) und sonstige erfolgsunabhängige bare oder unbare Komponenten, sofern sie nach britischem Steuerrecht zu versteuern sind. Die Angaben zu diesen Vergütungsbestandteilen haben in Tabellenform zu erfolgen. Im Gegensatz zu den Vorgaben in Deutschland ist in Großbritannien somit auch für die in dieser Arbeit untersuchten Jahre 2006 bis 2009 klar geregelt, dass nicht der Zeitpunkt der Auszahlung für den angegebenen Bonusbetrag maßgeblich ist, sondern der Zeitraum der Erdienung. Ein Vergleich der Boni des betrachteten Geschäftsjahres mit der Performance dieses Jahres wird somit ermöglicht.

Bezüglich der Vergütung mit längerfristigen Anreizen sind die Vorgaben differenzierter. Im Gegensatz zu den Vorgaben in Deutschland wird in Großbritannien für aktienkursbasierte Vergütungskomponenten nicht pauschal die Angabe des Zeitwertes bei Gewährung gefordert. Entsprechend müssen die Zeitwerte der gewährten Aktien und Optionen für diese Studie oftmals selbst ermittelt werden, wie ich in Kapitel 5.3 ausführlich diskutieren werde. Die Vorschriften unterscheiden in Offenlegungspflichten für Aktienoptionen und Offenlegungspflichten für „Long Term Incentive Schemes“ (LTIS). Unter letztere fallen

sowohl Bonuszahlungen als auch Gewährungen von Aktien, sofern der Zahlung bzw. Gewährung Bedingungen („qualifying conditions“) zugrunde liegen, die nicht in allein einem Jahr erfüllt werden können. Diese können auf eine mehrjährige Dienstzeit bezogen sein, bspw. bei der Gewährung von Aktien mit mehrjähriger Sperrfrist (Restricted Stock). Es kann aber auch die Performance über mehr als ein Jahr die Basis für die Werthaltigkeit der LTIS bilden⁸³.

Bezüglich der Aktienoptionen muss jeweils die Anzahl der zugrunde liegenden Aktien angegeben werden für zu Beginn und zum Ende des Geschäftsjahres bestehende sowie für im Laufe des Jahres neu gewährte, ausgeübte und verfallene Aktienoptionen. Tranchen mit verschiedenen Parametern müssen getrennt ausgewiesen werden⁸⁴. Für alle aufgeführten Aktienoptionen sind des Weiteren das früheste Ausübungsdatum, das Verfallsdatum, der Ausübungspreis und ein eventuell für die Gewährung gezahlter Preis aufzuführen. Für die Aktienoptionen, die nicht im betrachteten Geschäftsjahr ausgeübt wurden oder verfallen sind, muss ferner der Kurs der zugrunde liegenden Aktien zum Ende des Geschäftsjahres sowie der Jahreshöchst- und Jahrestiefstkurs angegeben werden. Für die Aktienoptionen, die im Laufe des Geschäftsjahres ausgeübt wurden, muss hingegen der Kurs der zugrunde liegenden Aktien zum Ausübungszeitpunkt aufgeführt werden. Zusammen mit dem Ausübungspreis lässt sich damit der dem Director zugeflossene Betrag aus den Aktienoptionen ermitteln. Zeitwerte der Aktienoptionen bei Gewährung müssen im Vergütungsbericht nicht angegeben werden.

Wie für Aktienoptionen gibt es Informationsvorschriften für LTIS. Hier ist zu unterscheiden zwischen LTIS, die bereits zu Beginn des Geschäftsjahres bestehen und zum Ende des Jahres noch nicht endgültig übertragen wurden (Vesting), solchen, die im Geschäftsjahr neu gewährt wurden, und solchen, die im betrachteten Geschäftsjahr übertragen wurden, da die entsprechenden Bedingungen an Laufzeit oder Performancehürden erfüllt wurden. Wenn performanceabhängige Vesting-Bedingungen implementiert sind, sind für alle Pläne das Ende der Performanceperiode und eventuelle Änderungen in den Performancebedingungen anzugeben. Bei neu gewährten LTIS sind zusätzliche Angaben erforderlich, falls das LTIS Anrechte auf Aktien beinhaltet: die Anzahl der Aktien und deren Kurs zum Zeitpunkt der Gewährung sowie Details zu den Performancebedingungen. Für LTIS, deren Bedingungen im betrachteten Geschäftsjahr erfüllt wurden, ist dagegen der zu zahlende Betrag oder der Wert eventueller anderer Vermögensgegenstände aufzuführen. Sollte das LTIS in Aktien beglichen

⁸³ Die in Kapitel 5.3 beschriebenen Performance Shares sind ein Beispiel für ein LTIS.

⁸⁴ Zu Ausnahmen vergleiche Schedule 7A, Artikel 9 der Directors' Remuneration Report Regulations 2002.

werden, so sind deren Anzahl und Kurs zum Zeitpunkt der Gewährung und zum Vesting-Zeitpunkt sowie Details zu den Performancebedingungen anzugeben.

Für die Erhebung von Vergütungsdaten aus den Vergütungsberichten bedeutet dies, dass für im Rahmen eines LTIS gewährte Aktien zwar deren Kurs bei Gewährung angegeben ist. Allerdings entspricht dies nicht dem Zeitwert der LTIS, wenn noch Performancebedingungen zu erfüllen sind. Hier müssen entsprechende Annahmen getroffen werden, um einen Zeitwert abzuschätzen (vgl. Kapitel 5.3).

Auch zu den Altersversorgungszusagen sind detaillierte Angaben für jeden individuellen Executive Director gefordert. Bei leistungsorientierten Pensionszusagen sind dies unter anderem die Höhe der Pensionszusage zum Geschäftsjahresende, der Wert der Pensionszusage per Ende des aktuellen und des vorherigen Geschäftsjahres und die Wertveränderung im laufenden Jahr abzgl. der Eigenleistungen des Executive Directors. Bei beitragsorientierten Plänen sind die Beiträge des Unternehmens im Geschäftsjahr anzugeben⁸⁵. Dies ermöglicht einen standardisierten Vergleich der Altersvorsorgeleistungen.

Der in Großbritannien gültige Corporate Governance Kodex („**The Combined Code on Corporate Governance**“), nach dem Grundsatz „Comply or Explain“ in die Rechtsvorschriften für börsennotierte Unternehmen eingefügt, erweitert die umfangreichen gesetzlichen Vorgaben zur Offenlegung der Vergütung nur um eine Empfehlung: Die Bezüge, die ein Executive Director des Unternehmens als Non-Executive Director eines anderen Unternehmens erhält, sollten angegeben werden. Es sollte darauf hingewiesen werden, ob der Executive Director diese Bezüge behalten darf oder nicht. Die **Association of British Insurers (ABI)** fordert in ihren Richtlinien die Offenlegung vieler Details zu den einzelnen Vergütungskomponenten, wie bspw. die Offenlegung eines eventuellen diskretionären Spielraums bei der Bonusbemessung, die Erläuterung und Begründung gewählter Vesting-Bedingungen von LTIS und die Angabe des maximalen Werts der gewährten Aktien in Relation zum Grundgehalt⁸⁶.

⁸⁵ Vgl. Artikel 12 in Schedule 7A der Directors' Remuneration Report Regulations 2002.

⁸⁶ Vgl. bspw. die Fassung vom November 2012 der ABI Principles of Remuneration (Section C). Die ABI vertritt damit die Interessen ihrer Mitglieder als institutionelle Investoren. Die Richtlinien sind primär an die Unternehmen gerichtet, die am Main Market der London Stock Exchange notieren, und werden daher von den Unternehmen im FTSE 100 befolgt.

Tabelle 1: Überblick über die Vorschriften zur Offenlegung der Vorstandsvergütung in Deutschland, Österreich, Frankreich und Großbritannien

	Deutschland	Österreich	Frankreich	Großbritannien
Wichtige Gesetze, Kodizes, Richtlinien zur Offenlegung der Vergütung	<ul style="list-style-type: none"> HGB inkl. Neuregelungen durch VorstOG und VorstAG (Konkretisierung in DRS 17) Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK) 	<ul style="list-style-type: none"> Unternehmensgesetzbuch (UGB) §239 Österreichischer Corporate Governance Kodex (ÖCGK) 	<ul style="list-style-type: none"> Code de Commerce L225-102 Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées (Corp. Governance Kodex, FCGK) 	<ul style="list-style-type: none"> Directors Remuneration Report Regulations 2002 (Regulations) ABI Principles of Remuneration Combined Code on Corporate Governance (CCCG)
Individuelle Offenlegung der Vorstandsvergütung?	<ul style="list-style-type: none"> HGB §285 Nr. 9 (VorstOG): Ja (seit 2006) HGB §286 Nr. 5 (VorstOG): Verzicht auf individuelle Offenlegung möglich bei Beschluss der Hauptversammlung mit 3/4-Mehrheit 	<ul style="list-style-type: none"> UGB §239 Abs. 1: nur für aktienkursbezogene Komponenten (ab 2007) UGB §241 Abs. 4: Angabe zur Vergütung des Vorstandorgans kann unterbleiben bei weniger als drei Vorstandsmitgliedern ÖCGK Paragraph 31: Ja keine Spezifizierung 	<ul style="list-style-type: none"> Code de Commerce Art. L225-102-1: Ja (seit 2001) 	<ul style="list-style-type: none"> Regulations Schedule 7A, Art. 6: Ja
Periodenzuordnung von Jahres- und Mehrjahresboni	<ul style="list-style-type: none"> HGB §285 Nr. 9 / DRS 17 Tz. 21: Jahr der Erdienung (bei Mehrjahresboni: Jahr der Erdienung ist letztes Jahr der Performanceperiode) 	<ul style="list-style-type: none"> keine Spezifizierung 	<ul style="list-style-type: none"> Code de Commerce: keine Spezifizierung FCGK Paragraph 21.2: Jahr der Erdienung und gesondert Jahr der Bonuszahlung 	<ul style="list-style-type: none"> Regulations Schedule 7A, Art. 6 und 19: Jahr der Erdienung
Offenlegung aktienkursbasierter Komponenten	<ul style="list-style-type: none"> HGB §285 Nr. 9 (VorstOG): Anzahl und Zeitwert bei Gewährung (seit 2006) 	<ul style="list-style-type: none"> UGB §239 Abs. 1: Anzahl und Parameter (u. a. Ausübungspreis, Laufzeit), Schätzwert der Optionen zum Bilanzstichtag ÖCGK Paragraph 29: Zeitwert bei Gewährung 	<ul style="list-style-type: none"> Code de Commerce: keine Spezifizierung FCGK: Paragraph 21.2: Zeitwert bei Gewährung 	<ul style="list-style-type: none"> Regulations Schedule 7A, Art. 7 bis 11: LTIS/Aktienoptionen: Anzahl und Planparameter (u. a. Performancebedingungen, Fristen, Ausübungskurse); Zeitwert bei Gewährung nicht gefordert
Offenlegung von Pensionszusagen	<ul style="list-style-type: none"> HGB §285 Nr. 9: VorstAG (ab 2010): Barwert der Leistung und Pensionsaufwand; VorstOG (2006-09): nur wesentlicher Inhalt der Pensionszusagen 	<ul style="list-style-type: none"> ÖCGK Paragraph 30: Angabe der Grundsätze und Voraussetzungen der gewährten Altersversorgung 	<ul style="list-style-type: none"> Code de Commerce: keine Spezifizierung FCGK Paragraph 21.2: Beschreibung der wesentlichen Parameter 	<ul style="list-style-type: none"> Regulations Schedule 7A, Art. 12 und 13: Höhe der Pensionszusage zum Geschäftsjahresende, Wert der Pensionszusage per Ende des aktuellen/vorherigen Geschäftsjahres, Wertveränderung im laufenden Jahr
Offenlegung von Abfindungen und Abfindungszusagen	<ul style="list-style-type: none"> HGB §315 Abs. 4: Abfindungen bei Change of Control HGB §285 Nr. 9 (VorstAG): Abfindungszahlungen und -zusagen sind darzustellen 	<ul style="list-style-type: none"> UGB §239 Abs. 1 Nr. 4: Abfindungszahlungen in Summe ÖCGK: Angabe der Grundsätze für Ansprüche bei Beendigung der Funktion 	<ul style="list-style-type: none"> keine Spezifizierung 	<ul style="list-style-type: none"> Regulations Schedule 7A, Art. 5: Erläuterung Zusagen Regulations Schedule 7A, Art. 6: Angabe Abfindungszahlungen

4. Diskussion der Motive und Anreizwirkungen der Vorstandsvergütung

4.1 Grundlegende Erkenntnisse zu Notwendigkeit und Ausgestaltung von Anreizsystemen

4.1.1 Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt als Ausgangspunkt der Vergütungsgestaltung

Den Motiven der Ausgestaltung der Vorstandsvergütung liegt die bekannte Problematik der Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt zugrunde⁸⁷. Den oft breit diversifizierten Aktionären fehlen sowohl die Zeit als im Regelfall auch die Expertise, um die Geschäftsführung selbst zu übernehmen⁸⁸. Daher delegieren sie die Geschäftsführung an das Management bzw. den Vorstand. Jedoch verfolgt das Management neben den Interessen der Aktionäre auch **eigene Interessen und Ziele**⁸⁹. Manager erbringen möglicherweise nicht den hohen Arbeitseinsatz, der aus Sicht der Aktionäre optimal wäre, oder fokussieren sich auf Projekte, die stärker ihren eigenen Interessen als denen der Unternehmenseigner dienen. Beispielsweise können sie ein Interesse auch an unprofitablem Wachstum des Unternehmens haben („Empire Building“), da ein größeres Unternehmen mehr Einfluss bedeutet⁹⁰. Umgekehrt könnten sie auf profitables Wachstum verzichten wollen, da ein größeres Unternehmen einen höheren Arbeitseinsatz erfordert⁹¹. Auch könnten Manager die Mittel der Aktionäre für Statussymbole wie Dienstwagen oder Firmenjets missbrauchen⁹². Außerdem treffen Manager nicht unbedingt die aus Sicht der Aktionäre optimalen Entscheidungen hinsichtlich des Risikos neuer Projekte. Denn sie sind stärker unternehmensspezifischen Risiken ausgesetzt, welche sie im Gegensatz zu den Aktionären nicht diversifizieren können, und werden tendenziell eher risikoärmere Projekte bevorzugen, selbst wenn dies den Unternehmenswert mindern sollte. Umgekehrt könnten sie auch Anreize haben, Projekte mit zu hohen Risiken durchzuführen, zum Beispiel wenn ihr Managerposten aufgrund bislang schlechter Performance in Gefahr ist und sie „nichts zu verlieren haben“, ihnen also nur ein wenn auch unwahrscheinlicher Erfolg mit diesen Projekten die Stellung sichern kann.⁹³

⁸⁷ Bereits Berle / Means (1932) diskutieren diese Problematik für den Fall von Kapitalgesellschaften.

⁸⁸ Vgl. Fama (1980), Fama / Jensen (1983).

⁸⁹ Für einen kurzen Überblick über mögliches opportunistisches Verhalten von Managern vgl. Shleifer / Vishny (1997, S. 742-744), Tirole (2001, S. 1-2).

⁹⁰ Vgl. beispielsweise die Argumentation von Jensen (1986, S. 323).

⁹¹ Vgl. Bertrand / Mullainathan (2003) für eine empirische Stützung dieser Hypothese. Wie auch Aggarwal / Samwick (2006) finden sie dagegen keine Bestätigung für die Gültigkeit der „Empire Building“-Hypothese.

⁹² Vgl. Yermack (2006a).

⁹³ Vgl. auch Lambert (1986), der die Situation modelliert, dass ein Manager sowohl Informationen gewinnen soll über die Profitabilität von Projekten mit unterschiedlichen Risiken als auch im Sinne der Anteilseigner das Projekt auswählen soll. Je nach ex ante erwarteter Profitabilität der riskanten Projekte kommt es durch die

Zur Problematik der divergierenden Ziele kommen im Regelfall noch **Informationsasymmetrien zwischen Aktionären und Management** hinzu. Es ist anzunehmen, dass das Management bspw. besser über die Profitabilität und das Risiko von Investitionsmöglichkeiten des Unternehmens informiert ist. Denn aus diesem Grund wurde dem Management die Entscheidungs- und Verfügungsgewalt der Aktionäre übertragen. Auch könnte es sein, dass die Manager die eigenen Fähigkeiten bezüglich ihres Jobs besser einschätzen können und dieses Wissen ausnutzen können. Da den Aktionären die Zeit und eventuell auch die Expertise fehlen, können sie die Handlungen des Managements im Allgemeinen nicht perfekt beobachten und beurteilen. Die unterschiedlichen Zielvorstellungen sowie die Informationsasymmetrie zwischen Aktionären und Managern führen schließlich zu den Kosten der Delegation der Verfügungsgewalt, die auch als Agency-Kosten bezeichnet werden⁹⁴.

Die Aktionäre haben im Wesentlichen zwei Möglichkeiten, um dieser Problematik zu begegnen und den größtmöglichen Wertgewinn für sich zu generieren. Zum einen können sie versuchen, durch Überwachungs- und Informationssysteme („**Monitoring**“) die Informationsasymmetrie zu verringern. Der einzelne Kleinaktionär wird nicht genug Anreize haben, diese Aufgabe zu übernehmen, da die dadurch entstehenden Kosten den Nutzen übersteigen⁹⁵. Die Aufgabe wird daher delegiert und bspw. in institutionalisierter Form durch den Aufsichtsrat oder von institutionellen Investoren⁹⁶ übernommen. Allerdings wird die Informationsasymmetrie nicht vollständig aufzulösen sein, zumal die Personen, die das Monitoring durchführen, zu einem bestimmten Grad selbst eigene Interessen verfolgen könnten⁹⁷. Der zweite Ansatzpunkt für die Aktionäre besteht folglich darin, den Managern

Risikoaversion des Managers auch mit dem optimalen Vergütungsvertrag zur Unter- oder Überinvestition in riskante Projekte.

⁹⁴ Der Begriff der Agency-Kosten wurde von Jensen / Meckling (1976) geprägt.

⁹⁵ Zum Free-Rider-Problem bei breit gestreutem Aktienbesitz vgl. unter anderem Grossman / Hart (1980) und Shleifer / Vishny (1986). Großaktionäre („Blockholder“) oder institutionelle Anleger haben ein entsprechend höheres Eigeninteresse und daher eher die Zeit sowie oft auch die Expertise, um die Aufgaben der Überwachung des Managements oder gar der direkten Einflussnahme auf die Entscheidungen des Managements zur Geschäftsführung zu übernehmen. Almazan / Hartzell / Starks (2005) finden dies für institutionelle Investoren bestätigt. Die Ergebnisse der Studie von Hartzell / Starks (2003) zum Einfluss institutioneller Investoren auf die Managementvergütung deuten ebenso darauf hin, dass institutionelle Investoren eine Monitoring-Aufgabe übernehmen. Bestimmte Gruppen von Investoren eignen sich besser als andere, diese Aufgabe zu übernehmen. Chhaochharia / Kumar / Niessen-Ruenzi (2012) zeigen bspw., dass geographische Nähe der Investoren zu effektiverem Monitoring führt. Vgl. auch Dicks (2012), der in seinem Modell zur Erklärung von Regulierungen der Corporate Governance u. a. zeigt, dass Corporate Governance und Vergütungssysteme als Substitute zur Lösung von Agency-Problemen wirken.

⁹⁶ Vgl. auch den UK Stewardship Code in seiner Fassung vom Juli 2010 (Principle 3): „Institutional investors should monitor their investee companies.“

⁹⁷ Vgl. bspw. Bebchuk / Fried (2004) und Demski (2003, S. 59f) für eine ausführliche Diskussion zu den Anreizen des Board of Directors und Baiman / Evans / Noel (1987) und Khalil / Lawarée (2006) für eine modelltheoretische Analyse.

Anreize zu geben, soweit wie möglich im Sinne der Aktionäre zu handeln. Die Ziele der Manager sollen also denen der Eigentümer angeglichen werden („**Alignment**“). Dies geschieht im Wesentlichen über die Ausgestaltung der Vergütung⁹⁸.

Neben Anreizen zu hohem Arbeitseinsatz, zu Shareholder Value maximierenden Entscheidungen, zur Durchführung wertmaximierender Projekte und Investitionen sowie zum Eingehen der aus Sicht der Aktionäre optimalen Risikoposition soll die Vergütung allerdings auch weitere Zwecke verfolgen. So muss die Vergütung wettbewerbsfähig sein, um kompetente Manager anzuziehen und an das Unternehmen zu binden. Auch soll die Vergütung die Manager gegen das Risiko des Jobverlustes aufgrund der Übernahme durch ein anderes Unternehmen absichern, um opportunistisches Verhalten bei Vorliegen eines Übernahmeangebots zu verhindern. Diese und noch weitere Ziele der Managervergütung stehen oft in Widerspruch zueinander und müssen daher gegeneinander abgewogen werden. In den folgenden Abschnitten sollen die hauptsächlichen Motive der Managervergütung vorgestellt werden. Zugleich wird ein Überblick gegeben, wie die Ausgestaltung der einzelnen Vergütungskomponenten bzw. der Gesamtvergütung zur Erreichung der Vergütungsziele beitragen kann und welche Fehlanreize möglicherweise gesetzt werden. Hierbei ist zu beachten, dass es bei der Ausgestaltung der Vergütung auch darum geht, diese Ziele möglichst effizient, also mit geringstmöglichem Werttransfer von den Aktionären an das Management zu erreichen⁹⁹.

Die Ausgestaltung der Vergütung unterliegt in der Regel der Verantwortung des Aufsichtsrates bzw. des Board of Directors. Diese Organe könnten durchaus eigene Ziele verfolgen oder dem Einfluss des Vorstandsvorsitzenden bzw. CEO ausgesetzt sein, sodass auch nicht immer das für die Aktionäre optimale Anreizsystem implementiert wird. Dieser Aspekt soll nicht im Fokus dieser Arbeit stehen, spielt jedoch bei den die optimale Vergütung bestimmenden Parametern eine Rolle¹⁰⁰.

⁹⁸ Abowd (1990) zeigt, dass performanceabhängige Vergütungsvereinbarungen positive Auswirkungen auf zukünftige Performance haben. Insbesondere in Ebenen unterhalb des CEOs können die Anreize auch durch die Aussicht auf höhere Vergütung bei Beförderung gesetzt werden, also über Turnieranreize (vgl. Lazear / Rosen (1981)).

⁹⁹ Es ist zu beachten, dass das Setzen extrinsischer Anreize durch bspw. Vergütungssysteme auch kontrovers diskutiert wird, da dadurch möglicherweise die intrinsische Motivation der Agenten verdrängt wird. Vgl. hierzu bspw. die Diskussion und die Ergebnisse in Kreps (1997), Bénabou / Tirole (2003), James Jr. (2005) und Prendergast (2008). Genauso kann Kontrolle, also „Monitoring“, wenn sie als Misstrauen empfunden wird, kontraproduktiv auf die Leistungen des Agenten wirken (vgl. bspw. Falk / Kosfeld (2006)). In der vorliegenden Arbeit werden diese Argumentationslinien nicht weiter behandelt.

¹⁰⁰ Vgl. Bebchuk / Fried (2004) und Döscher / Friedl (2011) sowie die dort jeweils angegebene Literatur für eine Diskussion zu diesem Thema.

4.1.2 Überblick über theoretische Grundkonzepte zur Ausgestaltung von Vergütungssystemen

Im Wesentlichen möchte man den Manager mittels eines entsprechend gestalteten Vergütungssystems dazu bringen, im Interesse der Anteilseigner zu handeln. Das Interesse der Anteilseigner ist die Maximierung des Wertes ihrer Anteile (Shareholder Value). Die Anteilseigner werden versuchen, den Vergütungsvertrag für den Manager so zu gestalten, dass der Trade-off zwischen erwünschten Anreizen und dafür zu zahlender Vergütung ihren Nutzen, also den Shareholder Value, maximiert¹⁰¹. Dabei müssen die Anteilseigner beachten, dass die zur Verfügung stehenden Performancemaße, also beispielsweise der Gewinn oder der Aktienkurs, risikobehaftet sind. Denn die Geschäftswelt ist von teilweise hoher Unsicherheit geprägt, so dass eine ex ante, auf Basis der zu dem Zeitpunkt vorliegenden Informationen richtige Entscheidung ex post trotzdem zu Verlusten führen kann. Auch wenn der Manager also den Erfolg des Unternehmens maßgeblich beeinflussen kann, sind bestimmte Entwicklungen eher fremdbestimmt. Mit der variablen, an die Entwicklung dieser unsicheren Größe gebundenen Vergütung werden dem Management sowohl unternehmensspezifische Risiken als auch systematische Marktrisiken übertragen. Manager sind allerdings risikoavers¹⁰². Es fehlen ihnen in der Regel die Mittel, um entsprechende, ihr Portfolio nach Risikogesichtspunkten optimierende Marktpositionen einzunehmen. Zudem ist es ihnen oft nicht gestattet, die Risiken aufgrund bspw. gewährter Aktien oder Aktienoptionen durch Gegengeschäfte auf dem Markt glatt zu stellen¹⁰³. Denn damit würden sie die Anreizwirkungen der Vergütung negieren, eventuell sogar konträre Anreize erhalten.

Bei der Gestaltung der Vergütung ist daher zu beachten, dass den risikoaversen Managern für die Übernahme von Vergütungsrisiken durch variable und aktienkursbasierte Vergütungskomponenten eine Risikoprämie im Vergleich zu einer reinen Fixvergütung gezahlt werden muss¹⁰⁴. Performanceabhängige und damit risikobehaftete Vergütungskomponenten sind dadurch „teurer“ als performanceunabhängige Komponenten. Der Nutzen aus der Anreizsetzung sollte die Kosten der Risikoprämie übersteigen: Es gibt bei der Wahl der optimalen Vergütung daher einen **Trade-off zwischen Anreizsetzung und**

¹⁰¹ Vgl. Ross (1973) für eine frühe Modellierung dieses Maximierungsproblems.

¹⁰² In der Literatur wird oftmals von einem relativen Risikoaversionskoeffizienten zwischen zwei und drei ausgegangen. Vgl. bspw. Hall / Murphy (2002), die sich auf eine empirische Studie von Friend / Blume (1975) berufen, Cai / Vijh (2005) oder Conyon / Core / Guay (2011). Für eine Untersuchung von Risikopräferenzen mittels Experimenten vgl. bspw. Holt / Laury (2002) und die dort aufgeführte Literatur.

¹⁰³ Vgl. etwa den Vergütungsbericht von Accor: “Executive directors [...] who receive performance shares are banned by the Company from hedging the related equity risk.” (Accor: 2009 Registration Document, S. 90). In den USA ist den Directors und Officers bspw. der Leerverkauf von Aktien des eigenen Unternehmens durch den Securities Exchange Act von 1935 (Sec. 16 c)) verboten.

¹⁰⁴ Vgl. bspw. Prendergast (2002) für eine Diskussion.

Risikoteilung¹⁰⁵. Dabei ist von Bedeutung, dass die Risikoprämie umso höher ist, je größer das Risiko ist, dem der Manager ausgesetzt ist, und je risikoaverser der Manager ist. Die Risikoaversion des einzelnen Managers dürfte den Aktionären nicht bekannt sein. Die Volatilität der Unternehmensperformance hängt dagegen unter anderem von der Branche ab, in der das Unternehmen tätig ist. Dies sollte einen Einfluss auf die optimale Höhe des Risikos haben, welches dem Management durch die Vergütung übertragen wird. Diesen Zusammenhang können Aggarwal / Samwick (1999a) in ihrer empirischen Studie zu den Top-5-Managern der 1.500 größten US-Unternehmen bestätigen: Die Pay-for-Performance-Sensitivität der Vergütung sinkt in der Varianz der Unternehmensperformance. Auch Garen (1994) findet, wenn auch mit teilweise geringer Signifikanz, dass die Pay-for-Performance-Sensitivität im spezifischen Unternehmensrisiko sinkt. Jin (2002) untersucht explizit die Auswirkungen des spezifischen Risikos im Gegensatz zum systematischen Marktrisiko auf die Anreize und findet, dass die Anreize im spezifischen Risiko fallen, das Marktrisiko jedoch keinen (wenn der Manager im Marktrisiko handeln kann) oder einen nicht eindeutigen Effekt auf die Anreizintensität hat. Graham / Harvey / Puri (2013) finden in ihrer auf einer Befragung von CEOs basierenden Studie, dass bei stärker risikoaversen CEOs und stärker kurzfristig orientierten CEOs das Grundgehalt einen größeren Anteil an der Zielvergütung ausmacht.

Allerdings gibt es auch Studien, die keinen oder einen gegenteiligen Zusammenhang zwischen Risiko und Anreizintensität finden^{106 107}. Prendergast (2002) argumentiert, dass das Risiko nicht der einzige Bestimmungsparameter der Vergütung ist. Je unsicherer das Geschäftsumfeld, desto schwieriger wird es, die Entscheidungen des Managers, also seinen Input, direkt zu beurteilen, und desto eher wird ein auf dem unsicheren Output basierender

¹⁰⁵ Für eine frühe Analyse und Diskussion dieses Tradeoff vgl. beispielsweise Stiglitz (1974, S. 252f) und Shavell (1979).

¹⁰⁶ Vgl. Prendergast (2002) für einen Überblick über die Studien und eine Diskussion dieser Resultate. Besonders interessant ist auch die Diskussion zur Validität der Ergebnisse von Aggarwal / Samwick (1999a) in Core / Guay (2002), die durch eine Berücksichtigung des Größeneffekts im gleichen Sample zu anderen Ergebnissen kommen, sowie die Antwort von Aggarwal und Samwick auf eine frühere Version des Working Papers von Core / Guay (2002) in Aggarwal / Samwick (2002), die mit anderer Methodik unter Berücksichtigung der Größeneffekte ihr ursprüngliches Ergebnis bekräftigen.

¹⁰⁷ Der propagierte Zusammenhang zwischen Unternehmensrisiko oder Risikoaversion und Stärke der Anreize beruht auf dem sogenannten „LEN-Modell“, das auf Holmstrom / Milgrom (1987) zurückgeht. Die Buchstaben stehen für die Annahme, dass der optimale Vertrag linear ist („L“), der Agent eine exponentielle Nutzenfunktion hat („E“) und die Umweltzustände normalverteilt sind („N“). Dieses Modell, dessen Implikationen vielen empirischen Studien als Basis dienen, macht allerdings teilweise sehr restriktive Annahmen, beispielsweise die Annahme der Unabhängigkeit von Arbeitseinsatz, Produktivität und Zufallseinflüssen und die Annahme, dass der Manager keine Projekte auswählt bzw. nicht besser über die Investitionsmöglichkeiten Bescheid weiß als die Anteilseigner. Das allgemeine Prinzipal-Agent-Modell (vgl. Holmstrom (1979)) kommt daher nicht zu dem Ergebnis, dass es einen monotonen Zusammenhang zwischen Risiko und Anreizintensität im optimalen Vertrag gibt. Für eine Diskussion zu dieser Thematik vgl. Hemmer (2007, S. 381f), oder Hemmer (2004).

Anreizvertrag optimal sein. Dieser Effekt ist gegenläufig zum oben beschriebenen Trade-off zwischen Risiko und Anreizintensität¹⁰⁸.

Bedeutsam bei der Wahl der Vergütung ist im Übrigen, dass Manager bereits ohne die explizite Risikoübernahme durch eine variable Vergütung einem erhöhten unternehmensspezifischen Risiko ausgesetzt sind. Denn das Humankapital der Manager ist großteils im Unternehmen gebunden, sei es, weil ihre Reputation (und damit ihr Marktwert auf dem Arbeitsmarkt für Manager) an das Gelingen der unternehmensspezifischen Projekte gebunden ist, sei es, weil sie spezifische Kenntnisse und Expertise aufgebaut haben, die nur in dem Unternehmen voll einsetzbar sind. Die Manager können daher das Risiko, das im gebundenen Humankapital liegt, nicht diversifizieren. Diese Risikoposition hat daher einen Einfluss auf das optimale Niveau des mittels Vergütungsanreizen zu übertragenden Risikos¹⁰⁹. Genauso beeinflusst im Regelfall das sonstige Vermögen des Managers seine Risikoeinstellung. Für die Barvergütung der CEOs von 48 Firmen an der Börse in Stockholm von 1993-1999 kann Becker (2006) zeigen, dass die Vergütung von CEOs mit höherem Vermögen stärker erfolgsabhängig ist. Gibbons / Murphy (1992) argumentieren, dass das optimale Anreizniveau des Vergütungssystems auch von den Karriereaussichten des Managers abhängt. Wenn diese, etwa mit steigendem Alter, sinken, sind stärkere Anreize über die Vergütung notwendig.

Eine wichtige Fragestellung betrifft die **Auswahl der Bemessungsgrundlage** für die Vergütung des Managers. Die Literatur beschäftigt sich damit, unter welchen Voraussetzungen ein Performancemaß als Bemessungsgrundlage für die Managervergütung dienen sollte. Der Input des Managers, also sein Arbeitseinsatz zur Maximierung des Shareholder Value, ist nicht direkt beobachtbar. Wäre das der Fall, könnte man ihn direkt an seinem Arbeitseinsatz bemessen bzw. ihn vertraglich auf einen entsprechend hohen Arbeitseinsatz festlegen. Auch ist die Qualität seiner Entscheidungen nicht so leicht beurteilbar. Denn der Manager ist ja gerade wegen seiner höheren Fachkenntnisse und Fähigkeiten auf dem Gebiet ausgewählt worden und wird im Rahmen seiner Managertätigkeit seine Expertise und seinen Wissensvorsprung bzgl. des Unternehmens, der potenziellen Investitionsprojekte und zur Marktlage eher ausbauen. Wäre im Vorhinein bekannt, welche

¹⁰⁸ Eine umfangreichere Diskussion zu verschiedenen Gründen für einen positiven Zusammenhang zwischen Risiko und Anreizintensität führt Prendergast (2000). Dee / Lulseged / Nowlin (2005) testen die konkurrierenden Ansätze am Beispiel von Internet-Unternehmen.

¹⁰⁹ Lambert / Larcker / Verrecchia (1991) weisen darauf hin, dass die Bewertung einzelner Komponenten der Vergütung nicht ohne Berücksichtigung der anderen Vergütungskomponenten und des Vermögens des Managers, inklusive seines im Unternehmen gebundenen Humankapitals möglich ist.

Entscheidung zur Maximierung des Shareholder Values führen würde, könnten die Anteilseigner diese Entscheidungen selbst treffen und den Manager lediglich ausführen lassen. Da man den Manager also nicht direkt am Input messen kann, wird man eine Kennzahl verwenden, die so gut wie möglich Rückschlüsse auf den erbrachten Einsatz und die Qualität seiner Entscheidungen in Bezug auf das Interesse der Anteilseigner zulässt.

Nach Holmström (1979) sollte jedes Performancemaß in der Vergütung berücksichtigt werden, das zusätzliche¹¹⁰ Informationen hinsichtlich der unbeobachtbaren Handlungen und Entscheidungen des Managers liefert, welche die Aktionäre induzieren möchten. Dieses Erkenntnis wird als Prinzip der „**Informativeness**“ bezeichnet. Banker / Datar (1989) zeigen, dass das relative Gewicht der einzelnen Performancemaße in der Vergütung von ihrem jeweiligen Informationsgehalt hinsichtlich der Handlungen des Managers abhängen sollte. Hierbei gilt, dass ein Signal informativer ist, je präziser es ist, das heißt also, je weniger sonstigen (Zufalls-)Einflüssen es ausgesetzt ist, die nicht von den Handlungen des Managers abhängen. Der Aktienkurs hängt bspw. unter anderem von den Einschätzungen der Marktteilnehmer bezüglich der Potenziale des Unternehmens und der zukünftigen Cashflows ab und bildet nicht ausschließlich die Handlungen der Manager in der vergangenen Periode ab. Daher werden bei der Gestaltung der Vergütung zumeist periodenbezogene Bemessungsgrundlagen, in der Regel gewinnbasierte Größen, oder eine Kombination solcher Größen mit aktienkursbasierten Vergütungselementen verwendet. Bei der Beurteilung von Bemessungsgrundlagen ist es daher hilfreich, diese hinsichtlich der Erfüllung der drei Anforderungen Zielbezug, Entscheidungsbezug und Manipulationsfreiheit zu diskutieren¹¹¹: Zielbezug ist gegeben, wenn das Performancemaß die Erreichung des gewünschten Ziels misst. Eine Bemessungsgrundlage erfüllt das Kriterium des Entscheidungsbezugs, wenn die Entscheidungen des Managers die gewünschten Auswirkungen auf das Performancemaß haben. Manipulationsfreiheit bedeutet, dass der Manager die Ausprägung des Performancemaßes nicht manipulieren kann.

Eng verbunden mit dem weiter oben beschriebenen Prinzip der Informativeness sowie mit der Übertragung von Risiken auf den Manager durch variable Vergütungskomponenten ist das Konzept der **relativen Performancemessung**. Dabei werden auch Größen, die der Manager nicht selbst beeinflussen kann, bei der Performancemessung berücksichtigt, da ihr Einbezug

¹¹⁰ Wenn ein weiteres Performancemaß („Signal“) keine weiteren Informationen bzgl. der nicht beobachtbaren Handlungen des Managers liefert, so ist das bisherige Performancemaß ausreichend („sufficient statistic“). Vgl. hierzu Holmström (1979), Holmstrom (1982).

¹¹¹ Vgl. zu den Anforderungen an Bemessungsgrundlagen von Anreizsystemen Küpper (2008), S. 269-271.

zusätzliche Information über die Handlungen und Entscheidungen des Managers liefert¹¹². So kann mit einer Performancemessung relativ zu einer Benchmark der Informationsgehalt der ursprünglichen Performancegröße erhöht werden. Beim Vergleich der Aktienkursentwicklung eines Unternehmens relativ zur Entwicklung eines breiten Aktienindex wird beispielsweise die Gesamtmarktentwicklung herausgefiltert. Die Marktentwicklung beruht oft auf gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen, die der Manager nicht beeinflussen kann. Der Manager wird durch den (negativen) Einbezug der Marktentwicklung als zusätzliche Bemessungsgrundlage nicht für diese verantwortlich gemacht, sondern der Einfluss der Marktentwicklung wird aus der Performancemessung herausgehalten. Die persönliche Leistung des Managers kann so besser gemessen werden. Ein weiterer Effekt ist, dass durch relative Performancemaße ein Teil des Risikos aus der Vergütung des Managers entfernt wird¹¹³. Murphy (2001) zeigt, dass in seinem Sample Unternehmen häufiger die Performance relativ zu einer Vergleichsgruppe als im Vergleich zur historischen Performance des Unternehmens messen, wenn die Varianz dieses Performancevergleichs geringer ist als die Varianz der jährlichen Performanceentwicklung des Unternehmens. Das entspricht dem Informativeness-Prinzip¹¹⁴.

Allerdings gibt es auch Argumente, die gegen eine relative Performancemessung in der Vergütung sprechen. Einige der Gründe, die Lambert (2001, S. 25-26) aufzählt, sollen hier genannt werden: Durch das Herausfiltern von bestimmten Marktentwicklungen aus der Performancemessung gehen Anreize verloren, diese Marktentwicklung zu prognostizieren und entsprechend darauf zu reagieren. Auch kann eine relative Performancemessung dazu führen, dass Manager sich eher in Geschäftsfeldern betätigen, in denen die Konkurrenz schwach ist, als in den Geschäftsfeldern, die die größte Wertschöpfung für die Aktionäre ermöglichen. Zudem sind bei gefallenem Aktienkursen hohe Vergütungen oder Boni bei Aktionären schwierig durchsetzbar, auch wenn der Kurs weniger gefallen ist als bei einer Vergleichsgruppe¹¹⁵. Nicht von Lambert genannt werden die Belange und der Einfluss

¹¹² Vgl. hierzu auch Antle / Demski (1988).

¹¹³ Vgl. hierzu auch Holmstrom (1982), Antle / Smith (1986).

¹¹⁴ Andererseits kann das Instrument der relativen Performancemessung auch ausgenutzt zu werden, um das Management durch die Auswahl eher schlechterer Wettbewerber als Vergleichsgruppe besser dastehen zu lassen (vgl. Gong / Li / Shin (2011)) oder durch einen Vergütungsvergleich mit besonders hoch bezahlenden Vergleichsunternehmen mehr verdienen zu lassen (vgl. Faulkender / Yang (2010)). Vgl. hierzu auch Bizjak / Lemmon / Nguyen (2011) und Porac / Wade / Pollock (1999). Für eine Gegenposition zur Hypothese, dass für die Auswahl höher zahlender Vergleichsunternehmen opportunistisches Verhalten ursächlich ist, vergleiche Albuquerque / De Franco / Verdi (2013). Sie kommen zu dem Ergebnis, dass der Wettbewerb um hochqualifizierte Manager den Effekt der Wahl der Vergleichsunternehmen bedingt.

¹¹⁵ Der Einfluss der Aktionäre auf die Vorstandsvergütung zeigt sich in letzter Zeit vermehrt. So musste der CEO von Aviva plc in 2012 auf Druck der Aktionäre gehen, nachdem er trotz gesunkener Gewinne eine Steigerung seiner Vergütung bekommen sollte. Auch die Aktionäre der Schweizer Bank UBS übten in der

anderer Stakeholder: Vor dem Hintergrund der Diskussionen zu gesellschaftlicher Verantwortung und gerechter Einkommensverteilung¹¹⁶ oder auch hinsichtlich der Stimmungslage der Mitarbeiter im Unternehmen ist es schwierig, hohe Boni trotz absolut gesehen niedriger Gewinne gegenüber anderen Arbeitnehmern, der Gesellschaft und damit auch der Politik zu begründen. Auf Gibbons / Murphy (1990, S. 34) geht das Argument zurück, dass relative Performancemessung Anreize eröffnet, sich in Shareholder Value vernichtende Konkurrenzkämpfe mit Wettbewerbern zu stürzen, nur um die eigene Position relativ zu den Wettbewerbern aus der Referenzgruppe zu verbessern. Aggarwal / Samwick (1999b) argumentieren, dass relative Performancemessung Anreize zu sinnvollen Kooperationen verhindern können, und finden empirisch bestätigt, dass in Branchen mit weniger starkem Wettbewerb weniger Gewicht auf relative Performancemessung gelegt wird. Oyer (2004) zeigt, dass es optimal sein kann, auf relative Performancemessung zu verzichten, wenn die Verdienstmöglichkeiten der Manager bei Verlassen des Unternehmens von der Gesamtmarktentwicklung abhängen. In dem Fall wirkt die Vergütung als Instrument zur Bindung des Managers¹¹⁷. Auch besteht die Möglichkeit für Manager mit ausreichend eigenem Vermögen, durch Handeln mit anderen Aktien das Marktrisiko zu verringern, sodass eine relative Performancemessung zur Senkung des Vergütungsrisikos im optimalen Vergütungsvertrag nicht notwendig ist¹¹⁸.

Letztlich ist die empirische Evidenz hinsichtlich eines Einbezugs relativer Performancemessung in der Vergütung nicht eindeutig¹¹⁹. Core / Guay / Larcker (2003, S. 38-39) argumentieren, dass Managervergütungen wesentlich stärker der Forderung nach relativer Performancemessung genügen, als beobachtet werden kann. Denn aufgrund der Übernahme unternehmensspezifischer Risiken durch bspw. die Verpflichtung zu einer Mindestbeteiligung

Hauptversammlung 2012 Kritik an der Vergütungspraxis. Vgl zur Presse auch für andere Beispiele u.a. „Die Zeit“ vom 21.5.2012: „Wie viel Millionen sind genug?“, und „Financial Times Deutschland“ vom 3.5.2012: „Hauptversammlung: Willkommensgruß der UBS für Weber empört Aktionäre“.

¹¹⁶ Zu Stimmen in der Presse vgl. bspw. „Die Zeit“, Nr. 51, vom 13.12.2007: „Von Schafen und Wölfen“.

¹¹⁷ Vgl. hierzu auch Kapitel 4.3. Rajgopal / Shevlin / Zamora (2006) finden dieses Motiv empirisch bestätigt.

¹¹⁸ Vgl. Maug (2000) für eine modelltheoretische Analyse und Garvey / Milbourn (2003) für eine empirische Bestätigung. Vgl. auch Gao (2010), der zeigt, dass Unternehmen die Anreize erhöhen, wenn die Manager bessere Möglichkeiten zum Hedging ihres Vergütungsrisikos haben und damit sowohl die Risikokosten senken aber gleichzeitig auch einen Teil der Anreize negieren können.

¹¹⁹ Vgl. für unterschiedliche empirische Ergebnisse bspw. Gibbons / Murphy (2000), die Anzeichen für relative Performancemessung in der Barvergütung finden, und Janakiraman / Lambert / Larcker (1992), die die Ergebnisse in Gibbons / Murphy (1990) kritisieren und keine Anzeichen für relative Performancemessung finden. Für Deutschland finden Hofmann / Pfeiffer / Reichel (2009) bei der Untersuchung von 42 Unternehmen über die Jahre 1987-2001, dass zumindest 15 Prozent dieser Unternehmen ihre Vorstände vom Marktrisiko abschirmen. Vgl. Core / Guay / Larcker (2003), S. 38-39, für eine kurze Diskussion und weitere Literatur zu dem Themenfeld.

am Unternehmen¹²⁰ müssen die Manager statt des von ihnen aus Diversifikationsgründen präferierten Marktportfolios nun auch stärker Anteile am spezifischen Unternehmen halten. Die Autoren argumentieren, dass dies in der Wirkungsweise einer relativen Performancemessung entspricht, bei der das Gewicht des unternehmensspezifischen Risikos am Gesamtrisiko erhöht wird. Diese implizite relative Performancemessung kann jedoch nicht gemessen werden, weil Vermögen und Anlagepräferenzen der Manager nicht beobachtet werden können. In Studien kann daher lediglich explizite relative Performancemessung erfasst werden. Ich werde hinsichtlich der Ausgestaltung der Vorstandsvergütung untersuchen, wie häufig eine relative Performancemessung explizit Teil des Vergütungssystems ist. Hierbei gibt es die Möglichkeit, die relative Performancemessung sowohl bei der Bonusbemessung als auch der Gestaltung der aktienkursbasierten Vergütungskomponenten zu berücksichtigen.

4.2 Motive der Verhaltenssteuerung im laufenden Vertrag

Die Anteilseigner wollen Anreize zu hohem Arbeitseinsatz und zur Auswahl wertsteigernder Projekte setzen. Ich möchte dabei im Folgenden zwischen zwei Arten von Anreizen unterscheiden. Zum einen diskutiere ich Anreize, bei denen es allein um die Wertmaximierung im Sinne der Beeinflussung des erwarteten Unternehmenswerts geht. Zum anderen können Aktionäre versuchen, einer zu vorsichtigen Geschäftspolitik aufgrund der Risikoaversion des Managements entgegenzuwirken, also explizit Anreize zur Übernahme höherer Risiken setzen. Beide Motive sind nicht immer eindeutig voneinander zu trennen. Ich werde bei Überschneidungen entsprechend auf die Wechselwirkungen hinweisen. Darüber hinaus sind für die Situation eines Übernahmeangebots und den dadurch drohenden Jobverlust des Managements spezifische Überlegungen notwendig.

4.2.1 Anreize zur Maximierung des Unternehmenswerts

In diesem Abschnitt werden die Anreizwirkungen hinsichtlich der Maximierung des Unternehmenswertes durch bestimmte Vergütungselemente diskutiert. Im Wesentlichen sollen Anreize zu einem optimalen Arbeitseinsatz und zur Durchführung wertschaffender Investitionen und Projekte gesetzt werden. Der Aktienkurs bietet sich hierfür als Performancemaß an, da er direkt die Wertsteigerung des Unternehmens und damit den Shareholder Value misst. Der Nachteil des Aktienkurses ist, dass er vielen Einflussfaktoren ausgesetzt ist, die nicht im Einflussbereich des Managers liegen. Das verletzt die Anforderung

¹²⁰ Mindestbeteiligungsregeln sind bspw. in vielen deutschen Unternehmen oder fast allen britischen Unternehmen implementiert. In Frankreich müssen oftmals bestimmte Prozentsätze der gewährten Aktien und aus der Ausübung von gewährten Optionen erworbene Aktien bis zum Dienstzeitende gehalten werden.

des Entscheidungsbezugs. Demgegenüber sind rechnungslegungsbasierte und nicht-finanzielle Kenngrößen zumeist besser direkt vom Manager zu beeinflussen. Jedoch haben sie nur einen indirekten Bezug zum Shareholder Value¹²¹, hier wäre also die Anforderung des Zielbezuges nicht im gleichen Maße erfüllt wie beim Aktienkurs. Welche Bemessungsgrundlage bzw. welche Ausgestaltung verschiedener Performancemaße am besten geeignet ist, hängt von den spezifischen Gegebenheiten und der Gewichtung der einzelnen Vergütungsmotive ab. Im Folgenden sollen daher die grundsätzlichen Anreizwirkungen (und „Nebenwirkungen“) ausgewählter Performancemaße und ihrer spezifischen Gestaltung, des Verlaufs der gewählten Vergütungsfunktion sowie der Art der Festlegung der Zielerreichung (Kalibrierung) vorgestellt werden. Ich teile die Diskussion in den folgenden beiden Unterabschnitten in die Diskussion zu den Anreizen durch die variable Barvergütung (Boni) und Anreizen durch aktienkursbasierte Vergütungselemente auf.

4.2.1.1 Diskussion der Anreizwirkungen typischer Bonusvereinbarungen

Bonuszahlungen sind in den meisten Ländern eine wesentliche Komponente der Vergütung, mittels derer Anreize zu wertschaffenden Handlungen gesetzt werden sollen. Ich diskutiere (1) die Auswahl der Bonusbemessungsgrundlage, (2) die gewählte Bonusfunktion und (3) die Art der Zielfestlegung.

Die **Wahl der Bemessungsgrundlage** fällt in einem Großteil der Fälle auf gewinnbasierte Kennzahlen oder andere rechnungslegungsbasierte oder Cashflow-Größen¹²². Der Gewinn als in der Praxis sehr bedeutende Bemessungsgrundlage soll hier genauer diskutiert werden. Denn insbesondere für die Managementvergütung ist zu klären, ob bzw. unter welchen Bedingungen eine **Gewinngröße als Bemessungsgrundlage** Anreize zur Auswahl wertsteigernder Projekte liefert. Zumal, wie Kapitel 6 zeigen wird, unterschiedliche Gewinngrößen die dominanten Bemessungsgrundlagen für die Boni sind.

Grundsätzlich führt nur die Implementierung von Projekten mit positiven Kapitalwerten zu einer Steigerung des Shareholder Values. Relevant sind also die mit den Projekten verbundenen zukünftigen Zahlungsströme. Auf Basis unbekannter zukünftiger Zahlungsströme lässt sich die derzeitige bzw. vergangene Performance eines Managers

¹²¹ Murphy (1999, S. 2522) unterscheidet in eine explizite Verknüpfung des Vermögens des Managers mit dem Shareholder Value durch sein Portfolio aus Aktien und Aktienoptionen des Unternehmens und eine implizite Verknüpfung durch rechnungslegungsbasierte Boni sowie jährliche Anpassungen des Grundgehalts, der Zielboni und des Volumens der gewährten aktienkursbasierten Komponenten.

¹²² Vgl. Kapitel 6. Banker / Huang / Natarajan (2009) zeigen, dass die Bedeutung einer rechnungslegungs-basierten Kennzahl wie Gewinn oder Cashflow für die Bewertung eines Unternehmens und die Verwendung dieser Kennzahl als Bonusbemessungsgrundlage positiv korrelieren.

allerdings nicht messen. Denn hier würde der Manager selbst die (unsicheren) Schätzungen zu zukünftigen Zahlungen liefern, auf Basis derer er vergütet wird, und könnte daher diese Angaben zu seinem persönlichen Vorteil manipulieren. Der Gewinn hat demgegenüber den Vorteil, die Performance für einen bestimmten vergangenen Zeitraum zu messen, die Manipulationsmöglichkeiten sind aufgrund der Vorgaben durch Rechnungslegungsstandards geringer, auch wenn Wahlrechte und Bewertungsspielräume bestehen bleiben. Vergütet man einen Manager beispielsweise auf Basis des Bilanzgewinns, wird er die durch seine Entscheidungen bedingten zukünftigen Bilanzgewinne bewerten. Der Barwert zukünftiger **Bilanzgewinne** entspricht jedoch nicht dem Barwert der Zahlungsströme. Der Manager wird daher mit einer Vergütung auf Basis des Bilanzgewinns Anreize zu einer falschen Investitionspolitik bekommen. Die Durchführung von aus der Sicht der Anteilseigner nicht wertschaffenden Projekten und Investitionen, deren Rendite unter den Kapitalkosten liegt, kann daher trotzdem die Vergütung des Managers erhöhen. Diesem Nachteil kann zumindest aus theoretischer Sicht mittels des sogenannten Residualgewinns begegnet werden. Der **Residualgewinn** berücksichtigt im Gegensatz zum Bilanzgewinn neben den Zinsen auf Fremdkapital auch die Kosten des Eigenkapitals in Form der erwarteten Rendite auf das eingesetzte Kapital. Es kann gezeigt werden, dass der Barwert der mit einem Projekt verbundenen zukünftigen Residualgewinne unter bestimmten Voraussetzungen dem Kapitalwert auf Basis der Zahlungsströme entspricht¹²³. Das Residualgewinnkonzept wird in praktischen Varianten, beispielsweise Economic Value Added (EVA), Economic Profit (EP) oder Cash Value Added (CVA) in vielen Unternehmen zur wertorientierten Unternehmenssteuerung eingesetzt¹²⁴.

In der Realität werden Manager allerdings oftmals einen anderen **Zeithorizont** haben als die Unternehmenseigner, sei es, weil sie vor Abschluss der Laufzeit der Investition in Ruhestand gehen oder weil sie einfach nicht sicher sein können, bis zum Ende der Laufzeit im Unternehmen zu bleiben¹²⁵. Das bedeutet, dass Manager Investitionen präferieren, die frühzeitig hohe Rückflüsse erwirtschaften, dagegen spätere negative Entwicklungen aus solchen Investitionen bei ihrer Entscheidung nur in geringem Maße berücksichtigen. Auch werden Investitionen in Forschung und Entwicklung damit unattraktiver aus der Sicht eines

¹²³ Dies wird im sogenannten Lücke-Theorem hergeleitet. Für einen Überblick vgl. Ewert / Wagenhofer (2008), S. 64-69). Die ursprünglichen Quellen sind Lücke (1955) und Preinreich (1937).

¹²⁴ Für einen Überblick über verschiedene Residualgewinngrößen vgl. unter anderem Young / O'Byrne (2001, S. 381-463), Tyan / Trahan (1999, S. 47-48) und Arbeitskreis Internes Rechnungswesen der Schmalenbach-Gesellschaft (2010).

¹²⁵ Vgl. zu Anreizen, kurzfristige Erfolge auf Kosten der nachhaltigen Wertsteigerung durchzuführen, auch Narayanan (1985). Narayanan (1985) argumentiert in seinem Modell, dass der Manager Anreize hat, durch schnelle Erfolge seine Reputation und damit sein Gehalt zu erhöhen.

Managers, da sie den gegenwärtigen Gewinn senken und erst in der Zukunft Rückflüsse erwarten lassen¹²⁶. Hinzu kommt, dass Anreize zum Earnings Management bestehen, da sich dadurch kurzfristig höhere Gewinne ausweisen lassen. In der modelltheoretischen Literatur zur Zielkongruenz wird das periodische Performancemaß daher so gestaltet, dass es unabhängig von den zeitlichen Präferenzen des Managers den Anreiz liefert, Projekte mit einem positiven (bzw. negativen) Kapitalwert durchzuführen (bzw. nicht durchzuführen) und die optimale Investitionshöhe zu wählen¹²⁷.

Rogerson (1997) zeigt, dass Residualgewinngrößen durch eine spezielle Form der Abschreibung („Relative Benefit Depreciation“) so gestaltet werden können, dass sie dieses Ziel erfüllen. Die aus Sicht der Anteilseigner den Managern vorzugebende Abschreibung hängt dabei vom Verlauf der zukünftigen Rückflüsse aus der Investition ab. Dieser muss den Unternehmenseignern daher bekannt sein. Die tatsächliche Höhe dieser Rückflüsse muss nur dem Entscheider bekannt sein. Reichelstein (1997) zeigt, dass unter der Annahme linearer Vergütungsverträge ein solcher Residualgewinn tatsächlich das einzige Performancemaß ist, welches dieses Ziel erfüllt. Dieses Konzept wurde hinsichtlich verschiedenster Problemstellungen erweitert¹²⁸. Die Literatur gibt somit Hinweise auf mögliche Fehlanreize und erlaubt eine Abschätzung der Wirkungen bestimmter Berechnungsformen von Bemessungsgrundlagen. In der Unternehmenspraxis werden die meisten dieser idealtypischen Gestaltungsvorschläge aufgrund des komplexeren Zusammenspiels verschiedenster Investitionscharakteristika und sehr heterogener Investitionsprojekte selten Anwendung finden¹²⁹. In der Praxis versucht man daher mit anderen Mitteln, einer zu kurzfristigen

¹²⁶ Dechow / Sloan (1991) finden, dass CEOs in den letzten Jahren vor ihrer Pensionierung dazu tendieren, weniger in Forschung und Entwicklung zu investieren.

¹²⁷ Die meisten Modelle zur Zielkongruenz („Goal Congruence“) abstrahieren dabei von Moral-Hazard-Problemen. Die zukünftigen Zahlungsströme, die eine Investition generiert, und damit auch der Kapitalwert der Investition werden als gegeben angenommen. Es wird in diesen Modellen im Allgemeinen nicht modelliert, wie die Zahlungsströme durch Arbeitseinsatz bzw. laufende operative Entscheidungen beeinflusst werden können. Implizit wird also davon ausgegangen, dass der Entscheider bei seiner Bewertung bereits einen optimalen Arbeitseinsatz bzw. optimale zukünftige Aktionen mit einbezieht. Eine Ausnahme sind Dutta / Reichelstein (2002), die in ihrem Modell die Wahl eines optimalen Performancemaßes für Investitionsentscheidungen und die Notwendigkeit von Arbeitsanreizen zur Erhöhung der operativen Rückflüsse miteinander verknüpfen.

¹²⁸ Vgl. Dutta / Reichelstein (2005) für eine Anwendung auf andere Fälle wie die Erlösallokation bei mehrperiodigen Bauprojekten, die Behandlung von Leasing-Verträgen, von Desinvestitionsentscheidungen sowie von mehrperiodigen Forschungs- und Entwicklungsprojekten mit der Option auf Aufgabe des Projektes. Vgl. Mohnen (2005) für eine Ausweitung auf reguläre Investitionen, Mohnen / Bareket (2007) für Regeln zur Kosten- und Erlösallokation, die zu zielkongruenten Residualgewinnen führen, welche die Rangfolge der Kapitalwerte verschiedener Investitionsprojekte abbilden und daher eine optimale Auswahl zwischen den Projekten bei Mittelrestriktionen ermöglichen. Weitere Publikationen widmen sich bspw. der Behandlung von latenten Steuern (Bastian (2004)) oder der Behandlung von Realloptionen (Friedl (2005)).

¹²⁹ Die Anforderung, dass der Verlauf der zukünftigen Rückflüsse zur Vorgabe der Abschreibungsregel bekannt sein muss, ist dagegen praxisnäher als etwa der erstaunlicherweise von Beratern propagierte Vorschlag einer „Sinking-Fund“-Abschreibung (vgl. Young / O’Byrne (2001)), bei der der interne Zinsfuß verwendet wird

Sichtweise der Manager entgegenzuwirken: Es werden Mehrjahresboni implementiert, bei denen die Gewinngröße etwa über mehrere Jahre gemittelt wird, oder die Boni nicht sofort ausgezahlt, sondern über Bonusbanksysteme mit eventuellen Verlusten zukünftiger Jahre verrechnet. Auch die Kombination mit langfristigen Anreizen durch die Gewährung von Aktien oder Optionen bildet einen Gegenpol zur kurzfristigen Ausrichtung von gewinnbasierten Jahresboni.

Im Großen und Ganzen wird in der Literatur der auf Buchwerten basierende Residualgewinn¹³⁰ als zielkongruentes Performancemaß propagiert, wobei die üblichen Methoden oder Regeln der Kosten- und Erlösallokation bzw. der Ansatz- und Bewertungsvorschriften der externen Rechnungslegung zu Zwecken der Performancemessung und Unternehmenssteuerung angepasst werden müssen¹³¹. Residualgewinnmaße sind auch in der Praxis von Bedeutung, wie bspw. der EVA. Diese unterliegen trotz einiger von der Beratungspraxis empfohlener Anpassungen¹³² vielerlei Einflüssen der externen Rechnungslegung und sind – selbst wenn man von den Problemen unterschiedlicher Zeitpräferenzen abstrahiert – nicht zielkongruent im Sinne der modelltheoretischen Literatur. Jedoch ist zu erwarten, dass die grundsätzliche Berücksichtigung auch von Eigenkapitalkosten auf das eingesetzte Kapitel zumindest tendenziell zu besseren Investitionsentscheidungen führen sollte¹³³.

Abgesehen von der Behandlung von Accruals ist vor allem die **Bestimmung der Kapitalkosten** bei der Definition einer Residualgewinngröße problematisch. In der Unternehmenspraxis wird in der Regel der gewichtete Kapitalkostensatz bei der Berechnung der Residualgewinngröße, bspw. des EVA, verwendet. Dabei wird der Eigenkapitalkostensatz zumeist aus dem „Capital Asset Pricing Model“¹³⁴ (CAPM) berechnet. Auf die Probleme bei der Anwendung des auf erwarteten Renditen und Renditeschwankungen basierenden CAPM, um aus historischen Renditen den Zinssatz auf das Eigenkapital des Unternehmens zu

und damit sämtliche Rückflüsse bekannt sein müssen. Das Setzen von Investitionsanreizen wäre in dem Fall aufgrund der symmetrischen Informationslage im Übrigen gar nicht notwendig.

¹³⁰ Marktwertbasierte Residualgewinn erfüllen unter anderem nicht die Bedingungen des Lücke-Theorems. Für eine kritische, praxisorientierte Diskussion zu einem auf Marktwerten basierenden „Refined EVA“ vgl. Young / O’Byrne (2001), S. 260-263. Vgl. dazu auch Bausch / Weissenberger / Blome (2003).

¹³¹ Vgl. auch Pfeiffer / Velthuis (2009) für einen Überblick über die Zielkongruenzliteratur und die Beurteilung Cash-basierter Residualgewinnmaße.

¹³² Vgl. Young / O’Byrne (2001), S. 206-259. Empfohlen werden u.a. die Aktivierung von Forschungs- und Entwicklungs- sowie Marketingausgaben, um den negativen Effekt auf den derzeitigen Gewinn solch einer „Investition“ zu mindern.

¹³³ Empirische Studien zu Residualgewinnkonzepten, die die Auswirkungen der Implementierung von Residualgewinnkonzepten als Vergütungsbestandteil auf das Investitionsverhalten von Unternehmen untersuchen, sind bspw. Balachandran (2006) und Wallace (1997).

¹³⁴ Sharpe (1964) und Lintner (1965) leiten das Capital-Asset-Pricing-Modell unabhängig voneinander her.

schätzen, soll hier nicht näher eingegangen werden¹³⁵. In der folgenden Argumentation gehe ich davon aus, dass der über das CAPM ermittelte Kapitalkostensatz korrekt ist. Die mit diesem Kapitalkostensatz geschätzten zukünftigen Residualgewinne können dann auch die Grundlage für zentrale Investitionsentscheidungen bilden¹³⁶.

Es ist allerdings nicht klar, ob die auf diese Weise definierten Residualgewinne risikoaversen Managern Anreize zu richtigen Investitionsentscheidungen geben. Die modelltheoretische Literatur kommt in Abhängigkeit von den getroffenen Modellannahmen zu sehr gegensätzlichen Ergebnissen: Der optimale Benchmark-Kapitalkostensatz für die Performancemessung des Managers kann sowohl über dem für die Anteilseigner relevanten Kapitalkostensatz als auch darunter, eventuell sogar unter dem risikolosen Zins liegen. Eine höhere Risikoaversion des Managers wie auch höhere unternehmensspezifische Risiken führen dabei im Regelfall zu einem niedrigeren optimalen Benchmark-Kapitalkostensatz. Ein Informationsvorsprung des Managers hinsichtlich der Profitabilität von potenziellen Projekten, welchen der Manager opportunistisch ausnutzen könnte, oder bestimmte abweichende Zielfunktionen des Managers können zu höheren optimalen Benchmark-Kapitalkostensätzen führen¹³⁷.

Die Frage nach der Wahl eines geeigneten Kapitalkostensatzes zur Setzung optimaler Investitionsanreize kann daher für die Unternehmenspraxis nicht eindeutig beantwortet werden. Ein Teil der Literatur kommt zumindest zu dem Ergebnis, dass risikoaversen Managern aus theoretischer Sicht ein Zinssatz auferlegt werden sollte, der geringer ist als die

¹³⁵ Vgl. Young / O'Byrne (2001), S. 179-180, für eine kurze Diskussion zu den Nachteilen der praktischen Anwendung des CAPM.

¹³⁶ Vgl. Christensen / Feltham / Wu (2002), S. 3. Zu beachten ist, dass die Vermischung von Zeit- und Risikopräferenzen in einem Zinssatz, wie etwa beim WACC (Weighted Average Cost of Capital), zu Problemen bei der Auswahl mehrperiodiger Investitionsprojekte und zu Fehlbewertungen mehrperiodiger Projekte in einzelnen Perioden während der Laufzeit dieser Projekte führen kann. Mit dem Sicherheitsäquivalentansatz wird diese Problematik umgangen. Vgl. zu dieser Diskussion Robichek / Myers (1966).

¹³⁷ Im Modell von Dutta / Reichelstein (2002) führt der Informationsvorsprung des Managers über die Profitabilität eines potenziellen Projektes dazu, dass die optimale Hurdle Rate höher ist als der tatsächliche Kapitalkostensatz der Anteilseigner. Das Risiko, welches dem Manager über die auszuwählenden riskanten Investitionsprojekte aufgebürdet wird, führt dagegen dazu, dass die optimale Hurdle Rate sinkt, da der risikoaverse Manager Anreize bekommen muss, riskante Projekte überhaupt durchzuführen. Je riskanter das Projekt, desto geringer die Hurdle Rate. Diese kann daher je nach Risiko des Projekts über oder unter den Kapitalkosten der Aktionäre liegen. Im Unterschied zu Dutta / Reichelstein (2002) modellieren Christensen / Feltham / Wu (2002) eine Situation mit symmetrischer Information zwischen Aktionären und Manager bei Vertragsabschluss. Im Ergebnis ist eine Hurdle Rate optimal, die sogar noch unter dem risikolosen Zins liegt. Dies liegt auch daran, dass Christensen / Feltham / Wu (2002) zwischen systematischem und spezifischem Risiko unterscheiden. Denn Investitionsprojekte unterliegen auch unternehmensspezifischen Risiken. Diese kann der Manager nicht diversifizieren. Der aus dem CAPM abgeleitete Kapitalkostensatz berücksichtigt dagegen nur systematisches Risiko. In Baldenius (2003) wiederum zieht der Manager einen Nutzen aus „Empire Building“. In seinem Modell resultiert dann eine optimale Hurdle Rate, die die tatsächlichen Kapitalkosten der Aktionäre überschreitet.

Kapitalkosten der Aktionäre. Dies liefert auch die Basis für das Residualgewinnkonzept des E_{RIC} (Earnings less Riskfree Interest Charges)¹³⁸. In diesem Konzept wird unter anderem vorgeschlagen, den risikolosen Zins bei der Berechnung des Residualgewinns zu verwenden. Es ergibt sich allerdings ein unterschiedlicher Residualgewinn, je nachdem ob er zur Performancemessung bzw. als Grundlage für die Managervergütung oder als Informationsgrundlage für zentrale Entscheidungen ohne Anreizproblematik¹³⁹ verwendet werden soll¹⁴⁰. Möglicherweise ist dies auch ein Grund, warum das Konzept des E_{RIC} – nach meinem besten Wissen – in der Praxis nicht angewendet wird. Denn die Verwendung von je nach Zweck unterschiedlicher Residualgewinngrößen innerhalb desselben Unternehmens erscheint schwerer zu vermitteln. Auch ist die Verwendung der Kapitalkosten der Aktionäre als Benchmark für die zu erbringende Performance sicher besser kommunizierbar, zumal in diesen Kapitalkosten die Renditevorstellungen der Aktionäre abgebildet werden, denen letztendlich entsprochen werden muss.

Allerdings ist die Tatsache, dass der Barwert der Residualgewinne dem Barwert der Zahlungsströme entspricht, nicht ausreichend dafür, dass die Verwendung eines Residualgewinns wie dem EVA als Bemessungsgrundlage in der Vorstandsvergütung sinnvoll ist. Ein Performancemaß muss möglichst wenig verzerrte Informationen darüber liefern, ob der Manager zur Steigerung des Unternehmenswertes beiträgt. Garvey / Milbourn (2000) zeigen modelltheoretisch und empirisch, dass unter anderem unternehmensspezifische Faktoren eine Rolle dabei spielen, ob ein Residualgewinn als Bemessungsgrundlage den Bilanzgewinn ergänzen oder ersetzen sollte. Unternehmen mit hoher Kapitalintensität ziehen beispielsweise eher Nutzen aus einem Residualgewinn als Performancemaß, da die Verzinsung des eingesetzten Kapitals stärker in den Fokus gestellt wird.

Unabhängig von der Entscheidung, ob ein Residualgewinn oder eine andere Gewinngröße als Bemessungsgrundlage für die Managervergütung gewählt werden soll, ist ein weiterer Nachteil von Gewinngrößen als Basis für Managementanreize zu nennen: Rechnungslegungsbasierte Gewinngrößen sind durch diverse Wahlrechte in den Rechnungslegungsvorschriften („Accounting Earnings Management“) oder gar durch gezieltes Vorziehen oder Verschieben von Projekten und Zahlungen („Real Earnings

¹³⁸ Vgl. Velthuis (2004).

¹³⁹ Zur Anreizsetzung werden erwartete risikobehaftete Cashflows mit dem risikolosen Zins diskontiert. Für zentrale Entscheidungen wird ein Sicherheitsäquivalentansatz verwendet, also risikoadjustierte Cashflows mit dem risikolosen Zins diskontiert.

¹⁴⁰ Vgl. auch Kunz / Pfeiffer / Schneider (2007) für ein Modell, in dem EVA- und E_{RIC} -basierte Vergütungsverträge einander gegenübergestellt und hinsichtlich ihrer Anreizwirkung verglichen werden.

Management“) bis zu einem gewissen Grad manipulierbar. Diese **Manipulierbarkeit der Gewinngrößen** kann durch das Management zum eigenen Vorteil ausgenutzt werden¹⁴¹. Allerdings können zu Zwecken der Performancemessung auch bewusst angepasste Gewinngrößen verwendet werden. So kann es sinnvoll sein, etwa Restrukturierungsaufwendungen heraus zu rechnen, um dem Manager keine Anreize zu geben, notwendige Restrukturierungsmaßnahmen aufzuschieben¹⁴². Allerdings kann die Möglichkeit zu Anpassungen auch kritisch gesehen werden. Denn das Management könnte den Aufsichtsrat bzw. das Board of Directors beeinflussen, solche Anpassungen zum Nutzen des Managements durchzuführen¹⁴³.

Die bis hierhin diskutierten gewünschten oder nachteiligen Anreizeffekte gewinnbasierter Performancegrößen gelten grundsätzlich auch für andere absolute Gewinngrößen wie den EBIT (Earnings before Interest and Taxes) oder EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) wie auch für relative, auf einer Gewinngröße basierende Kennzahlen (bspw. Eigenkapitalrendite, Gesamtkapitalrendite, Umsatzrendite). Die relativen Renditekennzahlen haben einen weiteren Nachteil: Sie können Anreize setzen, an sich wertsteigernde Projekte nicht durchzuführen, wenn deren Rendite, wenn auch größer als der Kapitalkostensatz, unter der durchschnittlichen Rendite des derzeitigen Projektportfolios liegt.

Das Problem der zu kurzfristigen Ausrichtung ist im Wesentlichen allen rechnungslegungsbasierten finanziellen Kennzahlen inhärent. Einigen der Probleme mit diesen finanziellen Kennzahlen wird durch die Verwendung **nicht-finanzieller Kennzahlen**, wie bspw. Marktanteile, Produktqualität, Kunden- und Mitarbeiterzufriedenheit, begegnet. Denn die finanziellen Kennzahlen liefern nur ein unvollkommenes Bild über die Handlungen des Managements hinsichtlich des Ziels einer langfristigen Wertsteigerung. Sie sind vergangenheitsorientiert und gelten als zu kurzfristig ausgerichtet. Nicht-finanzielle Kennzahlen messen zwar auch den Erfolg vergangener Aktionen auf bestimmte Ziele

¹⁴¹ Comprix / Muller III (2006) finden Anzeichen für eine Ausnutzung von Wahlrechten bei der Behandlung von versicherungsmathematischen Gewinnen und Verlusten aus Pensionszusagen zu Gunsten des Managements. Die Berücksichtigung auch nicht-finanzieller Kennzahlen als Bemessungsgrundlage senkt entsprechend die Anreize zu Accounting Earnings Management (vgl. hierzu die Ergebnisse von Ibrahim / Lloyd (2010)).

¹⁴² Vgl. Dechow / Huson / Sloan (1994) und Adut / Cready / Lopez (2003). Gaver / Gaver (1998) finden, dass Gewinne aus außerordentlichen Geschäftsvorfällen und nicht fortgeführten Aktivitäten den Bonus erhöhen, entsprechende Verluste sich aber nicht im Bonus niederschlagen. Diese asymmetrische Behandlung bestimmter Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung kann ein Indiz dafür sein, dass das Management versucht, die eigene Vergütung opportunistisch zu beeinflussen. Es kann aber auch eine optimale Vertragsgestaltung sein, die den Manager vor Risiken abschirmen soll (vgl. Gaver / Gaver (1994), S. 252).

¹⁴³ Vgl. die Diskussion in Bebchuk / Fried (2004) zum Einfluss des Managements auf die eigene Vergütung. Vgl. auch Morse / Nanda / Seru (2011), deren empirische Ergebnisse die Hypothese stützen, dass CEOs die variable Vergütung zu manipulieren suchen. Jiang / Petroni / Wang (2010) zeigen, dass der CFO seinen Einfluss auf die im Unternehmen angewandten Wahlrechte stärker nutzt als der CEO.

(beispielsweise Kundenzufriedenheit, Produktqualität). Jedoch sind dies im Regelfall explizit formulierte Ziele zur Sicherung des nachhaltigen Unternehmenserfolgs. Die Berücksichtigung dieser Ziele stellt damit direkt auf eine langfristige Denkweise ab und die nicht-finanziellen Kennzahlen dienen als Indikatoren für die zukünftige Entwicklung des Unternehmens¹⁴⁴.

Ittner / Larcker / Rajan (1997) untersuchen die Bonusvereinbarungen von 317 US-amerikanischen Unternehmen, die in ihren Proxy Statements Angaben zur Gewichtung der finanziellen und nicht-finanziellen Bemessungsgrundlagen in der CEO-Vergütung machen. Sie analysieren, welche Faktoren das Gewicht von nicht-finanziellen Performancemaßen in der CEO-Vergütung beeinflussen. Hierbei beziehen sie sich aus theoretischer Sicht auf das in Kapitel 4.1.2 beschriebene Prinzip der Informativeness. Die Autoren finden unter anderem, dass Unternehmen, die die Strategie einer Kostenführerschaft verfolgen und sich daher auf kurzfristige Optimierung ihrer operativen Prozesse konzentrieren, entsprechend stärker vergangenheitsbezogene, finanzielle Performancemaße wie Kosten-Kennzahlen, operativer Gewinn oder operativer Cashflow verwenden. Diese sind durchaus aussagekräftig hinsichtlich der Handlungen der Manager zur Erreichung der Strategie. Unternehmen, die eher Innovationsstrategien verfolgen, legen dagegen ein größeres Gewicht auf nicht-finanzielle Kennzahlen, ebenso Unternehmen, die Qualitätsinitiativen, wie bspw. Total Quality Management, verfolgen. Diese können nur zum Erfolg führen, wenn sie vom Management unterstützt werden. Die Vergütung des Managements auf den entsprechenden Kennzahlen zu basieren, ist deshalb konsequent¹⁴⁵. Grundsätzlich ist zu beachten, dass es von unternehmensspezifischen Parametern abhängt, welche Bedeutung für die Vergütung finanzielle oder andere Kennzahlen haben. So zeigen bspw. Banker / Byzalov / Xian (2011), dass bei forschungsintensiven Unternehmen, für die kurzfristige finanzielle Kennzahlen

¹⁴⁴ In der Literatur zur Balanced Scorecard hat u.a. die Verwendung nicht-finanzieller Kennzahlen zur Unternehmenssteuerung, als „Leading Indicators“ für zukünftigen Erfolg, einen zentralen Stellenwert (vgl. u. a. Kaplan (2010) und die darin genannten Quellen). Ittner / Larcker (1998b) finden die Hypothese, dass Kundenzufriedenheit ein Indikator für zukünftige finanzielle Unternehmensperformance ist, bestätigt. Dutta / Reichelstein (2003) zeigen, dass solche vorausschauenden Kennzahlen unter bestimmten Annahmen Teil eines optimalen Vertrags sind. Budde (2007) formuliert modellgestützt u.a. Bedingungen für die Verwendung einer Balanced Scorecard als Bemessungsgrundlage für Vergütungen. Datar / Kulp / Lambert (2001) analysieren in ihrem Modell die Gewichtung verschiedener Kennzahlen in einem optimalen Vertrag.

¹⁴⁵ Ittner / Larcker / Rajan (1997) testen auch, ob eine höhere Varianz (und damit geringere „Informativeness“) der finanziellen Performancemaße gemäß der Theorie zu einem stärkeren Rückgriff auf nicht-finanzielle Performancemaße führt und finden dies bestätigt. Auch Indjejikan / Nanda (2002) zeigen für ihr Sample, dass die Zielboni von Managern einen geringeren Anteil an der Zielbarvergütung ausmachen, wenn rechnungslegungs-basierte Performancegrößen des Unternehmens stärkeren Zufallseinflüssen ausgesetzt sind. Eine alternative Erklärung für die Verwendung nicht-finanzieller Performancemaße könnte sein, dass die CEOs über die Wahl von nicht-finanziellen Bemessungsgrundlagen opportunistisch versuchen, für ihre Vergütung eine höhere, ihrer eigentlichen Performance nicht angemessene Vergütung zu erhalten. Ittner / Larcker / Rajan (1997) finden allerdings keine Bestätigung für diese Hypothese.

weniger aussagekräftig sind, das Gewicht finanzieller Kennzahlen in der Vergütung geringer ist, dagegen ein größeres Gewicht auf spezifische Erfahrung und Ausbildung gelegt wird.

Um dem Problem der Kurzfristigkeit insbesondere der finanziellen Kennzahlen als Bemessungsgrundlage zu begegnen, werden in der Praxis auch andere Maßnahmen als der Einbezug nicht-finanzieller Kennzahlen ergriffen¹⁴⁶. So basieren die Bonuszahlungen bei einem **Mehrjahresbonus** auf der finanziellen Performance über mehrere Jahre hinweg, sodass nicht nur die Auswirkung einer Entscheidung auf das aktuelle Jahr belohnt (oder bestraft) wird. **Bonusbanken** oder **Malus-Systeme** halten einen Teil der Bonuszahlung zurück, bis sich die Nachhaltigkeit der finanziellen Performance zeigt bzw. fordern die Boni zurück, wenn die Performance im Nachhinein einbricht. **Deferred Shares** zahlen einen Teil des Bonus in Restricted Stock mit zumeist zwei oder drei Jahren Sperrfrist, sodass der erdiente Bonus auch der Aktienkursperformance der Folgejahre unterliegt.

Die Ausrichtung des Managements auf eine kurzfristige Sichtweise durch finanzielle Kennzahlen und Jahresboni ist im Fokus der politischen und gesellschaftlichen Diskussion, insbesondere hinsichtlich möglicher Auswirkungen dieser kurzfristigen Orientierung auf die von Banken im Vorfeld der Finanzkrise eingegangenen Risiken und eine dementsprechende Mitverantwortung an der Finanzkrise¹⁴⁷. Hüttenbrink (2012) findet für einen Zeitraum vor Ausbruch der Finanzkrise etwa, dass Banken, deren Vorstandsvergütung einen höheren Bonus-Anteil beinhalten, auch ein höheres Risiko aufweisen¹⁴⁸.

Ein weiterer wichtiger Parameter bei der Ausgestaltung der Vergütung ist der **Verlauf der Bonusfunktion**. Ein nicht-linearer Verlauf der Bonusfunktion tritt in der Praxis häufig durch

¹⁴⁶ Vgl. zu den folgenden Anmerkungen auch Kapitel 2.3.2 und die empirischen Befunde in Kapitel 6.

¹⁴⁷ Großbritannien hatte bereits Ende 2009 für Banken eine einmalige 50-prozentige Steuer auf hohe Boni eingeführt, die zwischen dem 9. Dezember 2009 und dem 5. April 2010 gezahlt oder auch in Form von Deferred Shares gewährt wurden (vgl. für Details den UK Finance Act 2010, Chapter 3, Schedule 1, zur „Bank Payroll Tax“). Finanzminister Alistair Darling verkündete zu den Zielen dieser Steuer (vgl. The Guardian vom 9.12.2009: „Bankers' bonuses hit with 50% super-tax in PBR“): "There are some banks who still believe their priority is to pay substantial bonuses to some already highly paid staff. [...] Their priority should be to rebuild their financial strength and increase their lending. So I am giving them a choice. They can use their profits to build up their capital base. But if they insist on paying substantial rewards, I am determined to claw money back for the taxpayer." Frankreich folgte mit einer ähnlichen Steuer auf im Jahr 2009 erdiente Boni in Banken (Gesetz Nr. 2010-237 vom 9. März 2010). Länder wie Irland, Italien und Griechenland führten auch Steuern auf Banker-Boni ein. Ehrlich / Radulescu (2012) finden, dass die Boni in Banken in Großbritannien als Reaktion auf die Steuer gesunken sind, der Effekt auf den Wert der Vergütung jedoch durch andere Vergütungskomponenten ausgeglichen wurde. Radulescu (2012) untersucht modelltheoretisch die Auswirkungen einer Bonussteuer auf die Vorstandsvergütung sowie daraus resultierende Wohlfahrtseffekte. Jedoch impliziert sie, dass die Steuer von den Managern zu tragen sei, wohingegen die Bonussteuer in Großbritannien und Frankreich ausdrücklich von den Unternehmen zu tragen ist.

¹⁴⁸ Vgl. Hüttenbrink (2012), S. 207-213. Das Risiko wird vom Autor durch verschiedene Maße erfasst. Vallascas / Hagedorff (2013) finden dagegen, dass höhere Boni einen negativen Effekt auf die „Distance to Default“ von Banken haben.

eine Bonushürde (Threshold), also eine Mindestperformance, oder eine Bonusbegrenzung (Cap) auf. Die Festlegung eines Threshold kann durchaus sinnvoll sein: Der Anreiz, zumindest diese Performance zu erreichen, wird erhöht. Auch kann die Zahlung eines Bonus bei schlechterer Performance oft nicht vor den Anteilseignern vertreten werden. Ebenso soll ein Cap zu einer Beschränkung des Bonus auf ein angemessenes Maß beitragen und wird zumindest für „außerordentliche Entwicklungen“ bspw. auch im DCGK gefordert¹⁴⁹. Die nachteiligen Effekte solcher Verläufe, bspw. Manipulationsanreize, sind allerdings auch in der Literatur dokumentiert: Healy (1985) und Holthausen / Larcker / Sloan (1995) finden die Vermutung bestätigt, dass Manager die Wahlrechte der Rechnungslegung ausschöpfen, um den Wert ihrer Boni zu maximieren, indem sie bei Überschreiten des maximalen Bonus den Gewinn des jeweiligen Jahres durch Accruals senken¹⁵⁰. Auch sinkt die Anreizintensität, wenn eine Mindestperformance nicht mehr erreichbar scheint oder die maximal für den Bonus wirksame Performance erreicht ist¹⁵¹.

Für Bonuspläne und deren Anreizwirkungen ist zudem der **Zielsetzungsstandard** relevant. Im Regelfall wird die Performance, die der Bonuszahlung zugrunde liegt, anhand einer **Zielerreichung** gemessen. Je nachdem, wie diese Ziele festgelegt werden, können unterschiedliche Anreize resultieren. Die Zielfestlegung kann dabei entweder auf Basis der vergangenen Performance¹⁵², der Performance von Vergleichsgruppen oder einer theoretischen Überlegung bestimmt werden¹⁵³. Murphy (2001) beurteilt diese Möglichkeiten der Zielfestlegung anhand der Kosten der Zielbestimmung, der Genauigkeit der Zielbestimmung und des Grads der Manipulierbarkeit des Ziels durch den Manager. Die Ableitung aus der vergangenen Performance verursacht im Allgemeinen die geringsten Kosten, da die vergangene Performance meist sowieso bestimmt ist, während die Festlegung der Vergleichsgruppe, die nachträgliche Performancemessung relativ zur Vergleichsgruppe ebenso wie mögliche Kapitalkosten-Benchmarks einen höheren Aufwand erfordern¹⁵⁴. Hinsichtlich der Genauigkeit bietet sich die Beurteilung anhand des in Kapitel 4.1.2

¹⁴⁹ Vgl. Paragraph 4.2.3 des Deutschen Corporate Governance Kodex in seiner Fassung vom 15.05.2012.

¹⁵⁰ Eine eventuelle Aufhebung dieses Accruals kann dafür den Gewinn in den Folgejahren heben. Grundsätzlich kann solch ein Verhalten allerdings auch auf das Motiv der Gewinnglättung zurückzuführen sein. Im Gegensatz zu Healy (1985) finden Holthausen / Larcker / Sloan (1995) keine Evidenz dafür, dass Earnings Management auch um den Threshold herum stattfindet. Vgl. zu diesem Themenbereich u.a. auch Kaplan (1985) und Gaver / Gaver (1995).

¹⁵¹ Vgl. auch Young / O'Byrne (2001, S. 131-133).

¹⁵² Ein Beispiel wäre das Wachstum des Earnings per Share (EPS) oder Umsatzwachstum.

¹⁵³ Vgl. Milgrom / Roberts (1992, S. 233), zitiert nach Murphy (2001, S. 248).

¹⁵⁴ Murphy (2001, S. 247-248) führt an, dass die Performancemessung relativ zu einer Zielgröße mit gleichen erwarteten Vergütungskosten eine höhere Anreizintensität ermöglicht als eine Bemessung anhand der absoluten Größe. Vgl. zum Thema der Festlegung von Kapitalkosten-Benchmarks auch die Diskussion zur Festlegung der Kapitalkosten für Residualgewinnmaße.

diskutierten Kriteriums der Informativness an. Was die Manipulierbarkeit betrifft, kann der Manager die Zielfestlegung durch verschiedenste Aktionen beeinflussen. Die Form der Zielfestlegung kann unterschiedliche (Fehl-)Anreize setzen: Eine Festlegung auf Basis vergangener Performance bestraft zu gute Performance der Vorjahre und führt zu Anreizen, profitable Maßnahmen zu verschieben, um die Benchmark nicht zu hoch zu setzen bzw. eine „Performance-Reserve“ für das nächste Jahr aufzubauen. Wenn die Zielwerte auf Basis der Unternehmensbudgets abgeleitet werden, hat der Manager einen Anreiz, auf möglichst niedrige Budgetziele hinzuwirken. Die Beeinflussung der Performance der Vergleichsunternehmen ist dagegen schwieriger¹⁵⁵, allerdings könnte er die Auswahl der Vergleichsgruppe beeinflussen¹⁵⁶. Murphy (2001) findet unter anderem, dass die Verwendung von intern festgelegten Performancestandards (Ableitung aus Budget, Vergleich mit vergangener Performance) zu stärkerer Gewinnglättung („Earnings Smoothing“) führt.

Im empirischen Teil dieser Arbeit zeige ich, wie häufig im Jahr 2009 tatsächlich bestimmte Bemessungsgrundlagen, also rein auf der Rechnungslegung basierende Gewinnkennzahlen, Residualgewinne oder nicht-finanzielle Kennzahlen, die Basis für die Bonuszahlungen bilden. Ich untersuche auch, inwieweit bei den Bonussystemen ein Mehrjahresbezug hergestellt wird. Die Vielfalt der in diesem Kapitel beschriebenen Motive und Anreizeffekte bestimmter Bemessungsgrundlagen spiegelt sich auch in den von den Unternehmen für die Vorstandsvergütung verwendeten Bemessungsgrundlagen wider.

4.2.1.2 Diskussion der Anreizwirkungen aktienbasierter Vergütungskomponenten

Bei den aktienbasierten Vergütungsformen handelt es sich im Wesentlichen um Aktien und Aktienoptionen. Ich möchte in diesem Abschnitt noch keine expliziten Risikoanreize diskutieren, die im Wesentlichen den Optionen zugesprochen werden, sondern mich auf Anreize zur Beeinflussung des Erwartungswertes der Unternehmensrückflüsse beschränken. Ob aktienbasierte Anreize grundsätzlich die erwünschten **Wirkungen auf die Unternehmensperformance** haben, kann nicht so leicht empirisch belegt werden. Denn der kausale Zusammenhang ist nicht immer eindeutig¹⁵⁷: Führen stärkere aktienbasierte Anreize zu einer besseren Unternehmensperformance oder gewähren Unternehmen mit höheren

¹⁵⁵ Die Beeinflussung ist aber nicht unmöglich, vgl. hierzu die Diskussion zu Nachteilen relativer Performance-messung in Kapitel 4.1.2.

¹⁵⁶ Vgl. beispielsweise Gong / Li / Shin (2011), die Anzeichen dafür finden, dass verstärkt Vergleichsunternehmen gewählt werden, die eine schlechtere Performance aufweisen.

¹⁵⁷ Vgl. Core / Guay / Larcker (2003, S. 34f) für eine kurze Argumentation zu den folgenden Thesen.

Performanceerwartungen mehr aktienbasierte Vergütung¹⁵⁸? Auch kann argumentiert werden, dass aktienbasierte Anreize stärker verwendet werden, wenn Monitoring-Probleme größer sind. Studien, die das nicht berücksichtigen, finden möglicherweise keinen Zusammenhang zwischen Aktienanreizen und Unternehmensperformance¹⁵⁹. Morck / Shleifer / Vishny (1988) finden für einen Anteilsbesitz des Board of Directors zwischen 0-5 % des Unternehmens, dass der Unternehmenswert, gemessen als Tobin's Q, im Anteilsbesitz stark ansteigt¹⁶⁰. Sie vermuten, dass zumindest ein Teil dieses Anstiegs darauf zurückzuführen ist, dass das Management nach einer guten Unternehmensperformance einfach höhere Anteile hält, weil es beispielsweise Optionen ausüben kann oder Anteile als Belohnung für die gute Performance erhält¹⁶¹. Auch diskutieren sie, dass Unternehmen mit stärkeren Zukunftsaussichten und damit aufgrund der Markteinschätzung mit einem von vornherein höherem Tobin's Q ein stärkeres Alignment benötigen¹⁶². In beiden Fällen wäre eine positive Anreizwirkung des Anteilsbesitzes nicht die (alleinige) Erklärung für die positive Korrelation zwischen Anteilsbesitz und Shareholder Value.

Diese Hypothese wird unter anderem von Himmelberg / Hubbard / Palia (1999) gestützt, die nach Berücksichtigung firmenspezifischer Eigenschaften keinen Einfluss des Anteilsbesitzes des Managements auf die Unternehmensperformance belegen können. Core / Larcker (2002) liefern wiederum Ergebnisse für einen Einfluss des Anteilsbesitzes auf die Performance: Die Einführung von Richtlinien zum Anteilsbesitz von Managern mit sukzessivem Anteilsaufbau führt zu höherer Unternehmensperformance, gemessen sowohl mittels des Return on Assets (ROA) als auch der Aktienkursperformance. Brookman / Chang / Rennie (2007) zeigen, dass CEOs mit höheren Anreizen aus Restricted Stock und Aktienoptionen eher Kündigungen vornehmen, die den Unternehmenswert erhöhen. Laut Datta / Iskandar-Datta / Raman (2001) zahlen CEOs, die stärker eigenkapitalbasiert vergütet werden, geringere Übernahmeprämien, kaufen Unternehmen mit stärkeren Wachstumspotenzialen und führen eher Akquisitionen

¹⁵⁸ Auch der opportunistische Einfluss des Managements auf die eigene Vergütung wird in diesem Zusammenhang untersucht: Yermack (1997) kann zeigen, dass die Gewährung von Aktienoptionsplänen zeitlich geschickt gesetzt wird. Er findet dagegen keine Bestätigung dafür, dass das Management ein Timing der Veröffentlichung guter Unternehmensnachrichten vornimmt. Zum Timing des Gewährungszeitpunktes vgl. auch Bebchuk / Grinstein / Peyers (2010).

¹⁵⁹ Vgl. Core / Guay / Larcker (2003, S. 34-35).

¹⁶⁰ Zwischen 5% und 25% Anteilsbesitz sinkt Tobin's Q im Anteilsbesitz in der Studie von Morck / Shleifer / Vishny (1988). Dies kann darauf hindeuten, dass der Markt ein „Entrenchment“ des Managements bei zu hohem Anteilsbesitz befürchtet. McConnell / Servaes (1990) und Hermalin / Weisbach (1991) kommen zu teilweise ähnlichen Ergebnissen bzgl. eines positiven Zusammenhangs zwischen Anteilsbesitz und Tobin's Q. Vgl. auch Cui / Mak (2002), die einen nicht-monotonen Zusammenhang in Form eines W finden. Sesil et al. (2002) und Frye (2004) finden positive Effekte auf den Unternehmenswert durch unternehmensweite Mitarbeiteroptionspläne.

¹⁶¹ Morck / Shleifer / Vishny (1988), S. 312.

¹⁶² Vgl. auch Demsetz / Lehn (1985) für diesen Zusammenhang.

durch, die das Unternehmensrisiko steigern¹⁶³. Auch Kang / Kumar / Lee (2006) kommen in ihrer Studie zu US-Unternehmen von 1992 bis 2000 zu dem Ergebnis, dass langfristige Investitionen positiv mit höherer anteilsbasierter Vergütung zusammenhängen. Mehran (1995) findet auch einen positiven Zusammenhang zwischen dem Anteilsbesitz des Managements sowie dem Anteil aktienbasierter Vergütung an der Gesamtvergütung des Managements und Tobin's Q. Er zeigt auch, dass die aktienbasierte Vergütung geringer ist, wenn bereits ein höherer Anteilsbesitz besteht. Dieses Ergebnis stützt das Motiv zur Ausgabe von Aktien und Optionen zum Alignment. Auch ist bei Existenz von Großaktionären der Anteil der aktienbasierten Vergütung geringer. Großaktionäre übernehmen in der Regel eine bessere Monitoring-Funktion. Anreize sind in dem Fall also nicht in gleichem Maße notwendig¹⁶⁴.

Bei der Wahl der aktienbasierten Vergütung müssen sich die Unternehmen im Wesentlichen **zwischen Aktien und Aktienoptionen oder einer Kombination aus beiden entscheiden**. In der Literatur wird ausführlich darüber diskutiert, ob Aktien oder Aktienoptionen die geeignetere Vergütungsform darstellen. Feltham / Wu (2001) zeigen, dass Aktien effizienter einen vorgegebenen Arbeitseinsatz induzieren als Optionen, wenn der Manager mit seinen Aktionen lediglich die erwarteten Rückflüsse beeinflusst bzw. seine Aktionen nur einen geringen Einfluss auf das operative Unternehmensrisiko haben. Wenn der Manager durch einen höheren Arbeitseinsatz *gleichzeitig* das operative Risiko genügend stark erhöht, sind Optionen effizienter. Denn deren Wert steigt im Risiko (trotz großer Abschläge aufgrund der Risikoaversion des Managers). Ein höherer Arbeitseinsatz des Managers erhöht daher den Wert seiner Optionen überproportional, sodass die Anzahl der Optionen, die zur Induzierung des vorgegebenen Anstrengungsniveaus benötigt werden, sinkt. Wenn also in einem Unternehmen die Steigerung der erwarteten Rendite gleichzeitig eine Erhöhung des Risikos mit sich bringt, können Optionen anreizeffizienter sein als Aktien. Auch Hall / Murphy (2002) kommen je nach Grundannahmen zu gegensätzlichen Ergebnissen: Sollen zusätzlich zur bestehenden Vergütung Anreize gesetzt werden, dann sind Optionen optimal. Wenn die neu hinzukommende aktienbasierte Vergütung so durch eine Reduktion des Grundgehalts kompensiert werden soll, dass der Manager der umstrukturierten Gesamtvergütung den gleichen Wert zuweist, dann sind Aktien optimal¹⁶⁵. Dahinter steht laut Hall / Murphy (2002),

¹⁶³ Vgl. hierzu auch Kapitel 4.2.2.

¹⁶⁴ Vgl. hierzu auch Kapitel 4.1.1.

¹⁶⁵ Henderson (2005) bestätigt die bessere Eignung von Aktien, wenn das Grundgehalt bei Gewährung von aktienbasierter Vergütung entsprechend angepasst wird. In ihrem Modell auf Basis exponentieller Nutzenfunktionen trennt sie systematisches und unsystematisches Risiko und nimmt an, dass der Manager in den Markt investieren kann.

dass Aktien vom Manager relativ höher bewertet werden als Optionen und der Manager daher höhere Abschläge vom Grundgehalt akzeptiert¹⁶⁶.

Dittmann / Maug (2007) untersuchen die optimale Kombination von Aktien und Optionen in der Vergütung. Sie zeigen, dass die in der Praxis vorzufindenden Vergütungspakete im Vergleich zu einer optimalen Anreizsetzung zu hohe Fixvergütungen, zu viele Optionen, aber zu wenig Anreize über Aktien und Eigenbeteiligungen setzen. Ihre Ergebnisse könnten allerdings zumindest teilweise davon getrieben sein, dass der Manager lediglich den Unternehmenswert, nicht aber das Risiko beeinflussen kann. Dittmann / Yu (2011) berücksichtigen den Einfluss des CEO auf das Risiko und können damit sowohl hohe Optionspakete als auch höhere Grundgehälter für ihr Sample erklären¹⁶⁷. Dittmann / Maug / Spalt (2010) nehmen an, dass die Manager (asymmetrisch) verlustavers sind. Auch die aus diesem Modell resultierenden optimalen Vergütungspakete treffen gute Vorhersagen für einen Großteil der in der Praxis vorzufindenden Vergütungspakete. Arnold / Gillenkirch (2007) geben einen Überblick über die Literatur zu Arbeitsanreizen durch Aktien oder Optionen. Sie führen die Ergebnisse zur Anreizeffizienz von Aktien in der Literatur im Wesentlichen auf die spezifischen Modellannahmen zurück. Sie zeigen, dass Optionen auch bei Berücksichtigung von Haftungsbeschränkungen der Manager im Sinne einer Gehaltsuntergrenze geeigneter zur Induzierung von Arbeitsanreizen sein können als Aktien¹⁶⁸. Die Literatur gibt somit letztlich keine klare Antwort auf die Frage, welche aktienkursbasierten Komponenten vorzuziehen sind¹⁶⁹.

Wenn Optionen gewährt werden, ist insbesondere die **Wahl des Ausübungspreises** eine bedeutende Fragestellung. In der Praxis werden in der Regel Optionen am Geld ausgegeben. Oft wird dies als Geschenk an die Manager kritisiert und es wird gefordert, stattdessen Optionen mit einem Ausübungspreis über dem Aktienkurs bei Gewährung („Premium

¹⁶⁶ Arnold / Gillenkirch (2007, S. 80) merken an, dass die maximale Anreizintensität in Hall / Murphy (2002) nicht der optimalen Anreizintensität entsprechen muss. Vgl. Tang (2011) für eine mehrperiodige Erweiterung des Modells von Hall Murphy (2002).

¹⁶⁷ Armstrong / Larcker / Su (2007) zeigen, dass bei einem risikoaversen Manager, der Erwartungswert und Risiko des Unternehmens beeinflussen kann, Optionen „fast immer“ Teil einer optimalen Vergütung sind. Vgl. auch deren Diskussion der anderen hier bereits kurz beschriebenen Artikel sowie zu Aseff / Santos (2005) und Kadan / Swinkels (2008), in deren Modellen Optionen auch Teil des optimalen Vergütungsvertrags sind. Vgl. auch Chaigneau (2013), der die Präsenz von Optionen in optimalen Verträgen zeigt, wenn Manager Nutzenfunktionen mit abnehmender relativer Risikoaversion haben.

¹⁶⁸ Vgl. auch Lambert / Larcker (2004) für ähnliche Ergebnisse.

¹⁶⁹ Vgl. auch Johnsons / Ryan, Jr. / Tian (2009) für unerwünschte Nebeneffekte von Aktienanreizen im Vergleich zu Anreizen durch Aktienoptionen. Sie finden in ihrer Studie Anzeichen dafür, dass ausübbarere Aktienpakete bei schlechter Unternehmensentwicklung größere Anreize zu kriminellen Bilanzmanipulationen setzen als sowohl ausübbarere als auch noch nicht ausübbarere Optionen.

Option“) auszugeben¹⁷⁰. Die theoretische Literatur zeigt jedoch, dass unter bestimmten Umständen sogar die Ausgabe von Optionen im Geld optimal sein kann, wie ich im Verlauf des Kapitels erläutern werde. Auch wird häufig gefordert, den Ausübungspreis an einen Marktindex zu binden („Indexed Option“)¹⁷¹. Die Bindung an einen Marktindex folgt der Maßgabe einer relativen Performancemessung, die bereits diskutiert wurde. Zum einen wird das allgemeine Marktrisiko in der Vergütung des Managers reduziert, zum anderen profitiert er nicht von „Windfall Profits“.

Die **Anreizwirkung** einer Option wird zumeist als die Ableitung des Optionswertes nach dem Aktienkurs, das sogenannte „Delta“, gemessen. Dieses steigt nach dem Modell von Black / Scholes (1973) im Aktienkurs, ist somit bei einer Option weit im Geld am höchsten und nähert sich mit steigendem Aktienkurs dem Delta einer Aktie an. Discount-Optionen (Optionen im Geld) haben daher ein höheres Delta, andererseits ist eine Option im Geld auch teurer als eine Option am oder gar aus dem Geld. Es gibt also einen Trade-off zwischen der Anreizintensität und den Kosten der Vergütung. Hall / Murphy (2002) zeigen anhand eines numerischen Beispiels, dass bei einer Bewertung der Option nach dem Black-Scholes-Modell eine Option weit aus dem Geld, also eine Premium-Option, vorteilhafter erscheint¹⁷². Die Bewertung der Anreizintensität der Option mittels des Black-Scholes-Modells setzt jedoch voraus, dass die Manager die Optionen zumindest ähnlich bewerten wie diversifizierte Investoren, von denen das Optionsbewertungsmodell von Black und Scholes ausgeht. Ein Manager, der sein im Unternehmen gebundenes Human- und Finanzkapital nicht diversifizieren kann, wird die Optionen anders, im Regelfall aufgrund seiner Risikoaversion niedriger bewerten. Das Black-Scholes-Modell ist daher zwar geeignet, eine Bewertung der Optionen vorzunehmen, um die Kosten der Optionsgewährung aus Sicht der Aktionäre abzuschätzen¹⁷³. Für die Bewertung des Nutzens einer Option für den Manager ist das Modell dagegen nicht geeignet. Des Weiteren ist zu beachten, dass das Modell von Black und Scholes auf eine unbeschränkt handelbare Option europäischen Typs abzielt. Die typischen Optionen, die im Rahmen der Vergütung ausgegeben werden, sind jedoch nicht übertragbar und daher auch nicht am Markt handelbar. Diese Handelsbeschränkungen mindern den Wert der

¹⁷⁰ Vgl. Bebchuk / Fried (2004), S. 159-164.

¹⁷¹ Vgl. bspw. Wenger / Knoll (1999), Bebchuk / Fried (2004), S. 137-142.

¹⁷² In ihrem Beispiel nehmen sie an, dass Optionen mit einem festgelegten Wert gewährt werden. Je weiter die Optionen aus dem Geld sind, desto stärker steigt der Wert dieser Optionen als Reaktion auf einen Kursanstieg der Aktie.

¹⁷³ Vgl. unter anderem Lambert / Larcker / Verrecchia (1991, S. 129), Abowd / Kaplan (1999), Hall / Murphy (2002). Ingersoll (2006) nimmt Anpassungen am Modell von Black und Scholes vor, um eine Bewertung typischer Aktienoptionspläne aus Sicht des Marktes, aus Sicht des einzelnen Unternehmens und aus Sicht des Managers vorzunehmen. Er berücksichtigt hierbei mehrere Eigenheiten von Aktienoptionsplänen im Vergleich zu normalen, am Markt handelbaren Optionen.

Optionen aus Sicht der Manager weiter. Allerdings sind die Optionen nach Ablauf der Sperrfrist jederzeit ausübbar, entsprechen damit nach Ablauf der Sperrfrist eher einer Option amerikanischen Typs. Dies wird den Wert der Option aus Sicht der Manager wiederum entsprechend anheben.

Lambert / Larcker / Verrecchia (1991) weisen darauf hin, dass der Nutzen der Vergütung aus Sicht des Managers nicht über eine isolierte Bewertung und anschließende Addition der einzelnen Komponenten ermittelt werden kann, da die korrekte Bewertung der einzelnen Komponente von der Struktur bzw. dem Risiko der restlichen Vergütungskomponenten und seines Vermögens abhängt. Über einen Sicherheitsäquivalenzansatz nehmen sie für verschiedene Konstellationen von Risikoaversion und Diversifikation des Vermögens eine Bewertung von Optionen aus der Sicht eines Managers vor und kommen zu wesentlichen Abschlägen vom Optionswert im Vergleich zu einer Bewertung über die Black-Scholes-Formel. Je risikoaverser und je weniger diversifiziert der Manager ist, desto geringer ist der Wert der Option aus Sicht des Managers. Hall / Murphy (2002) folgen diesem Ansatz und spielen ebenso eine Bewertung von Optionen aus Sicht der Manager in Abhängigkeit von der Risikoaversion, dem Grundvermögen und dem Grad der Diversifizierung des Managers durch¹⁷⁴. Je weiter die Option aus dem Geld ist, desto höher sind die Bewertungsabschläge, da die geringere Wahrscheinlichkeit, dass die Option im Geld endet, bei Risikoaversion zu entsprechenden Abschlägen des Optionswertes führt. Die Bewertung aus der Sicht eines risikoaversen Betrachters zeigt unter anderem auch, dass die Anreize zu wertschaffenden Entscheidungen geringer sind, als die Anreizintensität nach dem Black-Scholes-Modell erwarten lässt¹⁷⁵. Dadurch kann – im Gegensatz zur Bewertung mittels des Black-Scholes-Modells – die Ausgabe von Optionen im Geld effizienter sein: Je größer die Risikoaversion und je geringer der Diversifikationsgrad des Managers, desto effizienter sind Optionen im Geld („Discount-Optionen“) beim Trade-off zwischen Anreizwirkung und Kosten der Option.

Johnson / Tian (2000b) konzipieren in Anlehnung an Margrabe (1978) ein Modell zur Bewertung von **Indexed Options**. Dieses Modell nimmt eine Bewertung aus Sicht eines diversifizierten Investors vor und berücksichtigt keine Annahmen hinsichtlich der Nutzenfunktion eines risikoaversen Managers. Es ermöglicht aber, den Wert und die Anreizintensität einer Option mit einem an einen Marktindex gebundenen Ausübungspreis im

¹⁷⁴ Vgl. Drobetz / Pensa / Schmid (2007) für eine Anwendung des Bewertungsverfahrens von Hall / Murphy (2002) auf Aktienoptionen an das Top-Management in Schweizer Unternehmen.

¹⁷⁵ Zu beachten ist, dass Hall / Murphy (2002) keine Bewertung der Anreizwirkungen im Sinne eines optimalen Vertrags analysieren. Vgl. hierzu die Kritik von Core / Guay / Larcker (2003, S. 36-37) und Arnold / Gillenkirch (2007, S. 80).

Vergleich zu einer traditionellen Option einzuschätzen. Wesentliche Ergebnisse sind, dass der Wert einer indexierten Option bedeutend geringer ist als der Wert einer traditionellen Option. Denn sie hat eine weit geringere Wahrscheinlichkeit, im Geld zu enden. Die Autoren weisen darauf hin, dass Abschläge in der Bewertung der indexierten Option aus der Sicht eines risikoaversen Managers geringer sein dürften als bei einer traditionellen Option, da die Indexierung den Manager auch vor systematischen Risiken aufgrund schlechter Marktentwicklung schützt. Zudem hat die indexierte Option mit Ausnahme des Falls, dass sie weit aus dem Geld ist, eine höhere Anreizintensität (Delta)¹⁷⁶, ist also anreizeffizienter¹⁷⁷.¹⁷⁸

Interessant ist auch die Arbeit von Tian (2013), der **Asiatische Optionen** als Alternative zu traditionellen Aktienoptionen vorschlägt. Bei Asiatischen Optionen basiert die Auszahlung auf der Differenz zwischen dem durchschnittlichen Aktienkurs und dem Basispreis. Tian (2013) zeigt, dass Asiatische Optionen hinsichtlich der Anreizintensität und der Kosten¹⁷⁹ traditionelle Optionen dominieren. Dies gilt auch für indexierte Asiatische Optionen.

Ein Aspekt bei der Bewertung von Optionen aus Sicht der Manager darf nicht vergessen werden. Die bisher zitierten Modelle zur Bewertung der Aktienoptionen gehen davon aus, dass der Manager Preisnehmer ist. Allerdings ist gerade die Möglichkeit der **Einflussnahme der Manager auf den Aktienkurs** der Grund für die Gewährung aktienkursbasierter Vergütungskomponenten. Es könnte also durchaus sein, dass Manager die Aktien und Aktienoptionen sogar höher bewerten als Investoren. Yang / Chance (2008) modellieren zur Bewertung der Optionen die Möglichkeit, dass der Manager mit seinen Handlungen die Verteilung der Aktienrendite beeinflussen kann. Im Optimum bewertet der Manager die Aktienoption entsprechend höher, je nach Wahl der Parameter auch höher als den Black-Scholes-Wert der Option. Hodder / Jackwerth (2010) präsentieren ein Modell, in dem der CEO Einfluss auf die Risikoposition des Unternehmens hat. Dieser Einfluss erhöht den Wert der Option aus Sicht des Managers, kompensiert allerdings nach Meinung der Autoren nicht

¹⁷⁶ Johnson / Tian (2000b) messen den Unterschied der Anreizwirkung, indem sie eine traditionelle Option mit der Anzahl indexierter Optionen vergleichen, die in Summe den gleichen Wert haben wie eine traditionelle Option.

¹⁷⁷ Die Autoren untersuchen auch die Risikoanreize. Diese sind bei indexierten Optionen ebenso höher.

¹⁷⁸ Johnsons / Tian (2000a) analysieren und vergleichen andere Optionstypen und ihre Anreizwirkungen. Sie untersuchen auch Optionen, deren Vesting von weiteren Performancebedingungen abhängt. Jedoch analysieren sie nur den Fall einer Up-and-in Option. Die meisten in der Praxis vorzufindenden Performance-vested Optionen, beispielsweise in Großbritannien, sind jedoch vollkommen anders ausgestaltet (vgl. Kapitel 5). Munich Re dagegen gibt in dem in dieser Studie untersuchten Zeitraum der Jahre 2006 bis 2009 Wertsteigerungsrechte an den Vorstand aus, die ähnlich einer Up-and-in Option gestaltet sind. Vgl. hierzu auch die Diskussion in Kapitel 7.

¹⁷⁹ Da der Abschlag auf den Optionswert aus der Sicht eines risikoaversen Managers geringer ist, haben asiatische Optionen einen größeren Wert für ihn.

den Abschlag auf den Marktwert aufgrund der Beschränkungen in der Handelbarkeit der Optionen.

Ein weiterer Bestimmungsfaktor bei der Ausgestaltung von Aktienoptionen, der eng mit der Wahl des Ausübungspreises zusammenhängt, ist ein mögliches **Repricing**, also eine Anpassung des Ausübungspreises während der Laufzeit des Optionsplans. Nach einem starken Kursverfall geraten Optionen, die zur Incentivierung der Manager als Teil der Vergütung gewählt wurden, stark aus dem Geld. Dies führt dazu, dass die Anreizwirkung dieser Optionen zum großen Teil verloren geht, da die Wahrscheinlichkeit, dass sie wieder ins Geld kommen, sehr gering ist¹⁸⁰. Um die Anreizwirkung der Vergütung wieder herzustellen, könnte das Unternehmen daher neue Optionen ausgeben¹⁸¹. Es kann aber auch durch eine Anpassung des Basispreises der bereits gewährten Optionen die Anreizwirkung wieder erhöhen¹⁸². Allerdings hat diese Anpassung auch einen negativen Effekt: Die Manager werden praktisch für eine schlechte Performance belohnt¹⁸³. Die Möglichkeit eines Repricing verringert daher ex ante die Anreize der Optionen¹⁸⁴. Acharya / John / Sundaram (2000) modellieren diese beiden gegenläufigen Effekte. Nach ihrem Modell sieht ein optimaler Vertrag auch ex ante fast immer die Möglichkeit von Repricing vor.

In der Literatur wird auch untersucht, ob Repricing darauf zurückzuführen ist, dass das Management seinen Einfluss auf das Board zu seinem eigenen Vorteil ausnutzen kann, schlechte Corporate Governance also der Grund für Repricing ist. Chance / Kumar / Todd (2000) finden, dass nach starken Kursverlusten insbesondere Unternehmen mit Insiderdominierten Boards und größeren Agency-Problemen die Basispreise der Optionen anpassen. Brenner / Sundaram / Yermack (2000) zeigen, dass Repricing häufiger ist, wenn Executives zum Vergütungskomitee gehören. Zudem finden Callaghan / Saly / Subramaniam (2004) Anzeichen dafür, dass Manager zum eigenen Vorteil den Zeitpunkt des Repricing beeinflussen. Carter / Lynch (2001) und Chidambaran / Prabhala (2003) finden dagegen keine Bestätigung für Agency-Probleme als Grund für Repricing. Chen (2004) untersucht, welche

¹⁸⁰ Das Delta von Optionen, die weit aus dem Geld sind, ist entsprechend sehr niedrig.

¹⁸¹ Chen (2004) findet Bestätigung dafür, dass Unternehmen nach einem Kursverfall neue Optionspakete ausgeben.

¹⁸² Brenner / Sundaram / Yermack (2000) und Chance / Kumar / Todd (2000) finden für ihre Samples jeweils, dass bei einem Repricing eine Herabsetzung des Basispreises im Regelfall auf den aktuellen Aktienkurs erfolgt, wenn der aktuelle Aktienkurs im Schnitt etwa 40 % unter dem Basispreis liegt.

¹⁸³ Carter / Lynch (2001) zeigen, dass Repricing eher aufgrund von unternehmensspezifischer und nicht branchenweiter schlechter Performance erfolgt und die Manager daher für schlechte Performance „belohnt“ werden.

¹⁸⁴ Johnson / Tian (2000) bewerten aus Sicht eines Investors unter anderem Optionen, deren Basispreis angepasst werden kann („Repriceable Options“). Sie zeigen, dass das Delta, also die Abhängigkeit des Optionswertes vom Aktienkurs solch einer Option geringer ist als bei einer normalen Option.

Unternehmen ex ante ein Repricing ausschließen. Er zeigt, dass gerade Unternehmen, deren CEO auch Chairman des Boards ist, bei denen keine Blockholder als Direktoren im Board sitzen oder deren CEO weniger Anteile am Unternehmen hält, eher eine restriktive Repricing-Politik verfolgen und ein Repricing von vornherein ausschließen. Dies deutet wiederum darauf hin, dass befürchtet wird, dass der CEO seinen Einfluss nach einer schlechten Performance ausnutzt. Der Markt reagiert positiv auf die Einführung einer restriktiven Repricing-Politik, was sowohl auf die Verhinderung einer möglichen „Selbstbedienung“ des Managements als auch auf die ex ante höhere Anreizwirkung der Optionen zurückzuführen sein kann¹⁸⁵.

Bei der Ausgestaltung der Aktien- und Optionsprogramme ist des Weiteren eine Entscheidung darüber zu treffen, wann und unter welchen Bedingungen die gewährten Aktien und Optionen endgültig auf den Manager übergehen (Vesting) und wann und unter welchen Bedingungen die Aktien verkauft bzw. die Optionen ausgeübt werden dürfen (Sperrfrist). In der Literatur wird im Allgemeinen argumentiert, dass längere Sperrfristen sinnvoll seien, da sie einem zu kurzfristigen Entscheidungshorizont des Managers entgegenwirken¹⁸⁶. Laux (2012) argumentiert, dass lange Vesting-Laufzeiten unter bestimmten Bedingungen auch kurzfristige Sichtweisen fördern können. Er modelliert den Fall, dass ein Manager dem Aufsichtsorgan gegenüber möglichst schnell messbare Erfolge aufweisen muss, um seine Fähigkeiten zu signalisieren¹⁸⁷. Ansonsten steigt das Risiko, dass er das Unternehmen verlassen muss. Damit würde er alle Aktien und Optionen verlieren, deren Vesting-Frist noch nicht abgelaufen ist. Das erhöht den Anreiz, sich eher auf kurzfristige Projekte zu fokussieren, die langfristig wertmindernd (oder weniger profitabel sind), selbst wenn der Wert der ihm gewährten Aktien und Optionen auf lange Sicht dadurch reduziert wird. Dieses Beispiel zeigt, dass die optimale Ausgestaltung der Vergütung auch in diesen Details vom spezifischen Einzelfall abhängt: Wenn ein Manager noch neu im Unternehmen ist, kann die obige Argumentationskette für die Wahl der optimalen Vergütung relevant sein¹⁸⁸.

¹⁸⁵ Vgl. auch Manso (2011), der argumentiert, dass Anreize zu Innovationen erfordern, dass Manager gegen Fehlschläge abgesichert sein müssen und die Vergütung gleichzeitig auf langfristige Wertschöpfung ausgerichtet sein muss. Neben geeigneten Abfindungsvereinbarungen und einer gewissen Sicherheit, dass der Manager nicht zu schnell entlassen wird, sind in seinem Modell Optionen mit langen Vesting-Perioden und der Möglichkeit von Repricing Teil eines optimalen Vergütungsvertrags.

¹⁸⁶ Vgl. die Argumentation in Bebchuk / Fried (2010, S. 1520-1524). Vgl. auch Stein (1989), der den Anreiz des Managers modelliert, dem Markt durch höhere Gewinne einen höheren Unternehmenswert vorzuspielen.

¹⁸⁷ Vgl. auch Narayanan (1985) zur Argumentation, dass der Manager durch kurzfristige Erfolge seine Fähigkeit signalisieren möchte.

¹⁸⁸ Vgl. Laux (2012, S. 1-3) für diese Argumentation sowie die dort aufgeführte Literatur für andere Fälle. Die Vergütungen der britischen Unternehmen weisen alle in der Ausgestaltung recht ähnliche Aktienprogramme auf. Unterschiede in den Vesting-Laufzeiten bei neuen Managern im Vergleich zu den an die anderen

Nicht nur Bonuszahlungen, sondern auch aktienbasierte Vergütungen scheinen Anreize zum Earnings Management zu geben. Denn die Gewinnentwicklung beeinflusst die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich des Unternehmenswerts. Bartov / Mohanram (2004) finden die Hypothese bestätigt, dass Manager nach einem Aufblähen von Gewinnen durch Earnings Management ihre Aktienoptionen ausüben, bevor die Gewinne wieder zurückgehen. Auch Bergstresser / Philippon (2006) finden Belege dafür, dass die Knüpfung der Vergütung an aktienkursbasierte Komponenten einen Anreiz zu Earnings Management setzt. Coles / Hertzfel / Kalpathy (2006) zeigen, dass in der Zeit zwischen Streichung und Wiederaufsetzung eines Aktienoptionsplanes die Gewinne durch Accruals gedrückt werden. Kuang (2008) findet, dass Performance-Share-Pläne Anreize zu höherem Accounting Earnings Management setzen. Das liegt an den rechnungslegungsbasierten Ausübungsbedingungen für die Performance Shares. Auch die Möglichkeit des Managements, das Datum der Gewährung von Aktien und Optionen zu ihren Gunsten zu beeinflussen, wird in Studien untersucht. Narayanan / Seyhun (2008) finden dies bestätigt. Benmelech / Kandel / Veronesi (2010) diskutieren in ihrem Modell, dass aktienbasierte Vergütungen Fehlanreize setzen, stagnierende Investitionsmöglichkeiten auch durch suboptimale Investitionsentscheidungen so lange wie möglich vorm Markt zu verbergen. Sie schlagen daher unter anderem eine Kombination mit entsprechenden Abfindungsvereinbarungen vor.

Im empirischen Teil werde ich die tatsächliche Ausgestaltung der Aktien- und Optionspläne in den untersuchten Ländern beschreiben. Ich werde sowohl die Häufigkeit der Pläne (Aktien vs. Optionen) als auch die Ausgestaltung, also beispielsweise die Verwendung weiterer Performancebedingungen und deren zugrunde liegenden Bemessungsgrundlagen aufzeigen. Die Implikationen der Befunde für empirische Studien oder offene Fragestellungen der theoretischen Anreizforschung werde ich vor dem Hintergrund der in diesem Kapitel dargestellten Anreizwirkungen in Kapitel 7 diskutieren.

4.2.2 Diskussion der Risikoanreizwirkung verschiedener Vergütungskomponenten

Die Aktionäre können ihr Portfolio im Regelfall selbst diversifizieren und abstrahieren daher von unternehmensspezifischen Risiken. Manager sind dagegen verstärkt unternehmensspezifischen Risiken ausgesetzt sind und können diese nicht diversifizieren. Sie könnten daher ein Interesse daran haben, ihre Entscheidungen eher am Ziel der Risikominderung

Executive Directors gewährten Aktien gibt es kaum. Allerdings werden Golden Hellos teilweise in Form von Restricted Stock als „Retention Award“ mit gestaffelten Vesting-Laufzeiten zwischen ein und drei Jahren gewährt, sodass zumindest ein Teil der Restricted Stock schnell ausübbar werden. Beispiele sind die Restricted Stock an die neue CEO von Anglo American plc in 2007, Cynthia Carroll, an den neuen CEO der Royal Bank of Scotland in 2008, Stephen Hester, oder an Tom King (National Grid plc, 2007).

auszurichten anstatt am Ziel der Wertmaximierung für die Aktionäre¹⁸⁹. Risikominderung als Motiv für Managemententscheidungen wird bereits von Amihud / Lev (1981) untersucht: Sie finden, dass Manager von Unternehmen mit breit gestreuten Aktienanteilen, welche also einem geringeren Monitoring unterliegen als Manager in eigentümergeleiteten Unternehmen, eher konglomerate Fusionen eingehen, die Unternehmensgewinne tendenziell glätten und das Unternehmensrisiko senken. Solche Übernahmen schaffen dagegen selten Wert für die Aktionäre¹⁹⁰, können daher auf das Risikosenkungsmotiv der Manager hindeuten¹⁹¹. Daher ist ein häufiges Motiv der Vergütung, den Managern explizite Anreize zu setzen, höhere Risiken einzugehen bzw. sie gegen unternehmensspezifische Risiken abzusichern.

Eine Erhöhung der Abhängigkeit des Vermögens des Managers von der Volatilität des Aktienkurses des Unternehmens könnte daher entsprechende Anreize zu risikofreudigerem Verhalten setzen. Coles / Daniel / Naveen (2006) können zeigen, dass eine höhere Abhängigkeit des Managervermögens von der Aktienkursvolatilität (Vega) zu risikofreudigeren Entscheidungen führt, gemessen über höhere Forschungsausgaben, weniger Investitionen in Sachanlagevermögen, weniger Geschäftsfelder oder einen höheren Verschuldungsgrad. Auch andere Studien finden empirische Belege, dass ein höheres Vega zu risikoerhöhenden Maßnahmen führt, so Rajgopal / Shevlin (2002) für das Eingehen von Explorationsrisiken in der Öl- und Gasindustrie und Tong (2010) bezüglich einer Verminderung der Zahlungsmittelbestände. Coles / Daniel / Naveen (2006) zeigen für ihr Sample auch, dass eine höhere Volatilität des Aktienkurses zu einer höheren Pay-Performance-Sensitivität führt, was auf den ersten Blick dem oft propagierten negativen Zusammenhang zwischen Risiko und optimaler Anreizintensität der Vergütung widerspricht. Zum einen gibt es in einem allgemeinen Modell jedoch keinen monotonen Zusammenhang zwischen Risiko und Anreizintensität¹⁹². Zum anderen kann es für bestimmte Unternehmen

¹⁸⁹ Ein höheres Risiko des Jobverlusts infolge von Fehlschlägen bei Investitionen kann die Neigung zu risikoarmen Entscheidungen zusätzlich erhöhen (vgl. Chakraborty / Sheikh / Subramanian (2007)).

¹⁹⁰ Aus theoretischer Sicht können solche risikosenkenden Übernahmen ohne Synergieeffekte in perfekten Kapitalmärkten keinen Wert für die Aktionäre schaffen, da diese ihr Portfolio selbst diversifizieren können. Berger / Ofek (1995) finden, dass diversifizierte Unternehmen im Durchschnitt 13-15% weniger wert sind als die Summe der Werte ihrer Geschäftsbereiche. Vgl. hierzu auch Morck / Shleifer / Vishny (1990). Hoechle et al. (2011) zeigen, dass dieser Abschlag je nach verwendetem Schätzmodell teilweise oder ganz durch schlechte Corporate Governance erklärt werden kann. Vergleiche auch ihren Literaturüberblick zu Diversifikationsabschlägen (Hoechle et al. (2011), S. 1-2). Grinstein / Hribar (2004) diskutieren, dass die Durchführung von Unternehmensübernahmen auch getrieben sein kann durch die Möglichkeit des Managements, über Akquisitionsboni höhere Vergütung für sich zu generieren.

¹⁹¹ Smith / Stulz (1985, S. 399-403), zeigen, dass risikoaverse Manager Anreize haben können, das Unternehmensrisiko durch Hedgingaktivitäten zu senken.

¹⁹² Vgl. die Diskussion in Fußnote 107 auf Seite 41.

von größerer Bedeutung sein, Anreize zu risikofreudigeren Entscheidungen zu setzen. Für diese Unternehmen ist das optimale Vega der Vorstandsvergütung höher als in anderen Unternehmen¹⁹³.

Grundsätzlich besteht bei empirischen Studien, die die Anreizwirkungen der Vergütung auf die Risikoentscheidungen des Managements testen möchten, ein Endogenitätsproblem: Der Effekt der Wirkung der Vergütung auf die Risikoentscheidungen ist kaum zu trennen von den Auswirkungen des Unternehmensrisikos auf die optimale Vergütungsstruktur und damit die optimalen Risikoanreize¹⁹⁴. Low (2009) kann dieses Problem mit einer Event-basierten Studie umgehen. Ihre Ergebnisse belegen, dass Unternehmen durch eine Erhöhung des Vegas des Managervermögens Risikoanreize setzen und die Manager darauf mit weniger risikoaversen Verhalten reagieren¹⁹⁵.

Bei der Messung der Abhängigkeit des Vermögens der Manager von der Aktienkursvolatilität wird das vom Manager gehaltene Portfolio aus Aktien und Optionen des Unternehmens betrachtet, die ihm zumeist in der Vergangenheit als Vergütung gewährt wurden. Die Frage ist, welche aktienkursbasierten Komponenten geeignete Risikoanreize setzen. Ausübungsbeschränkte Aktienpakete (**Restricted Stock**) scheinen ein Risiko ablehnendes Verhalten der Manager eher zu verstärken, da sie die Abhängigkeit des Managervermögens vom spezifischen Risiko des Unternehmens erhöhen. Kim / Lu (2011) zeigen in ihrer empirischen Studie, dass zu hoher Aktienbesitz des CEO u.a. stärker risikoaverses Verhalten des CEO induziert, wenn keine Mechanismen wie hoher Wettbewerb oder hoher institutioneller Anteilsbesitz eine disziplinierende Wirkung entfalten. May (1995) analysiert Unternehmensakquisitionen und findet unter anderem, dass die Akquisitionen umso stärker auf eine Diversifikation ausgerichtet sind, je mehr Vermögen des CEO im Unternehmen gebunden ist. Dem liegt die Argumentation zugrunde, dass das spezifische Risiko, dem der CEO ausgesetzt ist, mit seinem im Unternehmen gebundenen Vermögen wächst. Aggarwal /

¹⁹³ Vgl. Coles / Daniel / Naveen (2006), Core / Guay (2002) und Demsetz / Lehn (1985).

¹⁹⁴ Vgl. hierzu auch die Argumentation in Low (2009) und in Coles / Daniel / Naveen (2006).

¹⁹⁵ Low (2009) betrachtet den Fall der Einführung von Gesetzen zum Schutz von Unternehmen gegen feindliche Übernahmen. Die Möglichkeit einer feindlichen Übernahme hat bis dato, so die Argumentation, zur Disziplinierung von Managern beigetragen. Das Gesetz zerstört damit diesen Effekt. Low zeigt, dass nach Einführung des Gesetzes Manager risikosenkende Maßnahmen durchführen, die gleichzeitig den Shareholder Value senken. Im Schnitt wird die Volatilität der Aktienrendite um sechs Prozent gesenkt. Bei einer höheren Sensitivität des Werts des Portfolios des Managers in Bezug auf die Volatilität der Aktienkurse des Unternehmens investieren die Manager allerdings weniger in risikosenkende Projekte und Maßnahmen, da sie von höherer Volatilität profitieren. Low (2009) findet zusätzlich, dass die Unternehmen auf die Gesetzesänderung reagieren, indem sie den Managern stärkere Risikoanreize geben. Für die Sensitivität des Werts des Portfolios des Managers in Bezug auf den Aktienkurs, das Delta, findet Low keinen Einfluss auf die Risikoentscheidungen der Manager. Vgl. auch Gormley / Matsa / Milbourn (2013) für ähnliche Ergebnisse zu Risikoanreizen in der CEO-Vergütung.

Samwick (2003) argumentieren allerdings, dass die empirischen Ergebnisse aus May (1995) nicht belegen können, dass eine höhere Eigenkapitalbeteiligung (Fehl-)Anreize zur Risikosenkung induziert. Sie argumentieren, dass Manager mit höherer Risikoaversion oder Manager in Unternehmen mit höherem spezifischen Risiko in einem optimalen Vergütungsvertrag weniger zusätzliches Risiko, also weniger Anteilsbesitz, aufgebürdet bekommen¹⁹⁶. Gleichzeitig sind solche Manager aber auch diejenigen, die eher zu diversifizieren suchen. Wenn Risikoreduktion das Motiv für die Diversifikation wäre, wäre die Beziehung zwischen Anteilsbesitz und Diversifikationsaktivität im Gleichgewicht daher negativ¹⁹⁷.

Aktioptionen wird im Allgemeinen die Eigenschaft zugesprochen, dem Management Anreize zu risikofreudigerem Verhalten zu geben. Dies liegt im Wesentlichen im konvexen Zahlungsprofil der Option begründet¹⁹⁸. Der Wert einer Option nach Black / Scholes (1973) steigt in der Volatilität des zugrunde liegenden Aktienkurses, da eine größere Volatilität bei begrenztem Verlustrisiko die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die Option im Geld endet. Dies sollte daher rein intuitiv einen Anreiz setzen, ein höheres Risiko einzugehen. Diese grundsätzliche Wirkung von Aktioptionen wird in Studien wie bspw. DeFusco / Johnsons / Zorn (1990) und, für die Bankenbranche, Chen / Steiner / Whyte (2006) empirisch dokumentiert¹⁹⁹. Guay (1999) zeigt, dass im Wesentlichen die Optionen im Portfolio des Managers das Vega erhöhen²⁰⁰. Allerdings gibt es auch Studien, die keinen Beleg dafür

¹⁹⁶ Vgl. Aggarwal / Samwick (2003), S. 110f. Vgl. auch die Erkenntnisse der Agency-Theorie in Kapitel 4.1.2.

¹⁹⁷ Aggarwal / Samwick (2003) suchen in ihrem Modell einen linearen Vergütungsvertrag für einen Manager, der neben einer Diversifikation aus Risikogesichtspunkten auch Anreize zur Diversifikation hat, weil er privaten Nutzen daraus zieht, bspw. durch bessere Karriereaussichten, größeres Prestige oder eine höhere Vergütung als Manager eines größeren Unternehmens. Dem Manager werden sowohl Anreize zu wertschaffenden Aktionen als auch Anreize gegen Diversifikation gesetzt. Steigt der private Nutzen des Managers aus der Diversifikation, wird er stärker zu diversifizieren suchen. Dies senkt gleichzeitig das spezifische Unternehmensrisiko und damit die Risikoprämie, die dem Manager aufgrund der Arbeitsanreize gezahlt werden müsste. Diese werden daher günstiger. Im Gleichgewicht ergibt sich also ein Trade-Off zwischen risikoe erhöhenden Arbeitsanreizen und Anreizen gegen risikosenkende Diversifikationsmaßnahmen. Die Autoren überprüfen ihr Modell empirisch und finden, dass CEOs mit höherer Pay-for-Performance-Sensitivität stärker zu diversifizieren suchen. Allerdings ist dies nach Meinung der Autoren nicht auf das Motiv der Risikosenkung zurückzuführen, sondern auf die Höhe des privaten Nutzens aus Diversifikation.

¹⁹⁸ Kini / Williams (2012) finden, dass der Wettbewerb um eine CEO-Nachfolge auch zu erhöhter Risikobereitschaft des Senior Managements von Unternehmen führt, da die daraus folgenden Anreize einer Option ähnliche Eigenschaften haben. Turnier-Anreize sollen hier nicht weiter diskutiert werden.

¹⁹⁹ Vgl. auch Deutsch / Keil / Laamanen (2010), die bestätigen, dass die Gewährung von Aktioptionen an den CEO zu höherer Risikoübernahme führt. Sie zeigen aber auch, dass die Gewährung von Aktioptionen an Outside Directors noch stärkere Effekte hat, die Risikoanreizwirkung der Aktioptionen des CEO dadurch aber verringert wird.

²⁰⁰ Guay (1999) findet, dass ein höheres Vega und damit höheres Risikoanreizniveau den Managern derjenigen Unternehmen gesetzt wird, die bessere Investitionsmöglichkeiten aufweisen können und damit durch Unterinvestition auch mehr zu verlieren haben. Für Aktien findet er nur einen vernachlässigbaren Effekt auf Risikoanreize. Agrawal / Mandelker (1987) unterscheiden nicht zwischen Aktien und Aktioptionen. In ihrer

finden, dass Aktienoptionen effektive Risikoanreize setzen (vgl. Hayes / Lemmon / Qiu (2012)).

Die unterschiedlichen Ergebnisse bezüglich Aktienoptionen können darin begründet sein, dass die **Risikoanreizwirkung von Aktienoptionen** nicht verallgemeinert werden darf. Es kommt u. a. auf die Charakteristika der gewährten Optionen und die Eigenschaften des Managers an²⁰¹. Auch hinsichtlich der Risikoanreize gilt, dass die Optionsbewertungsmodelle wie das von Black / Scholes (1973), die eine Option aus der Sicht eines diversifizierten Investors betrachten, nicht eins zu eins auf die Bewertung von Aktienoptionsplänen aus der Sicht eines Managers angewendet werden können. Lambert / Larcker / Verrecchia (1991) zeigen, dass für Manager mit üblichen Annahmen bezüglich relativer Risikoaversionsmaße eine höhere Volatilität der Aktienrendite zu einer geringeren Bewertung der Optionen führt, wenn die Optionen weit genug im Geld sind. Optionen setzen ab einer bestimmten Wahrscheinlichkeit, dass sie im Geld enden, sogar weniger Risikoanreize als Aktien. Hier scheinen Manager eher Anreize zur Absicherung des erreichten Vermögens zu haben. Carpenter (2000) kommt analytisch zu ähnlichen Ergebnissen für breitere Klassen von Nutzenfunktionen²⁰². Optionen, die weit aus dem Geld sind, können in ihrem Modell allerdings auch zu exzessivem Risikoverhalten führen. Dies zeigt, dass eine Kalibrierung der Risikoanreize sorgfältig erfolgen muss, um nicht das Gegenteil zu bewirken, also noch stärker risikoaverse Entscheidungen zu induzieren oder gar zu hohe Risikoanreize zu setzen. So zeigen Dong / Wang / Xie (2010), dass CEOs mit einem höheren Vega ihres Vermögens stärker Fremdfinanzierung als Eigenkapitalfinanzierung für die Unternehmen wählen. Dies gilt auch für Unternehmen, die bereits stärker fremdfinanziert sind, als bei einer optimalen Kapitalstruktur. Aktienoptionen induzieren daher oft auch zu hohe Risikoanreize²⁰³.

Das Problem zu hoher Risikoanreize durch Vergütungssysteme ist insbesondere im Zuge der Finanzkrise 2008/2009 auch in die öffentliche Diskussion gekommen. Die empirische Evidenz, ob zu starke Risikoanreize die Finanzkrise mitverursacht haben, ist jedoch nicht eindeutig. So finden Belkhir / Chazi (2010) zwar eine positive Korrelation zwischen dem

Studie zeigen sie einen positiven Zusammenhang zwischen dem Aktien- und Aktienoptionsportfolio von Managern und eingegangenen Risiken bei Investitionen und Finanzierung.

²⁰¹ Vgl. für andere Einflussfaktoren auf Anreizwirkungen eines Vergütungssystems auch Raviv / Sisman / Ciamarra (2013). Sie modellieren als Beispiel für den Einfluss der gesamtwirtschaftlichen Situation auf die Anreizwirkung eines gegebenen Aktienportfolios ein gestiegenes Insolvenzrisiko während einer Finanzkrise.

²⁰² Vgl. zusätzlich Tian (2004) für eine Analyse der nicht-monotonen Wertsteigerungs- und Risikoanreize durch Aktienoptionen.

²⁰³ Vgl. auch Sanders / Hambrick (2007) für Anzeichen für zu riskante Entscheidungen aufgrund von Aktienoptionen. Sie zeigen unter anderem, dass Manager durch Optionen anscheinend mehr große Verluste als Gewinne verantworten.

Black-Scholes-Vega der Aktienoptionsportfolios der CEOs in 156 US-Banken von 1993 bis 2006. Sie finden aber auch, dass CEOs in Banken eine Vergütung mit einem relativ geringen Vega im Vergleich zu CEOs von Industrieunternehmen gewährt wird. Chesney / Stromberg / Wagner (2010) finden, dass Banken mit höheren Risikoanreizen (gemessen über das Vega) und niedrigeren Anreizen aus Aktienbesitz von 2002 bis 2006 höhere Abschreibungen in der Finanzkrise machen mussten. Acrey / McCumber / Nguyen (2010) finden keine Belege dafür, dass Boni oder noch nicht ausübbar Optionspakete zu erhöhten Risikopositionen der Banken geführt haben²⁰⁴.

Um zu vermeiden, dass Positionen in „In-the-money“-Aktienoptionen zu stark risikoaverses Verhalten induzieren, schlägt Brisley (2006) vor, dass die Anzahl der ausübbar werdenden Aktienoptionen (Vesting) von der Aktienkursperformance abhängen sollte. Aktienoptionspläne sehen in der Regel vor, dass die Optionen nach Ablauf einer bestimmten Sperrfrist (Vesting Period), die noch vor Ende der Laufzeit der Optionen liegt, ausgeübt werden können. Die Manager nutzen zumeist diese Möglichkeit und üben ihre Optionen nach Ablauf der Sperrfrist bzw. vor Ende der Laufzeit aus²⁰⁵. Sie können damit ihr im Unternehmen gebundenes Vermögen reduzieren und ihr Portfolio stärker diversifizieren. Wenn Optionen statt nach Ablauf einer festgelegten Sperrfrist in Abhängigkeit vom Aktienkurs ausübbar würden, hieße das, dass die Optionen ausübbar werden, sobald sie hoch im Geld sind und daher auch ihre Risikoanreizwirkung verloren haben²⁰⁶. Allerdings führt Brisley (2006, S. 2490) auch an, dass selbst bei fest vorgegebenen Vesting-Perioden die frühzeitige Ausübung der Optionen von Managern aufgrund ihrer Risikoaversion dem Resultat von aktienkursabhängigen Vesting-Perioden nahe kommen kann. Denn die Manager werden aufgrund ihrer Risikoaversion gerade diejenigen Optionen ausüben, die weit im Geld sind.

Ross (2004) zeigt allgemein, dass ein konvexes Auszahlungsprofil, wie bspw. dasjenige einer Option, nicht zwangsläufig zu einem weniger risikoaversen Verhalten führt. Die

²⁰⁴ Fahlenbrach / Stulz (2010) finden keine Bestätigung für eine schlechtere Performance im Jahr 2007/08 von Banken, deren Manager vor der Finanzkrise eine höhere Optionsvergütung hatten. Allerdings analysieren sie nicht das Risiko, wie Vallascas / Hagendorff (2013, S. 48) anmerken.

²⁰⁵ Vgl. zu empirischen Belege für frühzeitige Ausübungen von Aktienoptionen Hemmer / Matsunaga / Shevlin (1996) und Carpenter (1998). Vgl. Huddart (1994) und Carpenter (1998) für eine Bewertung von Optionen unter Berücksichtigung frühzeitiger Ausübung aufgrund von Risikodiversifikationsmotiven. Carpenter / Stanton / Wallace (2010) modellieren die optimale Ausübungsstrategie aus Sicht eines risikoaversen Managers.

²⁰⁶ Die Alternative zur Wiederherstellung der Risikoanreize wäre die Ausgabe neuer Optionen am Geld. Dies ist aber teurer, da die neu ausgegebenen Optionen erst die gegenläufigen Anreize der bestehenden Optionen ausgleichen müssen und die erforderliche Anzahl zur Wiederherstellung der Risikoanreize daher steigt. Auch ist es für Aktionäre günstiger, wenn Optionen vor Laufzeitende (dem optimalen Ausübungszeitpunkt aus Sicht eines diversifizierten Investors) ausgeübt werden.

Anreizwirkung hängt immer von der **spezifischen Nutzenfunktion** des Managers ab. So ist eine konvexe Auszahlungsstruktur zwar notwendig, aber nicht hinreichend dafür, dass der Manager tatsächlich weniger risikoavers handelt. Dies liegt unter anderem daran, dass die Gewährung einer Vergütungskomponente dazu führt, dass der Manager seine Entscheidungen unter Betrachtung eines anderen Bereichs seiner Nutzenfunktion trifft. In diesem Bereich könnte allerdings ein anderer Grad der Risikoaversion gelten. Selbst wenn etwa bei einer zusätzlichen Gewährung von Aktienoptionen der Manager durch den Vermögenszuwachs in einen weniger risikoaversen Bereich seiner Nutzenfunktion²⁰⁷ kommt, kann die dadurch erfolgte Erhöhung des Gesamtrisikos seiner Vermögensposition dazu führen, dass er risikoaverser handelt. Im Licht dieser Argumentation wird auch klar, dass Restricted Stocks als Teil des an das unternehmensspezifische Risiko gebundenen Vermögens des Managers auch risikoaverses Verhalten verstärken können. Relevant dabei sind das Vermögen und die Nutzenfunktion des einzelnen Managers²⁰⁸ und die Bewertung der Vergütung in ihrer Gesamtheit, nicht der einzelnen Komponenten, wie bereits von Lambert / Larcker / Verrecchia (1991) angemerkt. Eine Berücksichtigung lediglich des Portfolios aus Aktien und Optionen des Unternehmens für eine Studie zu Risikoanreizen kann daher zu verzerrten Ergebnissen führen.

Zu beachten ist auch, dass nicht nur Call-Optionen ein konvexes Zahlungsprofil aufweisen: Ross (2004) zeigt ein Beispiel, bei dem eine Absicherung gegen negative Entwicklungen über die Gewährung von Puts den Manager zu weniger risikoaversen Entscheidungen antreiben kann, während eine Call-Option dies nicht erreicht. Ross (2004) schlägt daher vor, stärker über eine Absicherung von Managern nachzudenken, wenn man sie zum Eingehen höherer Risiken bringen möchte, statt dies über die Gewährung von Call-Optionen zu versuchen. **Abfindungsvereinbarungen** haben daher durchaus Potenzial dafür, die Manager zu weniger risikoaversen Entscheidungen zu bringen²⁰⁹. Abfindungsvereinbarungen wird der Nutzen zugeschrieben, dass sie den Manager gegen die Risiken des Eintritts in ein für ihn unbekanntes Unternehmen und die möglichen negativen Auswirkungen riskanter Investitionsentscheidungen abschirmen²¹⁰. Dies gilt auch für Entscheidungen hinsichtlich ihres Humankapitals: Jensen (1988, S. 40) argumentiert unter anderem, dass Golden Parachutes dem Manager Anreize liefern, in unternehmensspezifische Kenntnisse zu

²⁰⁷ Dies trifft zu bspw. bei abnehmender absoluter Risikoaversion.

²⁰⁸ Vgl. auch Wowak / Hambrick (2010) für eine Diskussion zum Einfluss individueller Charakteristika eines Managers auf die Anreizwirkungen von Aktienoptionen.

²⁰⁹ Abfindungsvereinbarungen für den Fall einer Kündigung oder Nichtverlängerung des Vorstandsvertrages aufgrund schlechter Performance haben ein ähnliches Auszahlungsprofil wie eine (binäre) Put-Option.

²¹⁰ Vgl. u. a. Van Dalsem (2010, S. 1-2) und die dort angegebene Literatur.

investieren. Diese sind für das Unternehmen wertvoll, allerdings geht der Manager damit ein Risiko ein, sollte er seinen Job im Unternehmen verlieren. Die spezifischen Kenntnisse sind in dem Fall nicht weiter einsetzbar²¹¹. Manso (2011) sieht Golden Parachutes als Teil einer optimalen Vergütung zur Förderung von Innovationen, da sie das Management gegen die Gefahr des Misserfolgs absichern.

Ein Nebeneffekt des Setzens höherer Risikoanreize zur Reduktion der Agency-Probleme zwischen Anteilseignern und Management kann die Erhöhung der Agency-Kosten aufgrund des Konflikts zwischen Anteilseignern und Kreditgebern sein. Letztere präferieren ein geringeres Risiko (vgl. Jensen / Meckling (1976)). De Fusco / Johnson / Zorn (1990) zeigen beispielsweise, dass der Beschluss zur Auflage eines Aktienoptionsplans für das Management zwar eine positive Reaktion am Aktienmarkt verursacht, allerdings auch eine negative Reaktion auf dem Anleihenmarkt. Auf die Diskussion zu Agency-Kosten aufgrund des Konflikts zwischen Anteilseignern und Kreditgebern soll in dieser Arbeit nicht näher eingegangen werden. Von Bedeutung für die Gestaltung der Vergütung ist, dass ein von den Anteilseignern gewünschtes höheres Risiko wegen dieses Konfliktes zu Kosten aufgrund steigender Zinssätze und Restriktionen bei der Finanzierung durch Fremdkapital führen kann. Bei der Gestaltung der optimalen Vergütung ist also auch vor diesem Hintergrund zu beachten, dass die Risikoanreize nicht zu hoch sind²¹². Interessant ist, dass insbesondere **Pensionen** hier eine Rolle zugeschrieben wird: Pensionen, die nicht gegen Insolvenz abgesichert sind, können Anreize zu einem risikoärmeren Investitionsverhalten führen (vgl. Sundaram / Yermack (2007) und Cassell et al. (2012)). Edmans / Liu (2011) argumentieren modellgestützt, dass (nicht vorrangig besicherte) Pensionen als „Inside Debt“ optimal sein können, da sie die Agency-Kosten aus Fremdfinanzierung mindern. Sie führen zu dem, dass Manager nicht zu hohe Risiken auf Kosten der Kreditgeber eingehen und das Insolvenzrisiko erhöhen. Zum anderen setzen sie im Gegensatz zu Anreizen aus Eigenkapital auch im Insolvenzfall noch Anreize, den Liquidationswert des Unternehmens hoch zu halten, da die Höhe der noch zu erhaltenden Pension von letzterem abhängt²¹³.

²¹¹ May (1995) findet Anhaltspunkte dafür, dass CEOs stärkere Anreize haben, das spezifische Risiko zu senken, je länger sie im Unternehmen sind. Je länger ein Manager in einem Unternehmen ist, desto unternehmensspezifischer ist sein Humankapital und desto empfindlicher reagiert er auf das unternehmensspezifische Risiko.

²¹² Brockman / Martin / Unlu (2010) zeigen, dass kurzfristiges Fremdkapital die durch hohe Risikoanreize entstehenden Agency-Kosten des Fremdkapitals verringert.

²¹³ Wei / Yermack (2011) zeigen, dass „Inside Debt“ zu einer Abwertung des Eigen- und Aufwertung des Fremdkapitals durch die Kapitalmärkte führt.

Einen ähnlichen Effekt wie Pensionszusagen können andere Vergütungskomponenten mit verzögerter Auszahlung haben, also beispielsweise Mehrjahresboni und Bonusbanken²¹⁴. Sie laufen allerdings im Regelfall nicht länger als drei Jahre. Solange das Insolvenzrisiko klein ist, dürfte der Anreiz zur Risikodämpfung durch diese Komponenten daher geringer ausgeprägt sein.

4.2.3 Diskussion von Anreizen im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten

In diesem Kapitel sollen im Wesentlichen die Anreize für das Management des Zielunternehmens einer Übernahme diskutiert werden. Diesbezüglich hat der Markt für Unternehmensübernahmen zweierlei Wirkung auf das Management. Zum einen kann er als Instrument zur Disziplinierung des Managements gesehen werden. Ein schlecht geführtes Unternehmen wird leichter zum Ziel einer feindlichen Übernahme. Das Management des übernommenen Unternehmens trägt damit das Risiko, die eigene Stellung zu verlieren. Diese potenzielle Drohung kann Anreize zu besserer Performance liefern. Dadurch ist in der Vergütung nur ein geringeres Anreizniveau erforderlich²¹⁵.

Zum anderen ist zu beachten, dass das Management versuchen kann, sich einer feindlichen Übernahme zu widersetzen. Dies kann sowohl im Interesse der Altaktionäre als auch – bspw. bei im Übernahmeangebot eingepreisten Synergieeffekten – gegen das Interesse der Altaktionäre sein. Die Gründe für eine Abwehr von für die Altaktionäre wertsteigernden Übernahmen können im möglichen Verlust des Managerpostens und dem damit einhergehenden Verlust von Einfluss und Ansehen sowie natürlich auch im Verlust zukünftigen Einkommens liegen. Das betrifft im Wesentlichen zukünftige Zahlungen von Fixvergütung und Boni sowie die Gewährung von Aktien und Optionen²¹⁶. Das Management kann bereits ex ante Aktionen zur Absicherung gegen mögliche Übernahmen durchführen, bspw. indem es schwache Boardstrukturen fördert (z.B. ein sogenanntes Staggered Board²¹⁷). Selbst wenn diese Aktionen erst bei Auftreten eines Übernahmeangebots wertvernichtend sein mögen, so sind sie zumindest nicht wertschaffend und ziehen bereits ex ante Ressourcen des Managements von anderen wertschaffenden Handlungen ab.

²¹⁴ Vgl. die Argumentation in Sundaram / Yermack (2007), S. 1552.

²¹⁵ Umgekehrt haben Manager, deren Unternehmen durch Antitakeover-Mechanismen vor der disziplinierenden Wirkung des Übernahmemarktes geschützt sind, geringere Anreize zur Schaffung von Shareholder Value. Die empirischen Ergebnisse in Masulis / Wang / Xie (2007) stützen diese Hypothese.

²¹⁶ Bezüglich noch nicht erworbener Pensionsansprüche oder Bonusbankguthaben und Wertsteigerungsrechte, deren für die Zukunft geplante Auszahlungen oder Werthaltigkeit an die Unternehmenszugehörigkeit geknüpft sind („deferred compensation“), werden zumeist direkt Vereinbarungen getroffen, dass diese Ansprüche bei Jobverlust aufgrund einer Übernahme nicht verfallen.

²¹⁷ Vgl. Bebchuk / Fried (2004, S. 55 und S. 211).

Durch die Gestaltung des Vergütungssystems kann versucht werden, dem Management Anreize zu setzen, auch bei vorliegenden Übernahmeangeboten im Interesse der Altaktionäre zu handeln und diese nur abzuwehren, wenn die Übernahme dem Interesse der Altaktionäre entgegenläuft. Abfindungsvereinbarungen für den Fall, dass der Manager aufgrund bzw. in Folge einer Übernahme seinen Vorstandsposten räumen muss, sogenannte Golden Parachutes²¹⁸, vermindern den Effekt des Einkommensverlustes durch den Jobverlust in Folge einer Übernahme. Sie reduzieren damit zum einen die Anreize des Managements, ihre Energie in die Verhinderung einer (potenziellen) Übernahme statt in wertsteigernde Projekte zu stecken. Zum anderen werden dadurch auch die Anreize gesenkt, gegen ein für die Aktionäre profitables vorliegendes Übernahmeangebot anzukämpfen²¹⁹.

Die beiden eingangs beschriebenen Effekte einer potenziellen Übernahme wurden mit leicht unterschiedlichen Zielsetzungen bereits von verschiedenen Autoren empirisch getestet. So finden Lambert / Larcker (1985), dass der Markt positiv auf die Einführung von Golden-Parachute-Regelungen reagiert. Dies deutet darauf hin, dass der positiven Wirkung der Golden Parachutes auf das Verhalten der Manager im Falle von Übernahmeangeboten eine größere Bedeutung beigemessen wird als der Zerstörung der disziplinierenden Wirkung der Übernahmedrohung²²⁰. Agrawal / Knoeber (1998) untersuchen empirisch ebenso den Effekt der Disziplinierung des Managements durch Übernahmedrohungen („Wettbewerbseffekt“) und dessen Wirkung auf die Vergütung. Ist die Gefahr einer Übernahme größer, sollte die Vergütung daher ceteris paribus geringer ausfallen, da die Wettbewerbsintensität auf dem Managermarkt größer ist und weniger Vergütungsanreize benötigt werden. Sie stellen diesem Effekt den Risikoeffekt gegenüber. Letzterer bedeutet, dass die Möglichkeit einer Unternehmensübernahme das Risiko für das Management erhöht und ihm deshalb eine höhere Risikoprämie gezahlt werden muss, die Vergütung daher höher ausfällt. In ihrer Studie überwiegt der Risikoeffekt dann, wenn das Management nicht durch Abfindungsregelungen abgesichert ist.

²¹⁸ Lefanowicz / Robinson / Smith (2000) finden einen starken Anstieg von Golden-Parachute-Vereinbarungen in US-Firmen: In den frühen 1980er Jahren hatten weniger als 20 % der Manager der Zielfirmen solche Vereinbarungen, 1995 waren es fast 86 %.

²¹⁹ Vgl. auch Jensen (1988, S. 39-41) für eine Diskussion zu Nutzen und Risiken von Golden Parachutes. Harris (1990) zeigt, dass es für die Anteilseigner optimal sein kann, gleichzeitig Antitakeover-Maßnahmen zu implementieren und mit dem Management Golden-Parachute-Vereinbarungen zu treffen. Ähnliche Ergebnisse ergeben sich im Modell von Knoeber (1986).

²²⁰ Eine weitere Erklärung (vgl. Lambert / Larcker (1985), S. 195) könnte sein, dass der Markt die Abfindungsregelungen als ein Instrument zur besseren Risikoaufteilung zwischen den Aktionären und dem Management interpretiert.

Jensen (1988, S. 39-41) weist darauf hin, dass zu hohe Golden Parachutes dem Management dagegen Fehlanreize setzen könnten, das Unternehmen zu voreilig bzw. zu billig zu verkaufen. Es gibt auch empirische Anzeichen dafür, dass Manager auf Kosten der Anteilseigner des zu übernehmenden Unternehmens, als „Prämie“ für das Ermöglichen der Übernahme, hohe Zahlungen aushandeln oder auch bereits bestehende Abfindungsvereinbarungen weiter hochhandeln²²¹. Die Ergebnisse der Studien von Singh / Harianto (1989) und Wade / O'Reilly / Chandratat (1990) deuten zudem darauf hin, dass CEOs auch vor einer drohenden Übernahme bereits ihren Einfluss auf das Board of Directors zur Einführung einer Golden-Parachute-Vereinbarung nutzen, die Abfindungsvereinbarung also nicht ausschließlich aufgrund des Nutzens für die Anteilseigner zustande kommt. Jensen (1988, S. 39-41) schlägt vor, die Golden-Parachute-Regelungen in Form von Aktien oder Aktienoptionen zu treffen, die nur im Falle einer Übernahme werthaltig werden. Dies schafft zum einen den gewünschten Ausgleich für den Manager für den durch ein Übernahmeangebot drohenden Verlust seiner Stellung und verhindert opportunistische Abwehrmaßnahmen. Zum anderen wird damit der Wert der Abfindungszahlung an die Höhe der Übernahmeprämie für die Anteilseigner des übernommenen Unternehmens gebunden und verschafft Anreize, einen guten Preis auszuhandeln.

Eine weitere Möglichkeit, die Manager von ineffizienten Abwehrmaßnahmen abzuhalten, liegt darin, sie grundsätzlich – also unabhängig von einer Golden-Parachute-Regelung in Form von Aktien – über Aktien und Aktienoptionen am Unternehmen zu beteiligen. Als Aktionäre profitieren sie auch von wertschaffenden Übernahmen. Das schmälert die von ihnen durch Verlust der Stellung zu tragenden Kosten. Walkling / Long (1984) zeigen für ihr Sample, dass das bestehende Management einem Übernahmeangebot umso eher zustimmt, je stärker es am Unternehmen beteiligt und je höher das Übernahmeangebot ist. Die Rate der Manager, die nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot im Unternehmen verbleiben, ist in den Fällen ohne Abwehrmaßnahmen mit 81% fast doppelt so hoch wie in den Fällen, in denen Abwehrmaßnahmen stattgefunden haben²²².

Andererseits scheint ein großer Anteil an illiquiden, also noch nicht ausübbar Aktien im Portfolio von Managern in Verbindung mit der Vereinbarung, dass diese im Falle einer Übernahme ausübbar werden, auch Fehlanreize zu setzen. Denn die Illiquidität der Aktien-

²²¹ Vgl. Hartzell / Ofek / Yermack (2004).

²²² Vgl. u.a. Heitzman (2011) zu einer Diskussion des Motivs, mit einer gesonderten Aktien- oder Optionsgewährung an den CEO des Zielunternehmens während der Verhandlung Anreize zu setzen, eine höhere Übernahmeprämie auszuhandeln.

und Aktienoptionsportfolios von Managern führt dazu, dass diese für die Manager einen geringen Wert haben. Wenn diese Aktien und Optionen nun infolge eines Kontrollwechsels vereinbarungsgemäß ausübbar werden, steigt ihr Wert für die Manager. Cai / Vijh (2007) zeigen, dass größere Wertabschläge aufgrund von Illiquidität der Aktien und Optionen im Portfolio von CEOs übernommener Unternehmen mit niedrigeren Übernahmeprämien verbunden sind. Die CEOs verhandeln also schlechter, um die Übernahme und die damit verbundene Möglichkeit, ihre illiquiden Anteile zu verkaufen, nicht zu gefährden und auch nicht in die Länge zu ziehen.

Die Diskussion der Literatur zeigt, dass auch hinsichtlich des Motivs, dem Management Anreize zu setzen, angesichts potenzieller Übernahmen im Interesse der Altaktionäre zu handeln, die Lösungen nicht ohne unerwünschte Nebeneffekte sind. Grundsätzlich scheinen Golden Parachutes und eine höhere Beteiligung am Unternehmen jedoch eine per Saldo vorteilhafte Anreizwirkung zu haben.

4.3 Motive der Gewinnung und Bindung von Managern

4.3.1 Gewinnung guter Manager

Grundsätzlich sollte die Vergütung auch dazu geeignet sein, die Manager zu bekommen, die fähig sind, die Aufgaben im Unternehmen zu erfüllen. Hierbei spielt zum einen die Höhe der Vergütung eine Rolle. Die Vergütung muss daher wettbewerbsfähig sein²²³. Auch müssen dafür eventuell sogenannte Begrüßungsgelder („Golden Hellos“) gezahlt werden, um die Ansprüche des neuen Managers gegenüber seinem bisherigen Arbeitgeber auszugleichen, die dieser bei einer Kündigung verliert²²⁴. So war Motorola in 2008 bspw. bereit, Sanjay Jha – als Ausgleich für die bei seinem Wechsel zu Motorola verfallenden Ansprüche an seinen bisherigen Arbeitgeber – Aktien und Optionen im Wert von rund 64 Mio. US-Dollar zu gewähren. Zusätzlich wurden ihm neben der normalen Vergütung weitere Aktien und Optionen im Wert von über 39 Mio. US-Dollar gewährt²²⁵.

²²³ Vgl. unter anderem den britischen Corporate Governance Kodex in seiner Fassung vom September 2012 (Section D.1): „Levels of remuneration should be sufficient to attract, retain and motivate directors of the quality required to run the company successfully, but a company should avoid paying more than is necessary for this purpose.“ Ebenso der Französische Kodex in der Fassung vom April 2010 (Paragraph 20.2): „The compensation of executive directors [...] must make it possible to attract, retain and motivate effective officers.“ Der Deutsche Kodex spricht von der Beachtung der „Üblichkeit“ der Vergütung.

²²⁴ Dies sind bspw. noch nicht ausgezahlte Boni oder Aktien und Aktienoptionen, die noch nicht ausübbar sind. Vgl. Kapitel 4.3.2 zum Motiv der Retention.

²²⁵ Vgl. Motorola – Proxy Statement vom 13. März 2009, S. 54-55 und 64-65. Zitate aus dem Proxy Statement: „These grants were made to Dr. Jha in order to attract and retain an executive of his unique caliber and experience.“ (S. 54), „Attracting Dr. Jha from his position at another public company required both guaranteeing certain elements of compensation and also providing inducements to take on the additional risk

Die Ausgestaltung der Vergütung kann dagegen bei der Auswahl der neuen Manager eine Rolle spielen. Sie kann als Instrument zur Selbstselektion eingesetzt werden²²⁶. Arya / Mittendorf (2005) argumentieren, dass eine Vergütung, die stärker auf Aktienoptionen statt auf Barvergütung basiert, eher fähige Manager anzieht. Sie gehen in ihrem Modell davon aus, dass die Fähigkeit des Managers dem Unternehmen nicht bekannt ist. Da die Wahrscheinlichkeit, dass Optionen im Geld enden, aber unter anderem von der Fähigkeit des Managers abhängen, wird ein Manager, der von seiner Fähigkeit überzeugt ist, eher bereit sein, Aktienoptionen als Teil seiner Vergütung zu akzeptieren²²⁷. Insbesondere junge Technologiefirmen geben als Motiv für die Ausgabe von Aktienoptionen an, dass sie damit Mitarbeiter gewinnen und an das Unternehmen binden wollen²²⁸.

4.3.2 Bindung guter Manager

Ein wichtiges Motiv bei der Ausgestaltung der Vergütung ist es, gute Manager im Unternehmen zu halten (Retention). Dies geschieht natürlich grundsätzlich durch eine hohe Vergütung, die auch für die Zukunft in Aussicht gestellt wird²²⁹. Um den Manager möglichst effizient und kostengünstig an das Unternehmen zu binden, können verschiedene Instrumente der Vergütung entsprechend gestaltet werden.

Im Wesentlichen wird die Bindung erhöht, indem die Hürde zum Verlassen des Unternehmens angehoben wird. Dies kann erreicht werden, indem bestimmte Vergütungskomponenten nicht sofort ausgezahlt werden, sondern die Auszahlung in die Zukunft verschoben und an die weitere Unternehmenszugehörigkeit geknüpft wird. Pensionszusagen sind im Regelfall an eine Mindestdienstzeit geknüpft, vor Ablauf derer kein Anspruch auf Pensionszahlungen erworben wird. So wird zumindest bis zum Ablauf dieser Zeitspanne ein Anreiz zur Bindung verfolgt²³⁰. Eine Bonusbank, deren Guthaben bei Kündigung durch den Manager verfällt, erfüllt beispielsweise auch den Zweck der Managerbindung. Eine vergleichbare Wirkung hat ein Mehrjahresbonus, der nur bei Verbleib

of leading a turnaround. We believe Dr. Jha is one of the very few industry leaders with the qualifications to lead our Mobile Devices business during its turnaround.” (S. 43).

²²⁶ Der Selbstselektionsmechanismus geht auf Rothschild / Stiglitz (1976) zurück, die den Mechanismus am Beispiel von Versicherungsverträgen untersuchen. Lazear (2000) argumentiert, dass für ein effizientes Sorting eine sehr geringe performanceabhängige Komponente der Vergütung ausreichend ist.

²²⁷ Vgl. auch die Argumentation von Yang / Chance (2008). Sie berücksichtigen bei der Bewertung von Aktienoptionen den Einfluss des Managers auf den Aktienkurs. Diese Einflussmöglichkeit führt zu einer höheren Bewertung der Option durch den Manager.

²²⁸ Vgl. Ittner / Lambert / Larcker (2003) und Anderson / Banker / Ravindran (2000).

²²⁹ Mehran / Yermack (1997) finden, dass die Wahrscheinlichkeit, dass ein CEO das Unternehmen verlässt, fällt, wenn seine Vergütung höher als erwartet ausfällt.

²³⁰ Allen / Clark / McDermed (1993) und Ippolito (1991) zeigen für normale Arbeitnehmer, dass Pensionen die Turnover-Raten senken bzw. den Verbleib im Unternehmen verlängern.

im Unternehmen zum Ende der Performancelaufzeit ausgezahlt wird. Eine ähnliche Wirkung hat die Gewährung von Aktien und Aktienoptionen, die noch nicht ausübbar sind und verfallen, wenn der Vorstand das Unternehmen verlässt. Während bei Pensionszusagen ein Anreiz zum Verbleib im Unternehmen über einen befristeten Zeitraum gesetzt wird, der zum Ende dieses Zeitraumes hin ansteigt²³¹, wird dieser Anreiz durch Komponenten der laufenden Vergütung wie Mehrjahresboni und Aktiengewährungen rollierend erneuert. In allen Fällen verliert der Manager also einen Teil seines Vermögens, wenn er das Unternehmen verlässt („Golden Handcuff“). Aus der Sicht des abwerbenden Unternehmens bedeutet das, dass es teurer wird, den Manager abzuwerben. Denn er wird das Angebot eventuell nur dann annehmen, wenn ihm ein „Golden Hello“, also ein Ausgleich für die entgangenen Ansprüche aus dem bisherigen Arbeitsvertrag gezahlt wird. In einigen Fällen wird ein Golden Hello an einen neuen Manager in Aktien oder Aktienoptionen vereinbart, die erst nach Ablauf einiger Jahre ausübbar werden. In diesem Fall wird das Motiv der Gewinnung mit dem der Bindung und dem Motiv von Arbeits- oder Risikoanreizen verknüpft.

Dutta (2003) argumentiert in seinem Modell, dass das Retention-Problem umso stärker wird, je bedeutsamer die Kenntnisse des Managers für die Projekte des Unternehmens sind und je eher der Manager diese Projekte mit seinen Kenntnissen auch in anderen Unternehmen durchführen könnte. Als Beispiel nennt er junge Hochtechnologiefirmen. In diesem Fall ist es schwieriger, den Manager im Unternehmen zu halten. Daher muss ihm eine höhere Vergütung gezahlt werden²³². Ein wesentliches Ergebnis des Modells ist, dass bei dezentralen Investitionsentscheidungen bezüglich der Durchführung einzelner Projekte eine auf dem Residualgewinn basierende lineare Vergütung zu optimalen Entscheidungen des Managers führt. Nimmt das Retention-Problem jedoch zu, so hat die optimale Vergütungsfunktion einen konvexen Verlauf. Hier sind also Optionen optimal, die dem Manager ab einer bestimmten Performance zusätzliche Auszahlungen versprechen²³³.

²³¹ Da die tatsächliche Pensionszusage im Regelfall mit der Dienstzeit ansteigt, nimmt der Wert der Pensionszusage auch innerhalb des Zeitraumes bis zum endgültigen Erwerb des Anspruches zu. Sundaram / Yermack (2007, S. 1575-1579) zeigen, dass CEOs, die das Pensionseintrittsalter erreicht haben, häufiger freiwillig das Unternehmen verlassen. Bleiben sie, werden sie für den Verzicht auf ihre Pensionszahlungen in dem Zeitraum durch höhere laufende Vergütung und damit auch höhere Pensionsansprüche entschädigt.

²³² Es gibt im Modell zusätzlich einen Trade-Off zwischen der zu zahlenden Vergütungsprämie und einer Mindestrendite (Hurdle Rate) für potentielle Projekte. Die optimale Höhe dieser Mindestrendite ist ein zentrales Ergebnis bei Dutta (2003). Sie sinkt mit zunehmenden Retention-Problemen. Die weiteren Ergebnisse des Modells und die Mechanismen, die im betrachteten Modell von Dutta (2003) zu einem optimalen Vertrag führen, sollen hier nicht näher betrachtet werden.

²³³ Vgl. Gaver / Gaver (1993) zur häufigeren Verwendung von Aktienoptionen in Wachstumsunternehmen. Flatnes (2005) zeigt, dass Technologieunternehmen auch höhere Turnoverraten haben, für diese also das Motiv der Managerbindung bedeutender ist.

Ein weiterer Vorteil von Optionen als Antwort auf die Retention-Problematik ist, dass sie flexibel auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung reagieren. Sie haben tendenziell einen hohen Wert, wenn sich die Gesamtwirtschaft gut entwickelt. In solch einer Phase könnte die Gefahr größer sein, dass ein Manager abgeworben wird. Genau dann ist die Hürde dafür aber auch größer²³⁴. Dieser Aspekt spielt meines Erachtens für das Top-Management bzw. den Vorstand weniger eine Rolle, da diese auch unabhängig von der wirtschaftlichen Lage gesucht werden. Allerdings werden damit die Anwerbekosten für andere Unternehmen erhöht.

Balsam / Miharjo (2007) finden die beschriebene Bindungswirkung von Aktien und Aktienoptionen in ihrer empirischen Studie bestätigt²³⁵: Der freiwillige CEO-Turnover sinkt unter anderem im intrinsischen Wert noch nicht ausübbarer Optionen und im Wert der Restricted Stock des CEO. Je besser die bisherige Performance der CEOs war, desto stärker ist dieser Effekt. Auch eine im Vergleich zu anderen CEOs höhere Barvergütung hat positive, wenn auch schwächere Auswirkungen auf die Bindung des Managements. Die Studien von Fee / Hadlock (2003) und Hasenhuttl / Harrison (2002) finden dagegen keinen Einfluss der Options-Vergütung auf CEO-Turnover. Balsam / Miharjo (2007) vermuten, dass das unterschiedliche Ergebnis von Fee / Hadlock (2003) dadurch getrieben ist, dass letztere sich auf Wechsel zu anderen großen Unternehmen beschränken, welche möglicherweise eher ein Golden Hello anbieten²³⁶.

Verlieren Aktienoptionen nach einem starken Kursverfall ihren Wert, erfüllen sie nicht mehr das Ziel, die Hürde zum Verlassen des Unternehmens hoch zu setzen. Das Unternehmen läuft Gefahr, dass der Manager leichter abgeworben wird. Bei der Ausgestaltung von Aktienoptionen ist daher auch die Anpassung des Basispreises der gewährten Optionen nach einem starken Fall des Aktienkurses in Betracht zu ziehen (Repricing). Neben der Wiederherstellung sonst verlorener Arbeitsanreize wird folglich argumentiert, dass damit das Ziel verfolgt wird, gute Manager weiterhin im Unternehmen zu halten. Chen (2004) untersucht in seiner Studie, welche Parameter der Corporate Governance einen Einfluss auf die „Repricing“-Politik von Unternehmen haben. Dabei prüft er auch die Hypothese der Wiederherstellung der Retention-Anreize durch ein Repricing. In seiner Studie werden Unternehmen, die eine restriktive Politik hinsichtlich einer Anpassung der Basispreise von

²³⁴ Oyer (2004) liefert eine modelltheoretische Analyse dieser Argumentation. Oyer / Schaefer (2005) bestätigen dies für den Fall von breit angelegten Mitarbeiteroptionsplänen.

²³⁵ Vgl. auch Mehran / Yermack (1997) für eine Bestätigung, dass Aktienoptionen den Manager ans Unternehmen binden.

²³⁶ Um dies zu überprüfen, führen Balsam / Miharjo ihre Untersuchung mit einem entsprechend auf größere Unternehmen angepassten Sample durch und kommen auf das gleiche Ergebnis wie Fee / Hadlock (2003).

Optionen verfolgen, häufiger mit einem freiwilligen Wechsel der Manager nach einem Kursverfall konfrontiert. Dies gilt insbesondere für Senior Executives unterhalb des CEO, für die eine neue Stellung eher mehr Prestige bringt²³⁷. Unternehmen, die eine restriktive Repricing-Politik verfolgen, gewähren nach starken Kursverlusten oft größere neue Aktienoptionspakete²³⁸. Der Grund kann neben der Wiederherstellung der Anreizeffekte der Optionen auch das Retention-Motiv sein. Subramanian / Chakraborty / Sheikh (2007) kommen zu dem Ergebnis, dass Repricing zur Managerbindung gewählt wird. Carter / Lynch (2001) finden bestätigt, dass die Unternehmen das Repricing sowohl aus Gründen der Managerbindung als auch der Wiederherstellung der Anreize durchführen²³⁹. Carter / Lynch (2004) und Flatnes (2005) finden dagegen keine Anhaltspunkte dafür, dass die Anpassung des Basispreises von Optionen, die aus dem Geld sind, tatsächlich Auswirkungen auf Executive Turnover hat.

4.4 Überblick zu weiteren Motiven bei der Ausgestaltung des Vergütungssystems

Einige weitere Motive, die relevant bei der Ausgestaltung des Vergütungssystems sein können, sollen hier kurz angesprochen werden. So wird oft das Argument genannt, dass aktienbasierte Vergütungskomponenten **liquiditätsschonend** sind²⁴⁰. Dieses Motiv dürfte für Vorstandsvergütungen größerer Unternehmen weniger eine Rolle spielen, sondern tendenziell eher breite Mitarbeitervergütungen in jungen Wachstumsunternehmen betreffen.

Motive in Verbindung mit der Behandlung von Vergütungskomponenten in der **Rechnungslegung** werden ebenfalls in der Literatur diskutiert. So mussten für am oder aus dem Geld begebene (reale) Optionen beispielsweise in den USA erst ab 2005 Aufwendungen ausgewiesen werden²⁴¹. Sie verminderten bis dahin nicht den Gewinn und erschienen als „günstige“ Vergütungsform²⁴². Allerdings ist inzwischen der volle Zeitwert zum Gewährungszeitpunkt der Optionen zu erfassen und, verteilt über die Sperrfrist oder Vesting-Periode, als Aufwand auszuweisen. Nichtsdestotrotz hat der Ausweis der aktienbasierten Vergütung zum Zeitwert bei Gewährung für die Vorstandsvergütung weiterhin eine Bedeutung, da nicht-marktbasierte Performancebedingungen für die Ausübbarkeit von

²³⁷ Vgl. Chen (2004), S. 1188.

²³⁸ Dies stimmt mit dem Modell von Brisley (2006) überein.

²³⁹ Insbesondere junge Technologieunternehmen wenden Repricing auf Optionen an, die stark aus dem Geld sind.

²⁴⁰ Vgl. Yermack (1995) und Core / Guay (2001) für eine empirische Bestätigung dieser Hypothese.

²⁴¹ Vgl. Murphy (2012) für eine Historie unter anderem der Rechnungslegungsvorschriften in den USA.

²⁴² Vgl. Matsunaga (1995). Dechow / Hutton / Sloan (1996) und Yermack (1995) finden die Hypothese nicht bestätigt, dass Optionen anstelle von Barvergütung gewährt werden, um höhere Profitabilität auszuweisen. Für eine kurze Diskussion vergleiche auch Core / Guay / Larcker (2003, S. 42-43).

Optionen oder Performance Shares nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) nicht in die Bewertung einfließen. Wird der Wert nach IFRS 2 bezogen auf die maximale Anzahl der gewährten Aktien und Optionen im Vergütungsbericht angegeben und nicht um eine Wahrscheinlichkeit der Zielerreichung angepasst, so erscheint der Wert der aktienbasierten Vergütung höher als er tatsächlich ist. Da allerdings die Vergütung an den Vorstand in vielen Unternehmen nur einen geringen Prozentsatz der Gewinne ausmacht²⁴³, ist die Behandlung aktienbasierter Pläne in der Rechnungslegung eher für die Ausgestaltung unternehmensweiter Vergütungspläne als der Managervergütung von Bedeutung.

Steuerliche Aspekte können auch eine Rolle bei der Ausgestaltung der Vergütung spielen. Hite / Long (1982) finden beispielsweise, dass eine veränderte Ausgestaltung von Aktienoptionsplänen in US-amerikanischen Unternehmen in der ersten Hälfte der 1970er Jahre auch auf steuerliche Gründe zurückzuführen ist. Hall / Liebman (2000) finden, dass die in 1993 in den USA eingeführte steuerliche Abzugsgrenze von einer Million US-Dollar für erfolgsunabhängige Vergütungskomponenten zu einer Verschiebung von Grundgehältern hin zu mehr performanceabhängigen Komponenten (nicht allerdings zu niedrigeren Vergütungen) geführt hat²⁴⁴. Ob bestimmte Vergütungsformen steuerlich günstiger sind als andere, hängt auch damit zusammen, wann die Steuer fällig wird (bspw. bei Gewährung einer Option, bei Vesting der Option oder bei Ausübung)²⁴⁵, welcher zukünftige Steuersatz erwartet wird²⁴⁶ oder welcher Steuersatz für Zahlungen aus bestimmten Vergütungskomponenten beim Begünstigten gilt²⁴⁷. Dabei spielt sowohl die steuerliche Behandlung der Vergütungskomponente beim Begünstigten als auch beim Unternehmen eine Rolle²⁴⁸. Viele steuerliche Aspekte spielen wie bei den rechnungslegungsgetriebenen Motiven weniger bei

²⁴³ Die Gesamtvergütung der Vorstände der Unternehmen im DAX 30 machte in 2008 bspw. 1,48% der Gewinne der Unternehmen aus (vgl. Friedl et al, 2009, S. 4). Bebchuk / Grinstein (2005) kommen für die Vergütung der Top-5 Executives der Unternehmen im S&P 1500 allerdings auf bedeutend höhere Werte von 5 % (1993-1995) bzw. 10 % (2001-2003).

²⁴⁴ Vgl. im Gegensatz dazu Rose / Wolfram (2002), die kaum Auswirkungen dieser Steuerregel auf die Managervergütung finden. Ehrlich / Radulescu (2012) finden, dass die Boni in Banken in Großbritannien als Reaktion auf die einmalige „Payroll Tax“ für Banken gesunken sind, der Effekt auf den Wert der Vergütung jedoch durch andere Vergütungskomponenten ausgeglichen wurde (vgl. Fußnote 147).

²⁴⁵ Vgl. für eine Vielzahl von Beispielen früherer und aktueller Regelungen in den USA den historischen Überblick in Murphy (2012).

²⁴⁶ Vgl. die Diskussion zum Einfluss des Grenzsteuersatzes auf Optionsgewährungen in Core / Guay (2001), S. 260.

²⁴⁷ Für den Begünstigten bieten Vergütungsformen wie Restricted Stock und typische veräußerungsbeschränkte Aktienoptionen oftmals Steuervorteile, da sie erst in der Zukunft, nämlich der Ausübungsgewinn bei Ausübung bzw. Verkauf nach Ablauf der Haltefrist besteuert werden (vgl. bspw. für die USA Hall / Liebman (2000), S. 7-10).

²⁴⁸ Frydman / Molloy (2011) finden für den Zeitraum 1946 bis 2005, dass persönliche Steuern der Manager großer Unternehmen nur geringe Auswirkungen auf die Vergütung haben.

der Ausgestaltung der Aktienoptionen für den Vorstand eine Rolle als bei breit angelegten Aktienoptionsplänen, sodass ich sie hier nicht weiter diskutieren möchte²⁴⁹.

Zuletzt sollen noch Motive angesprochen werden, die die Beendigung der Vorstandstätigkeit in Folge schlechter Leistungen betreffen. In einigen Publikationen wird argumentiert, dass Abfindungsvereinbarungen den **Informationsfluss** zwischen Management und Board verbessern können: Wenn der Vorstand durch Abfindungen gegen eine Kündigung oder Nichtverlängerung des Vertrages abgesichert ist, wird er eher auch solche Informationen an das Board bzw. den Aufsichtsrat weitergeben, die für seine weitere Karriere schädlich sind²⁵⁰. In Almazan / Suarez (2003) kann eine Abfindungsvereinbarung hilfreich sein, um einen CEO mit starkem Einfluss im Unternehmen aufgrund schlechter Performance **zum Verlassen des Unternehmens zu bewegen**. Inderst / Mueller (2010) kommen in ihrem Modell dagegen zu dem Schluss, dass eine stark performanceabhängige Vergütung dafür besser geeignet sei.

Dieser kurze Überblick zeigt, welche Vielzahl an Determinanten über eine reine Betrachtung der Motive zur Erfüllung einer Anreizfunktion hinaus die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung beeinflussen kann. Insbesondere steuerliche Aspekte können aufgrund der länderspezifischen Regelungen Unterschiede in der Ausgestaltung der Managervergütungen in verschiedenen Ländern begründen.

Gesetzliche Vorgaben oder Forderungen von Corporate Governance Kodizes bspw. zu Obergrenzen bestimmter Vergütungskomponenten, performancebasierten Vesting-Regeln oder Performancebedingungen für Abfindungsregelungen, sei es auch nur in Form einer Verteuerung von Vergütungen über die Nichtabsetzbarkeit von der Steuer bei Nichterfüllung der Vorgaben, beschränken die Möglichkeiten bei der Vertragsgestaltung, die den Rahmen für einen optimalen Vertrag setzen. Aus diesem Blickwinkel heraus führen sie voraussichtlich zu einem weniger effektiven Vertrag. Allerdings können solche Regelungen auch dazu beitragen, Selbstbedienungspraktiken des Managements zu verhindern und damit bessere Vergütungsverträge zu ermöglichen. Auch ist die Sichtweise der Aktionäre nicht immer die gesamtwirtschaftlich optimale, sodass ein Eingriff in die Gestaltungsmöglichkeiten des einzelnen Unternehmens auch dann sinnvoll sein kann, wenn der optimale Vergütungsvertrag aus der Sicht des einzelnen Unternehmens zu einem geringeren Zielwert des Shareholder Value führt.

²⁴⁹ Graham / Lang / Shackelford (2004) zeigen beispielsweise, dass bei vielen Nasdaq-Unternehmen die Nutzung von Aktienoptionsplänen den Grenzsteuersatz senkt und diese Programme daher den Tax Shield aus stärkerer Fremdfinanzierung teilweise substituieren.

²⁵⁰ Vgl. bspw. Laux (2008).

5. Diskussion der Bewertungsannahmen für die Komponenten der Vergütung

5.1 Allgemeine Anmerkungen zur Datenerhebung für diese Studie

Die Vergütungsdaten sind im Wesentlichen den Vergütungsberichten und Geschäftsberichten der Unternehmen entnommen. Auf die Bewertung der einzelnen Komponenten wird in den folgenden Kapiteln näher eingegangen. Ebenso stammen Daten zum Alter des CEO und zur Dauer der Unternehmens- oder Vorstandszugehörigkeit in der Regel aus den Geschäftsberichten. Insbesondere bezüglich des Alters und der Vorstands- und Unternehmenszugehörigkeit wurde teilweise auch auf Angaben auf der Homepage der Unternehmen zurückgegriffen. Die Daten zu Unternehmensmerkmalen wie Umsatz, Marktkapitalisierung und Anzahl der Mitarbeiter entstammen der Datenbank Thomson Datastream/Worldscope. In einzelnen Fällen mussten in Thomson fehlende Daten den Geschäftsberichten entnommen werden.

Insbesondere bei den Unternehmen des britischen Aktienindex FTSE 100, aber auch den Unternehmen der anderen untersuchten Indizes, fallen die **Geschäftsjahre** oft nicht mit dem **Kalenderjahr** zusammen²⁵¹. In diesen Fällen wurde das Geschäftsjahr dem Kalenderjahr zugeordnet, in dem es hauptsächlich liegt: Geschäftsjahre, deren Ende zwischen Anfang Juli und Ende Dezember liegt, wurden dem Kalenderjahr zugeordnet, in dem sie enden. Geschäftsjahre, die zwischen Anfang Januar und Ende Juni enden, wurden dem Kalenderjahr zugeordnet, in dem sie begonnen haben.

Soweit die Vergütung individualisiert ausgewiesen wird, erhebe ich die individuelle Vergütung der Vorstände. Für Deutschland und Österreich weise ich zudem die **durchschnittliche Vorstandsvergütung** aus. Dies ermöglicht eine größere Datenbasis als die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden, da nicht alle deutschen und österreichischen Unternehmen die Vergütung individualisiert ausweisen. Die durchschnittliche Vorstandsvergütung berechne ich als die über alle Vorstandsmitglieder eines Unternehmens gemittelte Vergütung. Hierbei berücksichtige ich bei unterjährigem Wechsel von Vorstandsmitgliedern die Anzahl der Tage, die diese tatsächlich im betrachteten Jahr im Vorstand tätig waren²⁵². Ich werde darüber hinaus die **Vergütung der Vorstandsvorsitzenden** bzw. der Chief Executive Officers (CEOs) untersuchen. Dies

²⁵¹ Bei 41 der 100 untersuchten Unternehmen des FTSE 100 endet das Geschäftsjahr unterjährig, davon bei 33 Unternehmen im ersten Halbjahr. Bei den 83 untersuchten Unternehmen aus DAX und MDAX endet das Geschäftsjahr in 10 Fällen unterjährig, davon zweimal im ersten Halbjahr.

²⁵² Die durchschnittliche Vorstandsvergütung entspricht der Summe der Vergütung an den Gesamtvorstand geteilt durch die Summe der Tage, an denen die Vorstände im betrachteten Jahr als Vorstand tätig waren, hochgerechnet auf ein Jahr.

ermöglicht einen Vergleich zwischen der Vergütung des Vorsitzenden und der anderen Mitglieder des Vorstands, insbesondere einen Vergleich der Vergütungshöhe (Pay-Gap). Aufgrund des Pay-Gap in Verbindung mit der stark schwankenden Größe des Geschäftsführungsorgans ist eine Vergleichbarkeit der durchschnittlichen Vorstandsvergütungen der Unternehmen eingeschränkt. Außerdem wird der Vergleich zwischen den Vergütungen unterschiedlicher Länder aufgrund der unterschiedlichen Board-Strukturen in den Ländern verzerrt: So ist in Großbritannien wie auch in Frankreich oftmals der CEO der einzige Executive Director im Board. Die Durchschnittsvergütung würde in diesem Fall daher der höheren Vergütung des CEOs entsprechen. Oftmals besteht eine Ebene darunter zwar noch ein Executive Committee, dessen Vergütung man hinzunehmen könnte. Dieses Komitee existiert allerdings in den meisten Fällen auch dann, wenn bereits mehrere Executive Directors im Board sind, und hat teilweise sehr viele Mitglieder, deren Aufgaben wiederum nicht mehr mit denen deutscher Vorstandsmitglieder vergleichbar sein dürften. Die Positionen des Vorstandsvorsitzenden bzw. des CEO sind sicher besser vergleichbar, da es sich in beiden Fällen um die höchste Position mit Geschäftsführungsaufgaben handelt²⁵³.

Ich nehme in dieser Arbeit bei den deutschen und österreichischen Unternehmen, die keine individualisierte Vergütung offenlegen, keine Abschätzung der Vergütung des Vorsitzenden vor. Für die Analyse der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden entfallen daher die entsprechenden Unternehmensjahre. Zudem werden weitere Unternehmensjahre gestrichen, wenn die Vergütungsdaten in den Jahren, in denen der CEO bzw. **Vorstandsvorsitzende unterjährig wechselt**, in der erhobenen Form nicht vergleichbar sind. In einigen Fällen lassen sich aus den erhobenen Daten mittels Hochrechnung auf ein Jahr jedoch trotzdem aussagekräftige Zahlen generieren. Es wurden dafür grundsätzlich die Vergütungsdaten desjenigen Vorstandsmitglieds betrachtet, das den größeren Teil des jeweiligen Geschäftsjahres als Vorsitzender bzw. CEO tätig war. War diese Person den übrigen Teil des Jahres nicht als Executive Director bzw. einfaches Vorstandsmitglied im Unternehmen tätig, wurden die Vergütungsdaten auf ein Jahr hochgerechnet. Die Hochrechnung wurde dabei auf das Fixum, den Bonus sowie die sonstigen Vergütungskomponenten angewendet. Denn diese Komponenten werden von den Unternehmen in aller Regel pro rata temporis gezahlt. Sollten bei den sonstigen Vergütungskomponenten besondere Einmalzahlungen (bspw. Erstattung von Umzugskosten) enthalten sein, wurde auf eine Hochrechnung dieser Komponente verzichtet, um eine Verzerrung zu vermeiden. Aktienkursbezogene Vergütungskomponenten

²⁵³ Ausnahmen bilden unter anderem sicherlich die Fälle in Großbritannien und in Unternehmen mit angelsächsischer „one-tier“-Boardstruktur in Frankreich, in denen der CEO zugleich Chairman des Boards of Directors ist.

wurden grundsätzlich nicht auf ein Jahr hochgerechnet, da diese von den Unternehmen in der Regel nicht pro rata temporis gewährt werden.²⁵⁴ Diese Anpassungen wurden jedoch nicht ohne Einzelfallprüfung angewendet. Fiel eine sonst übliche Gewährung von Aktien oder Optionen²⁵⁵ nicht in den Zeitraum, in dem die betroffene Person als CEO tätig war, wurde auf eine Verwendung der Vergütungsdaten für das Jahr verzichtet. Eine verlässliche Hochrechnung wäre hier nicht gegeben. Auch wurde im Regelfall auf die Verwendung der Daten verzichtet, wenn die Zeit als CEO im betrachteten Jahr nicht mindestens acht Monate betrug. Nur in den Fällen, in denen klar zu erkennen war, dass die Barvergütung von den Unternehmen genau pro rata temporis gezahlt wurde²⁵⁶, wurden auch Vergütungsdaten für CEOs hochgerechnet, die weniger als acht, mindestens jedoch sechs Monate im Amt waren. Sollte die CEO-Stelle mit einem internen Nachfolger aus dem Board bzw. Vorstand nachbesetzt worden und dieser über acht Monate des Geschäftsjahres als CEO tätig gewesen sein, wurden dessen Vergütungsdaten ohne weitere Hochrechnung als CEO-Vergütung angesehen. War er unter acht Monaten als CEO tätig oder fand die Gewährung von Aktien oder Optionen vor seiner Tätigkeit als CEO statt, wurden die Daten nicht verwendet.

Für den Ausweis der **durchschnittlichen Vergütung des Vorstands exklusive Vorstandsvorsitzenden** (bzw. der Executive Directors ohne den CEO) und des Pay-Gap stehen weniger Daten zur Verfügung als für die CEO-Vergütung. Da in den französischen und britischen Unternehmen der CEO oftmals der einzige Executive Director ist oder nur zwei Executive Directors ernannt sind, werden für die Vergütung exklusive Vorsitzender bzw. CEOs und für den Pay-Gap nur die Unternehmensjahre betrachtet, in denen mindestens ein weiterer Executive Director zwölf Monate in dieser Funktion tätig war.

5.2 Bewertung der Fixvergütung und der variablen Barvergütung

Als „Gesamtvergütung“ definiere ich die Summe aus Grundgehalt zzgl. Nebenleistungen (Sachleistungen, Versicherungsbeiträge etc.), Jahres- und Mehrjahresboni sowie langfristigen, in der Regel aktienkursbasierten Vergütungsplänen. Einmalzahlungen wie Abfindungen oder Begrüßungsgelder und Leistungen zur Altersvorsorge stelle ich gesondert dar. Die **Grundvergütungen** können direkt aus den Geschäftsberichten übernommen werden. Im Regelfall weisen die Unternehmen **Nebenleistungen** gesondert aus. Dies übernehme ich

²⁵⁴ Ebenso wurden Einmalzahlungen wie Abfindungen sowie Pensionszahlungen nicht hochgerechnet.

²⁵⁵ Als „sonst üblich“ habe ich den Fall angesehen, wenn der CEO in den anderen Jahren Aktien oder Optionen erhält und auch die anderen Vorstands- bzw. Board-Mitglieder im betrachteten Jahr Aktien und Optionen erhalten.

²⁵⁶ Dies ist bspw. dann der Fall, wenn in den anderen Jahren ein festes Verhältnis zwischen der fixen wie auch variablen Barvergütung des CEOs zu derjenigen der anderen Vorstandsmitglieder besteht.

entsprechend. Nur in einigen deutschen und österreichischen Unternehmen sind Nebenleistungen und Grundgehalt nur als Summe ausgewiesen. In dem Fall ordne ich den Gesamtbetrag dem Grundgehalt zu²⁵⁷. Die Summe aus Grundvergütung und Nebenleistungen wird als **Fixvergütung** bezeichnet.

Die **variable Barvergütung** besteht im Wesentlichen aus dem **Jahresbonus**. Dieser wird in der Regel erst im Folgejahr nach Feststellung der Zielerreichung ausgezahlt. In dieser Arbeit wird der Bonus dem Jahr zugeordnet, in dem er verdient wurde. Dem Jahr 2009 weise ich also bspw. den im Jahr 2010 für die Performance des Jahres 2009 ausgezahlten Bonus zu²⁵⁸. So wird er auch in den Vergütungsberichten der deutschen, britischen und französischen Unternehmen ausgewiesen. Letztere geben oftmals zusätzlich die im Geschäftsjahr gezahlten Beträge an („Zufussprinzip“). Viele österreichische Unternehmen stellen ausschließlich die aufs Vorjahr bezogenen und im betrachteten Jahr gezahlten Boni dar, sodass die Jahreszuordnung in dieser Arbeit dadurch von derjenigen in den Vergütungsberichten abweicht.

Einige Unternehmen haben Boni implementiert, die sich auf die Performance mehrerer Jahre beziehen und erst am Ende des Performancezeitraums ausgezahlt werden. Sofern angegeben wurden die Zuführungen zu den Rückstellungen für die Auszahlung des **Mehrjahresbonus** übernommen, da sie am besten die Leistung der Vorstandsmitglieder im jeweiligen Jahr widerspiegeln. Jährliche Bonuszahlungen, die sich aber auf die Performance eines Mehrjahreszeitraums beziehen, habe ich in das jeweilige Jahr übernommen. Allerdings ist hier der Zusammenhang zwischen der Performance des betrachteten Jahres und der Bonushöhe per Definition nur eingeschränkt gegeben²⁵⁹.

In vielen Unternehmen im FTSE 100, aber auch in einigen deutschen Unternehmen²⁶⁰ wird der Bonus nicht komplett in bar ausgezahlt. Ein Teil des Bonus wird in Restricted Stock

²⁵⁷ Sofern Mandatseinkünfte bzw. Einkünfte aus der Übernahme von Organfunktionen bei Tochtergesellschaften im Vergütungsbericht gesondert offengelegt werden, zähle ich sie ebenfalls zum Grundgehalt.

²⁵⁸ In der empirischen Literatur gibt es auch den Ansatz, den Bonus dem Jahr zuzuschreiben, in dem er gezahlt wird. Vgl. für ein Beispiel dazu Core / Holthausen / Larcker (1999), S. 387.

²⁵⁹ Aufgrund der Forderungen des VorstAG werden solche Bonuspläne mit Mehrjahresbezug in Deutschland in den Jahren nach 2009 häufiger anzutreffen sein. Dies wird durch Friedl et al. (2012) bestätigt. Laut der Studie ist der Anteil der Boni mit Mehrjahresbezug in den DAX-Unternehmen in 2011 im Durchschnitt etwa genauso hoch wie der Anteil der Boni mit Einjahresbezug. Dies stellt die Empirie vor Probleme bei der Interpretation der jährlichen Daten. Ohne einheitliche Vorschriften zur Art des Ausweises solcher Vergütungskomponenten, also im Jahr der Auszahlung oder als Zuführungen zu Rückstellungen, wird das noch schwieriger. Vgl. auch Kapitel 7.1 für eine Diskussion der diesbezüglichen Vorgaben des Deutschen Rechnungslegungsstandards DRS 17 (geändert 2010).

²⁶⁰ Die Deutsche Bank, die Deutsche Börse und Munich Re zahlen Teile des Bonus nicht in bar, sondern in Restricted Stock.

(Deferred Shares) ausgegeben, die über eine Frist von zumeist zwei bis drei Jahren nicht veräußert werden dürfen²⁶¹. Diesen **Deferred Bonus** betrachte ich getrennt vom Bonus als Teil der aktienkursbasierten Vergütung. Denn letztlich werden dem Vorstand dadurch Aktien gewährt, die die entsprechenden langfristigen Anreize setzen²⁶². Möchte man jedoch die Barvergütung des betrachteten Geschäftsjahres mit der Performance des Jahres in Beziehung setzen, dann sollte man die Deferred Shares als Teil des Bonus definieren.

Die Vorgehensweise in dieser Arbeit zum Ausweis der Deferred Boni ist damit konsistent mit der überwiegenden Zahl der Vergütungsberichte. In den Vergütungsberichten der deutschen und der meisten britischen Unternehmen erfolgt die zeitliche Zuordnung der Deferred Shares wie der bare Anteil des Bonus zum Jahr der Erdienung und nicht der Gewährung. Die Anreizwirkung aus den Aktien erfolgt dagegen erst bei Gewährung bzw. bei Feststellung der Anzahl der gewährten Aktien, da eine gute Performance im Jahr der Erdienung zwar den Bonusbetrag und damit den Wert der gewährten Aktien erhöht. Wenn der Aktienkurs sich jedoch aufgrund der guten Leistungen im Jahr der Erdienung erhöht, so bleibt der in Aktien gezahlte Betrag von dieser Erhöhung trotzdem unbeeinflusst²⁶³.

Insbesondere bei einigen britischen Unternehmen *kann* ein Teil des Bonus *auf Wunsch des Executive Directors* von einer Barzahlung in Restricted Stock gewandelt werden, um die Bedingung für die Teilnahme an einem „Stock Matching Programm“ (SMP) zu erfüllen. In diesen Fällen weist diese Arbeit den umgewandelten Teil des Bonus trotzdem als Barzahlung aus. Ansonsten würde solch eine Vereinbarung anders behandelt als Vergütungssysteme, in denen der Bonus zwar in bar gezahlt wird, für die Teilnahme an Aktienprogrammen jedoch ein Eigeninvestment (unabhängig vom Bonus) erfolgen muss.

²⁶¹ Zahlungen in virtuellen Aktien mit Barausgleich nach Ablauf von zwei oder mehr Jahren sind in Deutschland auch üblich.

²⁶² Bei einer Betrachtung als Teil der aktienbasierten Vergütung ist jedoch anzumerken, dass ich bei dieser Komponente von dem im folgenden Kapitel beschriebenen Prinzip abweiche, die gewährten Aktien und Aktienoptionen im Jahr ihrer Gewährung zu berücksichtigen. Denn die Deferred Shares werden wie auch die Barzahlung des Bonus erst im Folgejahr gewährt. Ich erfasse sie aber im gleichen Jahr wie den Bonus, also im Performancejahr, um auch den vollen Wert des im betrachteten Jahr erdienten Bonus aufzeigen zu können.

²⁶³ Die Anzahl der als Deferred Bonus ausgegebenen Restricted Stock wird in der Regel bestimmt, indem der in Aktien zu zahlende Betrag durch den Aktienkurs am Gewährungstag geteilt wird. Vgl. bspw. das Deferred-Shares-Programm bei Tullow Oil (Tullow Oil plc: 2009 Annual Report and Accounts, S. 100): “The awards of shares made in 2009 equated to shares worth the amount of bonus deferred into shares for 2008 based on the share prices for the five dealing days preceding the date of grant.” Vgl. für eine Diskussion zu den Anreizwirkungen einer solchen Festlegung gewährter Aktien auch Young / O’Byrne (2001), S. 126-131.

5.3 Bewertung der aktienbasierten Vergütungskomponenten

5.3.1 Überblick über die Bewertungssystematik

In dieser Arbeit soll die **Bewertung** der Vergütung den Wert bzw. die Kosten **aus der Sicht der Aktionäre** und nicht den Wert bzw. den Nutzen aus der Sicht der Manager berücksichtigen²⁶⁴. Eventuelle Abschläge auf den Wert bspw. aufgrund der Risikoaversion der Manager, wie bei der Analyse der Anreizwirkung in Kapitel 4 diskutiert, werden hier also außer Acht gelassen.

Es soll dabei der Wert im Jahr der Gewährung verwendet werden. Ich bewerte die aktienkursbasierte Vergütung daher zu dem Zeitpunkt, an dem dem Vorstand Aktien, Optionen oder von der künftigen Aktienkursentwicklung abhängige Zahlungen gewährt werden. Dabei spielt es keine Rolle, ob zur endgültigen Übertragung der Rechte noch bestimmte Bedingungen wie der Verbleib im Unternehmen oder das Erreichen von Performancezielen erfüllt werden müssen. Ich verwende somit den **Zeitwert der Aktien bzw. Optionen zum Gewährungsstichtag**²⁶⁵.

Soweit möglich werden die Zeitwerte der Aktien und Optionen zum Gewährungstag direkt aus den **Vergütungs- und Geschäftsberichten** der Unternehmen übernommen. In Deutschland und Frankreich sind die Unternehmen, wie in Kapitel 3 bereits erläutert, zur Angabe des Zeitwertes im Vergütungsbericht bzw. Konzernanhang verpflichtet. Der Zeitwert von Aktienoptionen wird von den Unternehmen im Regelfall mit der für Dividenden modifizierten Black-Scholes-Formel oder mit einem Binomialmodell ermittelt. Bei Aktien entspricht der Zeitwert im Wesentlichen dem Aktienkurs bei Gewährung, wenn abgesehen von einer Sperr- oder Haltefrist die endgültige Übertragung der Aktienrechte an keine weiteren Bedingungen geknüpft ist. Wenn die gewährten Aktien während der Sperrfrist nicht dividendenberechtigt sind, kann der Wert entsprechend niedriger sein.

Die von den Unternehmen publizierten Zeitwerte unterliegen jedoch bestimmten **Bewertungsvorschriften der Rechnungslegung**. Die Unternehmen in den betrachteten Indizes führen ihren Konzernabschluss nach den Internationalen Rechnungslegungsstandards

²⁶⁴ Vgl. die Diskussion in Hall / Murphy (2002) und in Kapitel 4 dieser Arbeit für den Unterschied zwischen diesen Sichtweisen.

²⁶⁵ „Deferred Shares“ werden in dieser Arbeit dagegen im Jahr der Erdienung und nicht im darauffolgenden Jahr der Gewährung erfasst. Der Wert der zu gewährenden Aktien hängt wie der Bonus von der Performance des betrachteten Geschäftsjahres ab. Wenn die Vergütung des jeweiligen Jahres mit der Performance des Jahres in Beziehung gesetzt werden soll, müssen sie wie in den Vergütungsberichten zum Jahr der Erdienung gezählt werden. Damit erfasse ich die von der Performance des jeweiligen Jahres abhängigen Komponenten im selben Jahr. Die Zuordnung aktienkursbasierter Vergütung zum Jahr der Gewährung wird dadurch jedoch durchbrochen.

durch²⁶⁶. Der Standard IFRS 2 regelt unter anderem die Bewertung der anteilsbasierten Vergütungskomponenten zur Bestimmung der Personalaufwendungen. Es ist der Zeitwert der gewährten Aktien und Optionen zum Tag der Gewährung zu bestimmen²⁶⁷. Für die Bewertung von Aktien und Optionen, deren endgültige Übertragung davon abhängt, ob vorher festgelegte **Performancebedingungen** erfüllt werden, ist in marktbasierter Performancebedingungen, wie etwa die Aktienrendite oder ein Kursziel, und nicht marktbasierter Performancebedingungen, wie bspw. Gewinnziele, zu unterscheiden. Marktbasierter Performancebedingungen sind bei der Bewertung zu berücksichtigen, nicht marktbasierter Performancebedingungen werden nicht im beizulegenden Zeitwert, sondern nur über die anzusetzende Anzahl der Eigenkapitalinstrumente berücksichtigt. Für den Fall nicht marktbasierter Performancebedingungen können die in den Geschäftsberichten angegebenen Zeitwerte daher nicht ohne Weiteres übernommen werden, wenn dort die maximale Anzahl an Aktien oder Optionen zugrunde gelegt wird²⁶⁸. Da für die österreichischen Unternehmen und die Unternehmen des britischen Aktienindex FTSE 100 grundsätzlich keine Verpflichtung zur Angabe der Zeitwerte bei Gewährung besteht, muss für diese Unternehmen oftmals eine eigene Bewertung erfolgen, auch wenn keine nicht marktbasierten Performancebedingungen vorliegen²⁶⁹.

Wenn die Zeitwerte nicht direkt aus den Geschäftsberichten übernommen werden können, gehe ich nach der **folgenden Bewertungssystematik** vor. Gewährte **Aktien** ohne weitere Bedingungen für die endgültige Übertragung bewerte ich zum Börsenkurs bei Gewährung²⁷⁰. In der Regel ist die Übertragung der Rechte daran geknüpft, dass der Dienstvertrag bei Ablauf der Sperrfrist noch läuft. In vielen Fällen erfolgt jedoch zumindest eine anteilige Übertragung der Rechte bei vorzeitiger Auflösung. Die Wahrscheinlichkeit, dass Aktienpakete verfallen und nicht an den Vorstand übertragen werden müssen, könnte in Form eines

²⁶⁶ Eine Ausnahme macht Shire plc, das seinen Konzernabschluss ab 2008 nach US-GAAP erstellt.

²⁶⁷ Dieser Zeitwert ist dann als Personalaufwand linear über den Erdienungszeitraum, also die Vesting-Periode oder Sperrfrist, zu verteilen.

²⁶⁸ Die deutschen Unternehmen verwenden überwiegend marktbasierter Performancebedingungen. Bei den nicht marktbasierten Performancebedingungen wird in den meisten Fällen eine Zielanzahl bei den gewährten Aktien angesetzt. Entsprechend kann der Zeitwert bei Gewährung in den meisten Fällen aus dem Vergütungsbericht übernommen werden.

²⁶⁹ Auch wenn eine Bewertung zum Zweck der Bestimmung des Personalaufwands erfolgen muss, so muss der Fair Value derjenigen Aktien oder Optionen, die an den Vorstand gewährt wurden, nicht im Geschäftsbericht angegeben werden. Häufig wird ein durchschnittlicher Fair Value der im Unternehmen gewährten Aktien(-optionen) angegeben. Da darin allerdings auch die Programme an andere Angestelltengruppen einfließen, die in ihrer Ausgestaltung und dem Ausgabezeitpunkt oft wesentlich von denen für die Executive Directors abweichen, ist ein Rückschluss auf den Fair Value der an den CEO gewährten Aktien(-optionen) in solchen Fällen nicht möglich.

²⁷⁰ Wenn die gewährten Aktien während der Sperrfrist nicht dividendenberechtigt sind und auch kein Anrecht auf einen nachträglichen Ausgleich für tatsächlich ausgeschüttete Dividenden besteht, bewerte ich die Aktien über die für Dividenden modifizierte Black-Scholes-Formel mit einem Ausübungspreis nahe Null.

Bewertungsabschlags berücksichtigt werden. Die Bestimmung eines solchen Abschlags ist schwierig, da keine exogene Austrittswahrscheinlichkeit bestimmt werden kann. Die Sachlage ist im Einzelfall anders als bei der Bestimmung einer erwarteten Anzahl nicht zu übertragender Belegschaftsaktien an die breite Belegschaft. Die empirische Literatur nimmt in der Regel auch keine Abschläge aufgrund einer Retention-Bedingung vor²⁷¹ bzw. diskutiert dies bei den Bewertungsannahmen nicht. Ich möchte daher auch auf einen Abschlag aufgrund der Verfehlung der Retention-Bedingung verzichten. Zur Bewertung von **Aktioptionen** ohne weitere Bedingungen verwende ich die für Dividenden modifizierte Black-Scholes-Formel. Auch bei den Optionen soll kein Abschlag aufgrund eines möglichen Verfalls der Optionen wegen vorzeitiger Kündigung des Dienstvertrags durch den Manager einbezogen werden.

In einigen Fällen ist ein Eigeninvestment in Aktien des Unternehmens – sei es aus der Umwandlung von Bonuszahlungen in Restricted Stock oder ein direkter Kauf von Aktien des Unternehmens – erforderlich, um Anspruch auf die Gewährung von Aktien oder Optionen aus den Vergütungsprogrammen zu haben. Ich habe dieses Eigeninvestment nicht in die Bewertung der gewährten Aktien und Optionen einbezogen, da diese Arbeit auf die Sicht des Unternehmens abstellt. Aus der Sicht des Managers erhöht solch ein Eigeninvestment dagegen das im Unternehmen gebundene Vermögen und damit das spezifische Risiko.

Sowohl die Aktioptionen als auch die Restricted Stock fast aller Unternehmen des FTSE 100 und des CAC 40²⁷² sowie des überwiegenden Anteils der Unternehmen der deutschen Aktienindizes weisen **performancebasierte Vesting-Bedingungen** auf (Performance Share Plans, PSP). Als marktbasierende Bedingungen werden bspw. absolute Kurssteigerungshürden oder Kursentwicklungen relativ zu Wettbewerbern oder einem Index, oft in der Ausprägung von Total-Shareholder-Return-Zielen (TSR), verwendet. Nicht marktbasierende Performancebedingungen treten auf bspw. als Vesting-Regeln basierend auf Gewinngrößen, wie EPS (Earnings per Share) oder ROCE (Return on Capital Employed), Cashflow-Größen oder anderen Kennzahlen. Die Bewertung der aktienbasierten Komponenten bei Vorliegen solcher Performancebedingungen muss genauer betrachtet werden. Im Folgenden beschreibe ich daher zuerst die typischen Performancebedingungen in den in dieser Studie betrachteten

²⁷¹ Vgl. Core / Holthausen / Larcker (1999, S. 378), Murphy (1999, S. 2493), die bspw. Restricted Stock zum Kurswert bei Ausgabe bewerten.

²⁷² In 2009 haben 90 von 94 Unternehmen mit auswertbaren Daten des FTSE 100 aktienbasierte Vergütungsbestandteile an die Executive Directors gewährt. Alle gewährten Aktioptionspläne und – mit Ausnahmen der Deferred Shares – 98,9% der Aktienpläne weisen zusätzliche Vesting-Bedingungen auf. In den Unternehmen des CAC 40 waren bei 84% der Aktioptionspläne und bei 92% der Aktienpläne (exkl. Deferred Shares) des Jahres 2009 zusätzliche Performancebedingungen implementiert (vgl. dazu Kapitel 6).

Unternehmen. Daraufhin stelle ich verschiedene Lösungsansätze der empirischen Literatur hierzu vor. Im Anschluss beschreibe und diskutiere ich den von mir gewählten Bewertungsansatz.

5.3.2 Beschreibung typischer performanceabhängiger Vesting-Bedingungen

In diesem Kapitel beschreibe ich die Performancebedingungen in den britischen Unternehmen im FTSE 100. Die Notwendigkeit einer eigenen Bewertung von Aktien und Optionen ist immer dann notwendig, wenn bei marktbasierenden Performancebedingungen keine Zeitwerte bei Gewährung bzw. Fair Values im Geschäftsbericht angegeben sind und wenn nicht-marktbasierte Performancebedingungen vorliegen. Nicht-marktbasierte Performancebedingungen liegen regelmäßig bei den britischen Unternehmen vor, seltener in den deutschen Unternehmen der anderen drei Länder. In Deutschland und Frankreich werden die Zeitwerte der Aktien und Optionen bei Gewährung angegeben, welche marktbasierende und in der Regel auch nicht marktbasierende Performancebedingungen berücksichtigen. Die britischen Unternehmen müssen den Zeitwert nicht ausweisen. Entsprechend häufig ist eine eigene Bewertung auch bei Aktien und Optionen mit marktbasierenden Performancebedingungen erforderlich. Ich werde darum im Folgenden die häufigsten im FTSE 100 vorliegenden Varianten von Performancebedingungen beschreiben und deren Bewertung diskutieren.

Die **marktbasierenden Performancebedingungen** der gewährten Aktien oder Aktienoptionen im FTSE 100 beruhen fast ausschließlich auf der Aktienrendite (TSR) und sind relativ, also im Vergleich zur Aktienrendite ausgewählter Unternehmen oder im Vergleich zu einer Indexentwicklung, definiert. Die typische marktbasierende Vesting-Bedingung²⁷³ in den Unternehmen des FTSE 100 sieht wie folgt aus:

Wenn der TSR des Unternehmens über die Performanceperiode von drei Jahren unterhalb des Median-TSR der Unternehmen aus der Benchmark-Gruppe liegt, so werden keine Performance Shares bzw. Aktienoptionen ausübbar. Wird der Median-TSR erreicht, so werden 25% der Aktien(-optionen) ausübbar. Liegt die TSR-Performance des Unternehmens im oberen Quartil der Vergleichsgruppe, so werden alle gewährten Aktien oder Optionen ausübbar. Zwischen Median und oberem Quartil verläuft die Anzahl der ausübbar werdenden Aktien oder Optionen linear. Alle nicht ausübbar werdenden Aktien(-optionen) verfallen.

²⁷³ Die Vesting-Bedingungen auf die in 2009 an die Executive Directors von AMEC plc gewährten Performance Shares liegen diesem Beispiel zugrunde. Ähnliche oder gar die gleichen Bedingungen gibt es in vielen anderen Unternehmen des FTSE 100.

In einigen Unternehmen dient ein Börsenindex oder ein eigens erstellter Index aus Wettbewerbern des Unternehmens als Benchmark. Hier ist dann im Regelfall das Erreichen der Indexrendite notwendig, damit zumeist 25-35% der gewährten Aktien ausübbar werden. Die volle Anzahl der Aktien wird erst bei Überschreiten der Indexrendite um eine bestimmte Anzahl von Prozentpunkten ausübbar, dazwischen ist der Verlauf meist linear²⁷⁴.

Die **nicht-marktbasierten Vesting-Bedingungen** sind zumeist über absolute Kennzahlen definiert. Ihnen liegt in der Regel die Entwicklung des Gewinns pro Aktie (Earnings per Share, EPS) zugrunde. Eine typische Vesting-Regel²⁷⁵ lautet:

Erst ab einer jährlichen Steigerung des EPS von 3% über die Entwicklung des Verbraucherpreisindex hinaus wird ein Teil der Aktien(-optionen), nämlich 25%, ausübbar. Liegt die EPS-Entwicklung darunter, verfallen sämtliche Aktien(-optionen). Die volle Anzahl der Aktien(-optionen) wird erst ab einer jährlichen Steigerung von 10% über dem Verbraucherpreisindex ausübbar. Zwischen 3 und 10% verläuft die Anzahl der ausübbar werdenden Aktien(-optionen) linear. Nicht ausübbar gewordene Aktien(-optionen) verfallen.

Die Art dieser Vesting-Regeln ist bei den meisten Unternehmen des FTSE 100 ähnlich²⁷⁶. Die Regeln unterscheiden sich in der Bemessungsgrundlage, den geforderten Performancehürden und dem Verlauf der Funktion. Auch wenn bei den meisten Unternehmen die nicht marktbasierte Performancebedingung auf einer EPS-Kennzahl als Bemessungsgrundlage basiert²⁷⁷, so ist diese doch unterschiedlich definiert, sei es als reale oder nominale EPS-Steigerung oder als absoluter Wert, sei es mit oder ohne unternehmensspezifische Anpassungen der Gewinngröße. Bei der Aktienrendite werden unterschiedlichste Benchmarks definiert, verschiedene Länderindizes, Branchenindizes, um bestimmte Branchen oder Einzelunternehmen bereinigte Indizes oder spezifische Wettbewerber. Es liegen zwar in der

²⁷⁴ BHP Billiton bspw. verlangt eine Indexoutperformance um durchschnittlich 5,5% p.a. über 5 Jahre. Bei TSR-Performance gleich dem Index werden hier allerdings 0% der Performance Shares ausübbar, der Anstieg erfolgt dann linear bis zur 5,5-prozentigen Outperformance.

²⁷⁵ Auch hier dienen die in 2009 von AMEC plc gewährten Performance Shares zur Veranschaulichung. Diese unterliegen je hälftig relativen und absoluten Performancebedingungen.

²⁷⁶ Der Grund für die Ähnlichkeit könnte die Nutzung von (teilweise mehreren) Vergütungsberatungen für den Aufbau der Vergütungssysteme sein. Dieselben Beratungen werden von vielen Unternehmen beauftragt. In Großbritannien teilten sich im Jahr 2003 fünf Vergütungsberatungen knapp 62% der Aufträge (vgl. Conyon / Peck / Sadler (2006), S. 25) und über 60% der Unternehmen beauftragten zumindest für einen Teil der Beratungsleistungen eine der beiden Marktführer Towers Perrin oder New Bridge Street (vgl. Conyon / Peck / Sadler (2006), S. 28). Auch gibt die bedeutende Aktionärsvereinigung Association of British Insurers (ABI) recht detaillierte Vorgaben zur Gestaltung der Managervergütung, u. a. dass ein Vesting erst ab einer Median-Performance erfolgen soll (vgl. bspw. die ABI Principles of Remuneration in der Fassung vom November 2012, S. 11, (Section C)).

²⁷⁷ Vgl. Tabelle 24 in Kapitel 6.4.4.

Mehrzahl der Fälle die oben beschriebenen stückweise linearen Vesting-Regeln vor, es gibt allerdings auch Hürden-Regelungen (Alles-oder-nichts-Bedingungen). In einigen Unternehmen ist eine Kombination aus absoluten und relativen Vesting-Bedingungen implementiert. Oft liegt eine additive Verknüpfung der Vesting-Bedingungen vor: Die Ausübbarkeit einer Hälfte der gewährten Performance Shares hängt bspw. von der TSR-Entwicklung, die der anderen Hälfte von der EPS-Entwicklung ab. In einigen Fällen sind absolute und relative Vesting-Bedingungen auch multiplikativ verknüpft: Über ein Performancemaß, bspw. die relative TSR-Performance, wird in einem ersten Schritt eine Anzahl ausübbar werdender Aktien bestimmt. Von dem anderen Performancemaß, bspw. das inflationsbereinigte EPS-Wachstum, hängt der Wert eines Multiplikators ab, mit welchem in einem zweiten Schritt die Anzahl aus der ersten Bedingung multipliziert wird, um die Gesamtzahl der zu übertragenden Aktien zu bestimmen.

Die beschriebenen Vesting-Bedingungen sind mit dem Modell von Black und Scholes nicht abzubilden. In der Unternehmenspraxis wird zur Bewertung solcher Aktien- oder Optionspakete meist mit Binomialmodellen und Monte-Carlo-Simulationen gearbeitet. Für ein Sample vieler Unternehmen mit teilweise von Jahr zu Jahr wechselnden Aktien- und Aktienoptionsplänen mit verschiedenen markt- und kennzahlenbasierten Performancekriterien, unterschiedlichen Benchmark-Gruppen und mitunter sehr komplexen Vesting-Regeln ist eine spezifische Bewertung jedes Aktien- und Optionsplans kaum möglich. Dies würde viele zusätzliche Daten zu den einzelnen Unternehmen sowie den jeweiligen, oft individuell bestimmten Benchmarkunternehmen und -indizes erfordern. Abgesehen von den Datenerfordernissen wäre der Aufwand für solch eine Bewertung enorm²⁷⁸. Außerdem hängt die Wahrscheinlichkeit einer Zielerreichung hinsichtlich der vorgegebenen Vesting-Bedingungen von unternehmensspezifischen Gegebenheiten ab. Es wird kaum möglich sein einzuschätzen, wie herausfordernd die Vesting-Kriterien zum Zeitpunkt der Gewährung der Aktien(-optionen) in den einzelnen Unternehmen sind. In einigen britischen Unternehmen und der Mehrheit der deutschen und französischen Unternehmen sind zudem die Beschreibungen

²⁷⁸ Lee / Stathopoulos / Vonatsos (2007) präsentieren ein einfaches Binomialmodell zur Bewertung von Optionen mit einer einfachen EPS-Performancehürde, ab der alle Optionen ausübbar werden. Sie simulieren die Bewertung von über 6.000 Optionsplänen in britischen Unternehmen von 1996 bis 1998, allerdings mit stark vereinheitlichenden Annahmen: Sie nehmen an, dass ein EPS-Wachstum von 10 oder 15% die Hürde darstellt, und treffen Annahmen zu den Volatilitäten des Aktienkurses und der EPS-Kennzahl sowie zur Korrelation zwischen EPS und Aktienkurs. Im Ergebnis steht ein Medianabschlag auf den Black-Scholes-Wert von Optionen in Höhe von 18%. Sie kommen zu dem Schluss, dass es im Rahmen einer solchen Studie kaum möglich sei, individuelle Verteilungen der jeweiligen EPS- und Aktienkursrealisationen zu bestimmen. Die in dieser Studie für 2006 bis 2009 betrachteten Performancebedingungen sind noch dazu wesentlich komplexer. Vgl. auch die Diskussion zur Problematik der Bewertung komplexer Vesting-Schedules in Buck / Bruce / Main / Udueni (2003, S. 1713-1715).

der Performancebedingungen in den Geschäftsberichten nicht ausreichend für solch eine individuelle Bewertung.

Ich möchte daher in der vorliegenden Untersuchung von einer individuellen Bewertung über Binomialmodelle absehen und eine **pauschale oder vereinfachte Bewertung** vornehmen. In der empirischen Literatur gibt es verschiedene Ansätze für eine pauschale Bewertung, die im Folgenden diskutiert werden sollen.

5.3.3 Prüfung der Anwendbarkeit pauschaler Bewertungsansätze aus der empirischen Literatur

Die empirische Literatur geht unterschiedlich bei der Bewertung von Aktien und Optionen mit zusätzlichen Performancebedingungen vor. Dies ist teilweise auch der Art der Performancebedingungen geschuldet, die in den jeweils untersuchten Unternehmen vorliegen. Diese differieren je nach Land und Zeitraum.

Ein **Ansatz** ist, **die Performancebedingungen nicht in die Bewertung einzubeziehen**, wenn sie im Durchschnitt der Unternehmen als nicht bindend erscheinen. Die Basis für diese Argumentation liefert eine Studie von Conyon / Peck / Read / Sadler (2000). Die Autoren geben einen Überblick über die im Jahre 1997 in den 200 größten Unternehmen in Großbritannien implementierten Aktienoptionspläne²⁷⁹: In 114 der 200 Unternehmen sind die Aktienoptionspläne mit Performancebedingungen versehen, in 82 davon wird der EPS als Bemessungsgrundlage verwendet, in 13 der Total Shareholder Return (TSR), in 8 der Aktienkurs, 4 verwenden sowohl ein marktbasierendes als auch ein gewinnbasiertes Performancemaß. Laut den Autoren ist die typische Vesting-Regel so definiert, dass ein reales EPS-Wachstum von zwei Prozent jährlich über den Performancezeitraum von drei Jahren hinweg überschritten werden muss. Bei Überschreitung werden alle Aktienoptionen übertragen, bei Unterschreitung verfallen alle Optionen. Die Autoren betrachten die historischen EPS-Entwicklungen der Unternehmen. Da zwei Prozent reales EPS-Wachstum von den meisten Unternehmen im betrachteten Zeitraum klar überschritten werden, kommen sie zu dem Schluss, dass die Performancebedingungen nicht anspruchsvoll seien. Conyon / Murphy (2000) verwenden diese Erkenntnisse in ihrer Studie zum Vergleich der Top-Managementvergütung in den USA und in Großbritannien im Jahre 1997. Hinsichtlich der Bewertung von Aktienoptionen konstatieren sie, dass die üblicherweise verwendeten Performancebedingungen, also ein reales EPS-Wachstum von über 2 Prozent p.a., zwischen 1992 bis 1997 von 80 Prozent der Unternehmen aus ihrem Sample erreicht wurden. Zudem

²⁷⁹ Die Performancebedingungen für die anderen Long-Term Incentive-Pläne untersuchen sie nicht.

argumentieren sie, dass die Performancebedingungen bei einer Korrelation zwischen den gewählten Performancekriterien und dem Aktienkurs nur in den Fällen bindend seien, in denen der innere Wert der Optionen gering ist²⁸⁰. Damit begründen die Autoren die Bewertung der Aktienoptionen mit deren Black-Scholes-Werten ohne Berücksichtigung der Performancehürden. Conyon / Sadler (2001) argumentieren genauso wie in Conyon / Murphy (2000). Auch Conyon / Core / Guay (2011) berücksichtigen in ihrer Studie zu Unterschieden in der Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Großbritannien und den USA in den Jahren 1997 und 2003 die Performancebedingungen nicht bei der Bewertung. Sie diskutieren, dass der Wert der aktienbasierten Vergütung in Großbritannien daher tendenziell geringer sei, als von ihnen gemessen. Fernandes et al. (2013) übernehmen für einen Vergleich der CEO-Vergütungen in den USA im Jahr 2006 mit den CEO-Vergütungen in 27 Ländern, darunter auch Deutschland, Frankreich und vor allem Großbritannien, die Vergütungsdaten für die CEOs der nicht-US-amerikanischen Unternehmen aus der BoardEx-Datenbank. In dieser Datenbank werden die aktienbasierten Komponenten zum Geschäftsjahresende und nicht zum Gewährungszeitpunkt bewertet, und zwar basierend auf der maximal gewährten Anzahl. Performancebedingungen werden auch hier nicht berücksichtigt.

Die Performancebedingungen bei den von den oben genannten Studien betrachteten Aktienoptionsplänen außer Acht zu lassen, kann meines Erachtens im Einzelfall zu einer Fehleinschätzung führen. So wird in Conyon / Murphy (2000) nicht untersucht, ob bei den 20% der Unternehmen, die die EPS-Vorgabe nicht erreicht haben, die Optionen im oder aus dem Geld waren. Auch kann der „typische Plan“ nicht ausschließen, dass viele Unternehmen anspruchsvollere Ziele gesetzt haben und für einzelne Unternehmen ein solches typisches Ziel eventuell sogar ex ante sehr herausfordernd war. Darüber hinaus deutet auch der Vergleich anderer Studien darauf hin, dass die Performancebedingungen über die Jahre anspruchsvoller geworden sind. Carter / Ittner / Zechman (2009) untersuchen die aktienbasierten Vergütungskomponenten im Jahr 2002 der Unternehmen im FTSE 350. Sie beschreiben die typischen Vesting-Funktionen der Unternehmen: Absolute Vesting-Bedingungen auf EPS-Basis waren typischerweise für Optionspläne und relative TSR-Performancebedingungen typischerweise für Performance Shares implementiert. Die Autoren untersuchen, wie viele der in 2002 gewährten Aktien und Optionen im Jahr 2005 tatsächlich ausübbar wurden: 30% der

²⁸⁰ Die Performancebedingung hat damit einen geringeren Einfluss auf den Wert der Option. Allerdings haben solche Optionen typischerweise eine Laufzeit von zehn Jahren, die Performancemessung zur Bestimmung, ob die Optionen wertlos verfallen, erfolgt jedoch meist bereits nach zwei bis drei Jahren. Bei hoher Volatilität könnte eine Option also auch bei einem Verfall aufgrund des Nichterreichens bspw. einer Gewinnhürde, noch einen hohen Zeitwert haben.

Aktien und Optionen verfallen komplett, 25% werden nur teilweise, 45% vollständig ausübbar. Bei den teilweise ausübbaaren Plänen mit relativer Performancebedingung beträgt die ausübbaare Anzahl im Verhältnis zur maximalen Anzahl im Mittelwert 60% (Median: 55%). Bei denen Plänen mit absoluter Performancemessung liegt der Prozentsatz der ausübbaaren Aktien und Optionen im Mittelwert bei 61% (Median: 66%). Insgesamt ist die Ausübbaarkheit bei relativen Plänen (Median: 57%) kleiner als bei absoluten Plänen (Median: 67%). Zwar erheben Conyon / Peck / Read / Sadler (2000) für ihr Sample Mitte der 1990er Jahre keine tatsächlichen Vesting-Quoten, sondern stellen lediglich die typischen Performancebedingungen der durchschnittlichen EPS-Performance gegenüber, sodass deren Ergebnisse nicht direkt mit denen von Carter / Ittner / Zechman (2009) vergleichbar sind. Nichtsdestotrotz scheinen die in britischen Unternehmen für die aktienbasierten Pläne angesetzten Performancebedingungen von Mitte der 1990er Jahre bis zum Jahr 2002 anspruchsvoller geworden²⁸¹, die Performancebedingungen inzwischen also durchaus bindend zu sein. Eine Bewertung der Pläne nehmen Carter / Ittner / Zechman (2009) allerdings nicht vor. Festzuhalten ist, dass die Ausgestaltung der in ihrer Studie beschriebenen Performance Shares den in dieser Studie betrachteten Performancebedingungen der Jahre 2006 bis 2009 in den Unternehmen des FTSE 100 stark ähneln. Eine Einpreisung der Performancebedingungen in die Bewertung der gewährten Aktien und Optionen erscheint für die Bewertung der Managervergütungen in dieser Studie daher notwendig.

Ein Ansatz, um die Performancebedingungen in die Bewertung einzubeziehen, ist die **Berücksichtigung einer Zielperformance**. Core / Holthausen / Larcker (1999) nutzen die Daten einer Vergütungsberatung zu US-Unternehmen der Jahre 1982 bis 1984. Sie bewerten Performance Shares, indem sie den Kurswert der Aktien bei Gewährung mit der Anzahl der Performance Shares multiplizieren, die bei Erreichung der Zielperformance zugeteilt werden. Sie nehmen also an, dass die Unternehmen die erwartete Performance als Zielperformance ansetzen²⁸². Wenn das der Fall ist, so gleicht dies einem Abschlag auf den Wert der maximalen Anzahl der gewährten Performance Shares. Eichholtz / Kok / Otten (2008) bewerten für ihre Studie zur Managementvergütung zwischen 1998 bis 2003 in britischen Immobiliengesellschaften die aktienbasierten Vergütungskomponenten mit zusätzlichen Performancebedingungen ohne Abschläge. Sie beziehen sich dabei auf Core / Holthausen /

²⁸¹ Der 1995 veröffentlichte Greenbury Report fordert explizit Performancebedingungen für Aktienoptionspläne und relative Performancebedingungen für Restricted Stock (vgl. Greenbury (1995), Paragraphen 6.30, 6.38, 6.39).

²⁸² Vgl. Core / Holthausen / Larcker (1999, S. 378), für die Diskussion dieser Annahme sowie die dort angegebene Literatur.

Larcker (1999) und nehmen an, dass die Performanceziele der jeweils erwarteten Performance entsprechen. Leider fällt die Diskussion der Autoren zu dieser Annahme sehr kurz aus. Auch beschreiben sie weder die Art der Performancebedingungen noch die Vesting-Regeln, die in ihrem Sample verwendet werden. Sie verwenden im Gegensatz zu Core / Holthausen / Larcker (1999) die Geschäftsberichte der Unternehmen als Datengrundlage. Für die von ihnen verwendete Bewertung benötigen sie neben den Performancezielen aber zumindest die dazu gehörige Anzahl der ausübbar werdenden Aktien bzw. Optionen. In den Geschäftsberichten der Jahre 2006 bis 2009, die dieser Studie zugrunde liegen, werden in fast keinem Unternehmen Angaben dazu gemacht. Im Regelfall wird die maximale Anzahl der Aktien und Optionen angegeben, in wenigen Fällen kann die angegebene Anzahl von null bis über 100% variieren. Außerdem gibt es bei den oben beschriebenen Vesting-Bedingungen der Unternehmen im FTSE 100 von 2006 bis 2009 keine Zielperformance, sondern allenfalls eine Mindestperformance und eine Performance, ab der alle Aktien bzw. Optionen ausübbar werden. Der Ansatz, einen Zielwert auf Basis einer Zielanzahl von Aktien zu verwenden, scheidet als Möglichkeit für diese Studie daher aus. Dieser Ansatz wird auch in keiner mir bekannten anderen Studie zur Managementvergütung in Großbritannien für den gleichen Zeitraum verwendet.

Conyon / Murphy (2000) verwenden zur Bewertung von im Rahmen von LTIS gewährten Aktien in Großbritannien einen **pauschalen Abschlag** von 20% auf den Aktienkurs bei Gewährung, sofern Performancebedingungen vorgesehen sind. Sie beschreiben nicht, welche Performancebedingungen für die betrachteten Pläne vorliegen. Die Autoren diskutieren auch nicht, auf welcher Basis sie die Höhe dieses Abschlags festgelegt haben.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Analyse der empirischen Literatur keine klare Aussage dazu liefert, wie die in dieser Studie betrachteten mit Performancebedingungen versehenen Aktien und Optionen bewertet werden können²⁸³. Dies liegt u. a. daran, dass sich die Aktien- und Optionspläne der Jahre 2006 bis 2009 hinsichtlich Art und Anspruch der Performancebedingungen stark von denen früherer Jahre unterscheiden. Darüber hinaus sind Ansätze wie die Verwendung von Zielperformance und Zielanzahl aufgrund der verfügbaren

²⁸³ Buck / Bruce / Main / Udueni (2003) nehmen für ein Sample von 287 britischen Unternehmen im Geschäftsjahr 1997/98 eine aufwändige Bewertung jedes einzelnen LTIS vor. Sie bewerten jedoch den Wert des im selben Jahr und in den Vorjahren gewährten LTIS zum Geschäftsjahresende, nicht zum Zeitpunkt der Gewährung, indem sie die bis zum Geschäftsjahresende realisierte Performance fortschreiben und den so ermittelten Wert auf die Jahre der Performancefrist verteilen. Für eine Bewertung zum Zeitpunkt der Gewährung ist dieser Bewertungsansatz nicht geeignet. Buck / Bruce / Main / Udueni (2003) wollen unter anderem die Abhängigkeit der Gesamtvergütung der Executive Directors von der TSR-Performance messen. Ihr Ansatz berücksichtigt dabei nicht die Wertentwicklung vom Zeitpunkt der Gewährung des LTIS bis zum Geschäftsjahresende des Gewährungsjahres.

Daten nicht möglich. Grundsätzlich erscheint es aber notwendig, die Performancebedingungen bei der Bewertung zu berücksichtigen. Die Verwendung eines pauschalen Abschlags zur Bewertung der mit Performancebedingungen versehenen Aktien und Optionen bleibt als Ansatz für diese Studie zu prüfen. Für Aktien und Optionen mit nicht-marktbasierten Performancebedingungen werde ich einen pauschalen Abschlag auf den Kurs- bzw. Black-Scholes-Wert der Aktien und Optionen anhand einer Analyse der tatsächlichen Vesting-Quoten der betrachteten Pläne in Kapitel 5.3.5 diskutieren. Für die Fälle, in denen den Geschäftsberichten kein Fair Value der gewährten Aktien und Optionen mit marktbasierter Performancebedingungen entnommen werden kann, diskutiere ich in Kapitel 5.3.4 ein vereinfachtes Bewertungsverfahren.

5.3.4 Diskussion einer vereinfachten Bewertung für Aktien und Optionen mit relativen, marktbasierter Vesting-Bedingungen

In einigen Fällen sind die Fair Values nicht in den Geschäftsberichten angegeben, sondern lediglich die im Bewertungsmodell verwendeten Annahmen zu Aktienkursvolatilität, risikolosem Zins und Dividendenerwartungen. Für diesen Fall möchte ich hier eine recht einfache Bewertungsmethode vorschlagen: Fast alle marktbasierter Performancebedingungen bei Performance Shares der in dieser Studie untersuchten Unternehmen basieren auf dem TSR-Ranking des Unternehmens relativ zu einer Benchmarkgruppe. Ich möchte stark vereinfachend annehmen, dass die Aktienkursentwicklung und die Wahrscheinlichkeitsverteilung über die Anzahl ausübbar werdender Aktien unabhängig voneinander sind. Ich werde dies später diskutieren. Gegeben diese Annahme kann die erwartete Anzahl der ausübbar werdenden Anteile mit dem Aktienkurs (oder dem Black-Scholes-Wert gewährter Optionen) bei Gewährung multipliziert werden. Zur Bestimmung der erwarteten Anzahl ausübbarer Anteile müsste die Wahrscheinlichkeitsverteilung über die einzelnen Positionen bekannt sein. Da die Vesting-Regeln in den Vergütungsberichten angegeben werden und wenige Varianten davon existieren, wäre dann eine relativ einfach zu implementierende Bewertung möglich.

Ich schlage vor, für die Wahrscheinlichkeitsverteilung über den erreichten Rang in der Benchmarkgruppe eine **Gleichverteilung** anzunehmen. Für ein Rechenbeispiel verwende ich die oben vorgestellten typischen Vesting-Regeln mit 25% Vesting ab Erreichen der Median-Performance, 100% Vesting ab Erreichen der TSR-Performance des oberen Quartils und linearem Verlauf dazwischen. Unter der Annahme gleichverteilter Wahrscheinlichkeiten für die einzelnen Positionen (und zur Vereinfachung einer stetigen Verteilung) ergibt sich der

Erwartungswert der ausübbarer Anzahl an Aktien in Prozent der maximalen Anzahl wie folgt:

$$E[\text{ausübbar e Aktien}] = 0,5 \cdot 0 + 0,25 \cdot \left(0,25 + \frac{(1 - 0,25)}{2}\right) + 0,25 \cdot 1 = 40,625\% .$$

Die Annahme der Gleichverteilung möchte ich im Folgenden kurz diskutieren. Geht man davon aus, dass das betrachtete Unternehmen und die Vergleichsunternehmen ein ähnliches Risiko aufweisen und die Aktien dieser Unternehmen zum Zeitpunkt der Gewährung der Anteile fair am Markt bewertet sind, dann hätten die Unternehmen dieselben Voraussetzungen, eine entsprechende Rendite zu erzielen. Die Gleichverteilungsannahme sollte in dem Fall die tatsächliche Verteilung recht gut approximieren. Da es nur auf die Reihenfolge der Unternehmen im TSR-Ranking und nicht auf die Höhe der Abstände in der TSR-Performance zueinander ankommt, müsste im Erwartungswert jeder Rang die gleiche Wahrscheinlichkeit haben²⁸⁴. Entsprechend könnten die Performance Shares bewertet werden, indem der Aktienkurs bei Gewährung mit der erwarteten ausübbarer Anzahl multipliziert wird. Bei Durchführung einer solchen Bewertung kommt im Durchschnitt eine erwartete Anzahl ausübbarer Anteile in Höhe von etwa 40% der maximalen Anzahl heraus. Ein Abschlag von lediglich 20% auf den Marktwert von Anteilen mit solchen Performancebedingungen, wie er bspw. in Conyon / Murphy (2000) auf Aktienpläne mit Performancebedingungen pauschal angewandt wird, führt für die Art der Aktienpläne, die ich in dieser Studie betrachte, demnach zu Überbewertungen.

Mit der Annahme der Gleichverteilung ignoriere ich jedoch den Einfluss bestimmter Parameter wie der **Volatilität des Aktienkurses** oder der **Korrelation der Aktienrendite** des Unternehmens mit den Renditen der Vergleichsunternehmen. Denn eine relativ zu den Vergleichsunternehmen sehr hohe Volatilität erhöht die Wahrscheinlichkeit für sowohl besonders gute sowie besonders schlechte Performance. Eine relativ niedrige Volatilität dürfte die Wahrscheinlichkeit für mittlere Ränge erhöhen. Je nach Vesting-Regel ist daher die zu erwartende Anzahl an ausübbar werdenden Optionen von der Volatilität abhängig. Wenn das Vesting (zumindest ab Erreichen der Median-Performance) linear verläuft, hat die Volatilität (sofern die Verteilung symmetrisch um den Median verläuft) keine Auswirkungen auf den erwarteten Platz im Ranking und damit die zu erwartende Anzahl ausübbarer Optionen. In den meisten Fällen ist der Verlauf jedoch, wie im Beispiel beschrieben, nur stückweise linear

²⁸⁴ Eine pauschale Bewertung, die systematisch eine höhere Wahrscheinlichkeit auf höhere Ränge legen würde, würde zu Verzerrungen führen müssen, da jeder Rang nur einmal belegt werden kann.

und bereits ab einem Rang im oberen Quartil oder Quintil wird die maximale Anzahl der Optionen ausübbar. Der „Wert“ des Vesting-Schedules (also die zu erwartende Anzahl ausübbarer Optionen) steigt dann mit der Volatilität des Unternehmens relativ zu den Benchmark-Unternehmen bzw. den Unternehmen im Vergleichsindex²⁸⁵.

Ein weiterer Nachteil, diese vereinfachte Vorgehensweise anzuwenden, liegt im Einfluss der **Korrelation zwischen dem Eintritt des Vestings und dem zugrunde liegenden Wert der Aktien** und Optionen auf die Bewertung. Cuny / Jorion (1995) zeigen, dass bei Aktienoptionen, deren ausübbare Anzahl vom absoluten Aktienkurs abhängt, die simple Multiplikation des Black-Scholes-Wertes mit der erwarteten Anzahl ausübbarer Optionen den tatsächlichen Wert unterschätzt. Das liegt daran, dass die Wahrscheinlichkeit, dass die Performancehürde überschritten wird, und der Wert der einzelnen Option positiv miteinander korrelieren. Die in dieser Studie betrachteten Performance Shares und performancebasierten Aktienoptionspläne weisen in der Regel keine absoluten marktbasieren, sondern relative marktbasierter Performancebedingungen auf. Trotzdem wird die Wahrscheinlichkeit für das Erreichen einer im Vergleich zu den Benchmarkunternehmen besseren TSR-Performance mit einem höheren (Kurs-)Wert der ausübaren Performance Shares positiv korrelieren. Die Korrelation sollte allerdings geringer ausfallen, da bspw. ja sogar ein fallender, im Vergleich zur Benchmark aber immer noch besserer Kurs die Aktien ausübbar werden lassen kann. Nichtsdestotrotz bedeutet das, dass die Abschätzung des Wertes der Performance Shares mit marktbasieren Performancebedingungen über die oben diskutierte Gleichverteilungsannahme den Wert der Aktien und Optionen tendenziell unterschätzt. Auch für Aktien und Optionen mit nichtmarktbasieren Performancebedingungen ist das Ergebnis aus Cuny / Jorion (1995) relevant, da bspw. die Gewinnentwicklung des Unternehmens und die Kursentwicklung in der Regel positiv miteinander korreliert sein werden²⁸⁶.

Für 156 von 287 Performance-Share-Pläne konnte ein Fair Value aus den Geschäftsberichten entnommen werden. Ein Abgleich der Fair Values für diese Pläne mit den Bewertungen auf Basis der oben diskutierten vereinfachten Methode zeigt, dass die vereinfachte Methode bei diesen 156 Plänen im Durchschnitt einen Wert in Höhe von 88,6% (1. Quartil: 69,2%; Median

²⁸⁵ Bei einer Performancebedingung relativ zu einem Index spielt das ebenso eine Rolle. Hier ist der absolute Abstand zum (gewichteten) Schnitt der Renditen der Vergleichsunternehmen von Bedeutung. Bei höherer Volatilität der Rendite im Vergleich zu den Benchmark-Unternehmen sind die Renditevorgaben eher erreichbar. Die Renditevorgaben können selbstverständlich die Volatilitätsverhältnisse berücksichtigen. Einige Unternehmen geben auch an, dass eine bestimmte Renditevorgabe einer bestimmten Wahrscheinlichkeit oder einem bestimmten Rang entspricht.

²⁸⁶ Zur Korrelation zwischen Gewinn und Aktienkurs vgl. bspw. Murphy (1999, S. 30), Garvey / Milbourn (2000).

84,4%; 3. Quartil: 101,4%) des im Geschäftsbericht angegebenen Fair Value liefert. In der Regel führt die Anwendung dieser Bewertung also zu einer zu niedrigen Bewertung. Die Schwankung ist relativ groß, führt im Durchschnitt allerdings zu einer meines Erachtens akzeptablen Bewertung. In Ermangelung alternativer Bewertungsmöglichkeiten habe ich die oben diskutierte vereinfachte Bewertungsmethodik auf die 131 Aktien- und Optionspläne mit relativen, marktbasieren Performancebedingungen in den FTSE-100-Unternehmen angewendet, für die kein Fair Value im Geschäftsbericht angegeben ist. Falls die Vesting-Bedingung die Erreichung bzw. Überschreitung der TSR-Rendite eines Index um eine bestimmte Anzahl von Prozentpunkten vorsieht, also kein Ranking innerhalb der Vergleichsgruppe, kann ich mit der vorgeschlagenen Methode keine Bewertung vornehmen. Wenn in solch einem Fall kein Fair Value aus dem Geschäftsbericht ermittelt werden konnte, habe ich eine Bewertung so durchgeführt, als ob die oben beschriebenen typischen Vesting-Bedingungen vorliegen würden²⁸⁷.

5.3.5 Herleitung eines pauschalen Abschlags auf Basis der tatsächlichen Vesting-Quoten in den Unternehmen des FTSE 100

Ich möchte in diesem Kapitel die Vesting-Quoten der Aktien- und Optionspläne der britischen Unternehmen analysieren, ähnlich wie es Carter / Ittner / Zechman (2009) für die in 2002 ausgegebenen Performance Shares getan haben, um daraus die Höhe eines möglichen pauschalen Abschlags abzuleiten. In Tabelle 2 sind die tatsächlichen Vesting-Quoten der in den Jahren 2005 bis 2008 gewährten Aktien mit Performancebedingungen abgebildet. Ich habe Performance-Share-Pläne ohne Eigenbeteiligung (PSP) und solche mit Eigenbeteiligung (Stock Matching Plans, SMP) zusammen abgebildet. Die Daten zum tatsächlichen Vesting sind bei den britischen Unternehmen zumeist in den Vergütungsberichten im Text angegeben. Wenn nicht, dann können sie im Regelfall aus den detaillierten tabellarischen Übersichten zu den an die Executive Directors gewährten Aktien und Optionen errechnet werden²⁸⁸.

²⁸⁷ Bei United Utilities Group PLC werden die Performancebedingungen ab dem Geschäftsjahr 2007/08 von einem TSR-Ranking auf einen Index-Vergleich umgestellt. Ab einer Überschreitung der Index-Performance um 12 Prozentpunkte werden alle Performance Shares ausübbar. Dies ist laut Geschäftsbericht gleichbedeutend mit einem Ranking im oberen Quartil der Vergleichsgruppe (vgl. United Utilities Group PLC, Annual Report and Financial Statements for the year ended 31 March 2010, S. 45). Dies kann darauf hindeuten, dass bei Vergleich mit einer Index-Performance die Zielgrößen der Performance so kalibriert werden, dass sie den auf dem TSR-Ranking basierenden Plänen ähneln.

²⁸⁸ In wenigen Fällen sind keine Daten zum Vesting bestimmter Pläne verfügbar, in der Regel wenn die Pläne aus anderen Gründen verfallen sind. Aus diesem Grund gibt es weniger Pläne, die bzgl. der Vesting-Quoten ausgewertet werden können, als ausgegeben wurden.

Tabelle 2: Vesting der Aktienpläne in den FTSE-100-Unternehmen

Aktienprogramme mit Performancebedingungen	Nur relative BMG	Nur absolute BMG	Kombination rel./abs. BMG	Summe
Gewährung in 2005				
Anzahl Programme PSP/SMP	35 (47%)	22 (29%)	18 (24%)	75
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	35 (47%)	22 (29%)	18 (24%)	75
Anteil 100% Vesting-Quote	22,9%	81,8%	33,3%	42,7%
Anteil teilweises Vesting	57,1%	13,6%	55,6%	44,0%
Anteil 0% Vesting	20,0%	4,5%	11,1%	13,3%
Durchschnittl. Vesting-Quote	52,4%	93,9%	66,8%	72,1%
Gewährung in 2006				
Anzahl Programme PSP/SMP	40 (40%)	23 (23%)	37 (37%)	100
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	37 (39%)	22 (23%)	35 (37%)	94
Anteil 100% Vesting-Quote	16,2%	59,1%	34,3%	33,0%
Anteil teilweises Vesting	37,8%	31,8%	60,0%	44,7%
Anteil 0% Vesting	45,9%	9,1%	5,7%	22,3%
Durchschnittl. Vesting-Quote	39,9%	82,7%	74,5%	62,8%
Gewährung in 2007				
Anzahl Programme PSP/SMP	35 (32%)	32 (29%)	44 (40%)	111
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	31 (30%)	31 (30%)	42 (40%)	104
Anteil 100% Vesting-Quote	9,7%	48,4%	26,2%	27,9%
Anteil teilweises Vesting	51,6%	22,6%	59,5%	46,2%
Anteil 0% Vesting	38,7%	29,0%	14,3%	26,0%
Durchschnittl. Vesting-Quote	39,2%	60,4%	60,5%	54,1%
Gewährung in 2008				
Anzahl Programme PSP/SMP	30 (27%)	32 (29%)	50 (45%)	112
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	24 (26%)	25 (27%)	42 (46%)	91
Anteil 100% Vesting-Quote	13,8%	48,0%	19,4%	25,6%
Anteil teilweises Vesting	34,5%	16,0%	77,8%	46,7%
Anteil 0% Vesting	34,5%	36,0%	19,4%	28,9%
Durchschnittl. Vesting-Quote	39,5%	61,3%	53,8%	52,1%
Gewährung 2005-2008				
Anzahl Programme PSP/SMP	140 (35%)	109 (27%)	149 (37%)	398
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	127 (35%)	100 (27%)	137 (38%)	364
Anteil 100% Vesting-Quote	16,5%	58,0%	26,3%	31,6%
Anteil teilweises Vesting	47,2%	21,0%	61,3%	45,3%
Anteil 0% Vesting	36,2%	21,0%	12,4%	23,1%
Durchschnittl. Vesting-Quote	43,1%	72,9%	62,8%	59,5%

Datenbasis: Tatsächliche Vesting-Quoten der in den Geschäftsjahren 2005 bis 2008 an die Executive Directors der untersuchten Unternehmen des FTSE 100 als Performance-Share-Pläne (PSP) oder Share-Matching-Pläne (SMP) gewährten Aktien. Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen.

Ich unterscheide die Aktienpläne anhand der für die Vesting-Bedingung gewählten Bemessungsgrundlagen in Planvarianten mit ausschließlich relativen, marktbasieren Bemessungsgrundlagen²⁸⁹ (zumeist ein relativer TSR), solche mit ausschließlich absoluten,

²⁸⁹ Performance Shares mit ausschließlich relativen aber nicht marktbasieren Bemessungsgrundlagen gibt es in den Jahren 2005-2008 nicht.

nicht-marktbasierten Bemessungsgrundlagen²⁹⁰ (EPS, ROCE, EBIT etc.) und Pläne, deren Vesting-Quoten multiplikativ oder additiv aus einer Kombination beider Varianten abhängen²⁹¹. Die Programme haben in der Regel eine Performancelaufzeit von drei Jahren, die Performancemessung für die in 2005 gewährten Aktien lief also meistens bis 2007 (bspw. bei EPS-Steigerung gegenüber Jahresende 2004 als Performancemaß) oder 2008 (bspw. bei relativer TSR-Entwicklung vom Tag der Gewährung in 2005 über drei Kalenderjahre bis 2008).

Tabelle 2 zeigt, dass – über alle Planvarianten hinweg – je nach betrachtetem Jahr nur 25,6 bis 42,7 Prozent der in den FTSE-100-Unternehmen gewährten Performance Shares (PSP) und Matching Shares (SMP) nach Ablauf der Performanceperiode voll ausübbar wurden. Zwischen 13,3 und 28,9 Prozent der Aktien verfielen komplett. Die durchschnittlichen Vesting-Quoten liegen zwischen 52,1% (Gewährung in 2008) und 72,1% (Gewährung in 2005). Hier zeigt sich der Einfluss der Krisenjahre auf das Vesting der Aktien. Im Durchschnitt werden nur 59,5% der in den Jahren 2005 bis 2008 gewährten Aktien ausübbar. Lediglich 31,6% der Pläne weisen die maximale Vesting-Quote auf, 45,3% der Pläne werden teilweise ausübbar, und bei 23,1% der Pläne verfallen sämtliche Aktien aufgrund der Nichterreicherung der Mindestperformancehürden²⁹².

Bemerkenswert ist, dass Aktien mit relativen (i.d.R. marktbasieren) Performancebedingungen deutlich geringere Vesting-Quoten aufweisen als solche mit absoluten (i.d.R. rechnungslegungs-basierten) Performancebedingungen. Die durchschnittliche Vesting-Quote bei Programmen, die relative und absolute Performancebedingungen kombinieren, liegt dazwischen. So werden im Durchschnitt 72,9% der in den Jahren 2005 bis 2008 mit absoluten, nicht-marktbasierten Performancebedingungen gewährten Aktien ausübbar. Bei den Aktienplänen mit relativen, marktbasieren Bemessungsgrundlagen sind es bloß 43,1%. 58% der Aktienpläne mit absoluten Bemessungsgrundlagen werden zu 100% ausübbar gegenüber nur 16,5% der Aktienpläne mit relativen Performancebedingungen.

²⁹⁰ Es gibt unter den von 2005 bis 2008 gewährten Aktien und Optionen nur jeweils einen Plan im Jahr 2007 und 2008 von Performance Shares mit ausschließlich absoluten und gleichzeitig marktbasieren Bemessungsgrundlagen. Dieser Einfluss ist zu vernachlässigen.

²⁹¹ Das Vesting von Performance Shares mit Kombinationen mehrerer Bemessungsgrundlagen ist oftmals nicht für die einzelnen Bemessungsgrundlagen angegeben. Daher nehme ich keine Trennung vor in den Teil der Pläne mit absoluten und den mit relativen Bemessungsgrundlagen.

²⁹² Bei den von Carter / Ittner / Zechman (2009) untersuchten Aktien- und Optionsplänen, die im Jahr 2002 gewährt wurden, wurde mit 45% ein größerer Teil der Pläne voll ausübbar, dagegen verfielen mit 30% auch mehr Pläne vollständig als bei den in dieser Studie untersuchten Plänen der Jahre 2005 bis 2008.

Dass die durchschnittliche Vesting-Quote der Pläne mit relativen Bemessungsgrundlagen unter 50% liegt, ist einleuchtend, wenn man die typische Ausgestaltung betrachtet, bei der bis zum Erreichen der Median-Performance einer Vergleichsgruppe alle Aktien verfallen und bei Median-Performance nur 25 oder 30% der Aktien ausübbar werden. Wie in Kapitel 5.3.4 diskutiert, liegt der Erwartungswert der Vesting-Quote bei Annahme einer Gleichverteilung dann bei etwa 40%. Das Ergebnis der Analyse der durchschnittlichen Vesting-Quoten stützt diese vereinfachte Form der Bewertung zumindest bezüglich der erwarteten Anzahl ausübbar werdender Aktien²⁹³. Die absoluten Performancebedingungen erscheinen vor dem Hintergrund dieser deskriptiven Untersuchung im Schnitt „weniger anspruchsvoll“. Das kann allerdings daraus noch nicht geschlossen werden. Einzelne Unternehmen mit additiv verknüpfter Kombination aus absoluten rechnungslegungs-basierten und relativen markt-basierten Bemessungsgrundlagen weisen durchaus auch eine bessere Performance bezüglich der relativen Ziele auf, wohingegen sie die absoluten Ziele nicht erreichen. Zudem haben die absoluten, zumeist rechnungslegungs-basierten Ziele als Bemessungsgrundlage auch einen stärkeren Entscheidungsbezug. Das Management kann daher stärker selbst darauf hinwirken, dass die Ziele erreicht werden. Denn Gewinnziele bspw. können aus der Unternehmensplanung abgeleitet werden, wohingegen die Aktienkursentwicklung relativ zu einer Vergleichsgruppe kaum abschätzbar sein wird. Die höheren Vesting-Quoten bei den absoluten Plänen können daher auch so kalibriert sein, dass die erwartete Gesamtvergütung ein gewünschtes Niveau erreicht. Und das Anreizniveau kann bewusst so gesetzt sein, dass die Erreichung der maximalen Ziele gut möglich ist²⁹⁴.

Die Vesting-Quoten nehmen bei den Plänen mit absoluten Bemessungsgrundlagen im Zeitverlauf stark ab. Die über die betrachteten Jahre sinkenden Gewinne wirken sich also auch auf die Vesting-Quoten aus. Möglich ist auch, dass einzelne Unternehmen über die Jahre zusätzlich anspruchsvollere Ziele vorgegeben haben oder dass – im Gegenteil – weniger anspruchsvollere Ziele gesetzt wurden, der Effekt daraus auf die tatsächlichen Vesting-Quoten aber durch die Finanz- und Wirtschaftskrise überlagert wurde. Die Vesting-Quoten der Pläne mit relativen markt-basierten Performancebedingungen bleiben ab den in 2006 gewährten Plänen stabil auf einem Niveau von knapp 40%. Grundsätzlich sollten Pläne mit relativen Bemessungsgrundlagen auch nicht auf allgemeine Marktentwicklungen reagieren.

²⁹³ Vergleiche aber auch die Diskussion zum Einfluss der Korrelation zwischen Aktienkurs und Vesting der Aktien bzw. Optionen auf die Bewertung in Kapitel 5.3.4.

²⁹⁴ Eine interessante Fragestellung ist meines Erachtens, ob bestimmte Parameter der Corporate Governance oder gewisse Einflussfaktoren auf einen optimalen Anreizvertrag wie das Unternehmensrisiko einen Einfluss auf die Wahl der Performancebedingungen haben.

Veränderungen der Vesting-Quoten könnten trotzdem aufgrund der gewählten Vergleichsgruppen auftreten, denn die Benchmark-Unternehmen der betrachteten Pläne bestehen nicht aus den jeweils anderen FTSE-100-Unternehmen und die Zusammensetzung der Peer-Group wird zwischenzeitlich auch verändert. Zudem hat eine Veränderung der Ausgestaltung der Vesting-Funktion (Vesting-Quote bei Median-Performance, maximale Performance etc.) auch Auswirkungen auf die Vesting-Quoten. Es lässt sich beobachten, dass der Anteil der Programme mit rein relativen Performancebedingungen über die Jahre zurückgeht. Dieser Trend setzt sich auch bis 2009 fort. Aktienpläne mit Kombinationen aus relativen und absoluten Bemessungsgrundlagen nehmen dafür über die Jahre zu.

Zu beachten ist, dass ich bei den erhobenen Daten zu den Vesting-Quoten alle in den FTSE-100-Unternehmen erhobenen Pläne unabhängig voneinander betrachte. Es tritt auch häufig der Fall auf, dass ein Unternehmen die Performancebedingungen der einzelnen Aktienpläne mit unterschiedlichen Bemessungsgrundlagen oder auch unterschiedlichen Zielausprägungen gestaltet. Hier liegt dann eine Kombination verschiedener Bemessungsgrundlagen innerhalb des Vergütungssystems vor, die ich auf Einzelplanebene nicht erfasse. In dieser Studie erfasse ich die Vesting-Quoten unter der Bezeichnung „Kombination“, wenn Unternehmen *innerhalb eines einzelnen Plans* eine Kombination aus relativen und absoluten Bemessungsgrundlagen verwenden. Ich untersuche nicht, ob die Vesting-Quoten von Aktienplänen für CEOs davon abhängen, ob nur ein Aktienplan oder mehrere Aktienpläne mit eventuell unterschiedlichen Bemessungsgrundlagen gewährt werden. Dies kann grundsätzlich eine Rolle spielen, wenn eine nachträgliche Beurteilung des Anspruchsniveaus der Performancebedingungen als abhängige oder unabhängige Variable in ein Modell einfließen soll. Das Anspruchsniveau spielt auch eine Rolle bei der Bewertung einzelner Aktien- und Optionspläne. Ich möchte jedoch lediglich eine Abschätzung für die Höhe eines *pauschalen* Abschlags auf den Kurswert der Aktien bzw. den Black-Scholes-Wert der Optionen vornehmen. Eine planspezifische Bewertung dieser Abschläge soll aus bereits diskutierten Gründen nicht erfolgen.

Die Vesting-Quoten für die Optionsprogramme mit absoluten Bemessungsgrundlagen zeigen eine ähnliche Tendenz (vgl. Tabelle 33 im Anhang). In Tabelle 34 im Anhang weise ich die Ergebnisse zu den tatsächlichen Vesting-Quoten für Aktien- und Optionspläne daher zusammen aus. Mit den Ergebnissen zum tatsächlichen Vesting der Performance Shares und Aktienoptionen soll ein **pauschaler Wertabschlag für nicht-marktbasierte Performancebedingungen** gebildet werden. Diesen wende ich auf alle Aktien oder Aktienoptionen in

Unternehmen des FTSE 100 an. Ich werde in Ermangelung ausreichender Daten für DAX- und MDAX-Unternehmen, Unternehmen des CAC 40 und ATX auch bei diesen Unternehmen den gleichen Abschlag anwenden, wenn dort Aktien oder Optionen mit rechnungslegungs-basierten Performancebedingungen gewährt werden. Die durchschnittliche Vesting-Quote bei Plänen mit ausschließlich absoluten Bemessungsgrundlagen liegt im Durchschnitt der Jahre 2005 bis 2008 bei leicht unter 72,4%. Ich sehe diese Vesting-Quote als Wertuntergrenze an. Damit berücksichtige ich die in Kapitel 5.2.2.4 bereits beschriebene Argumentation von Cuny / Jorion (1995): Aktien oder Optionen werden tendenziell dann verfallen, wenn sie weniger wert sind, bzw. sie werden in den Fällen, in denen die Performancehürden erreicht wurden, auch mehr wert sein. Das sollte bei den üblichen Performancebedingungen auf Basis von Gewinn- und Renditekennzahlen aufgrund der positiven Korrelation zwischen diesen Größen und dem Aktienkurs der Fall sein. Der Abschlag auf den Wert sollte daher nicht so groß sein wie der erwartete Anteil verfallender Rechte. Ich werde aus diesem Grund einen pauschalen Abschlag von 20% wählen, die Aktien und Optionen also mit 80% ihres Fair Value bewerten, wenn sie nicht-markt-basierte Performancebedingungen aufweisen. Dieser pauschale Bewertungsabschlag ist durchaus kritisch zu sehen, da keine unternehmensspezifischen Parameter hinsichtlich des Anspruchs der Performancebedingungen einfließen. Da dies, wie weiter oben diskutiert, jedoch kaum möglich ist, führt der pauschale Abschlag jedoch zu einer besseren Bewertung als die pauschale Nichtberücksichtigung solcher Performancebedingungen.

5.4 Diskussion zur Verwendbarkeit der Daten zu den Zusagen zu Altersversorgungsleistungen

Die Verwendung von **Pensionszusagen** als Teil der jährlichen Vorstandsvergütung für empirische Studien ist aus verschiedenen Gründen problematisch. Zum einen ist ein Vergleich von beitrags- und leistungsorientierten Leistungen zur Altersvorsorge schwierig. Zum anderen werden die Möglichkeiten zur Bewertung der unterschiedlich ausgestalteten Pensionszusagen durch die zur Verfügung stehenden Daten teilweise stark begrenzt. Denn die offengelegten Daten zu den Pensionen reichen in den meisten Fällen nicht aus, um eine einheitliche Bewertung vorzunehmen. Während die britischen Unternehmen dazu verpflichtet sind, in standardisierter Form den Wert der Pensionszusage, die Veränderung des Wertes im Geschäftsjahr sowie die Höhe der verdienten Pensionszusage für die einzelnen Executive Directors offenzulegen, gibt es zumindest für den betrachteten Zeitraum der Jahre 2006 bis 2009 keine entsprechend klaren Vorgaben für die deutschen, französischen oder österreichischen Unternehmen. Die Mehrheit der untersuchten deutschen Unternehmen

machen Angaben zu den Pensionszusagen, jedoch nicht in standardisierter Form und in stark unterschiedlichem Detaillierungsgrad. Noch dazu sind Angaben zu jährlichen Pensionsaufwendungen in den Geschäftsberichten aufgrund der der Bewertung zugrunde liegenden Annahmen und aufgrund von Wahlrechten der Rechnungslegung bzw. unterschiedlicher Rechnungslegungsstandards nicht einheitlich ermittelt und können daher nicht ohne weiteres übernommen werden. Die französischen Unternehmen legen kaum individualisierte Zahlen zu den Altersvorsorgeleistungen an die Vorstände offen, die österreichischen Unternehmen machen fast gar keine Angaben zu dieser Vergütungskomponente.

Aus diesem Grund beziehe ich die Pensionen nicht in die Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden ein. Diese Arbeit beschränkt sich darauf, diese Vergütungskomponenten spezifisch für das jeweilige Land zu analysieren, die Schwierigkeiten bei der Interpretation der verfügbaren Daten zu diskutieren und die Bedeutung dieser Vergütungskomponente herauszustellen. Zu diesem Zweck werde ich in diesem Kapitel auf einige Besonderheiten der Behandlung von Pensionsverpflichtungen in der Rechnungslegung eingehen. Es soll dabei kein vollständiger Überblick über die Regelungen der Rechnungslegung zu Pensionen gegeben werden. Meine Ausführungen sollen lediglich die Problematik bei der Aufbereitung und Interpretation der offengelegten Daten zu Pensionen verdeutlichen.

Die Bewertung von Pensionsplänen als Teil der (jährlichen) Vergütung ist je nach Ausgestaltung der Altersvorsorgeleistungen schwierig. Ich unterscheide in der Diskussion zwischen der Bewertung aus Sicht des Unternehmens und derjenigen aus Sicht des Managers. Sofern rein **beitragsorientierte Pensionszusagen** vereinbart wurden, können die jährlichen Beitragszahlungen – aus Sicht des Unternehmens – als Teil der gesamten Kosten der jährlichen Vergütung betrachtet werden, wenn dem Unternehmen darüber hinaus keine weiteren Verpflichtungen entstehen, die zu bewerten wären. Die Beitragszahlungen verhalten sich aus der Sicht des Unternehmens somit wie das zu zahlende Grundgehalt oder die gezahlten Boni. Die Bewertung dieser Zahlungen aus Sicht der Manager kann zwar davon abweichen, da ihnen die Zahlungen aus dem Beitragsplan erst in der Zukunft zufließen²⁹⁵. Hier sind die Präferenzen der Manager hinsichtlich bspw. Zeit und Risiko entscheidend. Um die Vergütungskosten aus der Sicht der Aktionäre bzw. des Unternehmens zu analysieren, wäre es allerdings möglich, die Beitragszahlungen als Teil der Jahresvergütung

²⁹⁵ Gerakos (2010) findet für US-amerikanische CEOs einen Ausgleich zwischen jährlicher Vergütung und Pensionszusagen: Ein Dollar Werterhöhung der Pensionszusage geht mit 0,48 Dollar geringerer jährlicher Vergütung einher.

einzu beziehen, um die Vergütungen der Manager miteinander zu vergleichen. Das gilt auch für Zahlungen an Stelle von Pensionsleistungen. Da diese den Managern direkt zufließen, dürfte die Bewertung aus Sicht der Manager nicht wesentlich von derjenigen aus Sicht der Aktionäre abweichen.

Bei den **leistungsorientierten Pensionsplänen** muss das Unternehmen letztendlich selbst Sorge tragen, wie es die Verpflichtung zu zukünftigen Pensionszahlungen erfüllen kann²⁹⁶. Es kann dafür zwischen verschiedenen Finanzierungsmöglichkeiten wählen, die aufgrund der Vorschriften der Rechnungslegung Auswirkungen auf den Ausweis der Pensionsverpflichtungen und der entsprechenden Aufwendungen im Geschäftsbericht haben. Bei einer sogenannten Direktzusage finanziert das Unternehmen die Zusagen über die Bildung von Pensionsrückstellungen vollständig selbst. Es kann aber auch einen externen Versorgungsträger einschalten und Beiträge überweisen. Nichtsdestotrotz muss das Unternehmen für die Pensionszusagen an den Arbeitnehmer einstehen, wenn die Beiträge an den externen Versorgungsträger und die mit dem Beitragsvermögen erwirtschafteten Erträge nicht ausreichen, die leistungsorientierte Pensionszusage zu erfüllen. Damit trägt das Unternehmen auch in diesem Fall letztlich das versicherungsmathematische und das Anlagerisiko und wird entsprechende Rückstellungen bilden müssen.

Die Bewertung der Altersvorsorgeleistungen bei leistungsorientierten Pensionsplänen als Teil der (jährlichen) Vorstandsvergütung ist mit einigen Schwierigkeiten verbunden. Es besteht das Problem, den Wert der Pensionszusage zum einen zu ermitteln und zum anderen auf das jeweilige Jahr herunter zu brechen. Für die **deutschen** Unternehmen gibt es für die Jahre 2006 bis 2009 keine eindeutigen Vorgaben zur Offenlegung der Pensionszusagen²⁹⁷. Daher gibt es **keine einheitliche Offenlegung** bezüglich der Höhe der zugesicherten zukünftigen jährlichen Pensionszahlung, der jährlichen Pensionsaufwendungen oder des Werts der Pensionszusagen. Einige Unternehmen legen Pensionszusagen nicht individualisiert offen. Bei den österreichischen Unternehmen werden selten verwendbare Zahlen offengelegt, ebenso bei den französischen Unternehmen, auch wenn diese häufig zumindest im Text die Zusagen verbal beschreiben. Die britischen Unternehmen haben eindeutige Vorgaben für leistungsorientierte

²⁹⁶ Ein Teil der folgenden Ausführungen zum Ausweis der Leistungen zur Altersvorsorge und zur Schwierigkeit, diese zu interpretieren, ist Friedl et al. (2009, S. 24-28) entnommen. Da dies meine eigenen Ausführungen sind, verzichte ich auf die Kenntlichmachung in Fällen der wörtlichen Zitierung.

²⁹⁷ Das VorstAG sieht eine individualisierte Offenlegung vor, konkretisiert im DRS 17 (geändert 2010). Die Vorschläge für den Corporate Governance Kodex 2013 sahen zudem die Empfehlung vor, die einzelnen Komponenten der Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen anzugeben (vgl. den Kodex in seiner Fassung vom 15. Mai 2012 mit Vorschlägen aus der Plenarsitzung vom 9. und 31. Januar 2013), wurden aber nur eingeschränkt in die finale Fassung übernommen. Vgl. dazu auch die Ausführungen in Kapitel 3 und am Ende dieses Kapitels 5.4.

Pensionspläne. Sie geben unter anderem die Höhe der Pensionszusage, den Wert der Pensionszusage zu Beginn und zum Ende des Geschäftsjahres und die Veränderung des Wertes exklusive Eigenbeiträge des Managers an.

Im Folgenden möchte ich erläutern, warum der Einbezug der offen gelegten Wertansätze der Rechnungslegung für leistungsorientierte Pensionszusagen in die jährliche Vergütung Schwierigkeiten bereiten kann. Dies betrifft insbesondere die Verwendung der von den **deutschen Unternehmen** angegebenen Pensionsaufwendungen. Wesentliche Komponenten der jährlichen Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen sind der sogenannte Dienstzeitaufwand, der Zinsaufwand und der erwartete Erfolg aus Planvermögen²⁹⁸. Der Wert des Pensionsanspruchs zum Zeitpunkt des Renteneintritts wird etwa nach Internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS)²⁹⁹ gleichmäßig auf die erwarteten Dienstjahre verteilt³⁰⁰. Jedem Jahr wird nun ein gleicher Anteil zugewiesen, allerdings auf das jeweilige Jahr diskontiert. Dieser Anteil ist der Dienstzeitaufwand. Das bedeutet zugleich, dass der Dienstzeitaufwand über die erwartete Dienstzeit kontinuierlich ansteigt, da der einem späteren Jahr zugewiesene Anteil an der Verpflichtung über eine geringere Anzahl von Jahren abgezinst werden muss. Der Zinsaufwand bezieht sich auf die Verzinsung bereits in Vorjahren erdienter Ansprüche, steigt also auch mit den Jahren an. Dieser Anstieg aufgrund reiner Bewertungsvorgaben erschwert die Verwendung der Pensionsaufwendungen für einen Vergleich der Pensionszusagen. So erscheint ein bereits länger tätiges Vorstandsmitglied in vielen Fällen „teurer“ als ein neu eingetretenes. Andererseits fallen keine Dienstzeitaufwendungen mehr an, wenn ein Vorstandsmitglied, etwa aufgrund der langen Zugehörigkeit zum Vorstand, die Maximalzusage für seine Pension bereits erdient hat³⁰¹.

Ein weiteres Problem bei der Verwendung der Zuführungen zu den Rückstellungen für einen Vergleich liegt darin, dass in den einzelnen Jahren starke Schwankungen auftreten können, wenn die Zusagen angepasst werden. Wenn die Versorgungszusage für das begünstigte

²⁹⁸ Als Planvermögen wird das an einen Versorgungsträger übertragene Vermögen bezeichnet.

²⁹⁹ Vgl. die Standards IAS 19 und IAS 26 der International Financial Reporting Standards 2009. Für eine Interpretation vgl. Epstein / Jermakowicz (2009).

³⁰⁰ Die Bewertung der Pensionsverbindlichkeit beruht auf Annahmen im Wesentlichen hinsichtlich der Sterbewahrscheinlichkeit und der gültigen Diskontierungszinssätze sowie auch der Rendite des Planvermögens. Die grundsätzlichen Bewertungsschwierigkeiten sollen in dieser Arbeit nicht diskutiert werden. Dagegen ist die periodenbezogene Abgrenzung der Aufwendungen zur Bildung der Rückstellungen von Bedeutung für den Vergleich jährlicher Vergütungspakete.

³⁰¹ Der Vorstandsvorsitzende der Bayer AG, Werner Wenning, hat mit über 60 Jahren das Pensionseintrittsalter, ab dem die Pension bei Austritt gezahlt würde, bereits erreicht (bei Bayer liegt es bei 60 Jahren). Weitere Dienstzeitaufwendungen fallen hier bspw. nicht mehr an. Die Dienstzeitaufwendungen sind gleich null, lediglich Zinsaufwendungen sind im Geschäftsjahr 2009 angefallen. Dies bildet jedoch auch ab, dass Herr Wenning damit auf die ihm ab dem vollendeten 60. Lebensjahr zustehenden Zahlungen aus der Pensionszusage verzichtet, solange er weiter arbeitet.

Vorstandsmitglied bspw. in Form eines Prozentsatzes des bisherigen Festgehalts nach Überschreiten einer bestimmten Dienstzeit erhöht wird, reichen die in der Vergangenheit gebildeten Rückstellungen nicht aus, um die Versorgungszusagen einhalten zu können. Dies wird dann unter Umständen im betrachteten Jahr für die bereits geleistete Dienstzeit rückwirkend ausgeglichen (sogenannter nachzuverrechnender Dienstzeitaufwand). In dem Jahr resultiert daraus ein überdurchschnittlich hoher Aufwand. Davon zu unterscheiden sind Änderungen in den Bewertungsannahmen, bspw. bezüglich des Zinssatzes. Dies kann im betroffenen Jahr ebenfalls zu wesentlichen Erhöhungen oder gegebenenfalls Teilauflösungen der Rückstellungen führen mit entsprechender Auswirkung auf die Zuführung zur Pensionsrückstellung³⁰². Die auf den Rechnungslegungsvorschriften basierenden Pensionsaufwendungen unterliegen also vielerlei Einflüssen rein bewertungstechnischer Natur, die eine angemessene Zuordnung zur Vergütung eines einzelnen Jahres verhindern³⁰³. Als Basis für einen Vergleich jährlicher Vergütungen von Vorstandsmitgliedern verschiedener Unternehmen sind sie daher nur bedingt verwendbar. Darüber hinaus sind durch Wahlrechte der Rechnungslegung Abweichungen zwischen Pensionsaufwendungen und Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen möglich³⁰⁴. Dies bedeutet ein weiteres Hindernis beim Vergleich dieser Vergütungskomponente auf Basis rechnungslegungsbasierter Größen.

Für die Interpretation der in vielen Vergütungsberichten der DAX- und MDAX-Unternehmen angegebenen Pensionsaufwendungen bzw. Zuführungen zu den Pensionsaufwendungen heißt das aber, dass diese Regelungen und Wahlmöglichkeiten einen Vergleich der Pensionszusagen für die Vorstände zwischen einzelnen Unternehmen erheblich erschweren. Denn je nach Anwendung unterschiedlicher Rechnungslegungsstandards oder Ausübung bestimmter Wahlrechte werden teilweise erheblich voneinander abweichende Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen ausgewiesen.

³⁰² Linde weist bspw. in 2009 stark angestiegene Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen aus, die auf einem gesunkenen Diskontierungszins basieren.

³⁰³ Die aktuelle Fassung des Corporate Governance Kodex 2013 sieht die Empfehlung vor, nur den Dienstzeitaufwand als Teil der Vorstandsgesamtvergütung anzugeben. Damit werden zumindest die Verzerrungen aufgrund des nachzuverrechnenden Dienstzeitaufwands oder des Zinsaufwands vermieden. Allerdings stellen diese auch bedeutende Aufwendungen für das Unternehmen dar, die dadurch zumindest nicht als Teil der Gesamtvergütung ausgewiesen werden.

³⁰⁴ Bspw. wird die erwartete Wertentwicklung des Planvermögens bei der Bildung der Pensionsrückstellungen berücksichtigt. Entwickelt sich das Planvermögen anders als erwartet, so muss diese Abweichung nach IFRS erst ab einer bestimmten Höhe erfasst werden. Nur die über diese Grenze hinausgehenden sogenannten versicherungsmathematischen Verluste (oder Gewinne) werden dann entweder ergebniswirksam über die Folgejahre verteilt erfasst oder aber im betroffenen Jahr ergebnisneutral über das Eigenkapital verrechnet. Wird die ergebnisneutrale Verrechnung gewählt, weichen die Größen „Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen“ und „Pensionsaufwendungen“ voneinander ab. Linde nutzt dieses Wahlrecht für versicherungsmathematische Verluste aufgrund eines niedrigeren Zinssatzes, der zur Bewertung der Pensionsverpflichtungen verwendet wird. Entsprechend werden in 2009 wesentlich höhere Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen ausgewiesen als in 2008.

So weist die Allianz für das Geschäftsjahr 2009 etwa die Dienstzeitaufwendungen für den Vorstandsvorsitzenden Herrn Diekmann mit 728 Tsd. Euro aus, Salzgitter einen Wert für die Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen des Vorstandsvorsitzenden Herrn Leese von 803 Tsd. Euro. Je nachdem, wie hoch die nicht ausgewiesenen Zinsaufwendungen für Herrn Diekmanns Pensionszusage sind, könnten die gesamten Pensionsaufwendungen des Jahres 2009 für Herrn Diekmann durchaus höher sein als diejenigen für Herrn Leese bzw. die Dienstzeitaufwendungen für Herrn Leese geringer als für Herrn Diekmann. Ein Ranking zur Höhe der Pensionszusagen anhand dieser Angaben führt demnach zu falschen Ergebnissen.

Wenn Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen angegeben sind, dann umfasst diese Rechengröße neben den Dienstzeitaufwendungen meistens auch den Zinsaufwand und sollte *ceteris paribus* höher sein. Zumal der Zinsaufwand ein bedeutender Anteil sein kann: Bei ThyssenKrupp bspw. setzen sich die individualisiert ausgewiesenen Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen über den Gesamtvorstand gerechnet nur zu einem guten Viertel aus Dienstzeitaufwendungen, zu knapp 75 Prozent aber aus Zinsaufwendungen zusammen. Beim Vergleich von komplett eigenfinanzierten Direktzusagen mit Zusagen, die (teilweise) über einen externen Versorgungsträger finanziert werden, ist aber zu beachten, dass die erwarteten Erträge aus dem Planvermögen den Wert der Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen wiederum drücken. Er könnte in einzelnen Jahren daher auch niedriger sein als die Rechengröße der Dienstzeitaufwendungen.

Die wesentlichen Probleme bei der Vergleichbarkeit der Pensionszusagen anhand der Angaben zu Pensionsaufwendungen bzw. Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen bei den deutschen Unternehmen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- (1) Die Angaben in den Vergütungsberichten der deutschen Unternehmen sind nicht einheitlich geregelt. Insbesondere enthalten die Angaben zu Pensionsaufwendungen unterschiedliche Bestandteile.
- (2) Die Dauer der bisherigen Dienstzeit hat aus rein bewertungstechnischen Gründen einen Einfluss auf die Höhe der Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen.
- (3) Änderungen in Bewertungsannahmen oder Änderungen in den Regelungen der Pensionszusagen schlagen unter Umständen sehr stark bei einem einzelnen Jahr zu Buche und sorgen für größere Schwankungen.
- (4) In der Rechnungslegung gibt es je nach Standard Wahlrechte bei der Bewertung der Pensionsrückstellungen. Dadurch können die gleichen

Sachverhalte zu unterschiedlich hohen Aufwendungen bzw. unterschiedlich hohen Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen führen.

Die Spielräume in den Rechnungslegungsvorschriften und der nicht einheitliche Ausweis der Komponenten der Pensionsaufwendungen ermöglichen daher keinen adäquaten Vergleich der leistungsorientierten Pensionszusagen auf Basis der vorliegenden Aufwandsgrößen oder der Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen. Bei beitragsorientierten Plänen besteht das Bewertungsproblem zwar nicht. Der Einbezug lediglich der Beiträge zu beitragsorientierten Plänen in die Vergütung bei gleichzeitiger Nichtbetrachtung der Aufwendungen zu leistungsorientierten Plänen ist aber auch keine Alternative. Aus diesem Grund weise ich die Leistungen zur Altersversorgung getrennt von den anderen Vergütungskomponenten aus. Ich gebe – soweit verfügbar oder aus den Angaben errechenbar – für die leistungsorientierten Pläne die jährliche Pensionsleistung an, die ab Erreichen des Renteneintrittsalters auf Basis der bisher erdienten Ansprüche gezahlt werden würde. Einige Unternehmen geben diesen Wert bereits in den Geschäftsberichten an, bei anderen Unternehmen konnte der Wert anhand der Angaben im Vergütungsbericht berechnet werden. Bei einigen Unternehmen, insbesondere solchen mit komplizierteren Leistungszusagen, die sich über eine Ansammlung jährlicher Rentenbausteine ergeben, war eine Berechnung auf Basis der Daten im Vergütungsbericht nicht möglich.

Allerdings hat auch ein Vergleich der Pensionszusagen anhand lediglich der Höhe der zugesagten jährlichen Pension Grenzen. Die verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten insbesondere der leistungsorientierten Pensionszusagen wirken sich auf den Wert der Zusage aus. Neben der Höhe der jährlichen Pensionszusage ist beispielsweise auch das Alter, ab dem eine Pension bezogen werden kann, von Bedeutung. Denn je früher sie bezogen werden kann, desto höher ist natürlich die Versorgungsverpflichtung des Unternehmens. Ebenso spielt die Art und Höhe der mit der Pensionszusage verbundenen Hinterbliebenenversorgung eine Rolle für den Wert der Pensionszusagen. In den meisten Fällen gibt es zudem Regelungen für den Fall der Auflösung oder Nichtverlängerung des Vorstandsmandats „ohne wichtigen Grund“ von Seiten des Unternehmens.

Die Höhe der zugesagten jährlichen Pension kann nicht in direkten Bezug zur Jahresvergütung gesetzt werden. Um eine jährliche Größe zu erhalten, ist die Wertänderung der Pensionszusage im jeweiligen Jahr besser geeignet. Aber auch die Verwendung der Wertänderung der Pensionszusage als jährlichen Vergütungsbestandteil hat Nachteile: Unter

sehr vereinfachenden Annahmen³⁰⁵ hat eine Pensionszusage über 100 Euro ab einem Renteneintrittsalter von 65 Jahren für einen 55-jährigen Mann bei einem Zinssatz von 5 Prozent einen Wert von etwa 630 Euro³⁰⁶. Der Wert steigt im nächsten Jahr um etwa 30 Euro aufgrund der Annäherung an das Renteneintrittsalter sowie um weitere 4 Euro aufgrund der Veränderung der Restlebenserwartung. Die Wertveränderung nimmt mit steigendem Alter zu auf 64 Euro im letzten Jahr vor Renteneintritt³⁰⁷. Bei niedrigerem Diskontzins steigt der Wert der Pensionszusage, der jährliche Anstieg ist jedoch geringer.

Ich möchte in dieser Untersuchung daher lediglich auf die Bedeutung dieses Vergütungsbestandteils hinweisen. Eine eigene Bewertung der einzelnen Pensionszusagen in ihren unterschiedlichen Ausgestaltungsformen soll auch aufgrund der Datenlage nicht Gegenstand dieser Arbeit sein.

Es soll nicht unerwähnt bleiben, dass die Datenlage zu den Pensionszusagen sich aufgrund der im Deutschen Rechnungslegungsstandard DRS 17 (geändert 2010) konkretisierten Vorgaben des VorstAG zur Offenlegung der Vorstandsbezüge in den Folgejahren meiner Erhebung wesentlich gebessert hat. Es ist sowohl der Barwert der Pensionsverpflichtung anzugeben als auch der Pensionsaufwand des jeweiligen Jahres. Bei letzterem wird der Zinsaufwand ausdrücklich ausgenommen. Der Dienstzeitaufwand ist sicherlich besser als Bestandteil der jährlichen Vergütung geeignet als eine Aufwandsgröße, die den Zinsaufwand enthält. Auch der Dienstzeitaufwand steigt aufgrund des Effektes einer geringeren Diskontierung jedoch über die Jahre an. Auch bildet der Zinsaufwand einen bedeutenden Teil der mit einer Pensionszusage verbundenen Kosten der Vergütung ab. Bei einer Betrachtung der einem Vorstand über mehrere Jahre hinweg gewährten Vergütungsleistung sollte er daher nicht fehlen. Die neue Fassung des Jahres 2013 des DCGK empfiehlt auch den Einbezug des Dienstzeitaufwands in die Darstellung der Gesamtvergütung. Die in den Vorschlägen für die neue Fassung des DCGK aus den Plenarsitzungen vom 9. und 31. Januar 2013 in Form weiterer Mustertabellen formulierte Empfehlung, alle Bestandteile der Aufwendungen für

³⁰⁵ Ich nehme hierfür an, dass keine Hinterbliebenenversorgung und keine Absicherung für Berufs- oder Erwerbsunfähigkeit und auch kein Recht auf Übergangsgeld besteht, die Rentenzahlung nicht dynamisch an bspw. den Verbraucherpreisindex gebunden ist und die Überlebenswahrscheinlichkeit eines Vorstandsvorsitzenden derjenigen der Grundgesamtheit der Bevölkerung entspricht. Vgl. zur letzten Annahme die Diskussion in Sundaram / Yermack (2009, S. 1562). Ich verwende für dieses Beispiel die Sterbetafel 2009 des Statistischen Bundesamts.

³⁰⁶ Wenn das Renteneintrittsalter bei 60 Jahren liegt, wie in vielen deutschen Unternehmen, liegt der Wert dieser Zusage für den 55-jährigen Manager bei über 960 Euro, also etwa 50% höher.

³⁰⁷ Sundaram / Yermack (2007) vergleichen die Veränderung des Wertes der Pensionszusage mit dem Wert der jährlichen Gesamtvergütung inkl. Pensionen, um die „Fremdkapitalquote“ der CEO-Vergütung zu ermitteln. Da der Wert der Pensionszusage bei konstantem Diskontierungszins mit Annäherung an das Renteneintrittsalter steigt, steigt, ceteris paribus, auch die „Fremdkapitalquote“ der Vergütung.

Pensionsverpflichtungen einzeln offenzulegen, wurde in der endgültigen Fassung des DCGK vom 13. Mai 2013 leider nicht übernommen. Diese Angaben wären, wie oben diskutiert, hilfreich für die Beurteilung der Vorstandsvergütung gewesen. Bei der Betrachtung über mehrere Jahre hinweg kann meines Erachtens aber auch die Veränderung des Barwerts der Pensionszusage über den betrachteten Zeitraum verwendet werden, um die Vergütungskosten abzuschätzen.

Die **britischen Unternehmen** geben auch in dem in dieser Studie betrachteten Zeitraum standardisiert die Höhe der leistungsorientierten Pensionszusage an, die in dieser Arbeit entsprechend ausgewiesen werden. Die jährlichen Pensionsaufwendungen werden nur teilweise angegeben. Dafür werden die Veränderungen des Werts der individuellen Pensionszusagen aufgeführt. Diese habe ich aus den Vergütungsberichten übernommen und stelle sie der „regulären“ jährlichen Vergütung gegenüber.

In einigen Fällen werden mit den Managern andere Vergütungsvereinbarungen getroffen. So ist es vor allem in den im britischen Index FTSE 100 gelisteten Unternehmen durchaus üblich, dass Executive Directors zusätzlich zu Fixum und Bonus einen jährlichen Betrag ausgezahlt bekommen, den sie selbst anlegen können. Dieser Betrag wird nicht als Teil der Barvergütung, sondern gesondert ausgewiesen³⁰⁸. Auch wenn diese Zahlungen sehr gut als Teil der Barvergütung betrachtet und als solche in die Analyse einbezogen werden könnten, würde dadurch der Vergleich mit der Vergütung von Managern mit leistungsorientierten Pensionszusagen verzerrt. An der Höhe solcher Zahlungen zeigt sich aber sehr wohl die Bedeutung dieser Vergütungskomponente³⁰⁹. Ich betrachte in dieser Studie die Zahlungen, die gesondert als Zahlungen anstelle von Pensionszusagen ausgewiesen wurden, bei den Pensionszusagen. Dabei kann leider nicht ausgeschlossen werden, dass auch diese Vorgehensweise einen Vergleich der Vergütungen in verschiedenen Unternehmen verzerrt. Dies ist insbesondere in Fällen besonders hoher Zahlungen dieser Art ein Problem³¹⁰. Denn es könnte sich bei diesen Vereinbarungen um den Versuch handeln, die tatsächliche Höhe der

³⁰⁸ Diese Zahlungen werden als “salary supplement in lieu of pension” bezeichnet und oftmals nur im Fließtext aufgeführt.

³⁰⁹ Hier zeigt sich im Besonderen das Problem, dass aufgrund der schlechten Datenlage und der Schwierigkeit bei der Bewertung und Interpretation von Pensionszusagen diese bei Studien im Regelfall außer Acht gelassen werden.

³¹⁰ In Deutschland erhält bspw. der Vorstandsvorsitzende von RWE, Dr. Jürgen Großmann, jährlich zwei Millionen Euro anstelle einer Pensionszusage ausgezahlt. Dieser Betrag geht über die sonst üblichen Beiträge bei beitragsorientierten Pensionsplänen oder die Gegenwerte leistungsorientierter Zusagen weit hinaus.

Managervergütung zu verschleiern, indem man wesentliche Bestandteile außerhalb der üblicherweise betrachteten Vergütung ausweist³¹¹.

5.5 Diskussion zum Einbezug der Daten zu Begrüßungsgeldern und Abfindungszahlungen

Begrüßungsgelder werden in den Vergütungsberichten teilweise gesondert im Text, in einigen Fällen auch als Teil der laufenden Vergütung (unter den sonstigen Vergütungsbestandteilen) ausgewiesen. Um eine Vergleichbarkeit der üblichen jährlichen Vergütungen zwischen den Unternehmen nicht zu gefährden, beziehe ich die Begrüßungsgelder genau wie die Pensionen nicht in die Gesamtvergütung ein und weise sie in der Studie nach Möglichkeit gesondert aus. Allerdings ist eine klare Trennung zwischen Begrüßungsgeld und regulärer Vergütung oft kaum möglich. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn bei Antritt ein Paket mit Restricted Stocks gewährt wird, das sowohl eine reguläre jährliche Gewährung von Aktien ersetzt, die aufgrund des späten Eintritts im Jahr nicht mehr erfolgt ist, als auch einen Antrittsbonus darstellen soll. Wenn das Aktienpaket eine sonst übliche aktienbasierte Vergütung ersetzt, habe ich es zur aktienbasierten Vergütung hinzugezählt. Wenn explizit im Vergütungsbericht darauf hingewiesen wird, dass dieses Paket die durch den Wechsel verfallenen Ansprüche gegenüber dem alten Arbeitgeber kompensieren soll, habe ich es zu den Einmalzahlungen gezählt³¹².

Auch **Abfindungszahlungen** werden in dieser Studie (wie auch meist in den Geschäftsberichten) nicht als Teil der laufenden Vergütung, sondern als Einmalzahlung gesondert ausgewiesen. Dabei weise ich in dieser Arbeit die Abfindungszahlungen dem Jahr der Beendigung des Vorstandsmandats zu, unabhängig davon, ob sie noch in dem Jahr gezahlt werden. Ebenso behandle ich Ausgleichszahlungen für ein Wettbewerbsverbot³¹³. Bei den Abfindungszahlungen ist die Bestimmung der tatsächlichen Höhe oftmals nur näherungsweise möglich. Denn oft werden im Fließtext der Vergütungsberichte Angaben zu eventuell noch

³¹¹ Vgl. zu dieser Diskussion insbesondere Bebchuk / Fried (2004, S. 95-111), und Bebchuk / Jackson (2005).

³¹² Vgl. bspw. zum Antritt des neuen Chief Financial Officer (CFO) bei Kingfisher PLC in 2008: "Kevin O'Byrne received a recruitment award under the PSP of shares worth 300% of salary with 50% subject to the same TSR conditions as those used for the award to Ian Cheshire and the other 50% subject to the same EPS conditions in respect of the special award to Ian Cheshire on his recruitment as Group Chief Executive [...]. Kevin O'Byrne also received a cash award of £250,000 to compensate him for his losses from leaving DSG International and to further encourage him to join the Company at the earliest opportunity." (Kingfisher, Annual Reports and Accounts 2008/09, S. 40). In diesem Fall habe ich das Aktienpaket zur aktienbasierten Vergütung, die Barzahlung jedoch als Einmalzahlung ausgewiesen.

³¹³ Von einer Berechnung des Zeitwertes dieser Zahlungen sehe ich ab. Denn der größte Teil der Zahlungen wird im Regelfall im gleichen oder darauffolgenden Jahr beglichen, sodass eine Diskontierung nur unwesentlichen Einfluss auf die Werte hat. Auch wird der genaue Zeitpunkt bei Einmalzahlungen in der Regel nicht veröffentlicht. In vielen Fällen sind es wiederum monatliche Zahlungen.

ausstehenden Zahlungen gemacht, ohne dass eine genaue Höhe angegeben wird. In den Vergütungsberichten der nachfolgenden Jahre wird nicht immer darauf Bezug genommen bzw. die Angaben sind nicht immer eindeutig hinsichtlich der insgesamt geleisteten Zahlungen. In diesen Fällen können durchaus mehr Zahlungen angefallen sein, als in dieser Studie erfasst werden konnten. Den Anteil dieser nicht erfassten Zahlungen schätze ich jedoch als eher gering ein. Insgesamt gesehen ist die Bandbreite, in welcher Form den scheidenden Managern Abfindungen gewährt werden, recht groß. So müsste etwa auch die Verkürzung von Sperrfristen gewährter Aktien oder Optionen einbezogen werden³¹⁴. Dies habe ich in dieser Studie nicht getan.

Ich werde anekdotisch auf einzelne Abfindungen oder Begrüßungsgelder eingehen, um die Bedeutung dieses Vergütungsinstruments und die damit für die Unternehmen verbundenen Kosten in den einzelnen Ländern greifbar zu machen.

³¹⁴ Yermack (2006b, S. 248) gibt einen guten Überblick zu den Komponenten von Abfindungen an CEOs von 179 Fortune-500-Unternehmen zwischen 1996 und 2002.

6. Struktur und Entwicklung der Vorstandsvergütung in den Jahren 2006 bis 2009

6.1 Struktur und Entwicklung der Vorstandsvergütung in Deutschland

6.1.1 Beschreibung der Datenbasis für Deutschland

Basis der Analyse sind 83 Unternehmen, deren Aktien in mindestens einem der Jahre 2007 bis 2009 im DAX oder MDAX notiert waren. EADS wurde aus dem Sample entfernt, da es mit Sitz in den Niederlanden sowohl im deutschen MDAX als auch im französischen CAC 40 notiert. Für einen Ländervergleich zwischen Deutschland und Frankreich ist das Unternehmen daher nicht geeignet³¹⁵. Für die Analyse der Höhe der Vergütung musste die Stichprobe aufgrund von mangelnden Vergütungsdaten oder anderen Gründen um einige Unternehmensjahre bereinigt werden³¹⁶, sodass das Sample für die betrachteten Jahre zwischen 77 und 79 Unternehmen schwankt. Von 74 Unternehmen habe ich durchgängige Vergütungsdaten für alle vier Jahre.

Wenn die Vergütung ausschließlich des Vorstandsvorsitzenden betrachtet wird, so fallen weitere Unternehmen aus dem Sample heraus. Zum einen haben in 2006 insgesamt 16 Unternehmen (2007: 13, 2008 und 2009: 14) die Vorstandsvergütung nicht individualisiert offengelegt³¹⁷. Darüber hinaus kann die Vergütung des Vorstandsvorsitzenden für einige weitere Unternehmen aufgrund eines unterjährigen Wechsels im Vorstandsvorsitz nicht verwendet werden. Bei der Vergütung der Vorsitzenden bleibt daher in den einzelnen Jahren ein Sample von 60 bis 65 Unternehmen übrig. Davon bleiben für 54 Unternehmen durchgängige Daten zur Vergütung der Vorstandsvorsitzenden aller vier Jahre.

Für die Analyse der Ausgestaltung einzelner Vergütungskomponenten im Jahr 2009 habe ich auf alle Unternehmen mit Ausnahme der in 2009 verstaatlichten Hypo Real Estate und der EADS, also 81 Unternehmen, zurückgegriffen. Bei der Darstellung der Einmalzahlungen und

³¹⁵ Die GAGFAH hat ihren Firmensitz zwar in Luxemburg, ist jedoch ein ursprünglich deutsches Unternehmen, das sein Immobiliengeschäft auch ausschließlich in Deutschland tätigt. Aus diesem Grund wurde das Unternehmen im Sample belassen.

³¹⁶ Die Hypo Real Estate habe ich aufgrund der Verstaatlichung in 2009 und der vorangegangenen Unregelmäßigkeiten im Verlauf der Finanzkrise komplett aus dem Sample entfernt. Die Vergütungen der Vorstände der Commerzbank in 2008 und 2009 und die der Aareal Bank in 2009 waren aufgrund der Inanspruchnahme von Hilfen aus dem staatlichen Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) auf maximal 500 Tsd. Euro begrenzt. Die jeweiligen Unternehmensjahre habe ich daher aus der Stichprobe genommen. Für drei der Unternehmen liegen aufgrund eines erst späteren Börsengangs für 2006 noch keine Daten vor (Demag Cranes, Gerresheimer, Tognum). Arcandor hat für 2007 und 2008 keine ausreichenden Angaben zu gewährten Phantom Stocks gemacht, für 2009 fehlen aussagekräftige Daten aufgrund der Insolvenz. Klöckner weist im Zuge des Opting Out für keines der betrachteten Jahre die Höhe der Barvergütung getrennt nach Fixum und Bonus aus.

³¹⁷ Darunter die Klöckner AG, die aber bereits wegen des fehlenden getrennten Ausweises der Höhe von Bonus und Grundgehalt aus dem Sample entfernt wurden.

der Leistungen zur Altersversorgung musste teilweise auf ein kleineres Sample zurückgegriffen werden.

Tabelle 3: Datenbasis zur durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Deutschland

Jahr	2006	2007	2008	2009
Anzahl Unternehmen	77	79	78	77
Durchschnittliche Gesamtvergütung (Tsd. €)				
Min.	340	349	259	415
10%	729	771	605	569
25%	995	1.138	934	855
Median	1.563	1.717	1.363	1.213
75%	2.338	2.440	2.089	2.076
90%	3.326	3.451	2.765	3.055
Max.	7.050	7.382	3.917	5.287
Verhältnis 90%/10%	4,56	4,48	4,57	5,37
Marktkapitalisierung (Mio. €)				
Min.	414	678	238	289
10%	968	978	392	484
25%	1.744	1.687	892	1.286
Median	4.594	4.208	2.091	2.875
75%	13.331	16.415	9.108	10.408
90%	46.938	47.349	28.340	36.141
Max.	68.130	89.935	95.385	52.669
Verhältnis 90%/10%	48,51	48,39	72,24	74,62
Anzahl Mitarbeiter				
Min.	4	4	4	4
10%	2.632	2.536	2.502	3.488
25%	5.442	5.862	6.171	5.934
Median	19.575	21.101	21.343	20.346
75%	55.445	61.406	64.527	66.178
90%	166.505	181.207	182.865	153.203
Max.	520.112	536.350	512.536	451.515
Verhältnis 90%/10%	63,26	71,45	73,09	43,92

Anmerkung: Angegeben sind für das jeweilige Geschäftsjahr der DAX- und MDAX-Unternehmen die kleinste Ausprägung, das 10%-Dezil, das erste Quartil, der Median, das dritte Quartil, das 90%-Dezil und die Maximalausprägung für die durchschnittliche Gesamtvergütung eines Vorstands, die Marktkapitalisierung zum Geschäftsjahresende und die Anzahl der Mitarbeiter. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben.

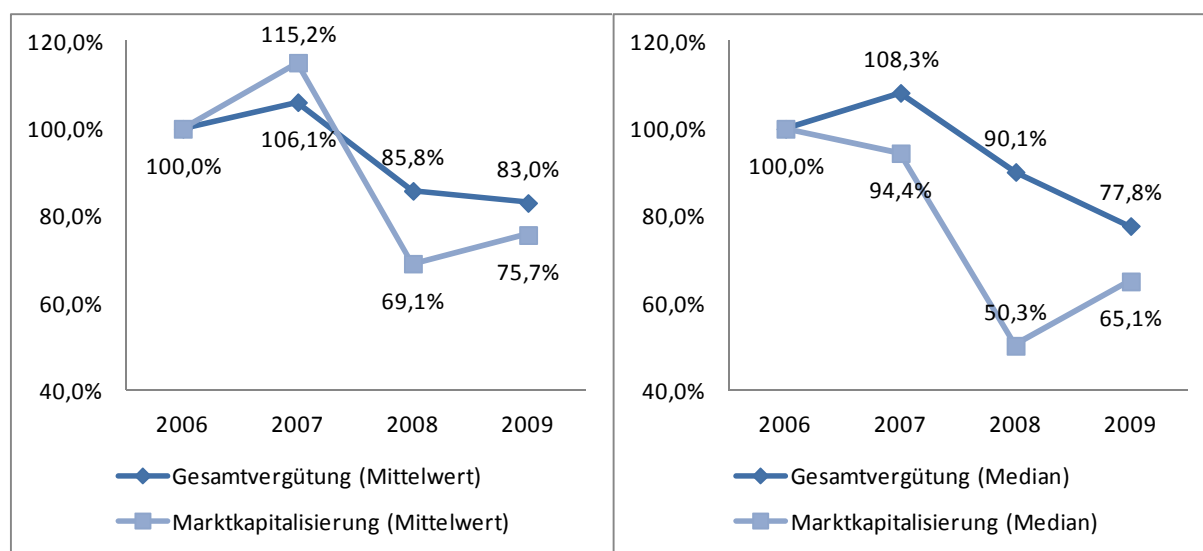
Tabelle 3 gibt einen kurzen Überblick über die Spannweite der Unternehmens- und Vergütungsdaten der einzelnen Jahre. Für die reale Gesamtvergütung, die Marktkapitalisierung zum Geschäftsjahresende und die Anzahl der Mitarbeiter werden die kleinsten Ausprägungen, das unterste Dezil, das unterste Quartil, der Median, das dritte Quartil und das neunte Dezil sowie die Maximalausprägung des jeweiligen Jahres aufgeführt.

Die Übersicht zeigt die große Variation zwischen den einzelnen Unternehmen in der Stichprobe. Die durchschnittliche Vorstandsgesamtvergütung schwankt zum Beispiel in 2006 zwischen 340 Tsd. Euro (Deutsche Euroshop) und 7.050 Tsd. Euro (Deutsche Bank). Die Marktkapitalisierung wird zur Beurteilung der Größe der Unternehmen herangezogen. Sie bewegt sich zwischen 414 Mio. Euro (Gildemeister) und 68,13 Mrd. Euro (E.ON). Ebenfalls als Größenindikator kann die Anzahl der Mitarbeiter genommen werden, die zwischen vier Mitarbeitern (Deutsche Euroshop) und über 520 Tsd. Mitarbeitern (Deutsche Post) liegt³¹⁸.

6.1.2 Höhe und Struktur der Gesamtvergütung in Deutschland

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der durchschnittlichen Vorstandsgesamtvergütung in den 74 DAX- und MDAX-Unternehmen von 2006 bis 2009, für die für alle vier Jahre Vergütungsdaten vorliegen. Die durchschnittliche Vorstandsgesamtvergütung ist hier definiert als die über alle Vorstandsmitglieder eines Unternehmens gemittelte Vergütung. Hierbei berücksichtige ich bei unterjährigem Wechsel von Vorstandsmitgliedern die Anzahl der Tage, die diese tatsächlich im betrachteten Jahr im Vorstand tätig waren³¹⁹. Die Werte sind inflationsbereinigt relativ zum Basisjahr 2006 berechnet. Angegeben sind Median und Mittelwert dieser Durchschnittsvergütung über die betrachteten Unternehmen hinweg.

Abbildung 1: Entwicklung der durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorstände in Deutschland



Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert bzw. Median der durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorstände und der Marktkapitalisierung der Geschäftsjahre 2007 bis 2009 im Vergleich zum Basisjahr 2006. Die Wertentwicklung ist inflationsbereinigt angegeben. Basis der Untersuchung sind 74 DAX- und MDAX-Unternehmen, für die für alle vier Jahre vollständige Vergütungsdaten vorliegen.

³¹⁸ Tabelle 35 im Anhang zeigt die jeweils fünf höchsten und niedrigsten Ausprägungen im Sample.

³¹⁹ Die durchschnittliche Vergütung entspricht der Summe der Vergütung an den Gesamtvorstand geteilt durch die Summe der Tage, an denen die Vorstände im betrachteten Jahr als Vorstand tätig waren, hochgerechnet auf ein Jahr.

Es ist zu erkennen, dass die durchschnittliche reale Gesamtvergütung im Finanzkrisenjahr 2008 klar unter derjenigen des Vorjahres liegt und von 2008 auf 2009 noch einmal gesunken ist. Die reale Gesamtvergütung in 2009 liegt damit im Schnitt 17,0% (Median: 22,2%) unter derjenigen in 2006. Die Entwicklung der Gesamtvergütung in den vier Jahren folgt ungefähr der Entwicklung der Marktkapitalisierung der Unternehmen. Der Verlauf der Gesamtvergütung ist aus mehreren Gründen stärker „geglättet“: Zum einen gibt es einen fixen Anteil. Zum anderen sind die Boni in der Regel nicht vom Aktienkurs abhängig. Die steigenden Marktwerte beinhalten auch Erwartungen der Marktteilnehmer an die Zukunft, die nicht unbedingt von der absoluten Performance der einzelnen Unternehmen im betrachteten Jahr abhängen. Letztere wird vor allem über den Gewinn gemessen (vgl. das nächste Kapitel). Die aktienkursbasierten Vergütungskomponenten werden zudem meist zu Beginn oder Mitte des Jahres gewährt und per Tag der Gewährung bewertet, während in Abbildung 1 die Marktwerte per Jahresende angegeben sind³²⁰. Des Weiteren wird oftmals ein Aktien- oder Optionspaket mit einem vorher festgelegten Zeitwert gewährt. Zum Zeitpunkt der Gewährung hängt dies nicht von der Performance des Jahres ab.

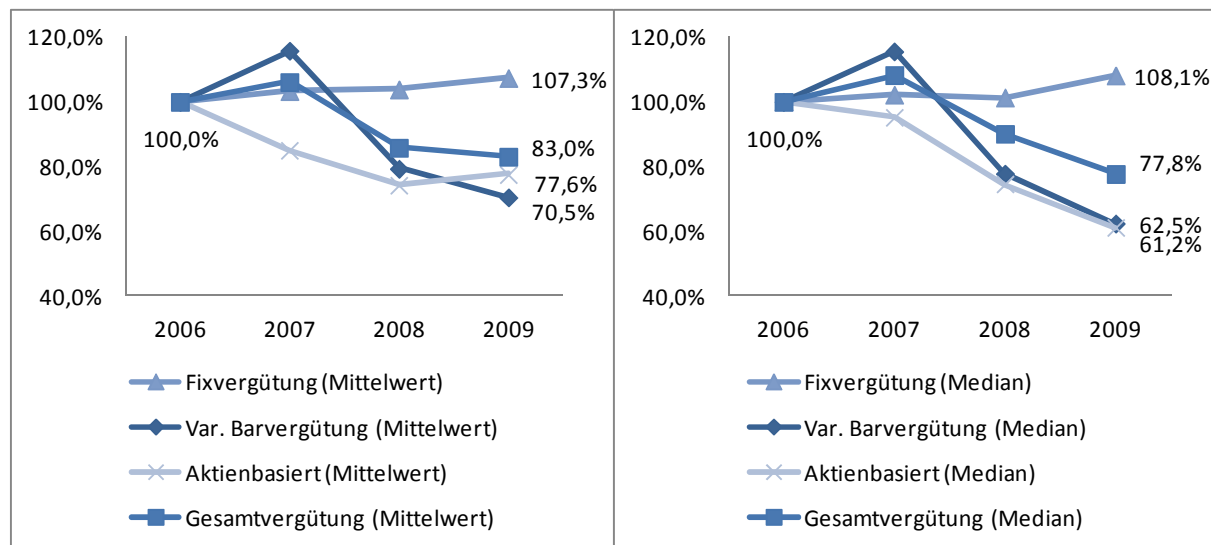
In Tabelle 36 im Anhang sind detailliertere Daten zur Entwicklung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung sowie der einzelnen Vergütungskomponenten in den DAX- und MDAX-Unternehmen von 2006 bis 2009 abgebildet. Ich werde die wesentlichen Informationen der Übersichtlichkeit halber auch im Folgenden in Form von Grafiken verdeutlichen. Für eine detailliertere Darstellung der Daten sei auf den Anhang verwiesen.

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der einzelnen Vergütungskomponenten über die Jahre hinweg. Erkennbar ist, dass insbesondere die Boni gesunken sind: Von 2007 auf 2008 ist ein Einbruch der durchschnittlichen variablen Barvergütung um 31,4% (Median: 32,6%) zu verzeichnen³²¹. Der durchschnittliche Bonus liegt 2009 real 29,5% unter dem Bonus in 2006, der Median ist sogar 37,5% niedriger. Ebenso ist der Wert der aktienkursbezogenen Komponenten bei Gewährung real gesunken: Der Zeitwert der in 2009 gewährten aktienkursbezogenen Vergütung liegt inflationsbereinigt bei im Durchschnitt nur 77,6% des Zeitwertes der in 2006 gewährten Aktien und Optionen. Lediglich die durchschnittliche Fixvergütung ist von 2006 bis 2009 real um 7,3% gestiegen, das sind 2,4% p.a.³²².

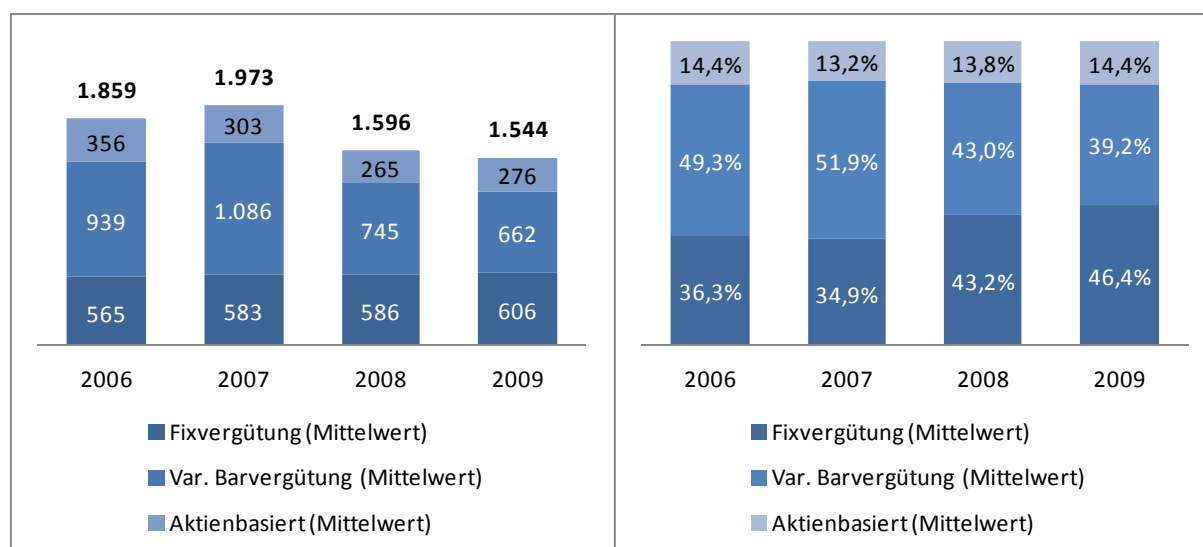
³²⁰ Die durchschnittliche aktienbasierte Vergütung ist in 2009 wieder angestiegen, der Median jedoch weiter gesunken.

³²¹ Wenn auch die auf Bonusprogrammen basierenden Deferred Shares hinzugerechnet werden, beträgt die Reduzierung der durchschnittlichen Boni 32,2%.

³²² Die Vorstandsvergütungen in Deutschland sind in den Jahren 2010 und 2011 jedoch wieder gestiegen. Vergleiche hierzu die Entwicklung der Vorstandsvergütungen in DAX und MDAX in Friedl et al. (2012).

Abbildung 2: Entwicklung der Komponenten der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Deutschland

Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert bzw. Median der einzelnen Komponenten der durchschnittlichen Vergütung der Vorstände und der Marktkapitalisierung der Geschäftsjahre 2007 bis 2009 im Vergleich zum Basisjahr 2006. Die Wertentwicklung ist inflationsbereinigt angegeben. Basis der Untersuchung sind 74 DAX- und MDAX-Unternehmen, für die für alle vier Jahre vollständige Vergütungsdaten vorliegen.

Abbildung 3: Entwicklung von Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Deutschland

Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der durchschnittlichen Vergütung der Vorstände der Geschäftsjahre 2006 bis 2009 in Tsd. Euro und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 74 DAX- und MDAX-Unternehmen, für die für alle vier Jahre vollständige Vergütungsdaten vorliegen.

Da die Höhe der performanceabhängigen Vergütungsbestandteile schwankt, variieren die Anteile der einzelnen Komponenten an der Gesamtvergütung entsprechend stark (vgl. Abbildung 3). Die Fixvergütung macht in den Jahren 2008 und 2009 im Durchschnitt um die

45% der Gesamtvergütung aus, in den Jahren 2006 und 2007 nur etwa 35% bis 36%³²³. Die Sachbezüge und geldwerten Vorteile haben dabei insgesamt gesehen nur einen unbedeutenden Anteil an der Vergütung, können aber in Einzelfällen durchaus weit über 10% der Gesamtvergütung ausmachen, bspw. bei Gewährung großzügiger Mietzuschüsse in Höhe von mehreren hunderttausend Euro für einzelne Vorstandsmitglieder pro Jahr wie bei BASF. Der durchschnittliche Anteil der variablen Barvergütung nimmt von um die 50% in 2006 und 2007 auf 43% bzw. 39% in den Jahren 2008 und 2009 ab. Die Zeitwerte der aktienbasierten Vergütungskomponenten nehmen absolut gesehen ab, auch wenn ihr Anteil relativ zur gesunkenen Gesamtvergütung eher konstant bleibt. Zu beachten ist, dass die Deferred Shares, also der Teil des Bonus, der nicht in bar, sondern in Restricted Stock ausgezahlt wird, in diesen Darstellungen zur aktienkursbasierten Vergütung gezählt werden. Zur Beurteilung der Bedeutung des Bonus bzw. seiner Bemessungsgrundlagen für die Vergütung, ist es hilfreich, den Bonus insgesamt, also inklusive der Deferred Shares zu betrachten. In den deutschen Unternehmen sind es jedoch nicht viele, im Jahr 2009 bspw. lediglich 9 Unternehmen, die diese Form der Bonusauszahlung nutzen. Wie die Detailtabellen im Anhang zeigen³²⁴, ist die wertmäßige Bedeutung von Deferred Shares in Deutschland sehr gering, sodass ich von einer weiteren Betrachtung absehe³²⁵.

Im jedem der vier Jahre werden in 27 bis 30 Unternehmen keine aktienbasierten Komponenten gewährt. Der Wert der aktienbasierten Komponenten und die Struktur der Vergütung unterscheiden sich bei diesen Unternehmen entsprechend von den Unternehmen, die ihren Vorständen Aktien oder Aktienoptionen gewähren, wie Tabelle 37 im Anhang zeigt. Die Unternehmen, die aktienbasierte Vergütungskomponenten gewähren, sind im Schnitt größer – gemessen über Marktkapitalisierung oder Mitarbeiterzahl – als diejenigen Unternehmen, die keine aktienbasierten Vergütungskomponenten gewähren³²⁶. Der Anteil der Fixvergütung an der Gesamtvergütung ist bei den Unternehmen, die Aktien oder Optionen gewähren, im Durchschnitt über die Jahre geringer. Diese Unternehmen vergüten also anscheinend insgesamt stärker performanceabhängig. Des Weiteren zahlen diese Unternehmen im Durchschnitt auch eine höhere Barvergütung (Fixum und Bonus). Dies

³²³ Zu beachten ist, dass Zahlungen bzw. Aufwendungen für Pensionsleistungen hier nicht erfasst sind. Sie sind überwiegend performanceunabhängig, ihr Einbezug würde den fixen Anteil der Gesamtvergütung erhöhen.

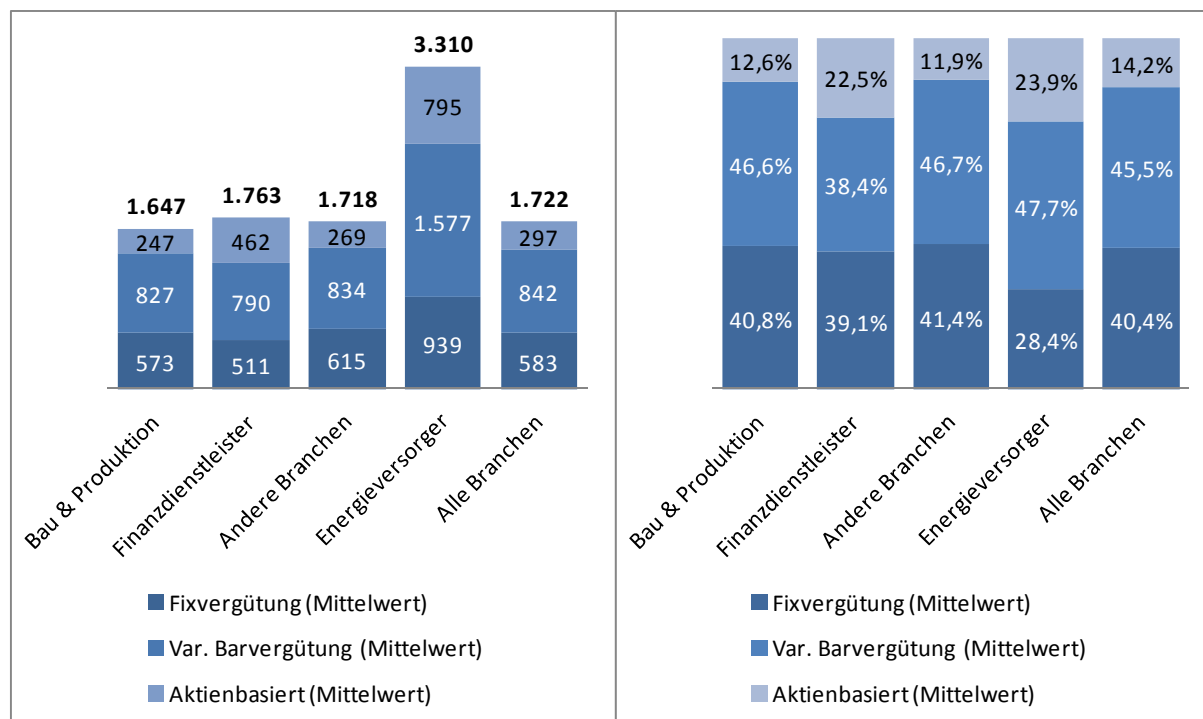
³²⁴ Vgl. Tabelle 36 und Tabelle 38 bis Tabelle 41.

³²⁵ In Großbritannien ist der Anteil der Deferred Shares dagegen wesentlich höher, sodass ich diesen Aspekt bei der Analyse der Vergütung in den britischen Unternehmen in Kapitel 6.4 stärker hervorheben werde.

³²⁶ Dies ist ebenso zu beobachten, wenn der Umsatz des betrachteten Jahres oder wenn die Marktkapitalisierung zu Jahresbeginn bzw. der Umsatz des Vorjahres als Größenindikator verwendet werden. Murphy (1985) und Veliyath (1999) zeigen für US-amerikanische Vergütungsdaten, dass größere Unternehmen ihrem Top-Management *mehr* Aktien und Optionen gewähren.

könnte auch durch die Unternehmensgröße zu erklären sein, die ein wesentlicher Faktor zur Erklärung der Vergütungshöhe ist³²⁷. Bei den Unternehmen, die Aktien oder Optionen gewähren, machen deren Zeitwerte von 2006 bis 2009 durchschnittlich 22,5 Prozent der Gesamtvergütung aus³²⁸.

Abbildung 4: Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Deutschland nach Branchengruppen



Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der durchschnittlichen Vergütung der Vorstände in Tsd. Euro und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung, aufgeteilt in vier Branchengruppen und gesamt. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 311 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der DAX- und MDAX-Unternehmen.

In Abbildung 4 (vgl. auch Tabelle 38 im Anhang) sind die Unternehmen analog zu Murphy (1999)³²⁹ in vier Branchengruppen aufgeteilt: (a) Unternehmen aus dem Finanzdienstleistungssektor, (b) Unternehmen des produzierenden und weiterverarbeitenden Gewerbes

³²⁷ Zum Einfluss der Unternehmensgröße auf die Managervergütung vgl. u. a. Baker / Hall (2004), Core / Guay (1999), Lambert / Larcker / Weigelt (1991) und Murphy (1999) und die darin aufgeführte Literatur.

³²⁸ Die aktienbasierte Vergütung der Deutschen Bank beruht auf Deferred Shares und ist somit komplett von der Erreichung der Bonusziele abhängig. Aus diesem Grund schwankt sie entsprechend stark: In 2008 wurden bei der Deutschen Bank im Vorstand keine Boni verdient und daher auch keine aktienbasierten Komponenten gewährt. In 2009 stieg aufgrund der hohen verdienten Boni der Zeitwert der gewährten Aktienanreize dagegen auf den höchsten Wert des Vierjahreszeitraums. Rechnet man den Einfluss der Vergütung des Vorstands der Deutschen Bank aus der Betrachtung aller Unternehmen heraus, dann sinkt der jährliche Mittelwert der Zeitwerte der gewährten aktienbasierten Vergütungen im betrachteten Zeitraum kontinuierlich. Wenn nur die Unternehmen betrachtet werden, die in jedem der vier Jahre aktienbasierte Vergütungen gewährten, dann liegt der durchschnittliche Anteil an der Gesamtvergütung bei 23,8%.

³²⁹ Murphy (1999) zeigt unter anderem, dass Höhe und Struktur der CEO-Vergütungen der US-amerikanischen Unternehmen nach Unternehmensgröße und -branche variieren.

inklusive Rohstoffe fördernder Unternehmen, (c) Energieversorger und (d) Unternehmen anderer Branchen³³⁰. Die Gesamtanzahl der untersuchten deutschen Unternehmen ist zu klein, um eine weitere Aufteilung sinnvoll vorzunehmen. Das Sample der Energieversorger enthält bei den deutschen Unternehmen nur E.ON und RWE. Diese Branche ist daher sicher nicht repräsentativ vertreten, zumal E.ON und RWE zwei der größten Unternehmen des gesamten Samples sind. Zu erkennen ist, dass in der Finanzbranche die Zeitwerte der aktienkursbasierten Vergütung mit durchschnittlich 22,5% (Median: 26,5%) einen höheren Anteil an der Gesamtvergütung ausmachen als in den anderen Branchengruppen, wenn die beiden großen Unternehmen aus der Energieversorgungsbranche außer Acht gelassen werden³³¹. In der Finanzbranche weisen auch über 75% der Unternehmensjahre eine aktienbasierte Vorstandsvergütung auf, während dies in den anderen Branchengruppen (mit Ausnahme der nicht repräsentativen Energiebranche) weniger häufig der Fall ist. In dem Teil-Sample aller Unternehmen, in dem aktienkursbasiert vergütet wird, ist in der Finanzbranche auch der wertmäßige Anteil der aktienkursbasierten Vergütung an der Gesamtvergütung am größten. Der Anteil der Barvergütung ist dafür entsprechend geringer. Der Anteil der Fixvergütung liegt in allen Branchengruppen (ausgenommen bei den beiden großen Energieversorgern) um die 40%.

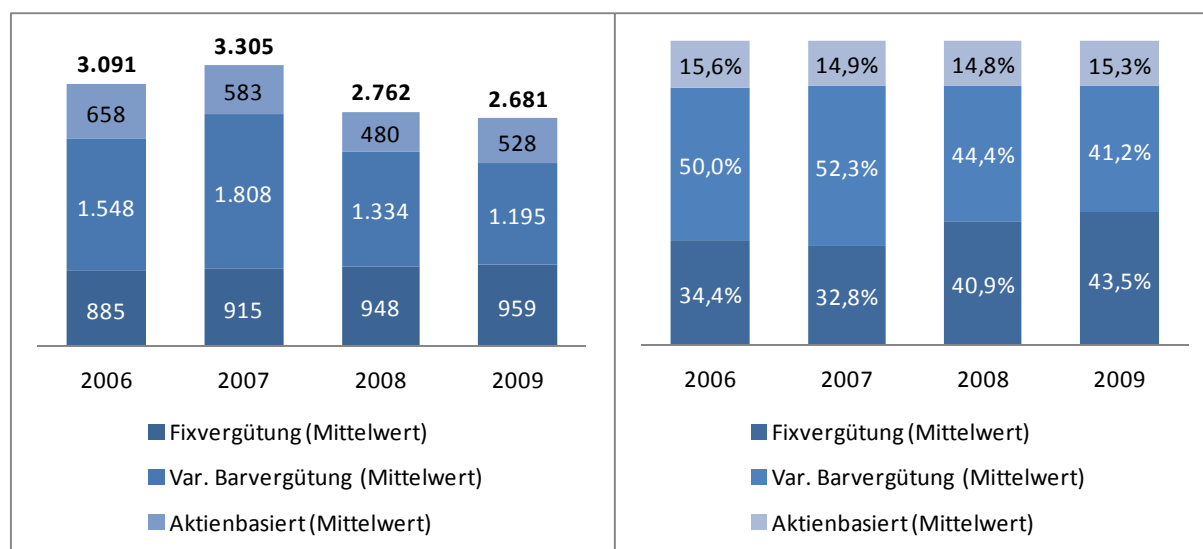
Im Folgenden stelle ich die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden dar. In Abbildung 5 (vgl. auch Tabelle 39 im Anhang) ist angegeben, wie sich die durchschnittliche Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in den Unternehmen des DAX und MDAX, für die ich durchgängige Vergütungsdaten für die Vorsitzenden habe, von 2006 bis 2009 entwickelt hat³³². Der Verlauf über die Jahre ähnelt dem Verlauf der durchschnittlichen Vorstandsvergütung. Ich gehe darum nicht näher auf die Entwicklung der Vergütung der Vorsitzenden ein, sondern verweise auf die Erläuterungen für die durchschnittliche Vorstandsvergütung.

³³⁰ Bei der Betrachtung der Branchen werden alle Unternehmensjahre inkludiert, für die Daten vorliegen, nicht ausschließlich die Daten von den Unternehmen, für die ich durchgängige Vergütungsdaten habe. Dies erhöht die Aussagekraft hinsichtlich der Branchenaufteilung. Die qualitativen Aussagen werden von der Veränderung des Samples nicht verändert.

³³¹ Auch ohne die Deutsche Bank ist in den Unternehmen der Finanzbranche der Aktienanteil an der Gesamtvergütung klar höher als in den anderen Branchen.

³³² Vgl. die Beschreibung der Datenbasis zu Beginn dieses Kapitels zur Erläuterung der geringeren Anzahl verwendbarer Unternehmensjahre. Der Verlauf der Vergütungshöhe und Struktur über die Jahre ist sehr ähnlich, wenn auch die Unternehmensjahre der Unternehmen einbezogen werden, für die keine durchgängigen Vergütungsdaten für die Vorsitzenden vorliegen.

Abbildung 5: Entwicklung von Höhe und Struktur der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in Deutschland



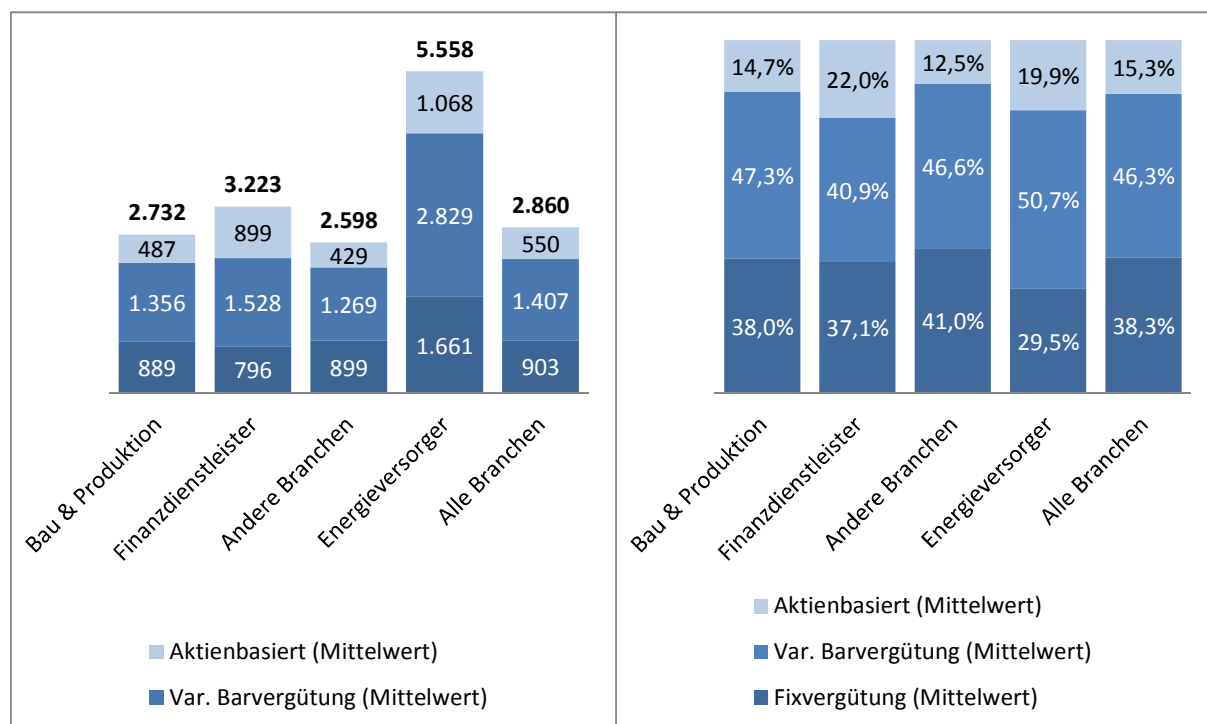
Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden der Geschäftsjahre 2006 bis 2009 in Tsd. Euro und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 54 DAX- und MDAX-Unternehmen, für die für alle vier Jahre vollständige individuelle Vergütungsdaten für die Vorstandsvorsitzenden vorliegen.

Abbildung 6 (vgl. auch Tabelle 40 im Anhang) weist Mittelwert und Median für Höhe und Struktur der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden der Jahre 2006 bis 2009 nach Branchengruppen aus. Auch die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden der Finanzbranche weist ähnlich der durchschnittlichen Vergütung einen höheren Anteil aktienbasierter Vergütung auf als in den anderen Branchen. Der Unterschied zwischen der Vergütung des Vorstandsvorsitzenden und der Vergütung eines „normalen“ Mitglieds im Vorstand ist bedeutend. Ein Vorstandsvorsitzender verdient in den betrachteten Unternehmen von 2006 bis 2009 im Durchschnitt etwa das 1,85-fache seiner Vorstandskollegen, der Median-Pay-Gap ist mit 165% etwas geringer³³³. Abbildung 7 zeigt die durchschnittliche Vergütung der Vorsitzenden und der anderen Vorstandsmitglieder³³⁴ im Vergleich. Der Anteil der performanceabhängigen Vergütung ist bei den anderen Vorstandsmitgliedern im Durchschnitt nur unwesentlich geringer als bei den Vorsitzenden. Ein Großteil des höheren Anteils der Fixvergütung wird durch höhere Sachbezüge verursacht.

³³³ Das 10-Prozent-Dezil des Pay-Gap beträgt 134%, das 90-Prozent-Dezil 250,2%.

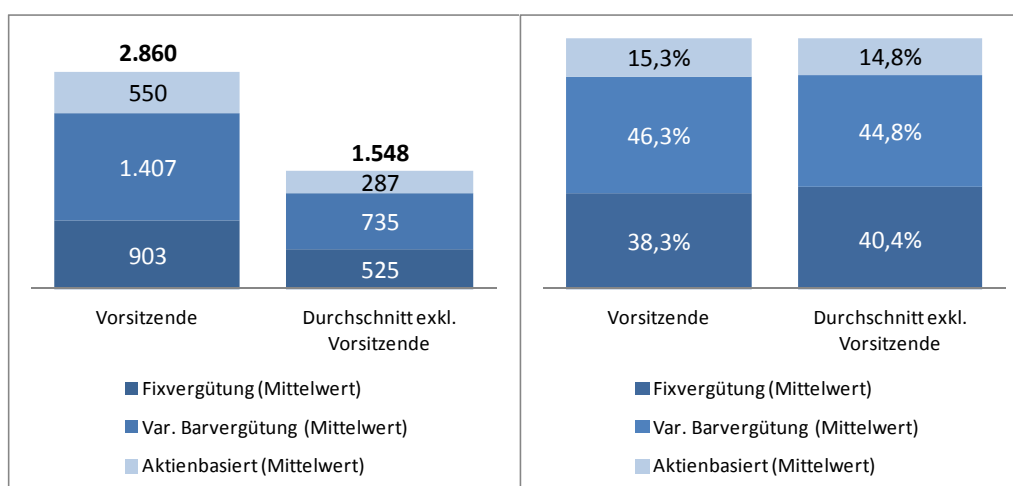
³³⁴ Vgl. auch Tabelle 41 im Anhang für detailliertere Angaben zur durchschnittlichen Vergütung exkl. Vorsitzende nach Branchengruppen.

Abbildung 6: Höhe und Struktur der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in Deutschland nach Branchengruppen



Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in Tsd. Euro und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung, aufgeteilt in vier Branchengruppen und gesamt. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 248 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der DAX- und MDAX-Unternehmen, für die individuelle Daten zur Vergütung der Vorsitzenden vorliegen.

Abbildung 7: Vergleich der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden und der anderen Vorstandsmitglieder in Deutschland



Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der Vergütung in den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 in Tsd. Euro und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung für die Vorstandsvorsitzenden im Vergleich zur durchschnittlichen Vergütung der anderen Vorstandsmitglieder. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 248 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der DAX- und MDAX-Unternehmen, für die individuelle Vergütungsdaten für die Vorstände vorliegen.

6.1.3 Entwicklung der Fixvergütung in Deutschland

Die durchschnittliche Fixvergütung der Vorstände aller betrachteten Unternehmen liegt 2009 real 7,3 % höher als 2006. Für die Analyse soll zwischen den Unternehmen, die individualisiert offenlegen, und denen, die das nicht tun („Opting Out“), unterschieden werden: Die durchschnittliche Fixvergütung bei den Unternehmen, die individuelle Vorstandsvergütungen offen legen, liegt 2009 real auf dem gleichen Niveau wie 2006, und das sowohl bei den Vorstandsvorsitzenden als auch bei der Durchschnittsvergütung der Vorstände. Die durchschnittliche Fixvergütung für Vorstände in den 12 Unternehmen, die die Vorstandsvergütung in *keinem* der vier Jahre individualisiert offenlegen, liegt in 2009 dagegen real sogar um 40,5% über dem Niveau von 2006. Bei 10 der 12 betroffenen Unternehmen ist die Fixvergütung real gestiegen, bei einigen erheblich. Letztere treiben den Durchschnitt, bspw. Hugo Boss (+301%), Celesio (+88%), Merck (+48%). Die fehlende Offenlegung der Details der Vorstandsvergütung, etwa eine Aufteilung der Fixbezüge in Grundgehälter und Sachbezüge oder sonstige Vergütungsbestandteile, verhindert eine genauere Analyse. So könnten in einigen Fällen Anpassungen der Vergütung aufgrund eines Wechsels in einen höheren Index (und der eventuell damit folgende Vergleich mit der Vergütung größerer Benchmark-Unternehmen) oder ein Wachstum des Unternehmens und erhöhte Komplexität Auslöser für eine Anhebung der Grundgehälter sein. Genauso könnten in einigen Fällen Mietzuschüsse hinzugekommen sein. Dieser starke Anstieg gerade bei einigen der Unternehmen, die die Vergütung nicht individualisiert offenlegen, ist zumindest auffällig.

Bei den individualisiert offenlegenden Unternehmen ist ein ähnlich hohes prozentuales Wachstum der Fixvergütung seltener. Beispiele gibt es aber auch hier: Anstiege um die 30% wie bei VW oder SAP sind im Rahmen eines Wechsels im Vorstand aufgetreten. So ist bei SAP im Geschäftsjahr 2008 Bill McDermott in den Vorstand eingetreten, der sogar ein höheres Grundgehalt bekommt als die Vorstandssprecher und damit das Durchschnittssalair nach oben treibt. Bei VW hat sich das Fixum von Herrn Winterkorn stark erhöht. Der Anstieg der durchschnittlichen realen Grundgehälter bei STADA um 127% ist teilweise auf individuelle Erhöhungen zurückzuführen. Auch sind einige Vorstandsmitglieder, die ein im Vergleich zum Restvorstand geringes Gehalt bekamen, aus dem Vorstand ausgetreten. Die Verringerung der Vorstandsgröße und eine damit verbundene Übernahme von mehr Verantwortung der verbleibenden Mitglieder kann somit ein Grund für die Erhöhung der individuellen Gehälter sein. Genauso beeinflusst eine Reduzierung der Größe des Vorstandsorgans aufgrund des höheren Gewichts des Vorsitzenden die Durchschnitts-

betrachtung. Dieses Beispiel verdeutlicht die Schwierigkeit eines Vergleichs von durchschnittlichen Vorstandsvergütungen über Jahre und Unternehmen hinweg.

Bei der Betrachtung der Veränderungen der Fixvergütungen in einzelnen Unternehmen ist daher festzuhalten, dass die Ursachen vielfältig sein können und eine Beurteilung etwa der Angemessenheit der Vergütung in den Unternehmen auch immer eine Einzelfallanalyse erfordert³³⁵. Insbesondere eine Aufteilung in das Festgehalt und die sonstigen Vergütungsbestandteile ist aufschlussreich, soweit die Zahlen getrennt ausgewiesen werden. So kommen beispielsweise im ersten Jahr eines Vorstandsmitglieds manchmal besonders hohe Leistungen in Form von Umzugskosten hinzu, die – insbesondere bei mehrfachem Wechsel im Vorstandsorgan – zu erhöhten durchschnittlichen sonstigen Komponenten im betrachteten Jahr führen. Dies gilt ebenso für andere einmalige Leistungen, die die Vergütung einzelner Jahre in einzelnen Unternehmen stark beeinflussen können³³⁶. Auch verursachen unterjährige Wechsel im Vorstand in den einzelnen Unternehmen Schwankungen der errechneten durchschnittlichen Jahresvergütung, wenn nicht genau pro rata temporis gezahlt wird³³⁷. Diese Unterschiede dürften sich über eine mehrjährige Betrachtung im Schnitt über die Unternehmen ausgleichen.

6.1.4 Ausgestaltung der variablen Barvergütung in Deutschland

Die variable Barvergütung der Unternehmen hängt von einer Vielzahl unterschiedlicher Kennzahlen ab. Ich habe die in den Vergütungsberichten genannten Bemessungsgrundlagen für die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden³³⁸ im Jahr 2009 zusammengetragen und die Bonusregelungen nach mehreren Kriterien ausgewertet:

- (1) Explizite relative Performancemessung,
- (2) Mehrjahresbezug der Bonusbemessung,
- (3) Anzahl der Bemessungsgrundlagen für den Bonus,
- (4) Art der genannten Bemessungsgrundlagen.

³³⁵ Vgl. Friedl et al. (2007, 2008, 2009) für eine komponentenspezifische Analyse der Vergütungsentwicklung einzelner Unternehmen aus dem DAX für den Zeitraum dieser Analyse.

³³⁶ Bei Siemens beispielsweise fielen in 2008 für Peter Löscher und Peter Solmssen besonders hohe sonstige Vergütungsbestandteile in Höhe von 1,3 und 1,7 Mio. Euro an, die größtenteils auf „Rechts-, Steuerberatungs-, Wohnungs- und Umzugskosten“ zurückzuführen sind.

³³⁷ Da in den meisten Unternehmen fast in jedem Jahr zumindest ein Vorstandsmitglied wechselt, ist es kaum möglich, dies wie beim Vorsitzenden einzeln zu korrigieren oder gar die jeweiligen Jahre aus der Stichprobe zu entfernen.

³³⁸ In der Regel basiert der Bonus für den Vorsitzenden auf den gleichen Bemessungsgrundlagen wie der Bonus für die anderen Vorstandsmitglieder. Ausnahmen bilden sicherlich die oft genannten individuellen Ziele.

Bei der Art der genannten Kennzahlen habe ich eine Einteilung vorgenommen in gewinnbasierte Kenngrößen (absolute Gewinngrößen und Renditekennzahlen), aktienkursbasierte Ziele, sonstige finanzielle Zielen (bspw. Umsatz, Cashflow, Verschuldung), operative Ziele (bspw. Kosteneinsparungen, Working-Capital-Management), qualitative Ziele (bspw. Mitarbeiter- und Kundenzufriedenheit, Umweltziele) und individuelle Ziele. Fünf Unternehmen machen keine verwertbaren Angaben zu den Bemessungsgrundlagen. Typischerweise wird in diesen Fällen teilweise von „Leistungszielen“ oder „erzielten Ergebnissen“ gesprochen. Diese Nennung macht es nicht möglich, die Ziele in irgendeine der oben genannten Kennzahlenkategorien einzuordnen. Die Basis für die Untersuchung bilden daher die übrigen 76 Unternehmen.

Es soll an dieser Stelle angemerkt werden, dass eine **Einordnung** in die genannten Kategorien **oftmals nicht eindeutig möglich** ist, da die genaue Berechnung der genannten Kennzahlen selten genannt wird. So könnte es bei der Nennung der Bemessungsgrundlage „Cashflow“ etwa zu einer Überschneidung mit der Gewinnkennzahl EBITDA kommen, da diese oft als Approximation des operativen Cashflow verwendet wird. Bei den „Cashflow-Zielen“ sind dagegen nur die Unternehmen gezählt, die ausdrücklich den Begriff Cashflow verwenden. Zudem können sich hinter den individuellen Zielen der Vorstände durchaus auch Kennzahlen verbergen, die einer der anderen Kategorien zugerechnet werden könnten. Ebenso kann die Angabe „finanzielle Ziele“ mehrere verschiedene Ziele beinhalten. Sollte ein Unternehmen also die Bemessungsgrundlagen Gewinn, Umsatzrentabilität und Cashflow verwenden, jedoch als Bemessungsgrundlage nur die Angabe „finanzielle Ziele“ offenlegen, dann kann ich die tatsächlichen Kennzahlen nicht bei den entsprechenden Kategorien erfassen. Darüber hinaus kann ich die tatsächliche Anzahl der verwendeten Kennzahlen nicht herauslesen. Im genannten Fall habe ich „finanzielle Ziele“ als eine Nennung gezählt. Ebenso habe ich die Angabe „individuelle Ziele“ als eine Kennzahl betrachtet³³⁹.

In dieser Studie wurde der Verlauf der Bonusfunktion nicht explizit erhoben. Sofern in den Vergütungsberichten nähere Angaben gemacht werden, beziehen sie sich meistens auf das Vorhandensein einer Begrenzung nach oben, also eines Caps, wie er auch im DCGK gefordert wird. Ob auch eine Performance-Hürde erreicht werden muss und ob die Bonusfunktion – zumindest ab einer eventuellen Hürde bis zum Cap – linear verläuft, wird in der Regel nicht offen gelegt.

³³⁹ Ein Zugriff auf Datenbanken von Vergütungsberatungen hätte den Vorteil detaillierterer Angaben. Sollten die Daten jedoch aus den von der jeweiligen Beratung betreuten Unternehmen stammen, dann könnte der Einfluss der Beratung auf die Gestaltung der Vergütung verzerrend wirken.

Tabelle 4: Bonusbemessungsgrundlagen in Deutschland im Jahr 2009

Bemessungsgrundlagen (BMG)	Summe alle Branchen	Mining and Manu- facturing	Finanzen	Energie- versorger	Andere Branchen
Keine Angaben zu BMG	5	3	0	0	2
Unternehmen mit Angaben zu BMG	76	45	12	2	17
davon mit relativer Perf.messung	2 (3%)	0 (0%)	1 (8%)	0 (0%)	1 (6%)
davon mit Mehrjahresbezug	11 (14%)	9 (20%)	1 (8%)	0 (0%)	1 (6%)
davon nur eine Kennzahl als BMG	17 (22%)	9 (20%)	2 (17%)	0 (0%)	6 (35%)
davon 2-4 Kennzahlen als BMG	56 (74%)	33 (73%)	10 (83%)	2 (100%)	11 (65%)
davon mehr als 4 Ziele genannt	3 (4%)	3 (7%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
Anzahl genannte BMG	160	106	18	4	32
davon gewinnbasierte Ziele	84 (53%)	55 (52%)	6 (33%)	2 (50%)	21 (66%)
<i>absolute Gewinngrößen</i>	62 (39%)	39 (37%)	4 (22%)	1 (25%)	18 (56%)
Residualgewinn (bspw. EVA)	9	5	1	0	3
Gewinn (vor/nach Steuern)	25	16	2	0	7
EBIT, EBITDA etc.	26	16	1	1	8
Earnings per Share (EPS)	2	2	0	0	0
<i>Renditegrößen</i>	22 (14%)	16 (15%)	2 (11%)	1 (25%)	3 (9%)
Return on Sales (ROS)	5	3	0	0	2
Return on Assets (ROA)	3	3	0	0	0
Return on Equity (ROE)	1	0	1	0	0
ROCE	10	8	0	1	1
RoRaC / RaRoC	1	0	1	0	0
nicht näher bezeichnet	2	2	0	0	0
davon aktienkursbasierte Ziele	4 (3%)	2 (2%)	1 (6%)	0 (0%)	1 (3%)
davon sonstige finanzielle Ziele	27 (17%)	21 (20%)	1 (6%)	0 (0%)	5 (16%)
Dividende	4	4	0	0	0
Umsatz	9	7	1	0	1
Cashflow-Ziele	12	9	0	0	3
Kapitalstruktur/Verschuldung	2	1	0	0	1
nicht näher bezeichnet	0	0	0	0	0
davon operative Ziele	5 (3%)	4 (4%)	1 (6%)	0 (0%)	0 (0%)
Kostenbezogene Ziele	2	1	1	0	0
Working Capital	3	3	0	0	0
Produktionsziele	0	0	0	0	0
Sonstige operative Ziele	0	0	0	0	0
davon qualitative Ziele	8 (5%)	5 (5%)	2 (11%)	0 (0%)	1 (3%)
Kunden und Service	0	0	0	0	0
Mitarbeiterbezogene Ziele	1	1	0	0	0
Umweltziele	1	0	0	0	1
Strategiebezogene Ziele	3	1	2	0	0
Sonstige	3	3	0	0	0
davon individuelle Ziele	32 (20%)	19 (18%)	7 (39%)	2 (50%)	4 (13%)

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur variablen Barvergütung des Jahres 2009 der Vorstandsvorsitzenden von 81 Unternehmen, die in einem der Jahre 2006 bis 2009 in DAX oder MDAX notiert waren.

Tabelle 4 zeigt die in allen betrachteten Unternehmen für die Jahres- und Mehrjahresboni des Jahres 2009 verwendeten Bemessungsgrundlagen nach Branchengruppen. Hinsichtlich einer oft geforderten **relativen Performancemessung** ist festzustellen, dass nur zwei Unternehmen

im Vergütungsbericht explizit ein Ziel benennen, das relativ zur Performance von Wettbewerbern definiert ist³⁴⁰.

Bei elf Unternehmen basieren die Bonuszahlungen auf **mehrfährigen Performancegrößen**, bspw. einer durchschnittlichen Rendite über einen Mehrjahreszeitraum, oder Bonusbanksystemen, bei denen die Boni mehrere Jahre miteinander verrechnet werden. Allerdings können in dieser Studie nur explizit genannte Bemessungsgrundlagen erfasst werden. In den strategischen oder den individuellen Zielen können dagegen weitere mehrjährige Zielgrößen „verborgen“ sein, sodass der Anteil der Boni mit (zumindest anteiligem) Mehrjahresbezug eventuell größer ist. Auffällig ist, dass fast ausschließlich Unternehmen aus der Branchengruppe „Mining and Manufacturing“, also im Wesentlichen das produzierende Gewerbe, explizit mehrjährige Performancegrößen verwenden. In 2009 war bei sieben der untersuchten Unternehmen (8,6%) eine Teilauszahlung des Bonus in Restricted Stock (**Deferred Shares**) mit einer durchschnittlichen Sperrfrist von 2,8 Jahren implementiert.

In der Mehrzahl der Fälle basiert der Bonus auf **mehreren Bonusbemessungsgrundlagen**: Nur 17 der 76 Unternehmen geben lediglich eine Bemessungsgrundlage für den Bonus an, dies ist bei 15 Unternehmen eine absolute Gewinngröße, bei zwei Unternehmen basiert der Bonus lediglich auf Dividenden. Bei den Unternehmen, die nicht dem produzierenden Gewerbe, dem Finanzsektor oder der Energieversorgungsbranche zuzurechnen sind, wird am häufigsten nur eine Bonusbemessungsgrundlage verwendet. 74% der Unternehmen nutzen zwischen zwei und vier Bemessungsgrundlagen. Nur drei Unternehmen benennen explizit mehr als vier Ziele. Wie weiter oben diskutiert beinhaltet die Angabe „individuelle Ziele“ eventuell weitere Ziele der anderen Kategorien.

Die insgesamt vorherrschenden **Bonusbemessungsgrundlagen** bilden auf dem Gewinn basierende Kennzahlen. Vor allem in den sonstigen Branchen sind gewinnbasierte Ziele mit 66% der Nennungen dominant. Insgesamt verwenden 26 Unternehmen eine operative Gewinngröße wie EBIT oder EBITDA als Bemessungsgrundlage, 24 Unternehmen nutzen

³⁴⁰ Wenn Unternehmen beschreiben, dass sie bspw. Gewinnzielen auf Basis von Markteinschätzungen festlegen, die auch die Wettbewerbssituation berücksichtigen, dann ist das nicht mit einer relativen Performancemessung gleichzusetzen und wurde von mir auch nicht als solche erfasst. Denn diese Ziele sind letztlich absolut gesetzt. Die dann tatsächlich erzielte Performance wird zwar relativ zum gesetzten Ziel, nicht jedoch relativ zur tatsächlichen Performance des Wettbewerbs gemessen. Nichtsdestotrotz kann die Berücksichtigung der allgemeinen Marktsituation bei der Zielfestlegung auch dazu führen, dass in schwieriger Marktlage die Gewinnziele eher defensiver formuliert werden und daher die Boni auch bei geringeren Gewinnen sogar höher ausfallen können. Dies kann daher unter Umständen einen ähnlichen Effekt auf die Höhe des Bonus relativ zum Markt haben wie bei relativer Performancemessung, wenn die Entwicklung des Marktes verläuft wie antizipiert.

den Konzernüberschuss oder den Vorsteuergewinn, nur neun Unternehmen basieren die Vorstandsvergütung auf dem EVA oder anderen Ausprägungsformen eines Residualgewinnkonzepts. 22 Unternehmen nutzen Renditekennzahlen, also den Gewinn nach Steuern oder eine operative Gewinngröße im Verhältnis zum Umsatz (Return on Sales) oder zu Bestandsgrößen (Return on Equity, Return on Assets, Return on Capital Employed), in der Finanzbranche teilweise auch risikoadjustiert (RoRaC und RaRoC)³⁴¹. Die genaue Berechnung dieser Kennzahlen variiert u. a. in der spezifischen Gewinngröße, die zudem oftmals auch noch um außerordentliche Bestandteile oder Währungseffekte bereinigt ist, und ist nicht immer im Detail angegeben. Neben der hier betrachteten reinen Nennung bedingt auch das Gewicht der gewinnbasierten Kennzahlen ihre Dominanz: Wenn neben den gewinnbasierten Kennzahlen auch andere Bemessungsgrundlagen verwendet werden, so haben die gewinnbasierten Kennzahlen laut Vergütungsbericht (und sofern benannt) häufig ein Gewicht von 50 bis 75 Prozent an der Gesamtperformance. Des Weiteren werden bei 12 Unternehmen Ziele hinsichtlich des Free Cashflow oder des operativen Cashflow dem Jahresbonus zugrunde gelegt.

Vier Unternehmen lassen neben anderen Größen auch die Aktienkursentwicklung in die Bonusbemessung einfließen. Zwei dieser Unternehmen (Adidas und GEA) gewähren ansonsten keine aktienbasierte Vergütung. Diese Boni betrachte ich trotzdem nicht als aktienkursbasierte Vergütung, denn der Bonus bezieht sich auf eine vergangene Performance. Die Ausgabe von Aktien und Aktienoptionen dagegen setzt Anreize, in Zukunft die Wertentwicklung des Unternehmens positiv zu beeinflussen. Nur wenn der Aktienkurs als Bemessungsgrundlage für den Bonus eines Jahres bereits eine entsprechende Anzahl an Jahren im Voraus verbindlich und mit Zielgrößen festgelegt würde, entstünden ähnlich langfristige Anreize wie bei der Gewährung aktienbasierter Vergütungskomponenten. Die Definition von Bonuszielen erfolgt dagegen im Regelfall zu Jahresbeginn.

Neben den Angaben zu finanziellen Zielen findet sich in Vergütungsberichten oft auch, dass ein Teil des Bonus auf „individuellen Zielen“ bemessen ist. Nähere Angaben zu den individuellen Zielen, die eine genauere Einordnung in Kategorien ermöglichen würden,

³⁴¹ Eigenkapitalrendite (Return on Equity, ROE) und Total Shareholder Return (TSR) werden dagegen kaum für den Bonus genutzt. Dies widerspricht der Argumentation in den vom Manager Magazin seit einigen Jahren veröffentlichten jährlichen Pay-Performance-Rankings. Dort bilden diese beiden Kennzahlen, gewichtet im Verhältnis 2:1, die Basis der Performancebeurteilung, weil dies „dem Verhältnis, mit dem diese beiden Kennzahlen üblicherweise in die Gehaltsfindung des Topmanagements einfließen“ (vgl. URL: http://wissen.manager-magazin.de/wissen/image/show.html?did=65520935&aref=image040/2009/05/29/COMM_200900600610067.PDF), entspräche. Die Zeitwerte der aktienbasierten Vergütung bei Gewährung sind zudem, wie in Kapitel 2 diskutiert, kaum abhängig von der Aktienrendite. Sie sind ein Wert zu einem bestimmten Zeitpunkt, die Aktienrendite misst dagegen einen Zeitraum.

werden in der Regel nicht gemacht. Von Bedeutung ist, dass nicht nur konzernweite Ziele der Performancemessung zugrunde liegen, sondern auch die persönliche Leistung des Vorstands³⁴².

Operative Ziele, gemeint sind hier beispielweise bestimmte Kostensenkungsziele, produktionsspezifische Ziele oder Ziele zu Working-Capital-Management, sowie qualitative Ziele, wie etwa Kunden- und Mitarbeiterzufriedenheit, werden selten explizit genannt. Es ist aber durchaus möglich, dass sich hinter den individuellen Zielen gerade solche Ziele verbergen, ohne dass sie explizit im Vergütungsbericht benannt werden.

Bei der Beurteilung der variablen Barvergütung ist die Zahlung von Sonderboni zu berücksichtigen, die zumeist nicht mit der normalen Unternehmensperformance zusammenhängen, sondern für das Erreichen spezifischer Ziele gewährt werden³⁴³. Ob solche Sonderboni gerechtfertigt bzw. im Interesse der Anteilseigner sind, wird in der Literatur kritisch diskutiert³⁴⁴.

6.1.5 Ausgestaltung der aktienkursbasierten Vergütung in Deutschland

Die aktienkursbezogene Vergütung der Vorstandsvorsitzenden der DAX- und MDAX-Unternehmen für das Jahr 2009 habe ich hinsichtlich der folgenden Kriterien näher untersucht:

- (1) Art der aktienkursbezogenen Vergütung (Aktien, Optionen, Cash-Pläne), unterschieden nach realen und virtuellen Plänen,
- (2) Hinterlegung weiterer Performancebedingungen (marktbasierte und rechnungslegungs-basierte Performancebedingungen),
- (3) an die aktienkursbezogene Vergütung geknüpfte Eigeninvestment-Bedingungen.

³⁴² Der Deutsche Corporate Governance Kodex (Artikel 4.2.2) sieht eine persönliche Leistungsbeurteilung vor. Auch das Aktiengesetz (§87 Abs.1) spricht von den „Aufgaben und Leistungen des Vorstandsmitglieds“, stellt also unter anderem auf die individuelle Leistung ab.

³⁴³ HeidelbergCement hat beispielsweise in 2009 eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Über 40 Prozent der insgesamt an den Vorstand gezahlten variablen Barvergütung bestehen in 2009 aus einem Sonderbonus für die laut Vergütungsbericht „erfolgreiche Neuordnung der Kapital- und Finanzierungsstruktur“. Weitere 25 Prozent des Bonus basieren auf – im Vergütungsbericht nicht näher bestimmten – individuellen Zielen für den Zweijahreszeitraum 2008 bis 2009.

³⁴⁴ Insbesondere für den Fall von Akquisitionsboni vgl. die Diskussion in Bebchuk / Fried (2004, S. 127-130) sowie die Ergebnisse in Grinstein / Hribar (2004), die für das von Ihnen untersuchte Sample zeigen, dass solche Akquisitionsboni im Wesentlichen auf opportunistischen Einfluss der Manager auf ihre Vergütung zurückzuführen sind.

Tabelle 5: Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütung in Deutschland im Jahr 2009

Anzahl Untern. ohne aktienbasierte Komponenten	29 (35,8%)		
Anzahl Untern. mit aktienbasierten Komponenten	52 (64,2%)		
davon: 1 aktienbasierter Vergütungsplan	44 (54,3%)		
davon: >1 aktienbasierte Vergütungspläne	8 (9,9%)		
Art der aktienbasierten Vergütung	Aktienoptionen	Aktienplan	Cash-Plan
Anzahl Pläne	21	30	9
Reale Pläne	6	9	-
davon: Deferred Bonus	-	3	-
Virtuelle Pläne	15	21	9
davon: Deferred Bonus	-	4	-
Eigeninvestment erforderlich	11 (52%)	10 (33%)	3 (33%)
Als Bedingung für Planteilnahme	8	5	3
Aus erworbenen Anteilen	3	5	0
Zusätzliche Performancebedingungen	17 (81%)	14 (47%)	9 (100%)
1 Bemessungsgrundlage	7	9	1
Mehrere Bemessungsgrundlagen	10	5	8
<i>Marktbasierte Performancebedingungen</i>	26	10	13
Relative Aktienkursperformance	14	5	6
Absolute Kursziele	12	5	7
<i>Rechnungslegungs-basierte Performancebedingungen</i>	4	11	4
Relative Performancemessung	0	1	0
Absolute Performanceziele	4	10	4

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur aktienbasierten Vergütung des Jahres 2009 der Vorstandsvorsitzenden von 81 Unternehmen, die in einem der Jahre 2006 bis 2009 in DAX oder MDAX notiert waren.

Tabelle 5 gibt einen Überblick zur Ausgestaltung der gewährten aktienbasierten Vergütungskomponenten im Jahr 2009. Knapp zwei Drittel der 81 betrachteten Unternehmen gewährten ihren Vorständen in 2009 aktienbasierte Vergütungskomponenten. Bei acht Unternehmen ist mehr als eine aktienbasierte Komponente in der Vorstandsvergütung vorgesehen. In den betrachteten 81 Unternehmen wurden den Vorständen in 2009 aktienbasierte Komponenten aus 21 virtuellen und neun realen Aktienplänen sowie aus 15 virtuellen und sechs realen Aktienoptionsplänen gewährt. Zudem gewährten neun Unternehmen aktienbasierte Cash-Pläne, bei denen in Abhängigkeit vom Erreichen bestimmter aktienkursbasierter (und anderer) Ziele bestimmte Geldleistungen fällig werden. Auch wenn diese Cash-Pläne letztlich als virtuelle Aktienoptionspläne dargestellt werden

können, möchte ich sie getrennt ausweisen, da ihr Zahlungsprofil wesentlich von dem einer ansonsten typischen Mitarbeiteroption abweicht³⁴⁵.

Einige Unternehmen verbinden die aktienbasierten Pläne direkt mit Vorschriften zum Investment in Aktien des Unternehmens³⁴⁶. Hier kommen zwei grundsätzliche Ausprägungen vor: Bei 16 der implementierten Pläne gilt ein Investment in Aktien des Unternehmens als Voraussetzung für die Teilnahme am Aktien- oder Optionsprogramm. Wenn also nicht eine bestimmte Anzahl von Aktien gekauft und über eine bestimmte Zeit, in der Regel bis zum Ablauf der Sperrfrist des Aktien- oder Optionsprogramms, gehalten wird, dann werden auch keine Aktien oder Optionen gewährt. Wird das Eigeninvestment vor Ablauf der Haltefrist wieder aufgelöst, verfallen die Ansprüche aus der auf dieser Basis gewährten aktienorientierten Vergütung. Dies entspricht den in den britischen Unternehmen bei Aktienplänen üblichen Share-Matching-Plänen. Bei acht der implementierten Pläne muss ein Teil der gewährten Aktien weiter gehalten werden, in der Regel bis ein festgelegter Mindestanteilbesitz aufgebaut ist. Bei Optionsprogrammen betrifft dies dann entsprechend einen Teil der aus der Ausübung der gewährten Optionen erhaltenen Aktien³⁴⁷.

Bei 17 der 21 Aktienoptionspläne gibt es zusätzliche Performancebedingungen. 7 der 30 Aktienpläne sind auf dem Jahresbonus basierende Deferred-Shares-Pläne, welche ohne weitere Performancebedingungen ausgegeben werden. Das bedeutet, dass mit 14 aus den restlichen 23 Aktienplänen auch über die Hälfte der Aktienpläne weitere Performancebedingungen beinhalten. Bei den Cash-Plänen sind per Definition weitere Performancebedingungen enthalten. Die Performancebedingungen beruhen in vielen Fällen auf mehr als einer einzelnen Bemessungsgrundlage: Bei 10 der 17 Aktienoptionspläne und bei 5 der 14 Aktienpläne mit Performancebedingungen werden mehrere (bis auf einen Fall zwei) Bemessungsgrundlagen verwendet. Bei der Art der Performancebedingungen dominieren marktbasierende Bedingungen über rechnungslegungsbasierende Ziele. So gibt es häufig absolute Kursziele, die überschritten werden müssen, damit alle Aktienoptionen oder Aktien ausübbar werden. Die für die britischen Unternehmen typischen Vesting-Regeln kommen sehr viel seltener vor (bspw. bei E.ON, Linde und der Metro).

³⁴⁵ In der Regel werden Optionen europäischen bzw. amerikanischen Typs mit entsprechenden Sperrfristen ausgegeben. Selbst wenn deren Ausübbarkeit an weitere Performancebedingungen gebunden ist, so ist das Auszahlungsprofil, gegeben die Ausübbarkeit der Option, dadurch nicht wesentlich verändert.

³⁴⁶ Vgl. auch Dittmann / Maug (2007), die ein Eigeninvestment in Aktien des Unternehmens als Teil eines optimalen Vergütungssystems erkennen.

³⁴⁷ Die Verknüpfung der Aktien- und Aktienoptionsprogramme mit der Verpflichtung zum Aufbau eines Mindestinvestments ist bspw. bei den britischen Unternehmen die Regel. Dort bestehen bei fast allen Unternehmen im FTSE100 grundsätzliche Verpflichtungen zu einem Mindestanteilsbesitz, welcher durch gewährte Aktien und Aktienoptionen über die Jahre aufgebaut werden kann.

Tabelle 6: Ausgestaltung zusätzlicher Performancebedingungen in der aktienbasierten Vergütung in Deutschland

	Summe alle Branchen	Mining and Manu- facturing	Finanzen	Energie- versorger	Andere Branchen
Anzahl Unternehmen gesamt	81	48	12	2	19
davon mit aktienbas. Vergütung	52 (64%)	30 (63%)	8 (67%)	2 (100%)	12 (63%)
davon zzgl. Perf.bedingung	38 (73%)	21 (70%)	5 (63%)	2 (100%)	10 (83%)
Anzahl der genannten BMG	55	31	10	2	12
Marktbasierte Perf.bedingungen	37 (67%)	20 (65%)	6 (60%)	2 (100%)	9 (75%)
Aktienkurs, TSR	36	20	5	2	9
Sonstige (NAV...)	1	0	1	0	0
Nicht-marktbasierte Perf.bed.	18 (33%)	11 (35%)	4 (40%)	0 (0%)	3 (25%)
<i>Gewinnbasierte Perf.bed.</i>	14 (25%)	10 (32%)	2 (20%)	0 (0%)	2 (17%)
EVA	5	4	0	0	1
EBIT, EBITDA etc.	2	1	1	0	0
Total Property Return (TPR)	0	0	0	0	0
Earnings per Share (EPS)	5	3	1	0	1
EPS über LIBOR/VPI	0	0	0	0	0
Renditekennzahlen	2	2	0	0	0
<i>Sonstige finanzielle Ziele</i>	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
Umsatz, Einkünfte	0	0	0	0	0
Cashflow-Ziele	0	0	0	0	0
<i>Sonstige Ziele</i>	4 (7%)	1 (3%)	2 (20%)	0 (0%)	1 (8%)
Balanced Scorecards	0	0	0	0	0
Andere Ziele	4	1	2	0	1

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur aktienbasierten Vergütung des Jahres 2009 der Vorstandsvorsitzenden von 81 Unternehmen, die in einem der Jahre 2006 bis 2009 in DAX oder MDAX notiert waren.

In Tabelle 6 werden die Aktien- und Optionspläne, die mit zusätzlichen Performancebedingungen hinterlegt sind, in Bezug auf die verwendeten **Bemessungsgrundlagen** beschrieben. Ich fasse dabei die Aktien-, Options- und Cash-Pläne zusammen und teile die Übersicht wie bei den Bonusbemessungsgrundlagen in Branchen auf. Es zeigt sich, dass der Anteil der Unternehmen, die aktienkursbasiert vergüten, in allen Branchengruppen mit Ausnahme der Energieversorger³⁴⁸ bei knapp zwei Drittel liegt. In allen Branchen sind in der Mehrzahl zusätzliche Performancebedingungen implementiert. Es sind in der Regel ein oder zwei Ziele genannt. Die Dominanz der marktbasierter Bemessungsgrundlagen ist bei allen Branchen gegeben. In der Finanzbranche liegt diese mit 60% der genannten Bemessungsgrundlagen am niedrigsten. Die gewinnbasierten Bemessungsgrundlagen machen etwa ein Drittel der Nennungen aus. Hier sind Residualgewinngrößen (bspw. EVA) und Earnings per Share (EPS) die häufigsten Kennzahlen. Andere Ziele sind selten, so werden Umsatz oder Cashflow-Ziele zum Beispiel nicht verwendet.

³⁴⁸ Bei nur zwei im Sample enthaltenen Energieversorgungsunternehmen ist diese Branche sicher nicht repräsentativ vertreten.

In den Fällen, in denen gewinnbasierte Ziele hinzukommen, wird der Anreiz zur Steigerung des Gewinns über den Bonus hinaus auch durch die aktienkursbasierte Vergütung gesetzt. Damit bekommen die gewinnbasierten Bemessungsgrundlagen ein größeres Gewicht, als die Aufteilung der Vergütung in Fixvergütung, Bonus und aktienbasierte Vergütung vermuten lässt, da sie über die jährliche Betrachtung hinaus genau wie der Aktienkurs über den Wert des Aktien- und Optionsportfolios der Vorstandsmitglieder wirken. Dadurch kann wiederum der Anreiz verstärkt werden, gegen Ende der mehrjährigen Performancefrist Earnings Management zu betreiben, um bestimmte Performancehürden zu erreichen, ohne die bspw. sämtliche Aktien verfallen würden. Dies könnte über ein reines „Accounting Earnings Management“ geschehen, also eine Zuweisung der Gewinne auf eine andere Periode. Wenn dadurch der Gewinn der nächsten Periode sinkt, würde das auch die Wahrscheinlichkeit reduzieren, dass die Aktien und Optionen, deren Performancefrist im nächsten Jahr endet, ausübbar werden. Es könnte auch der Anreiz verstärkt werden, eine kurzfristige Gewinnerhöhung zu Lasten einer langfristigen Wertentwicklung zu forcieren. Demgegenüber steht, dass dadurch der Wert des gesamten Aktien- und Optionsportfolios gesenkt wird. In Kapitel 7.2 werde ich die möglichen Anreizeffekte aus den zusätzlichen Vesting-Bedingungen diskutieren.

6.1.6 Leistungen zur Altersversorgung in Deutschland

In diesem Kapitel soll ein Überblick zur Ausgestaltung der Altersversorgungsleistungen gegeben sowie die Bedeutung dieses Vergütungsbestandteils anhand der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in 2009 herausgestellt werden. Die Transparenz hinsichtlich der Altersvorsorgeleistungen an die Vorstände ist bei den deutschen Unternehmen sehr gemischt. Die Vergleichbarkeit der Angaben ist begrenzt, wie bereits in Kapitel 5.4 diskutiert wurde. 9 der 82 für das Jahr 2009 betrachteten Unternehmen machen keine Angaben zu Altersvorsorgeleistungen. Es ist daher auch möglich, dass in einigen der Unternehmen keine entsprechenden Zusagen bestehen. Die Daten dreier weiterer Unternehmen (Aareal Bank, Arcandor, Commerzbank) fallen aus den in Kapitel 6.1.1 beschriebenen Gründen aus dem Sample für 2009 heraus.

Von den übrigen 70 Unternehmen erhalten 45 Vorstandsvorsitzende in 2009 rein leistungsorientierte Pensionszusagen, 14 Vorstandsvorsitzende rein beitragsorientierte Leistungen. Die Vorstandschefs von fünf Unternehmen erhalten beides, in der Regel leistungsorientierte Altzusagen, die auf dem Stand voriger Jahre „eingefroren“ sind, und Beiträge seit dem Wechsel auf ein beitragsorientiertes System. Bei einem Unternehmen

(Fresenius Medical Care) besteht eine Sonderzusage über Beratungsleistungen anstelle von Pensionszusagen. Fünf Unternehmen gewähren keine Altersvorsorgeleistungen.

Tabelle 7 gibt einen groben Überblick über die durchschnittliche Höhe der Pensionszusagen bei leistungsorientierten Plänen bzw. die Höhe der Pensionsaufwendungen bei beitragsorientierten Plänen. Für die leistungsorientierten Pläne werden nur die Unternehmen betrachtet, die auch entsprechende Angaben zur Höhe der Pensionszusagen gemacht haben bzw. aus deren Angaben sich die Höhe der Pensionszusage einigermaßen verlässlich bestimmen lässt. Des Weiteren fallen Unternehmen aus der Stichprobe für die beitragsorientierten Pläne heraus, die keine individuellen Pensionsaufwendungen offenlegen, sodass für insgesamt 42 Vorstandsvorsitzende verwertbare Angaben vorliegen.

Tabelle 7: Überblick zu den Pensionsplänen in Deutschland im Jahr 2009

	Leistungsorientierte Pensionspläne (n=30)	Beitragsorientierte Pensionspläne (n=12)
Ø jährliche Pensionszusage [Tsd. €]	412	
Ø Beitragszahlung/Pensionsaufwand [Tsd. €]		465
Ø Gesamtvergütung exkl. Pensionen [Tsd. €]	2.639	2.758
Ø Fixvergütung exkl. Pensionen [Tsd. €]	959	1.043
Ø Anzahl Jahre im Vorstand	9,4	5,2
Ø Alter [Jahre]	55,7	55,5

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zu Altersvorsorgeleistungen im Geschäftsjahr 2009 für die Vorstandsvorsitzenden von 42 Unternehmen aus DAX und MDAX, die Altersvorsorgeleistungen gewähren und auswertbare Angaben zu den Altersvorsorgeleistungen machen.

Für die leistungsorientierten Pensionspläne habe ich lediglich die Höhe der bereits erdienten Pensionszusage angegeben, nicht jedoch den Pensionsaufwand des Jahres. Denn die Angaben zu den Pensionsaufwendungen sind bei den leistungsorientierten Pensionsplänen nicht vergleichbar und unterliegen starken Schwankungen aufgrund bewertungstechnischer Annahmen (vgl. Kapitel 5.4)³⁴⁹. Bei den beitragsorientierten Pensionsplänen sind je nach Angabe die Beitragszahlungen oder die Pensionsaufwendungen aufgeführt. Die in dieser Arbeit gezeigten Werte zu beitrags- und pensionsorientierten Plänen sind daher nicht vergleichbar. Die Höhe der leistungsorientierten Pensionszusage hat zwar keinen direkten Bezug zur Höhe der Vergütung in der betrachteten Periode. Aber ich möchte anhand dieser Zahlen die Bedeutung der bei Analysen oft vernachlässigten Altersvorsorgeleistungen als Teil der Vorstandsvergütung aufzeigen.

³⁴⁹ Friedl et al. (2010) rechnen für die DAX-Unternehmen 2009 auch beitragsorientierte Pensionspläne in eine jährliche Pensionszusage um, soweit der auf dem Beitragskonto aufgelaufene Wert angegeben oder auf Basis der Angaben im Vergütungsbericht geschätzt werden konnte.

Im Durchschnitt der 30 betrachteten Unternehmen hat ein Vorstandsvorsitzender per Ende 2009 eine **jährliche Pensionszusage** in Höhe von 412 Tsd. Euro. Das durchschnittliche Verhältnis dieser Pensionszusage zur Gesamtvergütung (exkl. Pensionen) beträgt 18,9% (Median: 17,2%), zur Fixvergütung 42,7% (Median: 41,2%). Die **Beitragszahlung** für einen der Vorstandsvorsitzenden der betrachteten zwölf Unternehmen beträgt im Jahr 2009 im Durchschnitt 465 Tsd. Euro (Median: 282 Tsd. Euro). Der Mittelwert des Verhältnisses des Jahresbeitrags zur Gesamtvergütung beträgt 15,7% (Median: 16,3%) bzw. zur Fixvergütung 39,3% (Median: 44,7%). Diese Komponenten der Vorstandsvergütung sind daher von hoher Relevanz. Aufgeführt sind in der Tabelle auch das Alter des Vorstandsvorsitzenden und die Dauer der Unternehmens- und der Vorstandszugehörigkeit. Denn die Höhe der Pensionszusage leistungsorientierter Pläne hängt in der Regel vom Erdienungszeitraum ab.

In Deutschland basiert die typische leistungsorientierte Pensionszusage für Vorstandsmitglieder auf einem Prozentsatz des letzten Grundgehalts. Dieser Prozentsatz steigt über die Dienstzeit schrittweise an. Ein typisches Beispiel für die Festlegung des Pensionsanspruchs ist das bei Linde zugrunde liegende Schema: Zu Beginn der Tätigkeit als Vorstandsmitglied bei Linde gilt eine Pensionszusage von 20% des letztgezählten Grundgehalts. Die Pensionszusage erhöht sich mit jedem Dienstjahr durch die Anhebung des Prozentsatzes vom Grundgehalt um zwei Prozentpunkte auf maximal 50% des Grundgehalts. Wenn das Grundgehalt erhöht wird, erhöht sich damit der absolute Pensionsanspruch ebenfalls.

Tabelle 8: Ausgestaltung leistungsorientierter Pensionszusagen in Deutschland im Jahr 2009

Häufigkeit der genannten Bemessungsbasis		Häufigkeit des genannten Pensionseintrittsalters	
Grundgehalt/Zieleinkommen	28	60 Jahre	12
Anderer Festbetrag	8	61-64 Jahre	11
Grundgehalt + Jahresperformance	2	65 Jahre	5
Rentenbausteine Fix + Bonus	2		

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zu Altersvorsorgeleistungen im Geschäftsjahr 2009 für die Vorstandsvorsitzenden von 45 Unternehmen aus DAX und MDAX, die leistungsorientierte Pensionszusagen gewähren. Nur 40 der 45 Unternehmen machen Angaben zur Berechnungsbasis, nur bei 28 Unternehmen konnte den Vergütungsberichten die Information zum Pensionseintrittsalter entnommen werden.

Tabelle 8 zeigt links die Häufigkeit der verwendeten Bemessungsbasis in den Unternehmen, die rein leistungsorientierte Zusagen implementiert haben. Nur 40 der 45 Unternehmen haben im Vergütungsbericht entsprechende Angaben gemacht. Auffällig ist, dass in nur vier Unternehmen eine variable Komponente in die Pensionszusage einfließt. In zwei

Unternehmen geschieht dies in Form des durchschnittlichen Bonus der letzten Jahre vor Pensionseintritt. Dies entspricht den typischen Pensionszusagen in den 237 US-amerikanischen Unternehmen des Fortune 500 in den Jahren 1996 bis 2002. Dort ist sehr selten nur das Grundgehalt Basis der Pensionszusage³⁵⁰. In diesen Fällen profitieren die Manager von besonders hohen Boni in den letzten Jahren vor Pensionseintritt, haben damit aber auch einen entsprechend hohen Anreiz aus den Boni in diesen letzten Jahren. Vor dem Hintergrund der oft kurzfristigen Orientierung der Jahresboni ist diese Ausgestaltung sicher auch kritisch zu hinterfragen. Denn dies erhöht den Anreiz zu kurzfristiger Gewinnoptimierung auf Kosten der nachhaltigen Wertentwicklung in den letzten ein oder zwei Jahren vor Pensionseintritt³⁵¹. In zwei weiteren Unternehmen werden Jahr für Jahr Rentenbausteine angesammelt, deren Betrag von der Höhe des Grundgehalts und der Höhe des jeweiligen Jahresbonus (K+S) bzw. der Performance der Gesamtkapitalrendite (BASF) abhängt. Damit wird die längerfristige Bedeutung des Bonus gestärkt, da die Performance jedes Jahres eine Rolle spielt.

Das Pensionseintrittsalter liegt zumeist unter 65 Jahren, am häufigsten bei 60 Jahren und damit weit unter dem gesetzlichen Renteneintrittsalter in Deutschland. In vielen Fällen wird die Pension (oft unter der Bedingung einer Mindestdienstzeit und unter Anrechnung anderweitiger Einkünfte) auch bereits wesentlich früher gezahlt, sollte der Anstellungsvertrag aus „Gründen, die das Vorstandsmitglied nicht zu vertreten hat“ nicht verlängert oder vorzeitig aufgelöst werden³⁵².

Tabelle 9 zeigt für die **leistungsorientierten Pensionspläne** der einzelnen Unternehmen die Höhe der jährlichen Pensionszusage absolut in Tsd. Euro und relativ zur Gesamtvergütung sowie die absolute Höhe der Gesamt- und Fixvergütung, die Anzahl der Jahre im Vorstand des Unternehmens, die Dauer der Unternehmenszugehörigkeit und das Alter des Vorstandsvorsitzenden. Bei zwei Unternehmen wird dem Vorstandsvorsitzenden eine jährliche Pension von über einer Million Euro zugesagt. Relativ zur Gesamtvergütung schwankt die Höhe der leistungsorientierten Pensionszusage zwischen 0,7% und 49,1%. Der Wert der Pensionszusagen an den Gesamtvorstand wird in den Geschäftsberichten oft ausgewiesen. So beträgt dieser per Ende 2009 für die fünf Vorstandsmitglieder bei Volkswagen laut Vergütungsbericht zum Beispiel 43,8 Mio. Euro (2008: 32,7 Mio. Euro; 2007: 30,3 Mio.

³⁵⁰ Vgl. Sundaram / Yermack (2007), S. 1568.

³⁵¹ Vgl. die Diskussion in Kapitel 7.3 dieser Arbeit.

³⁵² Vgl. bspw. die Regelung bei Linde (Linde Finanzbericht 2009, S. 26) oder bei ThyssenKrupp (ThyssenKrupp Geschäftsbericht 2008/9, S. 61).

Euro), bei der Bayer AG für die vier Vorstandsmitglieder per Ende 2009 laut Vergütungsbericht nach HGB 33,2 Mio. Euro (IFRS: 32,1 Mio. Euro), davon etwa 15 Mio. Euro für den Vorstandsvorsitzenden.

Es wird deutlich, dass den Vorstandsvorsitzenden im Regelfall eine sehr beachtliche Pension zugesichert wird. Es ist auch ersichtlich, dass die besonders hohen Pensionszusagen im Regelfall Vorstandsvorsitzenden gelten, die bereits eine lange Zeit dem Unternehmen und dem Vorstand angehören. Reto Francioni bekommt als Vorstandsvorsitzender der Deutschen Börse dagegen bereits mit vier Jahren Unternehmenszugehörigkeit eine jährliche Pension in Höhe von 350 Tsd. Euro zugesichert. Und auch der Vorstandschef bei Linde, Wolfgang Reitzle, erhält nach sieben Jahren im Amt und im Unternehmen eine mit über einer halben Million Euro überdurchschnittlich hohe Pension.

Tabelle 10 zeigt die **beitragsorientierten Pläne**. Alter sowie Dauer der Unternehmens- und Vorstandszugehörigkeit sind bei der Beurteilung der Höhe der beitragsorientierten Pläne zwar weniger relevant. Der Vollständigkeit halber sind diese Daten hier trotzdem aufgeführt. Auch die Beiträge zu diesen Altersvorsorgeverträgen machen einen bedeutenden Anteil an der Vergütung der Vorstände aus. Bei MAN bemisst sich die Höhe der Beitragszahlung beispielsweise an 20% von Fixum und Vorjahresbonus. In diesem Fall bekommt auch der Jahresbonus noch ein stärkeres Gewicht in der Vergütung, die Beitragszahlung wird damit performanceabhängig.

Die Untersuchung zeigt, dass die Zusagen zur Altersversorgung in vielen Unternehmen eine hohe Bedeutung haben, in anderen Unternehmen dagegen nur geringe oder gar keine Zusagen erfolgen. Diese Vergütungskomponenten bei Studien nicht zu berücksichtigen, kann daher zu Verzerrungen der Ergebnisse zur Höhe, Performanceabhängigkeit und Anreizintensität der Vergütungen führen³⁵³.

³⁵³ Vgl. die Diskussion in Kapitel 7.3.

Tabelle 9: Höhe und Bedeutung der leistungsorientierten Pensionszusagen an Vorstandsvorsitzende in Deutschland im Jahr 2009

Unternehmen	Stand Pensions- zusage		Gesamt- vergü- tung [Tsd. €]	Fixe Vergü- tung [Tsd. €]	Anzahl Jahre im Vor- stand	Anzahl Jahre im Unter- nehmen	Alter [Jahre]
	[Tsd. €]	[% zu Gesamt]					
Volkswagen ^{b)}	1.190	18,0%	6.600	1.700	9	28	62
Daimler ^{b) d)}	1.050	24,2%	4.342	1.489	11	33	56
Bayer ^{b)}	932	26,1%	3.567	1.201	12	43	63
E.ON ^{a)}	868	19,4%	4.465	1.286	6	13	61
TUI ^{a)}	800	24,8%	3.223	1.752	21	21	62
ThyssenKrupp ^{a)}	628	48,6%	1.293	1.086	10	36	68
Deutsche Telekom ^{b)}	525	19,2%	2.729	1.287	7	11	46
Linde ^{a)}	518	8,3%	6.221	1.999	7	7	60
Munich RE ^{c)}	433	12,7%	3.420	945	9	24	53
Salzgitter ^{a)}	432	27,9%	1.549	769	9	9	63
Adidas ^{b)}	425	10,1%	4.197	1.277	12	22	55
Deutsche Post ^{b)}	396	8,9%	4.438	1.611	7	9	48
Heidelberger Druck ^{a)}	371	49,1%	756	506	14	34	55
HOCHTIEF ^{a)}	353	8,5%	4.161	847	6	6	59
Deutsche Börse ^{b)}	350	14,2%	2.471	1.015	4	4	54
Bilfinger ^{a)}	330	19,3%	1.710	723	12	18	61
MLP ^{b)}	316	25,6%	1.233	527	6	6	44
Rheinmetall ^{a)}	315	16,4%	1.922	818	12	12	61
Fresenius ^{b)}	312	14,3%	2.186	856	8	8	44
Leoni ^{a)}	297	38,2%	778	483	12	20	56
Infineon ^{a)}	290	25,1%	1.155	1.155	10	23	49
Puma ^{b)}	273	k.A.	k.A.	k.A.	16	21	46
BMW ^{b)}	241	9,3%	2.581	856	9	22	53
Fraport ^{b)}	236	21,8%	1.083	415	16	16	65
Beiersdorf ^{b)}	218	12,0%	1.817	450	10	30	57
Vossloh ^{b)}	204	13,1%	1.557	428	8	8	58
Deutsche Postbank ^{b)}	179	25,0%	716	716	9	10	63
HHLA ^{b)}	140	20,4%	685	363	6	6	56
Douglas ^{b)}	132	11,8%	1.124	534	12	16	44
GEA ^{a)}	127	9,1%	1.395	1.171	8	8	52
SAP ^{a) d)}	46	0,7%	6.700	887	7	14	56
Erling Klinger ^{b)}	33	4,1%	809	328	5	12	48

Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zu Altersvorsorgeleistungen im Geschäftsjahr 2009 für die Vorstandsvorsitzenden von 32 Unternehmen aus DAX und MDAX, die leistungsorientierte Pensionszusagen gewähren und für die die Höhe der Pensionszusage entweder im Vergütungsbericht angegeben ist oder aus den Angaben ermittelt werden konnte. Fußnoten: a) Höhe der Pensionszusage lt. Angabe im Vergütungsbericht. b) Höhe der Pensionszusage aus Angaben im Vergütungsbericht ermittelt. c) Höhe Pensionsanspruch aus leistungs- und beitragsorientiertem Pensionsplan. d) Der Vorstandsvorsitzende erhält neben der leistungsorientierten Pensionszusage noch beitragsorientierte Leistungen.

Tabelle 10: Höhe und Bedeutung der beitragsorientierten Pensionspläne an Vorstandsvorsitzende in Deutschland im Jahr 2009

Unternehmen	Angegebener Wert*	Beitrag [Tsd. €]	Gesamt-vergütung [Tsd. €]	Fixe Vergütung [Tsd. €]	Anzahl Jahre im Vorstand	Anzahl Jahre Unternehmen	Alter [Jahre]
RWE ^{a)}	Beiträge	2.000	7.162	2.731	2	2	57
Siemens	Beiträge	1.120	7.119	2.066	2	2	52
Henkel	Beiträge	490	2.837	989	4	4	47
MAN ^{b)}	DZA	439	1.292	867	9	9	58
Dt. Lufthansa	DZA	300	1.665	1.017	8	39	62
Bilfinger	Beiträge	288	1.710	723	12	18	61
Rhön Klinikum	ZzPR	275	2.247	396	4	4	56
IVG	DZA	241	1.193	441	1	1	56
LANXESS	DZA	196	1.858	828	5	20	50
Metro	DZA	100	3.840	1.177	2	2	59
Praktiker	Beiträge	100	931	700	9	9	55
WINCOR	DZA	26	1.244	584	4	26	53

Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zu Altersvorsorgeleistungen im Geschäftsjahr 2009 für die Vorstandsvorsitzenden von 12 Unternehmen aus DAX und MDAX, die beitragsorientierte Pensionszusagen gewähren und für die die Höhe der Beiträge oder eine entsprechende Aufwandsgröße im Vergütungsbericht angegeben ist. Fußnoten: * DZA = Dienstzeitaufwand, ZzPR = Zuführungen zu Pensionsrückstellungen. a) Jürgen Großmann erhält 2 Mio. Euro anstelle einer Pensionszusage. Dieser Betrag ist im Vergütungsbericht bei den sonstigen Zahlungen aufgeführt. b) Hochrechnung des Beitrags für Hakan Samuelsson in Höhe von 402 Tsd. Euro auf ein volles Jahr.

6.1.7 Abfindungen und Begrüßungsgelder in Deutschland

Die **Abfindungszahlungen** an Vorstandsvorsitzende und Vorstandsmitglieder in den DAX- und MDAX-Unternehmen machen durchaus einen bedeutenden Teil der Vergütung aus: In den Jahren 2006 bis 2009 gab es in etwa 70 Fällen Abfindungszahlungen an Vorstandsmitglieder der betrachteten Unternehmen, davon mindestens achtzehnmal an Vorstandsvorsitzende³⁵⁴. Insbesondere die Abfindungszahlungen bei Continental, MAN, Siemens und Demag Cranes sind sowohl absolut als auch im Verhältnis zu Fixum und Gesamtvergütung bedeutend, wie in Tabelle 11 ersichtlich wird³⁵⁵.

³⁵⁴ In 68 Fällen können die Abfindungen aufgrund der Informationen im Vergütungsbericht einzelnen Personen zugeordnet werden. In weiteren drei Unternehmen wird nur eine Gesamtsumme für Abfindungen angegeben. Da in dem jeweiligen Jahr mehrere Personen aus dem Vorstand ausgeschieden sind, kann die Anzahl der betroffenen Personen nicht bestimmt werden. Bspw. schieden bei Hugo Boss im Geschäftsjahr 2008 fünf Vorstandsmitglieder aus, darunter der Vorstandsvorsitzende Dr. Bruno Sälzer, und erhielten Abfindungen über insgesamt 13,362 Mio. Euro.

³⁵⁵ Die Abfindung wird in Tabelle 11 im Verhältnis zu Grundgehalt (Fixum) und Gesamtvergütung des Vorjahres angegeben, wenn der Vertrag vor Ablauf des Geschäftsjahres beendet wurde. Falls auch für das Vorjahr keine komplette Jahresvergütung gezahlt wurde, wird die Vergütung im Jahr der Abfindung (mit Ausnahme aktienkursbasierter Komponenten) auf ein ganzes Jahr hochgerechnet.

**Tabelle 11: Höhe von Abfindungen an Vorstandsvorsitzende in Deutschland
in den Jahren 2006 bis 2009**

Unternehmen	Jahr	Vorstandsvorsitzender	Abfindung [Tsd. €]	Abfindung [% Fixum]	Abfindung [% Gesamt- vergütung]
Continental	2009	Dr. Karl-Thomas Neumann	7.430	1146,6%	440,7%
MAN	2009	Hakan Samuelsson	7.323	821,9%	189,4%
Continental	2008	Manfred Wennemer	7.144	950,0%	195,1%
Siemens	2007	Klaus Kleinfeld	5.750	253,1%	118,5%
Demag Cranes	2009	Harald Joos	3.438	591,7%	179,3%
SAP	2009	Prof Dr. Henning Kagermann	3.158	421,0%	73,1%
Dt. Postbank	2009	Dr. Wolfgang Klein	2.938	335,7%	88,9%
Aurubis	2008	Dr. Werner Marnette	2.445	626,9%	213,5%
Vossloh	2007	Dr. Gerhard Eschenröder	2.200	281,3%	108,4%
KUKA	2009	Dr. Horst J. Kayser	1.600	403,0%	403,0%
RWE	2007	Harry Roels	1.295	92,5%	18,8%
Dt. Post	2008	Klaus Zumwinkel	1.066	71,1%	24,7%
Premiere	2008	Michael Börnicke	936	126,0%	119,8%
IVG	2008	Dr. Wolfhard Lechnitz	918	218,6%	31,9%
IVG	2006	Dr. John von Freyend	900	214,3%	78,0%
Infineon	2008	Dr. Wolfgang Ziebart	624	39,0%	30,6%
WINCOR	2007	Karl-Heinz Stiller	500	66,7%	25,4%
Symrise	2009	Dr. Gerold Linzbach	186	31,1%	24,9%

Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zu Abfindungszahlungen in den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 für die Vorstandsvorsitzenden der Unternehmen, die in einem der Jahre in DAX oder MDAX notiert waren. Die Abfindungen sind absolut in tausend Euro und im Verhältnis zum letzten vollständigen Jahresgrundgehalt bzw. der Gesamtvergütung des letzten vollen Jahres angegeben. Euro-Werte sind nicht inflationsbereinigt.

In Tabelle 11 sind die Abfindungen von 2006 bis 2009 an die Vorstandsvorsitzenden in nominalen Euro-Beträgen nach Höhe absteigend sortiert aufgeführt. Um die Bedeutung der Abfindung zu unterstreichen, habe ich die Abfindung ins Verhältnis gesetzt zum letzten vollständigen Jahresgrundgehalt bzw. der Gesamtvergütung des letzten vollen Jahres der jeweiligen Person. Eine Abfindung an einen Vorstandsvorsitzenden in den DAX- und MDAX-Unternehmen betrug in den Jahren 2006 bis 2009 im Durchschnitt etwa 2.770 Tsd. Euro. Im Durchschnitt betrug die Abfindung etwa 370% der jeweiligen Grundvergütung.

Abfindungen sind nur schwer in eine jährliche Vergütung einzubeziehen. Die einzelvertraglichen Regelungen sind – soweit im Vergütungsbericht beschrieben – sehr unterschiedlich. Viele sehen eine Abfindung vor, wenn der Dienstvertrag aus einem anderem als einem „wichtigen Grund“ vorzeitig beendet oder nicht verlängert wird. Diese Abfindung ist in der Regel auf maximal zwei Jahresvergütungen (Grundgehalt und Ziel- oder

Durchschnittsbonus) begrenzt, wie der DCGK in Artikel 4.2.3 empfiehlt. Abfindungsregelungen gibt es meist, aber nicht in allen Fällen, auch für den Fall einer Vertragsbeendigung infolge eines Kontrollwechsels, bei denen zumeist die Restlaufzeit, begrenzt auf maximal drei Jahresvergütungen (gemäß Empfehlung des DCGK, Artikel 4.2.3) vergütet wird. In einigen Unternehmen entsteht unter Bedingungen wie Mindestdienstzeit oder Mindestalter auch ein Anspruch auf Zahlung von Übergangsgeldern bis zum Pensionseintritt. Der Anspruch auf Zahlung von Abfindungen basiert nicht auf der Erreichung bestimmter Performancevorgaben, wie es in Frankreich der Fall ist³⁵⁶.

Von 2006 bis 2009 wurde in den Unternehmen in 16 Fällen der Posten des Vorstandsvorsitzenden mit externen Bewerbern neu besetzt. **Begrüßungsgelder** an neue Vorstandsvorsitzende gab es in diesem Zeitraum nur für Peter Löscher (Siemens): 8.500 Tsd. Euro wurden in seine Altersvorsorge eingestellt. An andere Vorstandsmitglieder wurde in sieben Fällen ein Begrüßungsgeld gezahlt.

Die Summe der **Einmalzahlungen an andere Vorstandsmitglieder** der DAX- und MDAX-Unternehmen in den Jahren 2006-2009 betrug insgesamt über 190 Mio. Euro, im Wesentlichen Abfindungen. Davon entfielen allein 32,4 Mio. Euro auf Siemens (hauptsächlich aufgrund der Vertragsauflösungen im Zuge der Schmiergeldaffäre in 2008, aber auch ein Golden Hello in Höhe von 10,5 Mio. Euro an Herrn Solmssen) und 25 Mio. Euro auf die Deutsche Börse (vor allem in 2007), 16,8 Mio. Euro auf Daimler (alles in 2007) und 15,0 Mio. Euro auf die Deutsche Bank (Clemens Börsig bei seinem Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat im Jahr 2006).

Die **Einmalzahlungen an alle Vorstandsmitglieder** in den betrachteten DAX- und MDAX-Unternehmen in den Jahren 2006 bis 2009 machen mit 252,3 Mio. Euro noch einmal zusätzliche **8,5% auf die Gesamtvergütung** (Summe aus Fixvergütung, Bonus und aktienbasierter Vergütung) aus. Die Bedeutung dieser Zahlungen in Verbindung mit der teilweise unterschiedlichen Ausprägung der Abfindungsvereinbarungen bzw. dem variierenden Vorkommen von Begrüßungsgeldern macht es notwendig, diese Komponenten in die Betrachtung von Vergütungssystemen einzubeziehen³⁵⁷.

³⁵⁶ Vgl. Kapitel 6.3.6.

³⁵⁷ Vgl. die Diskussion in Kapitel 7.4.

6.2 Struktur und Entwicklung der Vorstandsvergütung in Österreich

6.2.1 Beschreibung der Datenbasis für Österreich

Basis der Analyse sind 21 Unternehmen, deren Aktien im Jahr 2009 im ATX notiert waren. Für die Analyse der Höhe der Vergütung musste die Stichprobe aufgrund von mangelnden Vergütungsdaten um einige Unternehmensjahre bereinigt werden³⁵⁸, sodass das Sample für die betrachteten Jahre 13 bis 16 Unternehmen umfasst. Relativ viele der österreichischen Unternehmen legen die Vorstandsvergütung nicht individualisiert offen. Allerdings wird die Transparenz im Zeitablauf besser. So geben in 2006 noch 13 der 21 Unternehmen keine individualisierten Vergütungsdaten an, in 2009 sind es nur noch 8 Unternehmen. Für die Vergütung ausschließlich des Vorstandsvorsitzenden bleibt daher in den einzelnen Jahren ein Sample von 8 Unternehmen (in 2006) bis 13 Unternehmen (in 2009) übrig. Für die Analyse der Ausgestaltung einzelner Vergütungskomponenten im Jahr 2009 kann ich auf die Angaben in den Vergütungsberichten aller Unternehmen mit Ausnahme von Schöller Bleckmann, also 20 Unternehmen, zurückgreifen. Die Datenbasis ist für aussagekräftigere Analysen sicherlich zu klein, kann jedoch trotzdem einen ungefähren Einblick in die Vergütungsstrukturen bzw. den Grad der Transparenz hinsichtlich der Vorstandsvergütung geben. Tabelle 12 beschreibt grob die Datenbasis für die österreichischen Unternehmen der einzelnen Jahre³⁵⁹.

³⁵⁸ Schöller Bleckmann nutzt die Ausnahmeklausel in § 241 Abs. 4 UGB für Vorstände, die aus weniger als drei Personen bestehen, und weist die Vorstandsvergütung nicht aus. Andritz, EVN und Vienna Insurance weisen in keinem der vier Jahre, RHI und STRABAG in einigen der Jahre die Barvergütung nur als Summe aus, nicht nach Fixum und Bonus getrennt. Bei weiteren Unternehmen (Österreichische Post und Raiffeisen) kann auf Basis der Angaben im Vergütungsbericht keine adäquate Bewertung der aktienbasierten Komponenten erfolgen.

³⁵⁹ Tabelle 42 im Anhang zeigt zudem die jeweils fünf höchsten und niedrigsten Ausprägungen im Sample.

Tabelle 12: Datenbasis zur durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Österreich

Jahr	2006	2007	2008	2009
Anzahl Unternehmen	13	14	15	16
Gesamtvergütung (Tsd. €)				
Min.	353	421	385	314
10%	401	513	419	374
25%	709	703	646	708
Median	1.163	1.726	907	868
75%	1.715	1.668	1.154	1.090
90%	2.107	1.985	1.249	1.371
Max.	2.262	8.723	1.667	1.469
Verhältnis 90%/10%	5,25	3,87	2,98	3,67
Marktkapitalisierung (Mio. €)				
Min.	526	503	230	520
10%	579	847	275	524
25%	820	886	411	674
Median	5.419	5.410	2.300	3.207
75%	9.372	8.237	4.321	5.243
90%	12.842	14.443	5.303	8.654
Max.	17.198	16.204	9.516	8.734
Verhältnis 90%/10%	22,20	17,05	19,25	16,53
Anzahl Mitarbeiter				
Min.	188	250	403	403
10%	688	1.144	1.409	1.570
25%	3.569	4.087	4.266	4.148
Median	13.794	18.446	22.820	20.658
75%	15.428	33.665	42.719	37.777
90%	40.993	52.352	63.376	56.530
Max.	50.194	61.125	73.008	75.548
Verhältnis 90%/10%	59,58	45,76	44,98	36,01

Anmerkung: Angegeben sind für das jeweilige Geschäftsjahr der ATX-Unternehmen die kleinste Ausprägung, das 10%-Dezil, das erste Quartil, der Median, das dritte Quartil, das 90%-Dezil und die Maximalausprägung für die durchschnittliche Gesamtvergütung eines Vorstands, die Marktkapitalisierung zum Geschäftsjahresende und die Anzahl der Mitarbeiter. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben.

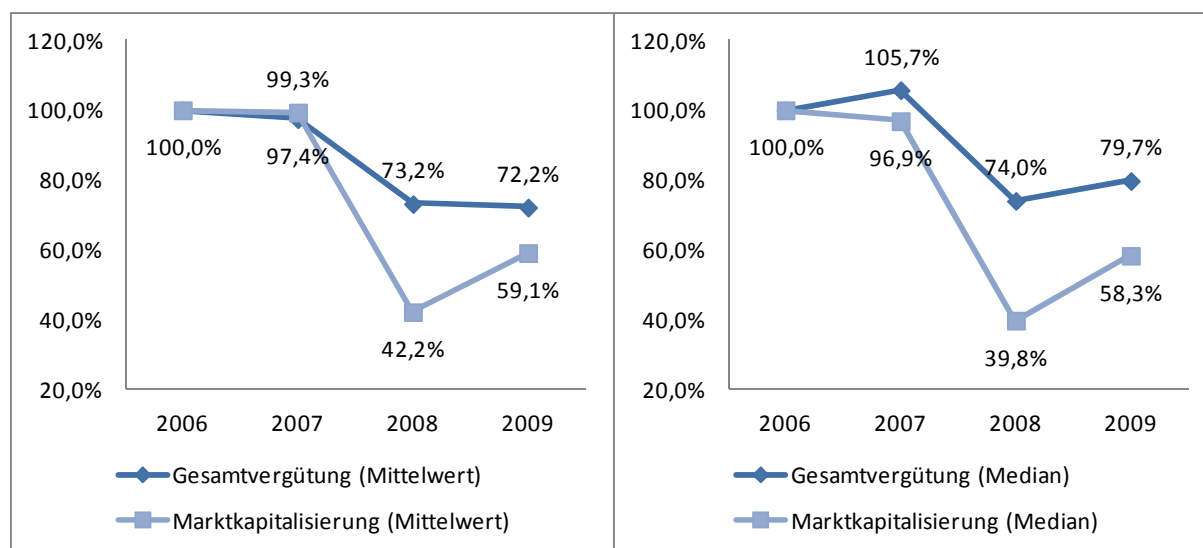
6.2.2 Höhe und Struktur der Gesamtvergütung in Österreich

Die Höhe der Vergütung entwickelt sich ähnlich wie bei den deutschen Unternehmen: Nach einem realen Anstieg des Medians bzw. nur leichtem Absinken der durchschnittlichen Vergütung der Vorstände von 2006 auf 2007 geht die Vergütung in 2008 stark zurück³⁶⁰ (vgl.

³⁶⁰ Für den Vergleich der einzelnen Jahre habe ich nur die Unternehmen einbezogen, für die ich durchgängige Vergütungsdaten habe. Zudem habe ich für den Jahresverlauf das Unternehmen bwin herausgenommen, da die Werte in 2007 ansonsten sehr stark durch ein Aktienoptionspaket an die beiden Vorstandssprecher von bwin in Höhe von jeweils 9,9 Mio. € beeinflusst wären. In den anderen betrachteten Jahren wurden bei dem Unternehmen keine Aktien oder Optionen als Vorstandsvergütung gewährt. Vgl. Tabelle 42 für die höchsten Ausprägungen bei der Vorstandsvergütung in den ATX-Unternehmen in den Jahren 2006 bis 2009.

Abbildung 8 und Tabelle 43). Das durchschnittliche Vergütungsniveau der Gesamtvergütung liegt 2009 inflationsbereinigt nur noch bei 72,2% des Niveaus in 2006. Dies ist sowohl auf einen Rückgang der Boni als auch der gewährten aktienkursbasierten Komponenten zurückzuführen, wie Abbildung 9 zeigt. Der Mittelwert der durchschnittlichen Fixvergütung für die Vorstandsmitglieder ist im Verlauf der drei Jahre real um 0,7% gesunken, der Median um 9,4% (also 3,0 % p.a.) gestiegen. Das Absinken des Mittelwerts ist auf in einigen Unternehmen fast unveränderte Grundgehälter bzw. auch das Absinken der Grundgehälter bei Erste Group zurückzuführen. Dort sind zudem Ende 2006 einige Vorstandsmitglieder mit einem relativ hohen Grundgehalt sowie hohen sonstigen Bezügen ausgeschieden. Die Nachbesetzungen verdienen wesentlich weniger. Bei einem Vorstandsmitglied, dass von 2006 bis 2009 durchgängig im Vorstand war, wurde das Grundgehalt zudem über die Jahre gesenkt, sodass die durchschnittliche Fixvergütung bei Erste Group im Jahr 2009 schon nominal um 24% unter dem Niveau von 2006 lag.

Abbildung 8: Entwicklung der durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorstände in Österreich

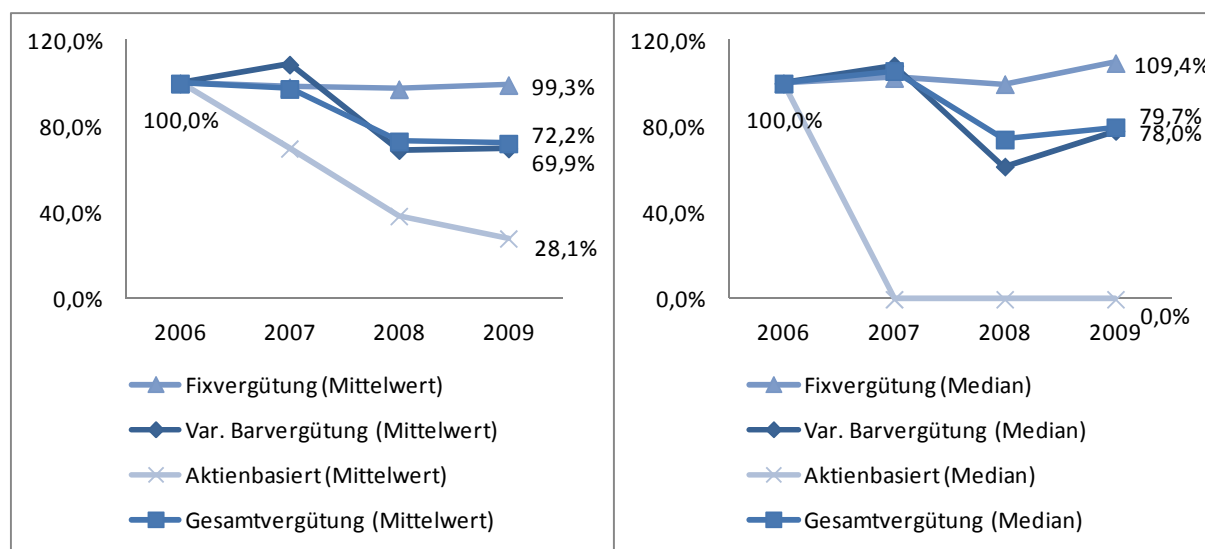


Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert bzw. Median der durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorstände und der Marktkapitalisierung der Geschäftsjahre 2007 bis 2009 im Vergleich zum Basisjahr 2006. Die Wertentwicklung ist inflationsbereinigt angegeben. Basis der Untersuchung sind 12 ATX-Unternehmen, für die für alle vier Jahre vollständige Vergütungsdaten vorliegen. Das Unternehmen bwin wurde aufgrund der einmaligen Gewährung von Aktienoptionen in 2007 beim Jahresvergleich nicht berücksichtigt.

Die Höhe der Vergütung kann aufgrund der geringeren Größe der Unternehmen im Sample sicher nicht mit der Vergütung in den deutschen Unternehmen verglichen werden. Die Struktur der Vorstandsvergütung der österreichischen Unternehmen ist in Abbildung 10 dargestellt. Sie ähnelt derjenigen der deutschen Unternehmen. Allerdings gewähren nur zwischen einem Drittel und der Hälfte der Unternehmen aktienbasierte

Vergütungskomponenten³⁶¹. Deferred Shares sind in den betrachteten Jahren nicht in den Vorstandsvergütungen enthalten. Die geringere Verbreitung von Aktien oder Optionen als Vergütungskomponenten kann auch darauf zurückzuführen sein, dass die betrachteten Unternehmen wesentlich kleiner sind als die deutschen Unternehmen. Denn zumindest in Deutschland scheint die Unternehmensgröße auch einen Einfluss auf die Entscheidung für oder gegen eine Gewährung aktienkursbasierter Vergütung zu haben. Bei den Unternehmen, die Aktien oder Optionen gewähren, ist der durchschnittliche Anteil an der Gesamtvergütung allerdings höher als in den deutschen Unternehmen.

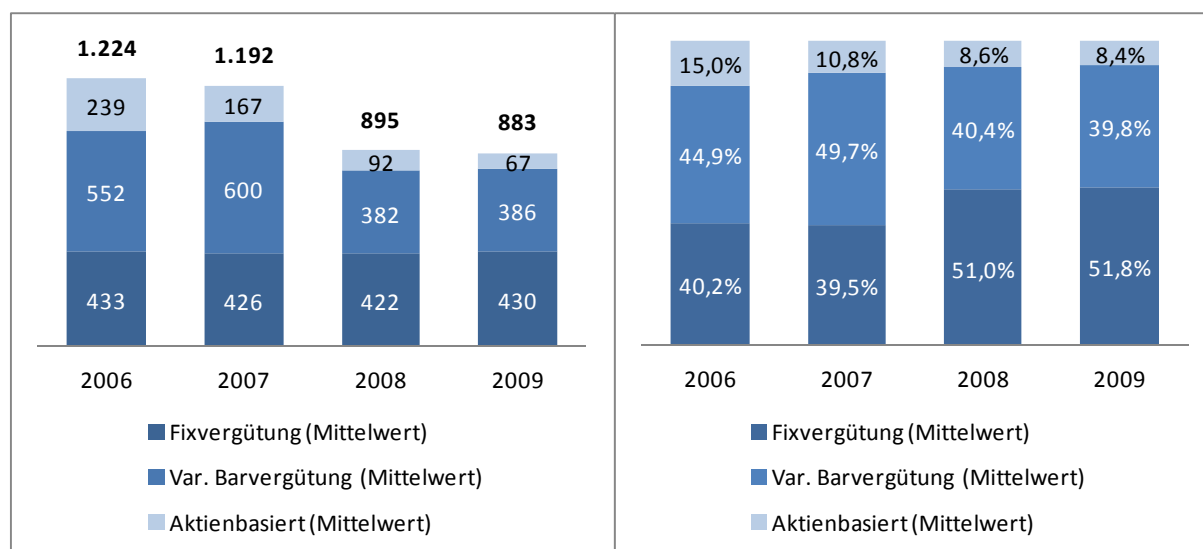
Abbildung 9: Entwicklung der Komponenten der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Österreich



Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert bzw. Median der einzelnen Komponenten der durchschnittlichen Vergütung der Vorstände und der Marktkapitalisierung der Geschäftsjahre 2007 bis 2009 im Vergleich zum Basisjahr 2006. Die Wertentwicklung ist inflationsbereinigt angegeben. Basis der Untersuchung sind 12 ATX-Unternehmen, für die für alle vier Jahre vollständige Vergütungsdaten vorliegen. Das Unternehmen bwin wurde aufgrund der einmaligen Gewährung von Aktienoptionen in 2007 beim Jahresvergleich nicht berücksichtigt.

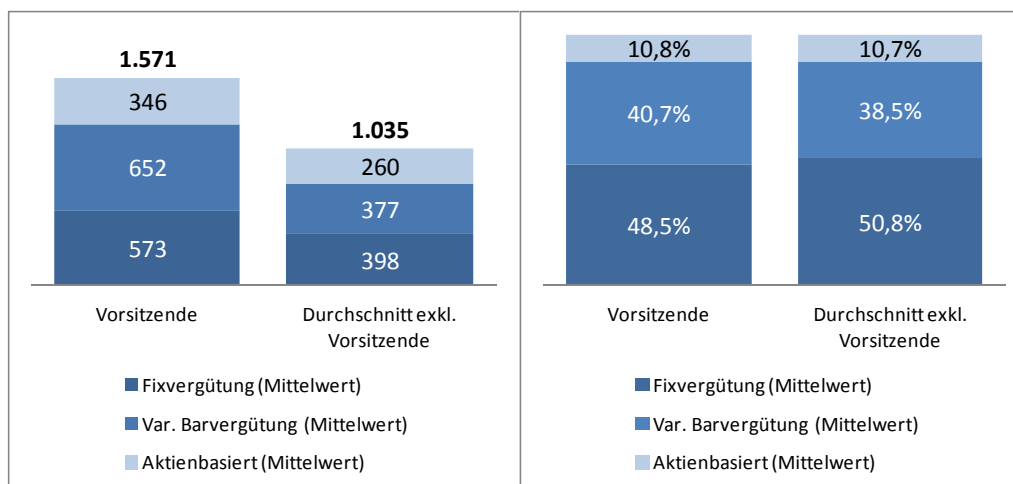
³⁶¹ Nur drei Unternehmen gewähren in allen vier Jahren aktienbasierte Vergütungskomponenten.

Abbildung 10: Entwicklung von Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Österreich



Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der durchschnittlichen Vergütung der Vorstände der Geschäftsjahre 2006 bis 2009 in Tsd. Euro und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 12 ATX-Unternehmen, für die für alle vier Jahre vollständige Vergütungsdaten vorliegen. Das Unternehmen bwin wurde aufgrund der einmaligen Gewährung von Aktienoptionen in 2007 beim Jahresvergleich nicht berücksichtigt.

Abbildung 11: Vergleich der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden und der anderen Vorstandsmitglieder in Österreich



Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der Vergütung der Geschäftsjahre 2006 bis 2009 in Tsd. Euro und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung für die Vorstandsvorsitzenden im Vergleich zur durchschnittlichen Vergütung der anderen Vorstandsmitglieder. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 42 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der ATX-Unternehmen, für die individuelle Vergütungsdaten für die Vorstände vorliegen.

Da für die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden aufgrund der sowieso geringen Größe des Basis-Samples und aufgrund des Opting Out einiger Unternehmen nur für 7 Unternehmen durchgängig auswertbare Vergütungsdaten zur Verfügung stehen, möchte ich nur kurz auf die

Vergütung der Vorstandsvorsitzenden eingehen. Auch Unterschiede in der Vergütungsstruktur in den Branchengruppen sind aufgrund der geringen Anzahl an Unternehmen nicht interpretierbar. Grundsätzlich entwickelt sich die Vergütung der Vorsitzenden in den Jahren 2006 bis 2009 in Bezug auf Höhe und Struktur ähnlich der Durchschnittsvergütung der Gesamtvorstände. Abbildung 11 zeigt, dass die Struktur der Vergütung der Vorsitzenden und der anderen Vorstandsmitglieder in den Jahren 2006 bis 2009 kaum voneinander abweichen³⁶². Ein Vorstandsvorsitzender verdient im Durchschnitt der vier Jahre das 1,53-fache (Median: 1,29-fache) seiner Vorstandskollegen.

6.2.3 Ausgestaltung der variablen Barvergütung in Österreich

Tabelle 13 gibt einen Überblick zur Ausgestaltung der variablen Barvergütung der Vorstandsvorsitzenden in den ATX-Unternehmen. Nur 16 von 20 Unternehmen (80%) machen nähere Angaben zu den Bonusbemessungsgrundlagen. Bei keinem dieser Unternehmen wird explizit eine Bemessungsgrundlage relativ zu Wettbewerbern oder dem Markt genannt. Auch ist aus den Angaben nicht erkennbar, auch wenn es aufgrund der oft spärlichen Angaben nicht immer ausgeschlossen werden kann, dass die Boni auf der Performance mehrerer Jahre basieren. Bei 15 der 16 Unternehmen (94%) werden zwischen zwei und vier Bemessungsgrundlagen angegeben. Die Vorstandsboni der österreichischen Unternehmen basieren mehrheitlich auf Gewinngrößen, überwiegend der Konzernjahresüberschuss oder der Gewinn vor Steuern. Residualgewinngrößen werden nur bei einem Unternehmen verwendet. Daneben werden, vor allem in Unternehmen aus produzierenden Branchen, relativ häufig Cashflow-Ziele als Bemessungsgrundlage angegeben. Nicht näher benannte „individuelle Ziele“ sind seltener als bei den deutschen Unternehmen. Ob die individuelle Leistung des Vorstandsvorsitzenden bei der Bonusbemessung weniger im Fokus steht als in den deutschen Unternehmen, kann hieraus sicher noch nicht geschlossen werden.

³⁶² Diese Übersicht erfasst alle Unternehmensjahre, in denen entsprechende Daten zur Verfügung stehen, nicht nur die Unternehmen mit durchgängigen Vergütungsdaten für die Vorsitzenden.

Tabelle 13: Bonusbemessungsgrundlagen in Österreich im Jahr 2009

Bemessungsgrundlagen (BMG)	Summe alle Branchen	Mining and Manu- facturing	Finanzen	Energie- versorger	Andere Branchen
Keine Angaben zu BMG	4	2	0	0	2
Unternehmen mit Angaben zu BMG	16	10	2	2	2
davon mit relativer Perf.messung	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
davon mit Mehrjahresbezug	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
davon nur eine Kennzahl als BMG	1 (6%)	1 (10%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
davon 2-4 Kennzahlen als BMG	15 (94%)	9 (90%)	2 (100%)	2 (100%)	2 (100%)
davon mehr als 4 Ziele genannt	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
Anzahl genannte BMG	46	30	6	5	5
davon gewinnbasierte Ziele	18 (39%)	10 (33%)	3 (50%)	3 (60%)	2 (40%)
<i>absolute Gewinngrößen</i>	13 (28%)	7 (23%)	2 (33%)	2 (40%)	2 (40%)
Residualgewinn (EVA etc.)	1	0	0	0	1
Gewinn (vor/nach Steuern)	7	4	2	1	0
EBIT, EBITDA etc.	4	3	0	1	0
Earnings per Share (EPS)	1	0	0	0	1
<i>Renditegrößen</i>	5 (11%)	3 (10%)	1 (17%)	1 (20%)	0 (0%)
Return on Sales (ROS)	0	0	0	0	0
Return on Assets (ROA)	0	0	0	0	0
Return on Equity (ROE)	0	0	0	0	0
ROCE	4	3	0	1	0
RoRaC / RaRoC	1	0	1	0	0
nicht näher bezeichnet	0	0	0	0	0
davon aktienkursbasierte Ziele	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
davon sonstige finanzielle Ziele	12 (26%)	11 (37%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (20%)
Dividende	1	1	0	0	0
Umsatz	2	2	0	0	0
Cashflow-Ziele	5	4	0	0	1
Kapitalstruktur/Verschuldung	3	3	0	0	0
nicht näher bezeichnet	1	1	0	0	0
davon operative Ziele	4 (9%)	3 (10%)	1 (17%)	0 (0%)	0 (0%)
Kostenbezogene Ziele	3	2	1	0	0
Working Capital	1	1	0	0	0
Produktionsziele	0	0	0	0	0
Sonstige operative Ziele	0	0	0	0	0
davon qualitative Ziele	6 (13%)	4 (13%)	0 (0%)	1 (20%)	1 (20%)
Kunden und Service	0	0	0	0	0
Mitarbeiterbezogene Ziele	0	0	0	0	0
Umweltziele	0	0	0	0	0
Strategiebezogene Ziele	2	1	0	0	1
Sonstige	4	3	0	1	0
davon individuelle Ziele	6 (13%)	2 (7%)	2 (33%)	1 (20%)	1 (20%)

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur variablen Barvergütung des Jahres 2009 der Vorstandsvorsitzenden von 20 Unternehmen, die in einem der Jahre 2006 bis 2009 im ATX notiert waren.

6.2.4 Ausgestaltung der aktienkursbasierten Vergütung in Österreich

Aktienkursbasierte Vergütungskomponenten sind bei den untersuchten österreichischen Unternehmen noch weniger verbreitet als in Deutschland. Tabelle 14 gibt einen entsprechenden Überblick. 14 der 20 Unternehmen gewährten in 2009 keine aktienbasierten

Vergütungskomponenten an die Vorstandsmitglieder³⁶³. Keines der sechs Unternehmen, das seinen Vorständen in 2009 Aktien oder Optionen gewährt hat, hatte mehr als einen Aktien- oder Optionsplan für die Vorstände implementiert, aus dem aktuell noch bedient wird. Alle Aktienpläne bedingen jedoch ein Eigeninvestment der Vorstände in Aktien des Unternehmens als Voraussetzung für die Planteilnahme. In vier der sechs Unternehmen werden die aktienkursbasierten Vergütungspläne mit weiteren Performancebedingungen hinterlegt, am häufigsten beruhen diese auf gewinnbasierten Bemessungsgrundlagen, wie in Tabelle 15 zu erkennen ist.

Tabelle 14: Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütung in Österreich im Jahr 2009

Anzahl Untern. ohne aktienbasierte Komponenten	14 (70,0%)		
Anzahl Untern. mit aktienbasierten Komponenten	6 (30,0%)		
davon: 1 aktienbasierter Vergütungsplan	6 (31,6%)		
davon: >1 aktienbasierte Vergütungspläne	0 (0,0%)		
Art der aktienbasierten Vergütung	Aktienoptionen	Aktienplan	Cash-Plan
Anzahl Pläne	3	3	0
Reale Pläne	1	1	-
davon: Deferred Bonus	0	0	-
Virtuelle Pläne	2	2	-
davon: Deferred Bonus	0	0	-
Eigeninvestment erforderlich	1	3	0
Als Bedingung für Planteilnahme	1	3	-
Aus erworbenen Anteilen	0	0	-
Zusätzliche Performancebedingungen	2	2	0
1 Bemessungsgrundlage	2	0	-
Mehrere Bemessungsgrundlagen	0	2	-
<i>Marktbasierte Performancebedingungen</i>	<i>0</i>	<i>2</i>	<i>0</i>
Relative Aktienkursperformance	-	1	-
Absolute Kursziele	-	1	-
<i>Rechnungslegungs-basierte Performancebedingungen</i>	<i>2</i>	<i>2</i>	<i>0</i>
Relative Performancemessung	0	1	-
Absolute Performanceziele	2	1	-

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur aktienbasierten Vergütung des Jahres 2009 der Vorstandsvorsitzenden von 20 Unternehmen, die in einem der Jahre 2006 bis 2009 im ATX notiert waren.

³⁶³ Bei bwin wurde im Jahr 2007 ein größeres Optionspaket gewährt, in den anderen Jahren dagegen erfolgte keine weitere Gewährung von Aktien oder Optionen.

Tabelle 15: Ausgestaltung zusätzlicher Performancebedingungen in der aktienbasierten Vergütung in Österreich

	Summe alle Branchen	Mining and Manufacturing	Finanzen	Energieversorger	Andere Branchen
Anzahl Unternehmen gesamt	20	11	3	2	4
davon mit aktienbas. Vergütung	6 (30%)	4 (36%)	1 (33%)	0 (0%)	1 (25%)
davon zzgl. Perf.bedingung	4 (67%)	2 (50%)	1 (100%)	0 (0%)	1 (100%)
Anzahl der genannten BMG	7	4	2	0	1
Marktbasierte Perf.bedingungen	2 (29%)	1 (25%)	1 (50%)	0 (0%)	0 (0%)
Aktienkurs, TSR	2	1	1	0	0
Sonstige (NAV...)	0	0	0	0	0
Nicht-marktbasierte Perf.bed.	5 (71%)	3 (75%)	1 (50%)	0 (0%)	1 (100%)
<i>Gewinnbasierte Perf.bed.</i>	5 (71%)	3 (75%)	1 (50%)	0 (0%)	1 (100%)
EVA	1	1	0	0	0
EBIT, EBITDA etc.	1	1	0	0	0
Total Property Return (TPR)	0	0	0	0	0
Earnings per Share (EPS)	2	1	0	0	1
EPS über LIBOR/VPI	0	0	0	0	0
Renditekennzahlen	1	0	1	0	0
<i>Sonstige finanzielle Ziele</i>	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
Umsatz, Einkünfte	0	0	0	0	0
Cashflow-Ziele	0	0	0	0	0
<i>Sonstige Ziele</i>	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
Balanced Scorecards	0	0	0	0	0
Andere Ziele	0	0	0	0	0

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur aktienbasierten Vergütung des Jahres 2009 der Vorstandsvorsitzenden von 20 Unternehmen, die in einem der Jahre 2006 bis 2009 im ATX notiert waren.

6.2.5 Leistungen zur Altersversorgung in Österreich

Einige Unternehmen des ATX gewähren den Vorständen keine Altersvorsorgeleistungen, bspw. bwin und Strabag. Der Grad der Offenlegung der Pensionszusagen in den Unternehmen des ATX schwankt dabei sehr stark. Bei manchen Unternehmen fehlen Angaben zu Pensionszusagen, ohne dass erkennbar ist, ob solche existieren, bspw. Zumtobel oder Voestalpine. Eine genauere Analyse der Leistungen zur Altersversorgung ist auf Basis der Angaben aus den Geschäftsberichten daher nur in wenigen Einzelfällen möglich.

In einigen Fällen werden Zahlungen für die anscheinend vorherrschenden beitragsorientierten Pensionspläne in Summe für den Gesamtvorstand angegeben. Beiträge in Höhe von 10% des Fixums scheinen eine übliche Beitragshöhe zu sein, wenn man die Summen der Beiträge und des Fixums vergleicht. OMV und Telekom Austria veröffentlichen die Beiträge individuell für die Vorstandsmitglieder. Bei OMV erfolgten demnach für Herrn Rutenstorfer in 2009 Zahlungen in die Pensionskasse in Höhe von 574 Tsd. Euro (2008: 444 Tsd. Euro). Dieser

Betrag liegt um die 70% des Fixums und ist daher eine recht bedeutende Vergütungskomponente³⁶⁴.

6.2.6 Abfindungen und Begrüßungsgelder in Österreich

In den untersuchten Unternehmen des ATX wurden in den Jahren 2006 bis 2009 nur in drei Fällen Einmalzahlungen ausgewiesen. Es sind Abfindungen in Höhe von 1,5 bis 2,1 Mio. Euro an zwei Vorstandsmitglieder und einen Vorsitzenden. Letzterer war Dr. Andreas Ludwig (Zumtobel, Ausschied zum Ende des Geschäftsjahres 2009), der damit das 2,7-fache seiner Grundvergütung bzw. das 1,1-fache seiner Gesamtvergütung als Abfindung erhalten hat. Begrüßungsgelder wurden im betrachteten Zeitraum nicht gezahlt.

³⁶⁴ In den Jahren 2006 und 2007 lagen die Zahlungen in die Pensionskasse für die Vorstandsmitglieder bei OMV noch bei etwa 25% des Fixums.

6.3 Struktur und Entwicklung der Vorstandsvergütung in Frankreich

6.3.1 Beschreibung der Datenbasis für Frankreich

Basis der Analyse sind die 40 Unternehmen, deren Aktien im Jahr 2009 im CAC 40 notierten. Für die Analyse der Höhe der Vergütung musste die Stichprobe um einige Unternehmensjahre bereinigt werden³⁶⁵, sodass das Sample für die betrachteten Jahre 33 bis 37 Unternehmen umfasst. Alle französischen Unternehmen legen die Vorstandsvergütung individualisiert offen. Da in vielen französischen Unternehmen, wie bereits in Kapitel 5 diskutiert, der CEO alleiniger Executive Director ist, wäre die Verwendung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung dadurch verzerrt, dass in diesen Unternehmen nur die relativ hohe Vergütung des CEO einfließt. Da zudem, im Gegensatz zu den deutschen und österreichischen Unternehmen, von allen französischen Unternehmen individualisierte Vergütungsdaten vorliegen, möchte ich mich für die Unternehmen des CAC 40 weitestgehend auf die Darstellung der Vergütung der CEOs beschränken. Für die Vergütung ausschließlich des CEO fällt für 2006 aufgrund eines unterjährigen Wechsels des CEO bei Schneider Electric ein Unternehmensjahr aus dem Sample heraus. Ich werde darüber hinaus für die Unternehmen mit mehreren Executive Directors die Durchschnittsvergütung der Executive Directors exklusive der CEO-Vergütung betrachten und den Pay-Gap ausweisen. Dafür stehen 40 Unternehmensjahre weniger zur Verfügung³⁶⁶. Für die Analyse der Ausgestaltung einzelner Vergütungskomponenten im Jahr 2009 werden alle Unternehmen betrachtet bis auf ArcelorMittal, STM Microelectronics und EADS, also 37 Unternehmen.

³⁶⁵ Drei Unternehmen sind für eine länderspezifische Betrachtung nicht geeignet: STM Microelectronics ist zum einen ein Schweizer Unternehmen, das aus diesem Grund aus dem Sample entfernt wird. Darüber hinaus legt STM Microelectronics nur unzureichend Vergütungsdaten offen. ArcelorMittal ist zwar an der französischen Börse gelistet, hat aber seinen Sitz in Luxemburg und in den Niederlanden und sein Corporate Office in London. EADS ist ein niederländisches Unternehmen mit sowohl deutschem als auch französischem Einfluss, das sowohl im MDAX als auch im CAC 40 gelistet ist. Vier weitere Unternehmen (Alcatel-Lucent, GDF SUEZ, Suez Environnement und Unibail-Rodamco) sind in den Jahren 2006 bis 2008 durch Übernahmen und Fusionen in der jetzigen Form entstanden. Für diese Unternehmen gibt es für 2006 und in drei Fällen auch für 2007 keine verwendbaren Vergütungsdaten.

³⁶⁶ Wenn in einem Geschäftsjahr nicht wenigstens ein zweiter Executive Director über mindestens 12 Monate im Amt war, habe ich keine durchschnittliche Vergütung exkl. CEO und auch keinen Pay-Gap berechnet, um die verzerrenden Effekte einer Hochrechnung zu reduzieren.

Tabelle 16: Datenbasis zur Gesamtvergütung der CEOs in Frankreich

Jahr	2006	2007	2008	2009
Anzahl Unternehmen	33	34	37	37
Gesamtvergütung (Tsd. €)				
Min. Ausprägung	961	1.046	1.081	712
10% (erstes Dezil)	1.337	1.873	1.186	1.069
25% (erstes Quartil)	2.257	2.395	1.607	1.557
Median	4.169	3.896	2.629	2.180
75% (drittes Quartil)	5.974	5.120	3.584	3.226
90% (neuntes Dezil)	9.065	6.805	4.201	5.326
Max. Ausprägung	22.252	17.658	15.827	8.762
Verhältnis 90%/10%	6,78	3,63	3,54	4,98
Marktkapitalisierung (Mio. €)				
Min.	2.489	2.912	1.870	2.667
10%	8.252	6.576	3.320	5.027
25%	12.417	11.658	5.300	7.564
Median	30.487	29.768	17.669	22.492
75%	37.762	37.671	19.773	27.330
90%	63.376	63.166	49.829	63.403
Max.	123.759	125.663	83.110	96.228
Verhältnis 90%/10%	7,68	9,61	15,01	12,61
Anzahl Mitarbeiter				
Min.	462	628	1.673	1.717
10%	21.490	23.000	17.710	18.975
25%	50.519	40.300	44.243	48.284
Median	104.456	108.311	111.008	107.646
75%	132.507	134.081	154.069	150.525
90%	206.839	207.649	201.700	189.876
Max.	456.295	490.042	495.287	475.976
Verhältnis 90%/10%	9,62	9,03	11,39	10,01

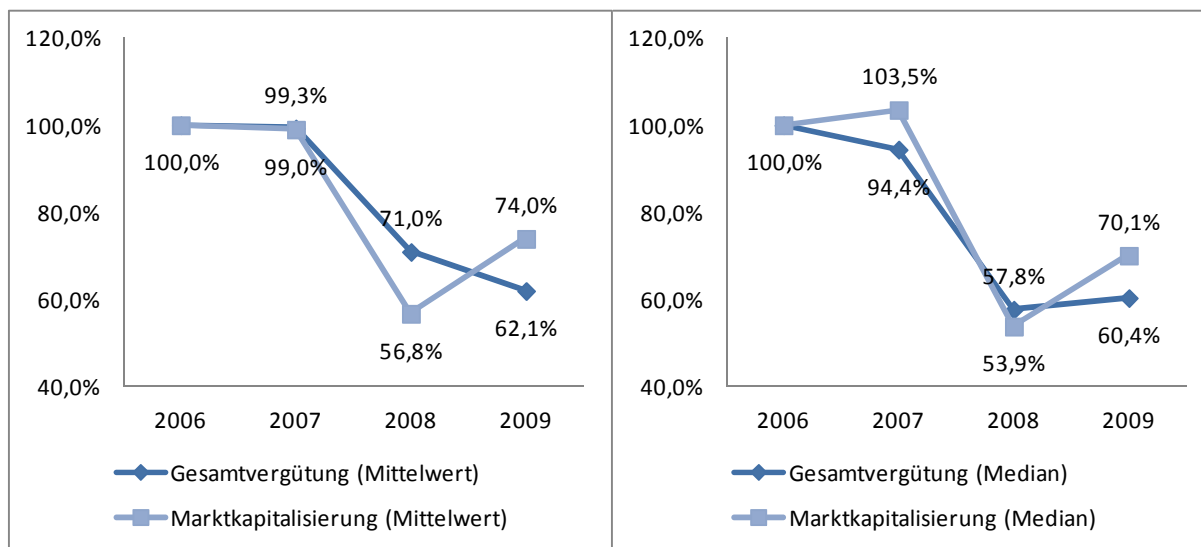
Anmerkung: Angegeben sind für das jeweilige Geschäftsjahr der CAC-40-Unternehmen die kleinste Ausprägung, das 10%-Dezil, das erste Quartil, der Median, das dritte Quartil, das 90%-Dezil und die Maximalausprägung für die Gesamtvergütung der CEOs, die Marktkapitalisierung zum Geschäftsjahresende und die Anzahl der Mitarbeiter. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben.

6.3.2 Höhe und Struktur der Gesamtvergütung in Frankreich

Tabelle 16 gibt für die verwendete Datenbasis die Bandbreite der Werte der Gesamtvergütung der CEOs, der Marktkapitalisierung zum Geschäftsjahresende und der Anzahl der Mitarbeiter der Unternehmen des CAC 40 von 2006 bis 2009 an. Euro-Werte sind inflationsbereinigt mit dem Basisjahr 2006 dargestellt. Das Verhältnis zwischen der durchschnittlichen Gesamtvergütung des neunten Dezils und des ersten Dezils liegt zwischen 3,54 in 2008 und 6,78 in 2006. Bei der Unternehmensgröße, gemessen durch die Marktkapitalisierung oder die Anzahl der Mitarbeiter, ist die Spannbreite noch größer. Tabelle 44 im Anhang zeigt die fünf höchsten und fünf niedrigsten Ausprägungen der jeweiligen Kennzahlen Gesamtvergütung, Marktkapitalisierung und Anzahl Mitarbeiter der einzelnen Jahre. Der Chairman und CEO

von Renault, Carlos Ghosn, erhielt im Rahmen eines Sonderplans in 2006 zusätzlich zur regulären Gewährung von Optionen ein Aktienoptionspaket im Wert von knapp 15,6 Mio. Euro. Dies ist der Grund für die höchste Gesamtvergütung eines CEO im Jahre 2006³⁶⁷. Für die Betrachtung der Entwicklung der Vorstandsvergütung in den Jahren 2006 bis 2009 nehme ich das Unternehmen Renault daher aus dem Sample. Die höchsten Vergütungen in 2007 und 2008 liegen an den fast durchgängig hohen aktienkursbasierten Vergütungen bei LVMH.

Abbildung 12: Entwicklung der Gesamtvergütung der CEOs in Frankreich



Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert bzw. Median der Gesamtvergütung der CEOs und der Marktkapitalisierung der Geschäftsjahre 2007 bis 2009 im Vergleich zum Basisjahr 2006. Die Wertentwicklung ist inflationsbereinigt angegeben. Basis der Untersuchung sind 31 CAC-40-Unternehmen, für die für alle vier Jahre vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen. Das Unternehmen Renault wurde aufgrund des Sonderpaktes mit Aktienoptionen in 2006 beim Jahresvergleich nicht berücksichtigt.

Abbildung 12 zeigt die Entwicklung der Gesamtvergütung im Vergleich zur Entwicklung des Marktwertes der Unternehmen³⁶⁸. Das Niveau der durchschnittlichen Gesamtvergütung der CEOs in 2009 liegt inflationsbereinigt auf 62,1% des Niveaus in 2006 (Median-Gesamtvergütung: 60,4%)³⁶⁹. Die reale Entwicklung der einzelnen Komponenten der Vergütung relativ zum Basisjahr 2006 wird in Abbildung 13 dargestellt. Zu erkennen ist ein leichter Anstieg der durchschnittlichen Fixvergütung bzw. ein leichter Rückgang der Median-Fixvergütung. Der Mittelwert des variablen Barbonus geht von 2006 auf 2008 auf ein reales Niveau von 67,8% (Median: 61,3%) des Niveaus von 2006 zurück, erreicht in 2009 wieder

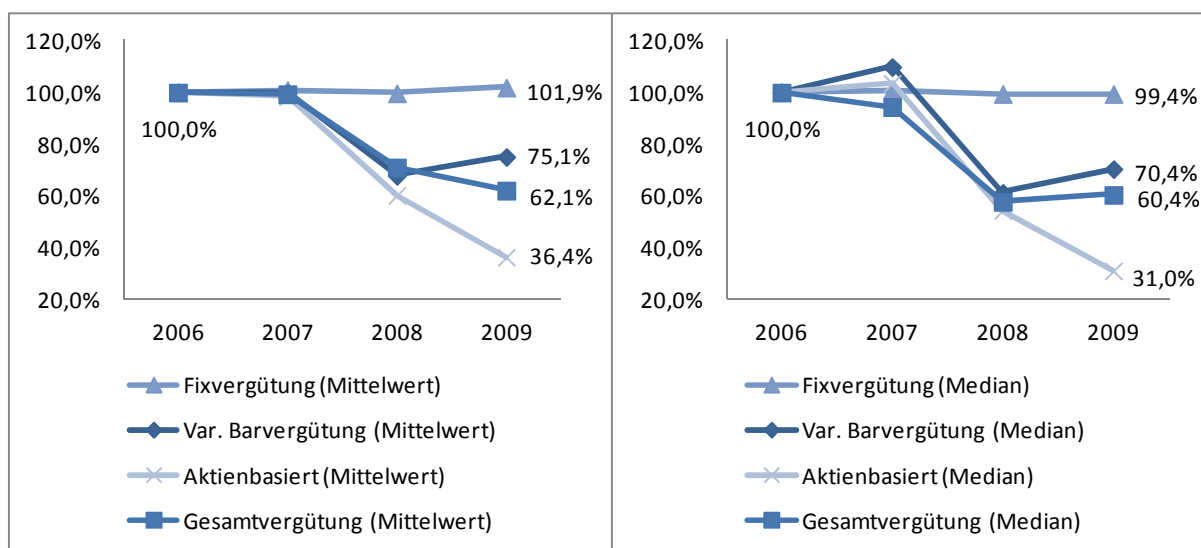
³⁶⁷ Die höchste Gesamtvergütung aller Executive Directors erhielt Chairman Sir Lindsay Owen-Jones (L'Oréal) im Jahr 2006. Er erhielt in dem Jahr Aktienoptionen im Wert von knapp 35 Mio. Euro im Zuge der Übergabe des Postens des CEOs zum Jahresbeginn an Jean-Paul Agon.

³⁶⁸ Vgl. für detailliertere Daten auch Tabelle 45 im Anhang.

³⁶⁹ Inkl. der Vergütung des CEOs von Renault läge das Niveau in 2009 bei durchschnittlich 54,3 % (Median: 56,0 %) des 2006er-Niveaus aufgrund der höheren Ausgangsbasis in 2006.

ein Niveau von 75,1% (Median: 70,4%)³⁷⁰. Der Rückgang der durchschnittlichen Gesamtvergütung ist jedoch im Wesentlichen auf einen Rückgang der gewährten aktienbasierten Vergütungskomponenten zurückzuführen: In 2009 wurden nur noch Aktien und Optionen mit einem Zeitwert von im Durchschnitt 36,4% (Median: 31,0%) des Wertes der in 2006 gewährten Aktien und Optionen ausgegeben.

Abbildung 13: Entwicklung der Komponenten der CEO-Vergütung in Frankreich



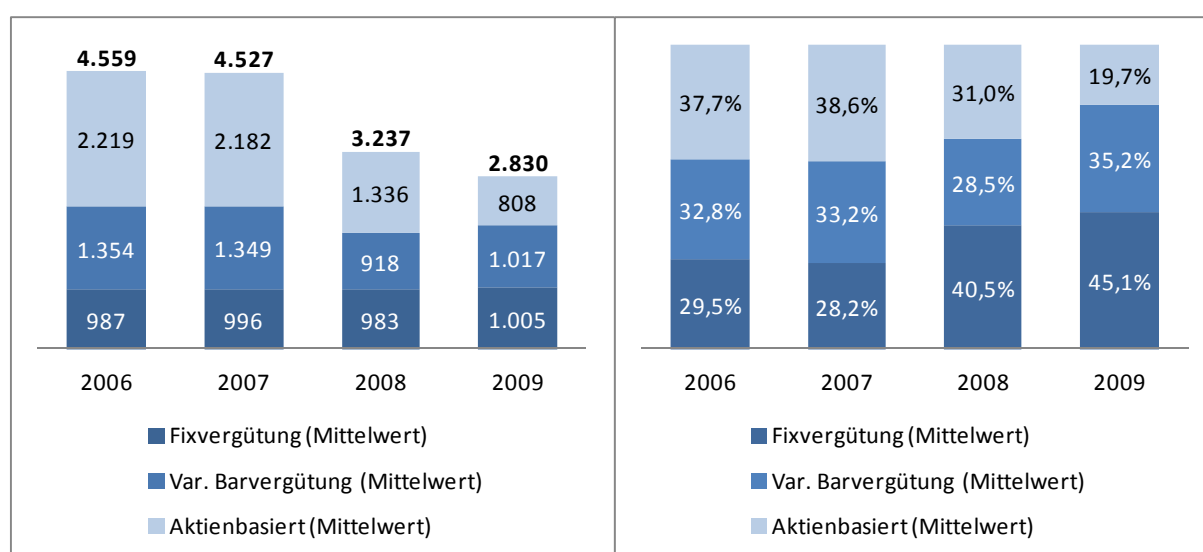
Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert bzw. Median der einzelnen Komponenten der CEO-Vergütung und der Marktkapitalisierung der Geschäftsjahre 2007 bis 2009 im Vergleich zum Basisjahr 2006. Die Wertentwicklung ist inflationsbereinigt angegeben. Basis der Untersuchung sind 31 CAC-40-Unternehmen, für die für alle vier Jahre vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen. Das Unternehmen Renault wurde aufgrund des Sonderpaktes mit Aktienoptionen in 2006 beim Jahresvergleich nicht berücksichtigt.

Der Rückgang der durchschnittlichen Zeitwerte der gewährten aktienkursbezogenen Vergütung beruht zum einen darauf, dass in 2008 und vor allem in 2009 weniger Unternehmen solche Vergütungskomponenten gewährt haben. Während in den Jahren 2006 und 2007 noch 81% bzw. 86% aller Unternehmen aktienkursbasiert vergütet haben, so sind es in den Jahren 2008 und 2009 nur noch 74% und 58% der Unternehmen. In einigen Fällen gibt es explizite Begründungen in den Vergütungsberichten, wie beispielsweise der Verzicht auf die Gewährung in 2009 durch den Vorstand (Société Générale) oder die hohe Unsicherheit, die eine Kalibrierung erschwert (Pernod Ricard im Geschäftsjahr 2008/09). Das Jahr 2009 ist für sich allein gestellt daher sicherlich kein repräsentatives Jahr hinsichtlich des Anteils der Unternehmen, die den Vorstand aktienbasiert vergüten. Zusätzlich zur geringeren Häufigkeit der Gewährung gehen jedoch auch die Zeitwerte bei Gewährung der gewährten Aktien und

³⁷⁰ Die im Jahr 2009 erdienten Boni der Banken unterlagen der Bonussteuer in Höhe von 50%, die von den Unternehmen zu tragen war (vgl. hierzu Fußnote 147 in Kapitel 4.2.1.1). Dies könnte Auswirkungen auf die Vergütung in 2009 bei einigen der untersuchten Unternehmen aus der Finanzbranche haben.

Optionen in 2008 und 2009 zurück³⁷¹. Dies kann daran liegen, dass die Anzahl der gewährten Aktien und Optionen bei Rückgang der Aktienkurse nicht angepasst werden, sodass der geringere Wert der einzelnen Aktie oder Option nicht über die Anzahl kompensiert wird. Dadurch spiegeln sich fallende Marktwerte der Unternehmen auch im Wert der aktienbasierten Vergütung zum Gewährungszeitpunkt wider³⁷². Auch wurden in einigen Unternehmen Aktienoptionspläne erst im Verlauf der vier betrachteten Jahre mit Performancebedingungen versehen³⁷³. Wenn die Anzahl der gewährten Optionen nicht bewusst angepasst wird, sinkt der Zeitwert bei Gewährung der Optionen aufgrund dieser Performancebedingungen.

Abbildung 14: Entwicklung von Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Frankreich



Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der CEO-Vergütung der Geschäftsjahre 2006 bis 2009 in Tsd. Euro und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 31 CAC-40-Unternehmen, für die für alle vier Jahre vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen. Das Unternehmen Renault wurde aufgrund des Sonderpaktes mit Aktienoptionen in 2006 beim Jahresvergleich nicht berücksichtigt.

Die grundsätzliche Bedeutung der aktienbasierten Vergütung für die Vergütung der Executive Directors in den Unternehmen des CAC 40 wird aus Abbildung 14 deutlich: In den Jahren 2006 und 2007 bilden die aktienbasierten Komponenten mit durchschnittlich um die 2,2 Mio. Euro und einem Anteil an der Gesamtvergütung der CEOs von 37,7% und 38,6% die größte

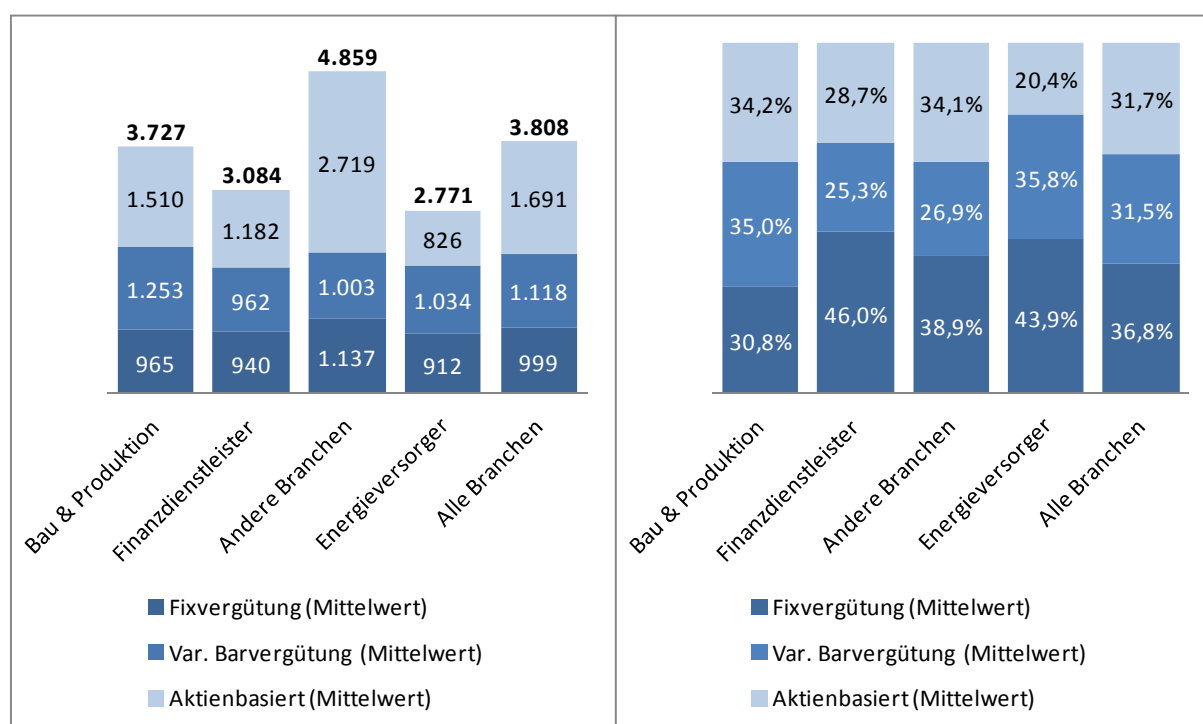
³⁷¹ Auch wenn nur die 16 Unternehmen betrachtet werden, die in jedem der vier Jahre Aktien oder Optionen gewähren, so geht der durchschnittliche Wert der Aktien von 2007 auf 2008 um 27,8% und von 2008 auf 2009 um 34,0% zurück.

³⁷² In Abbildung 12 ist zwar im Jahr 2009 ein Wiederanstieg der Marktwerte zu erkennen, wohingegen der durchschnittliche Wert der aktienbasierten Komponenten weiter zurückgeht. Zum einen ist die Marktkapitalisierung jedoch per Jahresende erhoben, während die Aktien oder Optionen bereits im laufenden Jahr gewährt wurden. Zum anderen kommt hier zum Tragen, dass weitaus weniger Unternehmen im Jahr 2009 aktienkursbasierte Komponenten gewährt haben.

³⁷³ Beispielsweise bei Air Liquide, Bouygues und Vivendi.

Vergütungskomponente. Insgesamt weist die Vergütungsstruktur der untersuchten französischen Unternehmen in den Jahren 2006 und 2007 einen mit über 70% relativ hohen performanceabhängigen Anteil an der Gesamtvergütung aus. Die aktienbasierte Vergütung liegt bei denjenigen Unternehmen, welche aktienbasiert vergüten, in den Jahren 2006 und 2007 im Durchschnitt bei knapp 50%. Insgesamt sind aktienbasierte Vergütungskomponenten damit wesentlich prominenter vertreten als in den deutschen Unternehmen. Der hohe Anteil an Unternehmen, die aktienbasiert vergüten, ist in den CAC-40-Unternehmen über alle Branchengruppen hinweg zu beobachten. Der Rückgang der Jahresboni und der aktienbasierten Komponenten in den Jahren 2008 und 2009 führt dazu, dass die Fixvergütung im Durchschnitt in 2009 bei gut 45% der Gesamtvergütung liegt.

Abbildung 15: Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Frankreich nach Branchengruppen



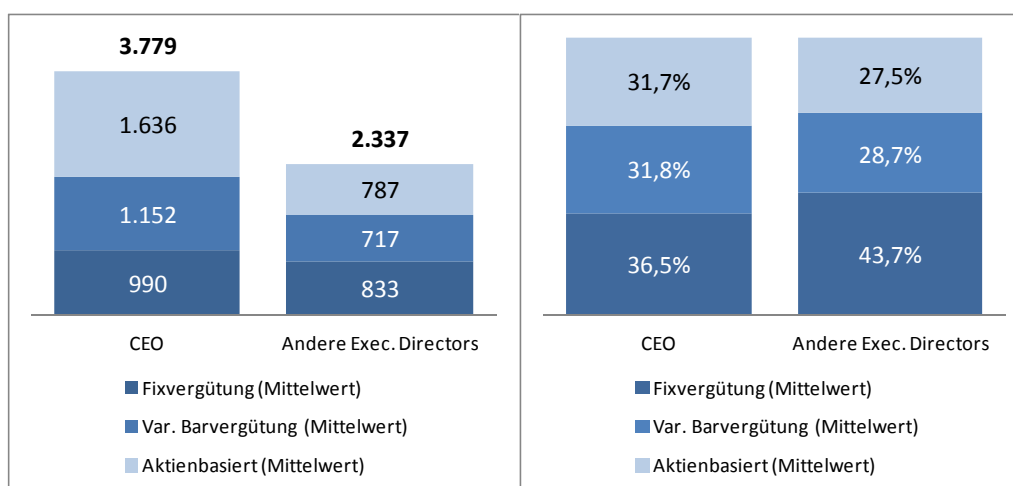
Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der CEO-Vergütung in Tsd. Euro und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung, aufgeteilt in vier Branchengruppen und gesamt. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 140 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der CAC-40-Unternehmen, für die vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen.

Die Aufteilung nach Branchen über alle vier Jahre in Abbildung 15³⁷⁴ zeigt ein recht unterschiedliches Bild bei den einzelnen Branchengruppen. Während der Mittelwert der absoluten CEO-Vergütung in der Branchengruppe der „Anderen Branchen“ stark durch die hohe aktienkursbasierte Vergütung bei LVMH und Renault beeinflusst ist, weist die

³⁷⁴ Vgl. auch Tabelle 46 und Tabelle 47 im Anhang für detailliertere Daten zur Vergütung der CEOs und der anderen Executive Directors.

Finanzbranche im Gegensatz zu den Unternehmen der Finanzbranche in Deutschland einen unterdurchschnittlichen Anteil der aktienkursbasierten Vergütung an der Gesamtvergütung auf, auch wenn der Anteil immer noch größer ist als bei den deutschen Unternehmen. Zwar haben aufgrund der insgesamt geringeren Anzahl an Unternehmen im französischen Sample Entwicklungen in einzelnen Unternehmen auch größere Auswirkungen auf die Branchenmittelwerte, sodass die Unterschiede sicherlich nicht überinterpretiert werden sollten. So hat die Nicht-Gewährung von Aktienoptionen im Jahr 2009 bei BNP Paribas und Société Générale im Jahr 2009 auch einen starken Einfluss auf die Durchschnittswerte. Aber auch in den Jahren 2006 und 2007 liegt der durchschnittliche Anteil der aktienkursbasierten Vergütung an der Gesamtvergütung der CEOs in der Finanzbranche unter dem Durchschnitt aller untersuchten französischen Unternehmen.

Abbildung 16: Vergleich der Vergütung der CEOs und der anderen Executive Directors in Frankreich

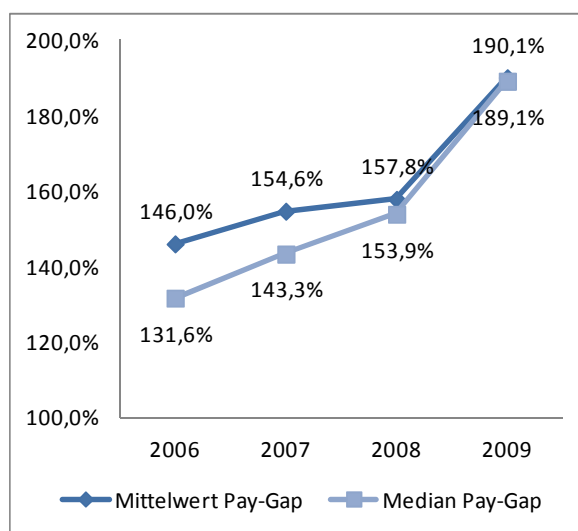


Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der Vergütung der Geschäftsjahre 2006 bis 2009 in Tsd. Euro und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung für die CEOs im Vergleich zur durchschnittlichen Vergütung der anderen Executive Directors. Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 100 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der CAC-40-Unternehmen, für die sowohl Vergütungsdaten für die CEOs vorliegen als auch mindestens ein weiterer Executive Director im Board ist.

Der **Pay-Gap** zwischen der Vergütung der CEOs und der anderen Executive Directors beträgt in den Jahren 2006 bis 2009 im Mittel 178% (Median: 169%). Dies liegt in derselben Größenordnung wie bei den deutschen Unternehmen. Die Vergütungsstruktur der CEOs weist einen stärkeren Performancebezug auf als die der anderen Executive Directors. Im Durchschnitt hatte die Fixvergütung einen Anteil von 36,8% an der Gesamtvergütung der CEOs, aber einen Anteil von 43,7% bei den anderen Executive Directors. Interessant ist die Entwicklung des Pay-Gap in den Jahren 2006 bis 2009: Abbildung 17 zeigt Mittelwert und Median des Pay-Gap für die 18 Unternehmen, für die ich für jedes der vier Jahre einen Pay-

Gap errechnen kann³⁷⁵. Der Mittelwert des Pay-Gap nimmt von 136,0% in 2006 konstant zu bis auf 190,1% im Jahr 2009. Die reale Fixvergütung der CEOs steigt bei den 18 Unternehmen von 2006 auf 2009 um 3,4%, während die durchschnittliche Fixvergütung bei den anderen Executive Directors um 8,6% fällt. Die variable Barvergütung fällt bei den CEOs mit 21,6% real weniger stark als bei den anderen Direktoren (-36,0%), ebenso sinkt der Wert der gewährten aktienbasierten Vergütung bei den CEOs weniger deutlich (CEOs: -52,2%; andere Executive Directors: -69,9%)³⁷⁶.

Abbildung 17: Entwicklung des Pay-Gap in den Jahren 2006 bis 2009 in Frankreich



Anmerkung: Abgetragen sind Mittelwert und Median des Pay-Gap, definiert als das Verhältnis zwischen der Gesamtvergütung des CEO und der durchschnittlichen Gesamtvergütung der anderen Executive Directors im Board, der Geschäftsjahre 2006 bis 2009. Basis der Untersuchung sind 18 CAC-40-Unternehmen, für die in allen vier Jahren sowohl Vergütungsdaten für den CEO vorliegen als auch mindestens ein weiterer Executive Director im Board ist. Das Unternehmen L'Oréal wurde aufgrund eines Sonderpakets Aktienoptionen an den Chairman in 2006 beim Jahresvergleich nicht berücksichtigt.

6.3.3 Ausgestaltung der variablen Barvergütung in Frankreich

Tabelle 17 gibt einen Überblick zur Ausgestaltung der Boni in den Unternehmen des CAC 40 im Jahr 2009. 36 der 37 betrachteten Unternehmen machen Angaben zu den Bemessungsgrundlagen der Boni. Bei den Jahresboni geht relative Performancemessung eher selten explizit aus den Vergütungsberichten hervor. Nur bei vier Unternehmen (11% der Unternehmen) basiert der Bonus zumindest teilweise auf der Performance relativ zu anderen

³⁷⁵ Die qualitativen Aussagen sind ähnlich, wenn ich alle Unternehmensjahre mit entsprechenden Vergütungsdaten einbeziehe.

³⁷⁶ Die augenscheinlich stärkere Performanceabhängigkeit der Vergütung der CEOs aus der Analyse der durchschnittlichen Vergütungsstruktur spiegelt sich in dieser Entwicklung der Boni also nicht wider. Inwieweit Wechsel im Board diese Entwicklung mit beeinflusst haben, ist auf Basis der erhobenen Daten schwierig zu ermitteln. Hierzu könnte eine Erhebung der Zielstrukturen der Vergütung beitragen.

Unternehmen. Noch seltener, nur in einem Unternehmen, wird explizit ein Mehrjahresbezug benannt.

Tabelle 17: Bonusbemessungsgrundlagen in Frankreich im Jahr 2009

Bemessungsgrundlagen (BMG)	Summe alle Branchen	Mining and Manufacturing	Finanzen	Energieversorger	Andere Branchen
Keine Angaben zu BMG	1	0	1	0	0
Unternehmen mit Angaben zu BMG	36	17	5	5	9
davon mit relativer Perf.messung	4 (11%)	3 (18%)	1 (20%)	0 (0%)	0 (0%)
davon mit Mehrjahresbezug	1 (3%)	1 (6%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
davon nur eine Kennzahl als BMG	2 (6%)	0 (0%)	1 (20%)	0 (0%)	1 (11%)
davon 2-4 Kennzahlen als BMG	25 (69%)	12 (71%)	3 (60%)	4 (80%)	6 (67%)
davon mehr als 4 Ziele genannt	9 (25%)	5 (29%)	1 (20%)	1 (20%)	2 (22%)
Anzahl genannte BMG	131	69	15	17	30
davon gewinnbasierte Ziele	43 (33%)	25 (36%)	6 (40%)	4 (24%)	8 (27%)
<i>absolute Gewinngrößen</i>	35 (27%)	19 (28%)	6 (40%)	4 (24%)	6 (20%)
Residualgewinn (EVA etc.)	1	1	0	0	0
Gewinn (vor/nach Steuern)	8	4	1	2	1
EBIT, EBITDA etc.	14	6	1	2	5
Earnings per Share (EPS)	12	8	4	0	0
<i>Renditegrößen</i>	8 (6%)	6 (9%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (7%)
Return on Sales (ROS)	4	3	0	0	1
Return on Assets (ROA)	0	0	0	0	0
Return on Equity (ROE)	1	1	0	0	0
ROCE	3	2	0	0	1
RoRaC / RaRoC	0	0	0	0	0
nicht näher bezeichnet	0	0	0	0	0
davon aktienkursbasierte Ziele	2 (2%)	2 (3%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
davon sonstige finanzielle Ziele	41 (31%)	18 (26%)	4 (27%)	6 (35%)	13 (43%)
Dividende	1	1	0	0	0
Umsatz	14	7	1	0	6
Cashflow-Ziele	19	8	0	4	7
Kapitalstruktur/Verschuldung	5	2	1	2	0
nicht näher bezeichnet	2	0	2	0	0
davon operative Ziele	4 (3%)	1 (1%)	0 (0%)	1 (6%)	2 (7%)
Kostenbezogene Ziele	2	0	0	0	2
Working Capital	0	0	0	0	0
Produktionsziele	0	0	0	0	0
Sonstige operative Ziele	2	1	0	1	0
davon qualitative Ziele	25 (19%)	13 (19%)	2 (13%)	5 (29%)	5 (17%)
Kunden und Service	3	1	1	0	1
Mitarbeiterbezogene Ziele	2	2	0	0	0
Umweltziele	1	1	0	0	0
Strategiebezogene Ziele	5	3	0	1	1
Sonstige	14	6	1	4	3
davon individuelle Ziele	16 (12%)	10 (14%)	3 (20%)	1 (6%)	2 (7%)

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur variablen Barvergütung des Jahres 2009 der CEOs von 37 Unternehmen, die im Jahr 2009 im CAC 40 notiert waren.

Von denjenigen französischen Unternehmen, die Bonusbemessungsgrundlagen in ihrem Vergütungsbericht angeben, benennen 94% mehr als eine Bemessungsgrundlage. 25% geben

sogar entweder mehr als vier Ziele an, oder die Basis für den Jahresbonus ist ein Kennzahlensystem bzw. eine Balanced Scorecard. Die gewinnbasierten Ziele bilden zwar auch für die Boni der Vorstände französischer Unternehmen die am häufigsten genannte Gruppe der Bemessungsgrundlagen. Es ist allerdings auffällig, dass Cashflow- und Umsatzziele fast genauso häufig verwendet werden. Residualgewinnbasierte Kennzahlen werden nur in einem Fall als Bonusbemessungsgrundlage angegeben³⁷⁷. Operative Kennzahlen, also bspw. Kennzahlen zum Working-Capital-Management oder Kostensenkungsziele, sind selten. Qualitative Ziele werden selten konkret benannt, die Angabe „qualitative Ziele“ wird hier den sonstigen qualitativen Zielen zugeordnet. Möglicherweise entsprechen diese den etwa in den deutschen Unternehmen häufiger angegebenen „individuellen Zielen“.

Um Unterschiede bei der Verwendung von Performancegrößen als Basis für die Jahresboni zwischen den Branchen zu erkennen, liegen zu wenige Beobachtungen vor. Die Energieversorger und andere Branchen weisen zumindest einen relativ geringen Anteil bei der Nennung gewinnbasierter Bemessungsgrundlagen auf. Dafür sind Cashflow und Umsatz stärker vertreten. Insbesondere hinsichtlich der Cashflow-Ziele sei auf die Diskussion zur Ausgestaltung der variablen Barvergütung in Deutschland in Kapitel 6.1 verwiesen: Es kann durchaus Überschneidungen zwischen eher operativ gestalteten Gewinngrößen wie dem EBITDA und der Nennung von Cashflow-Zielen geben. Die Energieversorger verwenden relativ häufig qualitative Ziele, auch wenn diese von den betrachteten Unternehmen meist nicht explizit benannt werden (Angabe „qualitative Ziele“), sodass eine genauere Analyse leider nicht möglich ist.

6.3.4 Ausgestaltung der aktienkursbasierten Vergütung in Frankreich

Aktienkursbezogene Vergütungskomponenten sind als Teil der Vorstandsvergütung bei den französischen Unternehmen weit verbreitet. Lediglich im hier näher analysierten Jahr 2009 haben viele Unternehmen keine Aktien oder Optionen gewährt. In den Jahren 2006 und 2007 nutzten lediglich drei Unternehmen aus dem CAC 40 keine aktienkursbezogene Vergütungsanreize. Von den 23 Unternehmen, die in 2009 aktienkursbezogene Komponenten gewährten, geschah dies bei acht Unternehmen aus mehr als einem Plan, im Regelfall wurden

³⁷⁷ Dagegen weist bspw. Accor den EVA, neben dem ROCE, in den Geschäftsberichten der Jahre 2006 bis 2009 als einen von vier „Key Management Ratios“ aus. Er fließt jedoch weder als Bonusbemessungsgrundlage noch über Performancebedingungen für die Performance Shares in die Vergütung des Vorstands ein. Das gilt auch für die anderen genannten Key Management Ratios mit Ausnahme des ROCE, der zumindest ab 2007 Basis der Performancebedingung der Performance Shares ist.

dann sowohl Aktien als auch Optionen gewährt³⁷⁸. Aktienoptionspläne werden häufiger als Aktienpläne implementiert, virtuelle Aktienpläne sind dabei sehr selten. Cash-Pläne wie in einigen deutschen Unternehmen gibt es bei den französischen Unternehmen nicht.

Tabelle 18: Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütung in Frankreich im Jahr 2009

Anzahl Untern. ohne aktienbasierte Komponenten	14 (37,8%)		
Anzahl Untern. mit aktienbasierten Komponenten	23 (62,2%)		
davon: 1 aktienbasierter Vergütungsplan	15 (40,5%)		
davon: >1 aktienbasierte Vergütungspläne	8 (21,6%)		
Art der aktienbasierten Vergütung	Aktien- optionen	Aktienplan	Cash- Plan
Anzahl Pläne	18	14	0
Reale Pläne	18	12	-
davon: Deferred Bonus	0	0	-
Virtuelle Pläne	0	2	-
davon: Deferred Bonus	-	1	-
Eigeninvestment erforderlich	7	5	0
Als Bedingung für Planteilnahme	0	0	-
Aus erworbenen Anteilen	7	5	-
Zusätzliche Performancebedingungen	16	12	0
1 Bemessungsgrundlage	10	5	-
Mehrere Bemessungsgrundlagen	6	7	-
<i>Marktbasierte Performancebedingungen</i>	6	6	0
Relative Aktienkursperformance	4	5	-
Absolute Kursziele	2	1	-
<i>Rechnungslegungs-basierte Performancebedingungen</i>	13	6	0
Relative Performancemessung	2	1	-
Absolute Performanceziele	11	5	-

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur aktienbasierten Vergütung des Jahres 2009 der CEOs von 37 Unternehmen, die im Jahr 2009 im CAC 40 notiert waren.

Share-Matching-Pläne, bei denen ein Eigeninvestment Voraussetzung für die Gewährung ist, sind nicht implementiert. Allerdings bestehen bei über einem Drittel der Pläne Haltevorschriften für einen Teil der gewährten oder aus Ausübung von Optionen erworbenen Aktien. Dies dient in manchen Fällen dem Aufbau eines Mindestinvestments in das Unternehmen (bspw. Alcatel Lucent, Saint Gobain, Suez Environnement). Das Mindestinvestment beträgt teilweise das 5-fache (Saint-Gobain, Alcatel Lucent) oder 7-fache (BNP Paribas) des Grundgehalts. Bei einigen Unternehmen besteht die Verpflichtung, einige oder alle endgültig (nach Erreichung bestimmter Performancebedingungen) zugeteilten Aktien bis zum Ende der Dienstzeit zu halten oder den Ausübungsgewinn zumindest anteilig bis zum Dienstzeitende zu reinvestieren (bspw. Cap Gemini, Essilor, Lagardère, LVMH).

³⁷⁸ Siehe Tabelle 18.

Dies ist auch bei anderen Unternehmen üblich, die in 2009 keine Aktien oder Optionen gewährt haben, bspw. bei France Télécom, L'Oréal, Pernod Ricard, PSA Peugeot oder der Société Générale. Bei der Mehrzahl der Pläne, nämlich bei 12 von 14 Aktienplänen und 16 von 18 Optionsplänen, werden eine oder mehrere zusätzliche Performancebedingungen genannt.

Tabelle 19: Ausgestaltung zusätzlicher Performancebedingungen in der aktienbasierten Vergütung in Frankreich

	Summe alle Branchen	Mining and Manu- facturing	Finanzen	Energie- versorger	Andere Branchen
Anzahl Unternehmen gesamt	37	17	6	5	9
davon mit aktienbas. Vergütung	23 (62%)	11 (65%)	3 (50%)	2 (40%)	7 (78%)
davon zzgl. Perf.bedingung	21 (91%)	10 (91%)	2 (66%)	2 (100%)	7 (100%)
Anzahl der genannten BMG	38	15	5	5	13
Marktbasierte Perf.bedingungen	10 (26%)	3 (20%)	2 (40%)	2 (40%)	3 (23%)
Aktienkurs, TSR	10	3	2	2	3
Sonstige (NAV...)	0	0	0	0	0
Nicht-marktbasierte Perf.bed.	28 (74%)	12 (80%)	3 (60%)	3 (60%)	10 (77%)
<i>Gewinnbasierte Perf.bed.</i>	17 (45%)	9 (60%)	1 (20%)	2 (40%)	5 (38%)
EVA	0	0	0	0	0
EBIT, EBITDA etc.	6	2	0	2	2
Total Property Return (TPR)	0	0	0	0	0
Earnings per Share (EPS)	4	2	1	0	1
EPS über LIBOR/VPI	0	0	0	0	0
Renditekennzahlen	7	5	0	0	2
<i>Sonstige finanzielle Ziele</i>	7 (18%)	1 (7%)	1 (20%)	1 (20%)	4 (31%)
Umsatz, Einkünfte	4	1	1	0	2
Cashflow-Ziele	3	0	0	1	2
<i>Sonstige Ziele</i>	4 (11%)	2 (13%)	1 (20%)	0 (0%)	1 (8%)
Balanced Scorecards	0	0	0	0	0
Andere Ziele	4	2	1	0	1

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur aktienbasierten Vergütung des Jahres 2009 der CEOs von 37 Unternehmen, die im Jahr 2009 im CAC 40 notiert waren.

Hierbei überwiegen bei den Optionsplänen die rechnungslegungsbasierten Bedingungen, in der Regel absolute Gewinn- oder Renditevorgaben. Bei den Aktienplänen halten sich absolute Gewinn- oder Renditevorgaben die Waage mit relativen marktbasieren Bemessungsgrundlagen, wie bspw. einem relativen Total Shareholder Return. Tabelle 19 unterscheidet die aktienkursbasierte Vergütung nicht in Aktien- und Optionspläne. Insgesamt gesehen finden Gewinn- und Renditekennzahlen (45% der genannten Bemessungsgrundlagen) häufiger Eingang in die Performancebedingungen als Kurs- oder TSR-Ziele (26% der Nennungen). Umsatz- und Cashflow-Ziele machen weniger als 20% der Nennungen aus. Grundsätzlich gibt der französische Corporate Governance Kodex ab seiner Fassung vom Dezember 2008 vor, dass die Ausübbarkeit gewährter Aktien und Optionen an das Erreichen weiterer

Performancebedingungen geknüpft sein muss³⁷⁹. Insofern ist eine Umstellung der restlichen, noch nicht mit zusätzlichen Performancebedingungen versehenen Pläne zu erwarten.

6.3.5 Leistungen zur Altersversorgung in Frankreich

34 der 38 untersuchten Unternehmen des CAC 40 gewähren leistungsorientierte Pensionszusagen. In einigen Fällen werden zusätzlich Zahlungen in beitragsorientierte Pensionspläne geleistet. Hierbei wird die Zahlung aus der leistungsorientierten Zusage üblicherweise um die Zahlung aus der beitragsorientierten Altersversorgung und evtl. Zahlungen aus gesetzlichen Altersversorgungen gemindert. Allerdings legen die französischen Unternehmen bzgl. der leistungsorientierten Pensionspläne ihrer Vorstände kaum individuelle Zahlen offen. Die konkrete Höhe der jährlichen Pension wird in keinem Fall angegeben, ebenso fehlen in der Regel Angaben zu den Pensionsaufwendungen. In einigen Fällen ermöglichen die Angaben eine grobe Berechnung der Höhe der Pensionszusage. Die Zusagen werden oft als ein bestimmter Prozentsatz auf die durchschnittliche Barvergütung der letzten drei oder fünf Jahre definiert³⁸⁰. Der Prozentsatz steigt mit zunehmender Dienstzeit und/oder Alter des CEOs an bis zu einem festgelegten Maximum. In vielen Fällen fehlt hierzu leider eine eindeutige Angabe, sodass die Höhe der Zusage oft nur bestimmt werden kann, wenn der CEO die angegebene maximal anrechenbare Anzahl der Dienstjahre und damit das Maximum der Zusage in Prozent der Barvergütung erreicht hat. Die Höhe der Pensionszusagen, die ich aus den Angaben errechnen konnte, schwankt wie auch in Deutschland stark. So liegt die Pensionszusage bei GDF Suez bspw. etwa bei relativ moderaten 125 Tsd. Euro, bei AXA sind es 220 Tsd. Euro, bei Lafarge werden dagegen 0,85 Mio. Euro und bei L'Oréal 1,44 Mio. Euro zugesagt.

Ist der CEO zum Zeitpunkt des Pensionseintritts nicht Mitarbeiter des Unternehmens, verfällt in der Regel der Anspruch auf die leistungsorientierte Altersversorgung (bspw. auch bei PSA Peugeot und Sanofi Aventis)³⁸¹. Auch wird oft eine Mindestdienstzeit gefordert³⁸². Beides

³⁷⁹ Vgl. Paragraph 20.2.3 des Corporate Governance Code of Listed Companies vom Dezember 2008.

³⁸⁰ Die Höhe des Prozentsatzes variiert oft innerhalb festgelegter Intervalle der Referenzvergütung: Diese werden meist als Vielfache der Sozialversicherungsgrenzen bestimmt.

³⁸¹ Der französische Code de Commerce (Artikel L225-42-1) fordert, dass die Auszahlung der Pensionsleistungen an die Erfüllung von Performancebedingungen geknüpft ist, wenn die Pensionszusagen nicht den Charakteristika des Artikel L137-11 des Code de la Sécurité Sociale entsprechen. Dort werden Pensionszusagen für den Fall des Pensionseintritts als Mitarbeiter des Unternehmens definiert. Die Performancebedingungen bedürfen der Zustimmung der Hauptversammlung. Der CEO von Alcatel-Lucent, Ben Verwaayen, muss beispielsweise bei Pensionseintritt nicht Mitarbeiter des Unternehmens sein, um Anrecht auf seine Pension zu haben. Dafür müssen während seiner Dienstzeit bestimmte Performancebedingungen erfüllt sein, damit sein Anrecht auf die Zahlungen aus der leistungsorientierten Pensionszusage nicht verfällt (vgl. Alcatel-Lucent, 2009 Annual Report on Form 20-F, S. 101). Ähnliches gilt für den Deputy CEO von PPR, Jean-Francois Palus (vgl. PPR, Reference Document 2009, S. 320).

erfüllt die Zielsetzung, den CEO im Unternehmen zu halten. Auch wird dadurch dem Manager ein Anreiz gesetzt, eine Mindestperformance zu erfüllen, da der Manager den Anspruch auf die Pensionsleistungen verliert, sollte sich das Unternehmen vor Ablauf der Mindestdienstzeit vom CEO trennen.

In einigen Fällen (bspw. PSA Peugeot, Sanofi Aventis) basiert die Pensionszusage auf dem Durchschnitt von Fixum und Bonus der letzten Jahre vor Pensionseintritt. Hier besteht also ein Performancebezug, der allerdings erst die letzten Jahre vor Pensionseintritt greift.

6.3.6 Abfindungen und Begrüßungsgelder in Frankreich

Die Einmalzahlungen in den untersuchten Unternehmen des CAC 40 machten in den Jahren 2006 bis 2009 noch einmal weitere 2,2 % auf die Gesamtvergütung aus. In vier Fällen wurden Abfindungen bzw. Kompensationen für ein Wettbewerbsverbot an CEOs geleistet (im Durchschnitt etwa 420% des Fixums, vgl. Tabelle 20), in drei weiteren Fällen an andere Executive Directors.

Tabelle 20: Höhe von Abfindungen an CEOs in Frankreich in den Jahren 2006 bis 2009

Jahr	Unternehmen	Vorstandsvorsitzender	Abfindung [Tsd. €]	Abfindung [% Fixum]	Abfindung [% Gesamtvergütung]
2007	Technip	Daniel Valot	3.159	489,8%	249,1%
2008	AlcatelLucent	Patricia F. Russo	6.155	724,1%	136,3%
2008	Carrefour	José Luis Duran	4.794	371,6%	110,9%
2008	Dexia	Axel Miller	825	100,0%	33,8%

Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zu Abfindungszahlungen in den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 für die CEOs der Unternehmen, die 2009 im CAC 40 notiert waren. Die Abfindungen sind absolut in tausend Euro und im Verhältnis zum letzten vollständigen Jahresgrundgehalt bzw. der Gesamtvergütung des letzten vollen Jahres angegeben. Euro-Werte sind nicht inflationsbereinigt.

In 23 der 38 Unternehmen gelten spezifische **Vereinbarungen für den Fall der Vertragsauflösung** oder der Nicht-Verlängerung des Vertrags. Der französische Code de Commerce regelt seit August 2007, dass Abfindungszahlungen performanceabhängig sein müssen³⁸³. Ausgenommen von dieser Regel sind Ausgleichszahlungen aufgrund von Wettbewerbsverboten. In fünf Unternehmen bestehen ausschließlich Vereinbarungen für Ausgleichszahlungen für ein Wettbewerbsverbot, 18 Unternehmen haben Abfindungsvereinbarungen für den Fall der Nicht-Verlängerung oder Auflösung des Vertrags und bzw.

³⁸² Im Falle des 2008 bei Sanofi Aventis neu eingetretenen CEO Christopher Viehbacher, bspw., wurde diese Regelung allerdings unterlaufen, indem ihm bei Dienstantritt zehn Dienstjahre angerechnet wurden.

³⁸³ Vgl. den Code de Commerce, Artikel L-225-42-1.

oder einen Kontrollwechsel³⁸⁴. Die Abfindungszahlung basiert in der Regel auf 200% der Barvergütung des letzten Jahres bzw. der durchschnittlichen Barvergütung der letzten Jahre, in einigen Fällen ist auch eine geringere Abfindung vereinbart. In drei Fällen gibt es neben der performanceabhängigen Abfindungsvereinbarung auch eine Vereinbarung zur Ausgleichszahlung für ein Wettbewerbsverbot. Die Performancekriterien für die Gewährung der Abfindung werden in der Regel im Vergütungsbericht angegeben und bestehen aus Zielausprägungen einer oder mehrerer Kennzahlen, meist über einen Mehrjahreszeitraum gemessen³⁸⁵. In einigen Unternehmen ist explizit vereinbart, dass die gewährten Aktien und Optionen nicht verfallen, sofern die Performancebedingungen für das Anrecht auf die Abfindung erreicht wurden, beispielsweise bei Vivendi oder Schneider Electric. Bei Alcatel-Lucent verfallen die dem CEO Ben Verwaayen gewährten Aktien und Optionen nicht, wenn ihm aus einem anderen Grund als Fehlverhalten gekündigt wird oder er selbst aus nicht-persönlichen Gründen oder aufgrund eines Kontrollwechsels kündigt.

Golden Hellos wurden an zwei neue CEOs gezahlt, an Christoph Viehbacher (Sanofi Aventis, 2008) und Lars Oloffson (Carrefour, 2009). Für sieben weitere CEOs, die in den Jahren 2006 bis 2009 als bis dahin Unternehmensexterne ihre Stelle als CEO neu angetreten haben, wurde kein Begrüßungsgeld ausgewiesen.

Die Vielfalt und die Höhe vor allem der Abfindungsvereinbarungen bedeuten, dass die Nichtberücksichtigung dieser Komponente in empirischen Studien zur Managervergütung zu Verzerrungen im Ergebnis führen kann. Im Vergleich zwischen den Unternehmen wird die Vergütungshöhe nicht korrekt ausgewiesen. Die Implikationen werden in Kapitel 7.4 noch genauer diskutiert. Die Performanceabhängigkeit der Abfindungsvereinbarungen in Frankreich wiederum ist zu berücksichtigen, wenn die Abfindungsvereinbarungen in mehreren Ländern Gegenstand der Untersuchung sind, da durch die Performancehürden andere Anreize gesetzt werden. Unter anderem sichern Abfindungsvereinbarungen den Manager gegen Risiken ab und können dadurch die Risikobereitschaft erhöhen³⁸⁶. Abfindungsvereinbarungen stehen aber auch immer wieder im Fokus der Debatte um eine Selbstbedienungsmentalität des Managements³⁸⁷. Die gesetzliche Regelung mit der Verpflichtung zur Performanceabhängigkeit hilft sicherlich, dem Aspekt der

³⁸⁴ Die Abfindungsvereinbarung bei Dexia basiert nicht auf der Erreichung von Performancebedingungen. Dexia ist als belgisches Unternehmen nicht an diese gesetzliche Vorgabe gebunden.

³⁸⁵ Auch wenn für die Ausgleichszahlungen für ein Wettbewerbsverbot im französischen Corporate Governance Kodex gefordert wird, dass sie den gleichen Regeln unterliegen wie sonstige Abfindungsvereinbarungen (Artikel 20.2.4), so wird in den Vergütungsberichten keine Performanceabhängigkeit erwähnt.

³⁸⁶ Vgl. Kapitel 4.2.2.

³⁸⁷ Vgl. u. a. Kapitel 1.1 oder Bebchuk / Fried (2004).

opportunistischen Ausnutzung der Managermacht zu begegnen. Die Absicherung gegen das Eingehen von aus Sicht der Aktionäre sinnvollen Risiken und die Abschirmung im Falle eines Kontrollwechsels wird durch die Regelung dagegen geschwächt. Inwieweit die Unternehmen darauf reagiert haben, kann auf Basis des relativ kleinen Samples nicht bestimmt werden.

Mögliche Anpassungsreaktionen auf die Minderung der Risikoabschirmung wären eine Erhöhung des Grundgehalts oder eine Erhöhung der Gewährung von Optionen. Ebenso wäre eine Anpassung bei den Pensionen, eventuell auch in den vertraglichen Bedingungen für deren Auszahlung denkbar. Hinsichtlich eines Kontrollwechsels wurden in Kapitel 4.2.3 auch andere, oft für diesen Zweck besser geeignete Möglichkeiten als Abfindungen diskutiert, beispielsweise eine stärkere Beteiligung am Nutzen aus der Übernahme über Gewährung von Aktien. Da Aktien sowieso eine bedeutende Komponente der CEO-Vergütung in Frankreich sind, könnte das derzeitige Niveau der aktienkursbasierten Vergütung bereits ausreichend sein. Fraglich ist zudem, wie bindend die Performancebedingungen der Abfindungsvereinbarungen sind. Dies betrifft zum einen das Anspruchsniveau der Performancebedingungen, zum anderen aber auch die Notwendigkeit der Abfindungsvereinbarungen zur Erzielung bestimmter Anreize. Wenn die Abfindungsvereinbarungen nicht notwendig waren, um eine Risikoabsicherung zu erzielen oder Anreize im Falle von Übernahmen zu setzen, oder wenn die neu implementierten Performancebedingungen in den betrachteten Fällen nicht bindend sind, dann ist kein Anpassungsbedarf gegeben.

6.4 Struktur und Entwicklung der Vorstandsvergütung in Großbritannien

6.4.1 Beschreibung der Datenbasis für Großbritannien

Basis der Analyse sind die 100 Unternehmen, deren Aktien Anfang des Jahres 2009 im FTSE 100 notierten. Aufgrund unklarer Angaben zu aktienkursbasierten Vergütungskomponenten, aufgrund von Fusionen oder anderen Gründen musste die Stichprobe für die Analyse der Höhe der Vergütung um einige Unternehmensjahre bereinigt werden³⁸⁸, sodass das bereinigte Sample für die betrachteten Jahre 94 bis 96 Unternehmen umfasst. Alle britischen Unternehmen legen die Vorstandsvergütung individualisiert offen. Für die Vergütung ausschließlich des Vorstandsvorsitzenden fallen pro Jahr ein bis drei Unternehmen aufgrund eines unterjährigen Wechsels des CEO aus dem Sample heraus. Bei 81 Unternehmen stehen mir für jedes der vier Jahre verwendbare Vergütungsdaten für den CEO zur Verfügung. Da bei einigen Unternehmen der CEO alleiniger Executive Director ist, musste ich für die Betrachtung der Höhe der durchschnittlichen Vergütung der Executive Directors ohne den CEO bzw. des „Pay-Gap“ weitere Unternehmensjahre streichen. Dies betrifft 2 bis 4 Unternehmen in den einzelnen Jahren³⁸⁹. Für 75 Unternehmen habe ich durchgängig Daten zur durchschnittlichen Vergütung der anderen Executive Directors.

Für die Analyse der Ausgestaltung der Jahresboni einzelner Vergütungskomponenten im Jahr 2009 betrachte ich alle Unternehmen bis auf Friends Provident, also 99 Unternehmen³⁹⁰. Hinsichtlich der Ausgestaltung der aktienkursbasierten Vergütungskomponenten analysiert diese Arbeit nur die 94 Unternehmen, bei denen die Angaben zur aktienkursbasierten Vergütung auch für die Bewertung ausgereicht haben.

In einigen Unternehmen werden einige oder alle Executive Directors in US-Dollar, teilweise auch in anderer Währung vergütet. Wenn kein bereits umgerechneter Wert in britischen Pfund angegeben ist, habe ich Fixum, sonstige Bezüge und Pensionsaufwendungen zum

³⁸⁸ Experian und die Home Retail Group sind erst in 2006 von GUS abgespalten worden. Die Thomas Cook Group entstand erst Mitte 2007 durch die Fusion von MyTravel Group plc und Thomas Cook AG. Friends Provident wurde in 2009 aufgekauft. Eigenständige Vergütungsdaten sind für 2009 nicht mehr verfügbar. Ebenso sind die Vergütungsdaten für 2009 für Cadbury und Cable&Wireless aufgrund des Demergers beider Unternehmen nicht verfügbar. ENRC notiert erst seit Ende 2007 an der London Stock Exchange. Für 2006 sind keine ausreichenden Vergütungsdaten verfügbar. Für Barclays, Prudential und die Royal Bank of Scotland sind in einigen Jahren die Angaben zu den aktienbasierten Vergütungen nicht ausreichend für eine Bewertung. Bei Randgold wurde in 2008 die Performanceperiode für den Jahresbonus auf das Kalenderjahr angeglichen. Die für 2007 und 2008 ausgewiesenen Bonusbeträge sind nicht eindeutig einem Jahr zuzuweisen.

³⁸⁹ Wenn in einem Geschäftsjahr nicht wenigstens ein zweiter Executive Director über mindestens 12 Monate im Amt war, wurde keine durchschnittliche Vergütung exkl. CEO und auch kein Pay-Gap berechnet.

³⁹⁰ Bei Friends Provident lagen keine Daten zum Vergütungssystem für 2008 mehr vor. Bei Cadbury und bei Cable&Wireless konnten die Daten zum Vergütungssystem 2009 aus den Vorjahresberichten gezogen werden.

Geschäftsjahresdurchschnittskurs, Jahresboni zum Stichtagskurs des Geschäftsjahres und Aktien zum Kurs am Gewährungstag in britische Pfund umgerechnet³⁹¹.

Tabelle 21: Datenbasis zur Gesamtvergütung der CEOs in Großbritannien

Jahr	2006	2007	2008	2009
Anzahl Unternehmen	90	93	92	92
Gesamtvergütung (Tsd. £)				
Min.	285	291	295	304
10%	938	1.140	1.183	1.348
25%	1.323	1.642	1.652	1.873
Median	2.164	2.804	2.457	2.443
75%	3.904	4.328	4.123	4.112
90%	5.294	5.772	5.596	5.308
Max.	13.386	16.614	11.842	12.357
Verhältnis 90%/10%	5,64	5,06	4,73	3,94
Marktkapitalisierung (Mio. £)				
Min.	824	1.398	954	1.637
10%	1.995	2.176	1.255	2.110
25%	3.249	3.020	1.875	2.634
Median	5.609	5.608	3.589	4.546
75%	13.291	12.800	7.667	11.084
90%	39.260	38.498	30.299	36.894
Max.	112.749	127.736	101.401	113.997
Verhältnis 90%/10%	19,68	17,69	24,14	17,49
Anzahl Mitarbeiter				
Min.	209	261	173	174
10%	785	988	1.135	1.488
25%	3.671	5.355	6.031	6.000
Median	23.179	23.400	24.285	25.042
75%	65.223	69.116	66.861	70.227
90%	104.448	98.600	99.003	99.913
Max.	440.128	507.480	561.876	595.002
Verhältnis 90%/10%	133,14	99,80	87,23	67,15

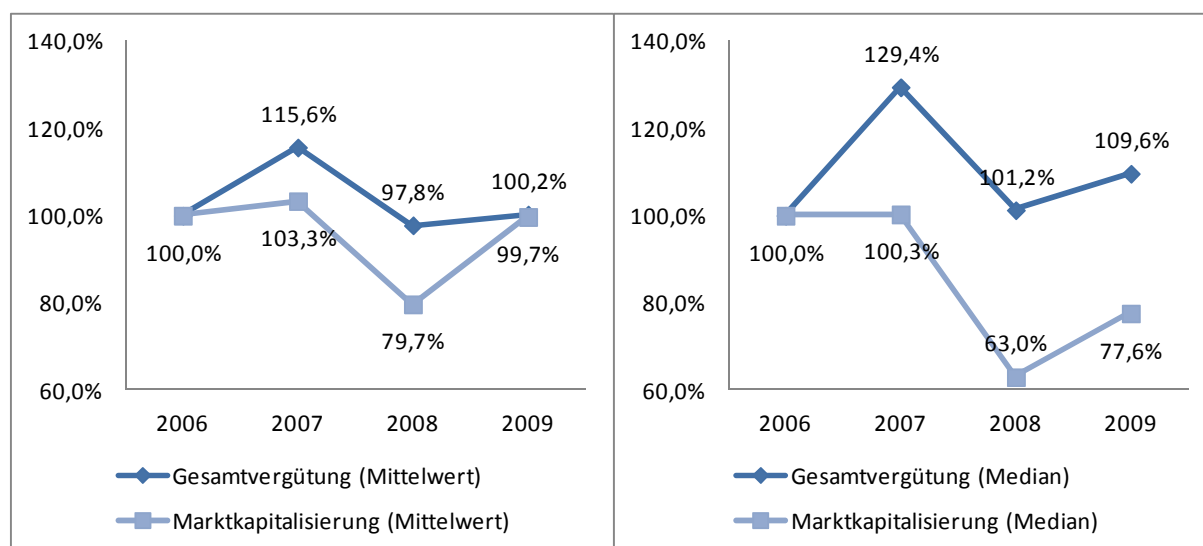
Anmerkung: Angegeben sind für das jeweilige Geschäftsjahr der FTSE-100-Unternehmen die kleinste Ausprägung, das 10%-Dezil, das erste Quartil, der Median, das dritte Quartil, das 90%-Dezil und die Maximalausprägung für die Gesamtvergütung der CEOs, die Marktkapitalisierung zum Geschäftsjahresende und die Anzahl der Mitarbeiter. Werte in Britischen Pfund sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben.

³⁹¹ Grundgehalt und sonstige Vergütungsbestandteile werden über das Jahr verteilt gezahlt, sodass der Durchschnittskurs geeignet ist und auch von den Unternehmen angewandt wird. Für Pensionsaufwendungen bietet sich als Aufwandsgröße und in Ermangelung weiterer Angaben bei Beitragszahlungen ebenso der Durchschnittskurs an. Bonuszahlungen erfolgen in der Regel nach Ablauf des Geschäftsjahres, daher ist der Stichtagskurs hier geeigneter, da das genaue Zahlungsdatum nicht offen gelegt wird.

6.4.2 Höhe und Struktur der Gesamtvergütung in Großbritannien

In den Jahren 2006 bis 2009 beträgt die durchschnittliche Gesamtvergütung eines CEO eines FTSE-100-Unternehmens 3,0 bis 3,5 Mio. Britische Pfund. In einigen Unternehmen erhält der CEO weniger als 500 Tsd. Britische Pfund, in anderen über 10 Mio. Britische Pfund (vgl. Tabelle 21 und Tabelle 48 im Anhang). Im Gegensatz zu den Vorstandsvergütungen in Deutschland, Österreich und Frankreich ist bei den britischen Unternehmen kein Rückgang der Vergütung über den Zeitraum zu verzeichnen. Die durchschnittliche Gesamtvergütung der CEOs liegt inflationsbereinigt in 2009 auf dem gleichen Niveau wie in 2006³⁹². Die Median-Vergütung steigt über den betrachteten Zeitraum real, wie Abbildung 18 zeigt. Allerdings liegt bspw. auch der durchschnittliche Marktwert der Unternehmen zum Ende des Geschäftsjahres 2009 inflationsbereinigt fast auf dem gleichen Niveau wie 2006. Der Median des Marktwertes Ende 2009 liegt jedoch inflationsbereinigt 22,4% unter Stand 2006.

Abbildung 18: Entwicklung der Gesamtvergütung der CEOs in Großbritannien



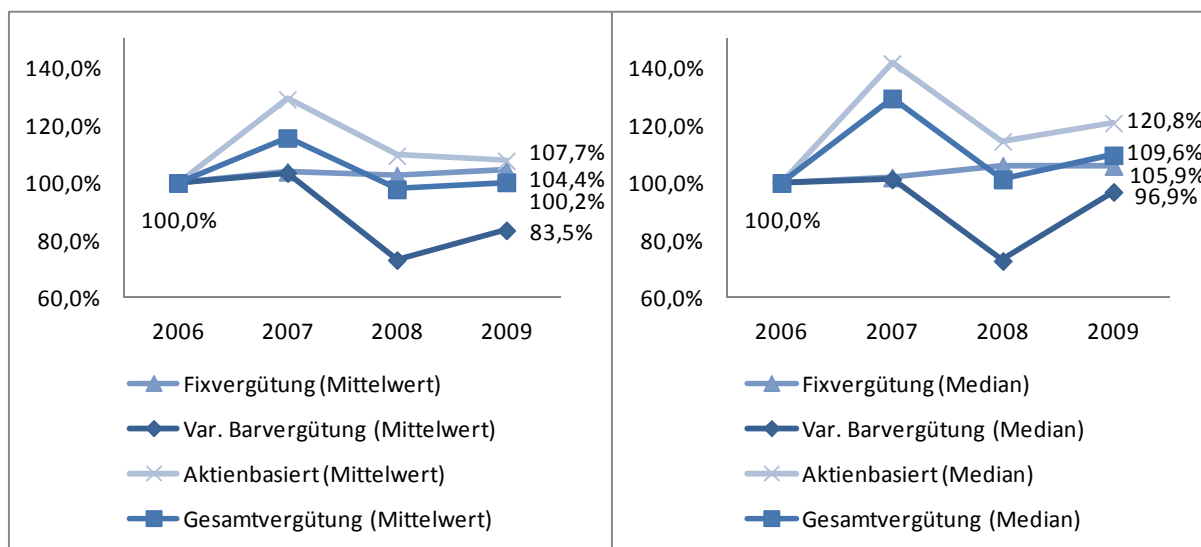
Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert bzw. Median der Gesamtvergütung der CEOs und der Marktkapitalisierung der Geschäftsjahre 2007 bis 2009 im Vergleich zum Basisjahr 2006. Die Wertentwicklung ist inflationsbereinigt angegeben. Basis der Untersuchung sind 81 Unternehmen aus dem FTSE 100, für die für alle vier Jahre vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen.

Abbildung 19 zeigt die Entwicklung der einzelnen Vergütungskomponenten. Es ist zu erkennen, dass der Wert der durchschnittlichen Fixvergütung real um 4,4% steigt im Vergleich zu 2006 (Median: +5,9%). Zur Beurteilung der Entwicklung der anderen Komponenten der CEO-Vergütung bzw. zur Vergütungsstruktur ist die Bedeutung der

³⁹² Ich betrachte bei der Entwicklung über die Jahre die 81 Unternehmen, bei denen ich durchgängige Daten zur CEO-Vergütung habe. Die Durchgängigkeit der Daten bedeutet, dass es in dem Zeitraum bei den betrachteten Unternehmen zwar auch Wechsel der Person des CEO gegeben haben kann, dass jedoch für jedes einzelne Jahr verwendbare Daten zur Vergütung des CEO vorliegen (vgl. Kapitel 5.1). Für detailliertere Daten zu Mittelwert und Median der CEO-Vergütung in den Jahren 2006 bis 2009 vgl. Tabelle 49 im Anhang.

Deferred Shares zu beachten. Ich habe in dieser Untersuchung die Deferred Shares grundsätzlich zur aktienbasierten Vergütung gezählt. Diese Sichtweise hilft dabei, die Bedeutung der Anreizsetzung über Eigenkapitalinstrumente in der Vergütung zu beurteilen. Der Wert der durchschnittlichen aktienkursbasierten Vergütung der CEOs steigt demnach real um 7,7%, der Median gar um 20,8%. Ein Rückgang in der aktienkursbasierten Vergütung wie etwa in den Unternehmen des CAC 40 aufgrund der Finanzkrise³⁹³ ist in den Unternehmen des FTSE 100 nicht ersichtlich.

Abbildung 19: Entwicklung der Komponenten der CEO-Vergütung in Großbritannien



Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert bzw. Median der einzelnen Komponenten der CEO-Vergütung und der Marktkapitalisierung der Geschäftsjahre 2007 bis 2009 im Vergleich zum Basisjahr 2006. Der Wert der Deferred Shares ist der aktienkursbasierten Vergütung zugerechnet. Die Wertentwicklung ist inflationsbereinigt angegeben. Basis der Untersuchung sind 81 Unternehmen aus dem FTSE 100, für die für alle vier Jahre vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen.

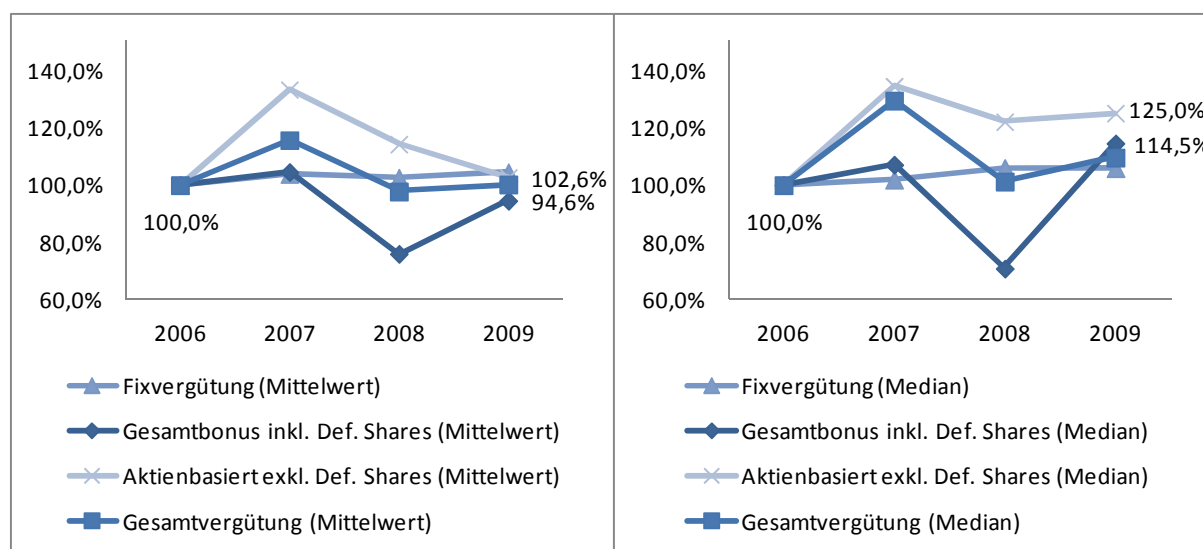
Wenn ich die Entwicklung der variablen Barvergütung betrachte, bietet sich ein Vergleich mit der finanziellen Performance der Unternehmen an, auf der die Boni größtenteils basieren, wie in Kapitel 6.4.3 noch gezeigt wird. Die finanzielle Performance der Unternehmen ist in den Jahren rückläufig. Die Bonusentwicklung von 2007 auf 2008 spiegelt den in dem Jahr stärkeren Rückgang der Unternehmensgewinne wider. Im Vergleich zwischen den Jahren 2006 und 2009 liegt der Durchschnitt des Konzernjahresüberschusses inflationsbereinigt bei denselben Unternehmen in 2009 gut 14% unter dem des Jahres 2006 (Median: -11,1%). Einem durchschnittlichen Return on Assets (ROA) von 11,2% in 2006 (Median: 10,6%) steht ein durchschnittlicher ROA von 7,1% (Median: 6,7%) in 2009 gegenüber. Diese Entwicklung

³⁹³Eine Gewährung von Aktien und Optionen soll Anreize für die Zukunft schaffen und wird daher möglicherweise in den britischen Unternehmen bei schlechter Unternehmensperformance bewusst nicht zurückgefahren. In den französischen Unternehmen dagegen nehmen in 2008 und 2009 sowohl der durchschnittliche Wert bei Gewährung der Aktien und Optionen ab als auch die Anzahl der Unternehmen, die Aktien und Optionen gewähren (vgl. Kapitel 6.3.2).

zeigt sich auch in der Höhe der bar gezahlten Boni, die in 2009 inflationsbereinigt im Mittel nur 83,5% der Boni des Jahres 2006 betragen³⁹⁴, während der Median-Bonus in 2009 inflationsbereinigt aber bereits auf einem Niveau von 96,9% des Median-Bonus in 2006 liegt (vgl. Abbildung 19).

Es ist jedoch zu beachten, dass die Unternehmensperformance sich nicht nur in der Höhe der bar gezahlten Boni, sondern in der Höhe des gesamten Bonus, also inklusive der Deferred Shares widerspiegeln sollte. Wenn ich daher die Entwicklung des gesamten Bonusbetrags statt nur der variablen Barvergütung anschau, dann ergibt sich das in Abbildung 20 gezeigte Bild. Trotz der oben beschriebenen finanziellen Performance der Unternehmen liegt der durchschnittliche Wert des gesamten Bonus im Jahr 2009 inflationsbereinigt bereits wieder auf 94,6% des Niveaus in 2006, der Median gar bei 114,5%.

Abbildung 20: Entwicklung der Komponenten der CEO-Vergütung in Großbritannien, Darstellung des Gesamtbonus



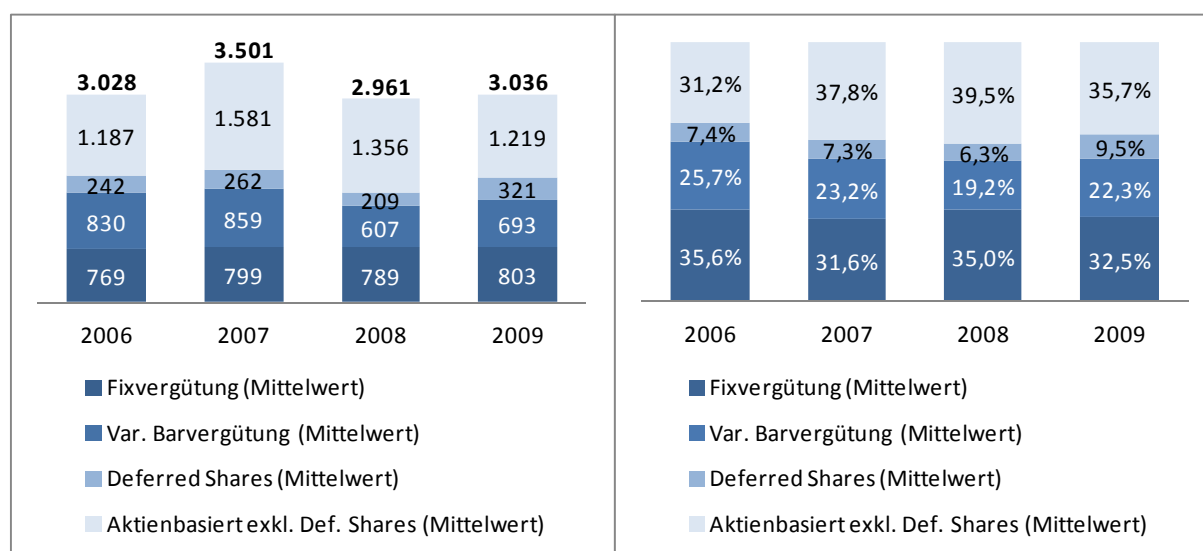
Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert bzw. Median der einzelnen Komponenten der CEO-Vergütung und der Marktkapitalisierung der Geschäftsjahre 2007 bis 2009 im Vergleich zum Basisjahr 2006. Der Wert der Deferred Shares ist als Teil des Gesamtbonus ausgewiesen. Die Wertentwicklung ist inflationsbereinigt angegeben. Basis der Untersuchung sind 81 Unternehmen aus dem FTSE 100, für die für alle vier Jahre vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen.

Neben einem grundsätzlichen Anstieg des realen Vergütungsniveaus, wie es der reale Anstieg der Fixvergütung vermuten lässt, kann die Entwicklung der Boni auch darin begründet sein, dass einem Teil der Bonuszahlungen eine relative Performancemessung zugrunde liegt. Diese

³⁹⁴ Die Boni der Banken, inkl. der Deferred Shares, die zwischen dem 9.12.2009 und dem 5.4.2010 gezahlt wurden, unterlagen der Bonussteuer in Höhe von 50%, die von den Unternehmen zu tragen war (vgl. hierzu Fußnote 147 in Kapitel 4.2.1.1). Dies könnte Auswirkungen auf die Vergütung in 2009 bei einigen der untersuchten Unternehmen aus der Finanzbranche haben. Ehrlich / Radulescu (2012) finden, dass die Boni betroffener Banken in Großbritannien als Reaktion auf die Steuer gesunken sind, der Effekt auf den Wert der Vergütung jedoch durch andere Vergütungskomponenten ausgeglichen wurde.

relative Performancemessung kann erfolgen, indem explizit eine relative Bemessungsgrundlage als Basis für den Bonus festgelegt wird, also etwa die Steigerung des Earnings per Share relativ zu einer Vergleichsgruppe von Unternehmen. Die relative Performancemessung wird in vielen Fällen auch implizit erfolgen, indem diskretionäre Spielräume hinsichtlich eines Teils der Bonus definiert sind. Allein dadurch, dass bei der Zielfestlegung für den Bonus die wirtschaftliche Gesamtsituation und die spezifische Situation des einzelnen Unternehmens berücksichtigt werden, wird es passieren, dass die Boni im Durchschnitt trotz geringerer Gewinne kaum sinken³⁹⁵. Auch eine asymmetrische Bonusbemessung bei den CEOs in Form einer geringeren oder langsameren Reaktion der Boni auf negative Performanceentwicklungen, aber einem stärkeren oder schnelleren Wiederanstieg der Boni bei Erholung der Performance könnte der Grund sein.

Abbildung 21: Entwicklung von Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Großbritannien



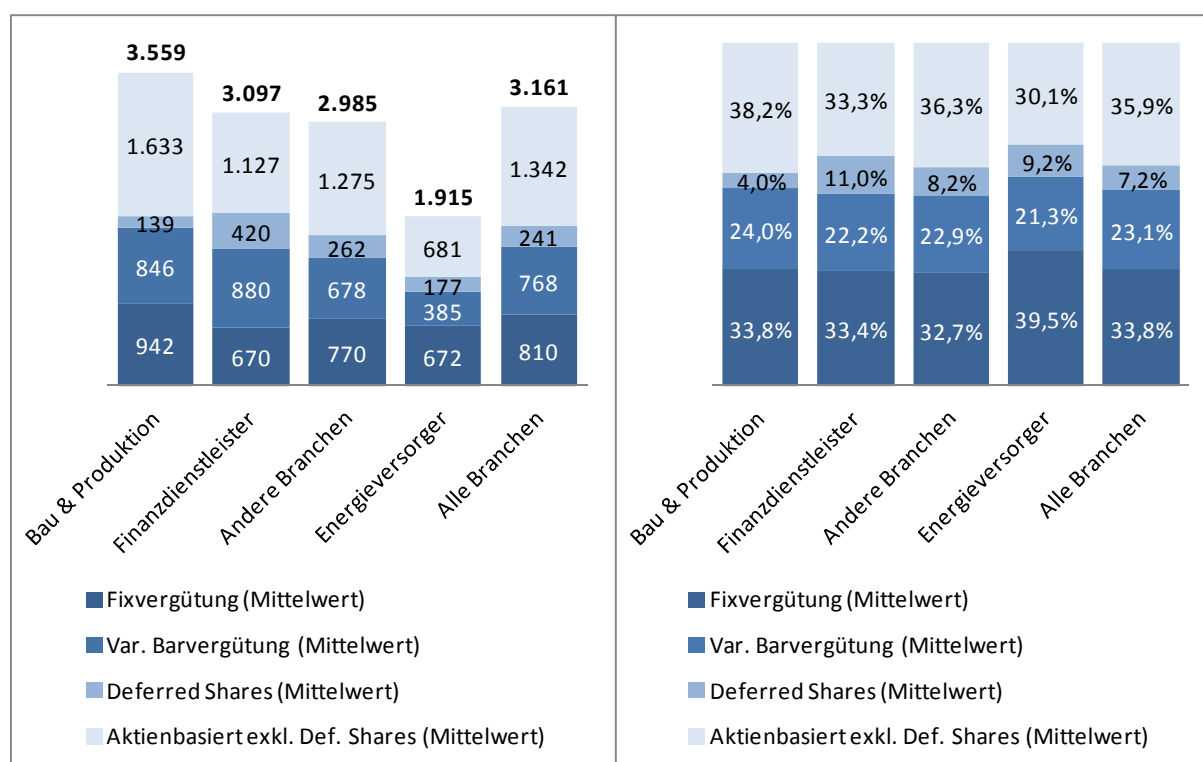
Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der CEO-Vergütung der Geschäftsjahre 2006 bis 2009 in Tsd. Britischen Pfund und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung. Absolute Werte in Britischen Pfund sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 81 Unternehmen aus dem FTSE 100, für die für alle vier Jahre vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen.

Die Entwicklung der durchschnittlichen CEO-Vergütung über die Jahre in absoluten Werten sowie die durchschnittliche Vergütungsstruktur in diesen 81 FTSE-100-Unternehmen zeigt Abbildung 21. Ich weise die Deferred Shares in der Abbildung gesondert aus. Der Anteil der Fixvergütung ist mit etwa einem Drittel niedriger als in den deutschen Unternehmen und auch ein wenig niedriger als im CAC 40. Der kurzfristige, in bar ausgezahlte Bonus hat lediglich einen Anteil von 19,2% bis 25,7% an der Vergütung eines CEO. Der hier gemessene Bonus beruht vollständig auf einjahresbezogenen Bemessungsgrundlagen. Inklusive des in Deferred

³⁹⁵ Im Umkehrschluss sollten die Boni bei wachsenden Gewinnen auch nicht so stark ansteigen.

Shares ausgezahlten Teils des Bonus, hat der Bonus einen Anteil an der Gesamtvergütung von 25,5% im Jahr 2008 bis zu 33,2% im Jahr 2006. Die aktienkursbasierten Vergütungskomponenten inklusive der Deferred Shares dominieren mit 38,6% in 2006 bis über 45% in den Jahren 2007 bis 2009 die CEO-Vergütung³⁹⁶ und haben daher eine noch höhere Bedeutung in der CEO-Vergütung als in den Unternehmen des CAC 40. Nur bei zwei Unternehmen werden über den gesamten betrachteten Zeitraum keine aktienkursbasierten Vergütungskomponenten gewährt. Dies liegt aber an dem ohnehin schon sehr hohen Anteilsbesitz der CEOs, die auch die jeweils einzigen Executive Directors dieser beiden Unternehmen sind³⁹⁷.

Abbildung 22: Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Großbritannien nach Branchengruppen



Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der CEO-Vergütung in Tsd. Britischen Pfund und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung, aufgeteilt in vier Branchengruppen und gesamt. Absolute Werte in Britischen Pfund sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 367 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der FTSE-100-Unternehmen, für die vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen.

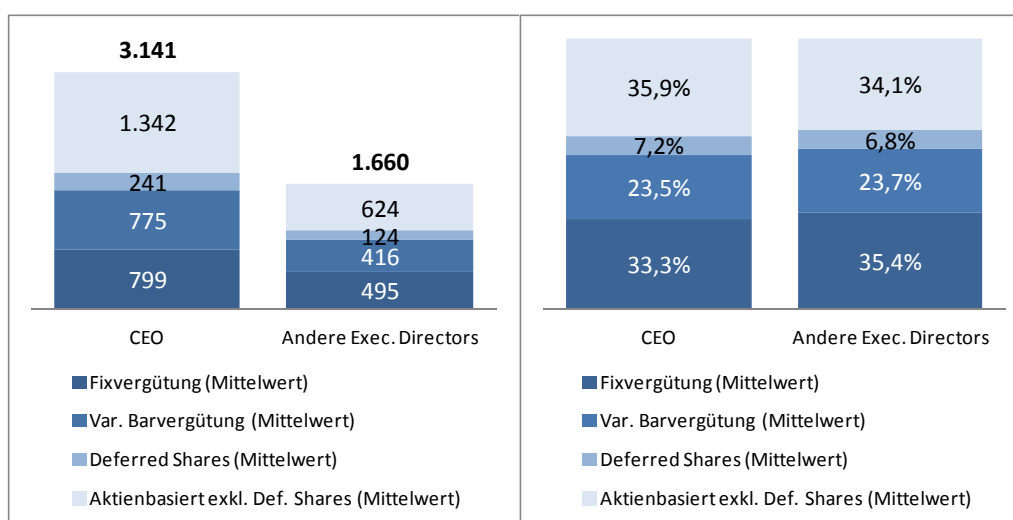
Der Vergleich der CEO-Vergütung nach Branchen in Abbildung 22 beinhaltet alle Unternehmensjahre, in denen Vergütungsdaten für den CEO vorliegen. Es zeigt sich eine relativ ausgeglichene Verteilung hinsichtlich der Struktur der Vergütung zwischen den

³⁹⁶ Ohne die Berücksichtigung der Deferred Shares liegt sie im Durchschnitt klar unter 40%. Zur Beurteilung der durch sie gesetzten langfristigen Anreize müssen die Deferred Shares jedoch hinzugezählt werden. Zu beachten ist, dass die Deferred Shares nach Gewährung im Regelfall keinen weiteren Performancebedingungen unterliegen (vgl. auch Kapitel 5.3 und 6.4.4).

³⁹⁷ Siehe hierzu auch Kapitel 6.4.4.

Branchen. In der Branchengruppe der Energieversorger ist die Gesamtvergütung jedoch sehr gering im Vergleich zu den anderen Branchengruppen. Gemessen am Marktwert oder der Anzahl der Mitarbeiter sind die beobachteten Unternehmen dieser Branchengruppe allerdings auch im Durchschnitt kleiner als in den anderen Branchengruppen. In den betrachteten vier Jahren ist der Anteil der Fixvergütung an der Gesamtvergütung in der Branchengruppe der Energieversorger am höchsten, was im Wesentlichen an einem geringem Anteil der aktienkursbasierten Komponenten liegt³⁹⁸.

Abbildung 23: Vergleich der Vergütung der CEOs und der anderen Executive Directors in Großbritannien



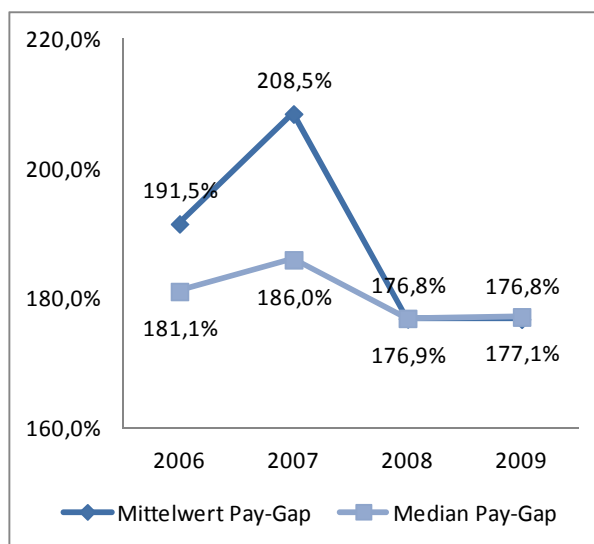
Anmerkung: Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der Vergütung der Geschäftsjahre 2006 bis 2009 in Tsd. Britischen Pfund und der Mittelwert der Anteile der einzelnen Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung für die CEOs im Vergleich zur durchschnittlichen Vergütung der anderen Executive Directors. Absolute Werte in Britischen Pfund sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 354 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der FTSE-100-Unternehmen, für die sowohl Vergütungsdaten für die CEOs vorliegen als auch mindestens ein weiterer Executive Director im Board ist.

Der Vergleich zwischen der Vergütung der CEOs und der anderen Executive Directors über die Jahre 2006 bis 2009 zeigt einen größeren Pay-Gap als in den anderen Ländern, auch wenn der Mittelwert nur geringfügig größer ist als in den deutschen Unternehmen. Die CEOs der FTSE-100-Unternehmen erhalten im Durchschnitt das 1,9-fache (Median: 1,8-fache) der Vergütung eines ihrer Vorstandskollegen. Dies liegt allerdings im Wesentlichen auch an einem sehr hohen Pay-Gap in 2007, wie Abbildung 24 anhand der Unternehmen mit durchgängigen Daten zeigt. Insgesamt sinkt der Pay-Gap in der Tendenz. So zeigt sich auch im Vergleich über die Jahre 2006 bis 2009 ein Anstieg der durchschnittlichen Gesamtvergütung aller Executive Directors aufgrund des Anstiegs der Vergütung exklusive der CEOs, während die durchschnittliche reale Vergütung der CEOs, wie weiter oben gezeigt,

³⁹⁸ Vgl. auch Tabelle 50 im Anhang.

im betrachteten Zeitraum konstant bleibt. In der Finanzdienstleistungsbranche und bei den Energieversorgern ist der Pay-Gap am geringsten. Bezüglich der Vergütungsstruktur ist zu erkennen, dass die CEOs nur einen geringfügig kleineren performanceunabhängigen Anteil an der Gesamtvergütung haben als die anderen Executive Directors (vgl. Abbildung 23)³⁹⁹.

Abbildung 24: Entwicklung des Pay-Gap in den Jahren 2006 bis 2009 in Großbritannien



Anmerkung: Abgetragen sind Mittelwert und Median des Pay-Gap, definiert als das Verhältnis zwischen der Gesamtvergütung des CEO und der durchschnittlichen Gesamtvergütung der anderen Executive Directors im Board, der Geschäftsjahre 2006 bis 2009. Basis der Untersuchung sind 75 FTSE-100-Unternehmen, für die in allen vier Jahren sowohl Vergütungsdaten für den CEO vorliegen als auch mindestens ein weiterer Executive Director im Board ist.

6.4.3 Ausgestaltung der variablen Barvergütung in Großbritannien

Von den 98 untersuchten Unternehmen ist bei einem Unternehmen (Antofagasta) lediglich ein Grundgehalt vorgesehen, da der CEO einen sehr hohen Anteilsbesitz hat und weitere Anreize als nicht notwendig erachtet werden. Alle übrigen 97 untersuchten Unternehmen machen Angaben zu den Bonusbemessungsgrundlagen, auch wenn nicht in jedem Fall konkrete Kennzahlen oder konkrete Zielgrößen genannt werden⁴⁰⁰. 95% der Unternehmen nutzen mehr als eine, 30% sogar mehr als vier Bemessungsgrundlagen. Explizit relative Performancemessung ist bei den Jahresboni sehr selten, Mehrjahresboni sind nicht implementiert.

³⁹⁹ Zur durchschnittlichen Vergütung der anderen Executive Directors ohne CEO vgl. auch Tabelle 51 im Anhang.

⁴⁰⁰ Vgl. zu den folgenden Ausführungen Tabelle 22.

Tabelle 22: Bonusbemessungsgrundlagen in Großbritannien im Jahr 2009

Bemessungsgrundlagen (BMG)	Summe alle Branchen	Mining and Manu- facturing	Finanzen	Energie- versorger	Andere Branchen
Keine Angaben zu BMG	0	0	0	0	0
Unternehmen mit Angaben zu BMG	97	37	23	7	30
davon mit relativer Perf.messung	4 (4%)	2 (5%)	2 (9%)	0 (0%)	0 (0%)
davon mit Mehrjahresbezug	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
davon nur eine Kennzahl als BMG	5 (5%)	0 (0%)	1 (4%)	0 (0%)	4 (13%)
davon 2-4 Kennzahlen als BMG	63 (65%)	24 (65%)	15 (65%)	4 (57%)	20 (67%)
davon mehr als 4 Ziele genannt	29 (30%)	13 (35%)	7 (30%)	3 (43%)	6 (20%)
Anzahl genannte BMG	274	115	50	30	79
davon gewinnbasierte Ziele	80 (29%)	28 (24%)	14 (28%)	10 (33%)	28 (35%)
<i>absolute Gewinngrößen</i>	74 (27%)	26 (23%)	12 (24%)	9 (30%)	27 (34%)
Residualgewinn (EVA etc.)	3	0	2	1	0
Gewinn (vor/nach Steuern)	24	7	7	3	7
EBIT, EBITDA etc.	27	10	2	2	13
Earnings per Share (EPS)	20	9	1	3	7
<i>Renditegrößen</i>	6 (2%)	2 (2%)	2 (4%)	1 (3%)	1 (1%)
Return on Sales (ROS)	0	0	0	0	0
Return on Assets (ROA)	0	0	0	0	0
Return on Equity (ROE)	2	0	1	1	0
ROCE	2	1	0	0	1
RoRaC / RaRoC	1	0	1	0	0
nicht näher bezeichnet	1	1	0	0	0
davon aktienkursbasierte Ziele	1 (0%)	1 (1%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
davon sonstige finanzielle Ziele	50 (18%)	24 (21%)	9 (18%)	2 (7%)	15 (19%)
Dividende	0	0	0	0	0
Umsatz	17	11	1	0	5
Cashflow-Ziele	26	12	3	2	9
Kapitalstruktur/Verschuldung	5	1	3	0	1
nicht näher bezeichnet	2	0	2	0	0
davon operative Ziele	21 (8%)	15 (13%)	5 (10%)	1 (3%)	0 (0%)
Kostenbezogene Ziele	12	7	4	1	0
Working Capital	4	4	0	0	0
Produktionsziele	3	3	0	0	0
Sonstige operative Ziele	2	1	1	0	0
davon qualitative Ziele	78 (28%)	30 (26%)	14 (28%)	12 (40%)	22 (28%)
Kunden und Service	13	1	3	4	5
Mitarbeiterbezogene Ziele	24	14	3	4	3
Umweltziele	8	3	0	3	2
Strategiebezogene Ziele	19	8	4	0	7
Sonstige	14	4	4	1	5
davon individuelle Ziele	44 (16%)	17 (15%)	8 (16%)	5 (17%)	14 (18%)

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur variablen Barvergütung des Jahres 2009 der CEOs von 97 Unternehmen, die Anfang 2009 im FTSE 100 notiert waren.

Auch bei den britischen Unternehmen dominieren die gewinnbasierten Bonusbemessungsgrundlagen, mehrheitlich die absoluten Gewinngrößen. Residualgewinnbasierte Kennzahlen werden selten verwendet. Die Dominanz der Gewinngrößen ist sowohl hinsichtlich der Anzahl der Nennungen als in der Regel auch in Bezug auf das Gewicht an der jeweiligen

Bonusbemessung bei Verwendung mehrerer Ziele ersichtlich. Auch andere finanzielle Zielgrößen werden häufig verwendet, wie insbesondere Cashflow-Kennzahlen und Umsatz, jedoch in keinem Fall Dividenden. Bei den britischen Unternehmen sind allerdings qualitative Ziele mit insgesamt 28% der Nennungen recht häufig genannt. Dies sind vor allem mitarbeiterbezogene Ziele, Ziele hinsichtlich der Implementierung und Verfolgung definierter Strategien oder auch Ziele zu Kundenzufriedenheit und Servicequalität und Umweltziele. Es kann natürlich nicht ausgeschlossen werden, dass in den deutschen oder französischen Unternehmen solche Ziele auch öfter vereinbart, aber im Vergütungsbericht nicht explizit genannt werden. Nichtsdestotrotz sticht die Häufung der Nennung dieser Ziele, oft als Teil einer Balanced Scorecard, bei den britischen Unternehmen hervor.

Über alle Branchengruppen hinweg werden ähnlich viele verschiedene Bemessungsgrundlagen verwendet. Gewinnkennzahlen oder individuelle Ziele sind in allen Branchengruppen etwa gleich oft implementiert. Operative Ziele werden erwartungsgemäß in den produzierenden Branchen (Mining and Manufacturing) am häufigsten verwendet, die Energieversorger stechen bei den qualitativen Zielen hervor, sind allerdings auch die Gruppe mit den wenigsten Unternehmen im Sample, sodass einzelne Unternehmen ein stärkeres Gewicht haben. Insgesamt gesehen gibt es anscheinend nur einen geringen Einfluss der Branchengruppe auf die Auswahl der Kennzahlen. Insbesondere die Unternehmen aus dem Finanzsektor, die unter den betrachteten britischen Unternehmen einen größeren Anteil haben als in den anderen Länder-Samples, weisen nur eine geringfügig andere Auswahl der Bonusbemessungsgrundlagen auf als der Durchschnitt der Unternehmen.

6.4.4 Ausgestaltung der aktienkursbasierten Vergütung in Großbritannien

Zur Analyse der aktienkursbasierten Vergütung wurden nur die Unternehmen herangezogen, für die auch eindeutige Angaben zu aktienbasierter Vergütung vorliegen. Bei fünf Unternehmen sind die Daten nicht auswertbar. Daher bilden für die aktienbasierte Vergütung nur 94 Unternehmen statt der 99 Unternehmen wie bei der variablen Vergütung die Untersuchungsbasis bei den britischen Unternehmen. Davon gewähren lediglich drei Unternehmen keine aktienbasierten Komponenten in 2009. Darunter Antofagasta, wo aufgrund des hohen Anteilsbesitzes des CEO keine weiteren Anreize gesetzt werden sollen⁴⁰¹. Auch bei Kazakhmys hat der CEO bereits einen hohen Anteilsbesitz, wird aber ab 2010 aktienbasierte Komponenten gewährt bekommen. Bei Rexam wurde die geplante Gewährung

⁴⁰¹ Die Familie des CEO, Luksic, kontrolliert 65% der Anteile des Unternehmens.

von Performance Shares nur im Jahr 2009 aufgrund der schlechten Unternehmensperformance zurückgezogen.

Tabelle 23: Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütung in Großbritannien im Jahr 2009

Anzahl Untern. ohne aktienbasierte Komponenten	3 (3,2%)		
Anzahl Untern. mit aktienbasierten Komponenten	91 (96,8%)		
davon: 1 aktienbasierter Vergütungsplan	23 (24,5%)		
davon: >1 aktienbasierte Vergütungspläne	68 (72,3%)		
	Aktien- optionen	Aktienplan	Cash- Plan
Anzahl Pläne	19	136	0
Reale Pläne	18	136	-
davon: Deferred Bonus	-	49	-
Virtuelle Pläne	1	-	-
davon: Deferred Bonus	-	-	-
Eigeninvestment erforderlich	1	34	0
Als Bedingung für Planteilnahme	1	34	0
Aus erworbenen Anteilen	-	-	0
Zusätzliche Performancebedingungen	19	87	0
1 Bemessungsgrundlage	16	28	0
Mehrere Bemessungsgrundlagen	3	59	0
<i>Marktbasierte Performancebedingungen</i>	3	75	0
Relative Aktienkursperformance	3	69	0
Absolute Kursziele	0	6	0
<i>Rechnungslegungs-basierte Performancebedingungen</i>	17	69	0
Relative Performancemessung	0	4	0
Absolute Performanceziele	17	65	0

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur aktienbasierten Vergütung des Jahres 2009 der CEOs von 94 Unternehmen, die Anfang 2009 im FTSE 100 notiert waren und deren Angaben zur aktienbasierten Vergütung im Vergütungsbericht ausreichend genau ausgewertet werden konnten.

Aktienkursbasierte Vergütung ist also in den britischen Unternehmen des FTSE 100 im Gegensatz zu den Unternehmen in Deutschland, Österreich und auch Frankreich die Regel. Einen Überblick zur Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütung liefert Tabelle 23. In den meisten Unternehmen ist mehr als ein Aktien- oder Aktienoptionsprogramm für den CEO implementiert. In der Mehrheit der Fälle werden Aktienpläne in Form von Performance Shares verwendet, also Aktien, die bei Nichterreichung einer oder mehrerer zusätzlicher Performancebedingungen verfallen. In 33 Unternehmen sind Share-Matching-Pläne (oder „Co-Investment Plans“) implementiert, bei denen ein Eigeninvestment, meist freiwillig oder auch als Deferred Shares verpflichtend aus dem Jahresbonus gespeist, die Voraussetzung für die Planteilnahme ist. Die Share-Matching-Pläne sind auch als Performance Shares ausgestaltet. Bei vielen Unternehmen gibt es sowohl Performance-Share-Pläne ohne

Eigeninvestment als auch Share-Matching-Pläne. In 49 Unternehmen wird der Bonus nur teilweise in bar ausgezahlt, der Rest in Deferred Shares, also Aktien mit zwei- oder dreijähriger Sperrfrist. Diese unterliegen in der Regel keinen weiteren Performancebedingungen. Aktienoptionspläne laufen dagegen mehr und mehr aus. In 2009 werden nur noch bei 19 Unternehmen Aktienoptionen an die Executive Directors gewährt. Da der Wert der Performance Shares aufgrund der Vesting-Schedules konvex vom Kurs abhängt, erfüllen diese möglicherweise die Risikoanreizfunktion der üblichen Optionen in der Vergütung. Auch die Aktienoptionspläne werden ausschließlich inklusive weiterer Performancebedingungen gewährt.

Tabelle 24: Ausgestaltung zusätzlicher Performancebedingungen in der aktienbasierten Vergütung in Großbritannien

	Summe alle Branchen	Mining and Manu- facturing	Finanzen	Energie- versorger	Andere Branchen
Anzahl Unternehmen gesamt	94	37	20	7	30
davon mit aktienbas. Vergütung	91 (97%)	34 (92%)	20 (100%)	7 (100%)	30 (100%)
davon zzgl. Perf.bedingung	89 (98%)	34 (100%)	18 (90%)	7 (100%)	30 (100%)
Anzahl der genannten BMG	179	67	33	13	66
Marktbasierte Perf.bedingungen	78 (44%)	32 (48%)	13 (39%)	7 (54%)	26 (39%)
Aktienkurs, TSR	76	32	11	7	26
Sonstige (NAV...)	2	0	2	0	0
Nicht-marktbasierte Perf.bed.	101 (56%)	35 (52%)	20 (61%)	6 (46%)	40 (61%)
<i>Gewinnbasierte Perf.bed.</i>	82 (46%)	29 (43%)	18 (55%)	5 (38%)	30 (45%)
EVA	3	1	1	1	0
EBIT, EBITDA etc.	6	4	0	0	2
Total Property Return (TPR)	3	0	3	0	0
Earnings per Share (EPS)	27	11	6	2	8
EPS über LIBOR/VPI	30	10	3	2	15
Renditekennzahlen	13	3	5	0	5
<i>Sonstige finanzielle Ziele</i>	14 (8%)	4 (6%)	2 (6%)	0 (0%)	8 (12%)
Umsatz, Einkünfte	6	1	2	0	3
Cashflow-Ziele	8	3	0	0	5
<i>Sonstige Ziele</i>	5 (3%)	2 (3%)	0 (0%)	1 (8%)	2 (3%)
Balanced Scorecards	2	0	0	1	1
Andere Ziele	3	2	0	0	1

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur aktienbasierten Vergütung des Jahres 2009 der CEOs von 94 Unternehmen, die Anfang 2009 im FTSE 100 notiert waren und deren Angaben zur aktienbasierten Vergütung im Vergütungsbericht ausreichend genau ausgewertet werden konnten.

Tabelle 24 zeigt, dass in 98% der Unternehmen, die aktienbasiert vergüten, auch zusätzliche Performancebedingungen implementiert sind. Bei den Aktienoptionsplänen dominieren absolute rechnungslegungs-basierte Performancebedingungen, bei den Performance Shares sind im Wesentlichen relative markt-basierte und absolute rechnungslegungs-basierte Performancebedingungen implementiert. Dabei gelten in den meisten Fällen für einen Teil der

Performance Shares die marktbasieren, für den anderen Teil die rechnungslegungs-basierten Bemessungsgrundlagen, selten sind beide Größen multiplikativ verknüpft⁴⁰². In den meisten Fällen bildet der Earnings per Share (EPS) die Basis für die rechnungslegungs-basierten Performancebedingungen, teilweise sind absolute Ziele oder Steigerungen im Vergleich zum Vorjahr definiert, teilweise ist eine reale Steigerungsrate festgelegt. Renditekennzahlen folgen als zweitwichtigste Gruppe von nicht-marktbasierten Bemessungsgrundlagen, seltener sind Cashflow-Größen oder der Umsatz. Bei den marktbasieren Performancebedingungen wird von den meisten Unternehmen auf einen relativen Total Shareholder Return (TSR) zurückgegriffen.

6.4.5 Leistungen zur Altersversorgung in Großbritannien

Für die Betrachtung der Altersvorsorgeleistungen für CEOs der Unternehmen im FTSE 100 wird auch eine Unterscheidung in leistungs- und beitragsorientierte Pensionspläne vorgenommen. Für diese Unternehmen liegen grundsätzlich einheitliche Angaben für leistungs- und beitragsorientierte Pläne vor. Dies sind bei den leistungsorientierten Plänen im Wesentlichen die Höhe der Pensionszusage, der Wert der Pensionszusage und die Veränderung dieses Wertes im laufenden Jahr. Der Wert der Pensionszusage enthält allerdings auch eventuelle Zuführungen des CEO selber, die für das jeweilige Jahr angegeben werden. Diese eigenen Beiträge sind im Regelfall allerdings nicht sehr hoch im Vergleich zum Gesamtwert bzw. zur Veränderung des Wertes. Die Wertveränderung wird ohne die Eigenbeiträge ausgewiesen. Im Falle beitragsorientierter Pensionspläne werden die Beiträge des Jahres ausgewiesen. Nichtsdestotrotz ist ein direkter Vergleich zwischen leistungs- und beitragsorientierten Plänen nicht möglich. Daher soll auch hier lediglich die Bedeutung dieses Vergütungsbestandteils herausgestellt werden. Aufgrund der Einheitlichkeit der Angaben führe ich bei den britischen Unternehmen auch das Verhältnis zwischen den angegebenen periodenbezogenen Werten (Beiträge bzw. Wertveränderung Pensionsplan) zu Gesamt- und Fixvergütung auf.

Von den 100 untersuchten Unternehmen des FTSE 100 fallen 21 Unternehmen aus der Untersuchung zu den Altersvorsorgeleistungen heraus. Xstrata habe ich nicht einbezogen, da es ein Schweizer Unternehmen ist. Für 6 Unternehmen gibt es keine verwendbaren Daten in 2009 (3 davon aufgrund von Übernahmen, 3 aufgrund von Problemen bei der Bewertung der aktienkursbezogenen Vergütung), weitere 8 Unternehmen hatten einen CEO-Wechsel in 2009 und wurden daher aus dem Sample genommen. Zu beachten ist, dass bei all diesen 14 nicht

⁴⁰² Vgl. für eine Beschreibung der Performancebedingungen auch Kapitel 5.3.

betrachteten Unternehmen Altersversorgungsleistungen in Form von leistungs- oder beitragsorientierten Verträgen Teil der Vergütung des CEOs sind bzw. in den Vorjahren waren. Von den übrigen 85 Unternehmen zahlen 5 Unternehmen weder Beiträge zur Altersversorgung noch geben sie den CEOs eine Pensionszusage. Bei Rolls Royce bezieht der CEO bereits seit Mitte 2008 Pensionsleistungen. Entsprechend verringert sich der Wert der Pensionszusage seit 2008, ich habe das Unternehmen daher ebenso nicht bei der Übersicht zu den Pensionszusagen betrachtet.

Tabelle 25: Höhe und Bedeutung der Pensionspläne für CEOs in Großbritannien im Jahr 2009

Anzahl Unternehmen: n=79	Insgesamt	Leistungs- oder beitrags- orientierter Plan	Leistungs- und beitrags- orientierter Plan
Leistungsorientierte Pensionspläne			
Anzahl leistungsorientierte Pensionspläne	41	28	13
Ø jährl. Pensionszusage [T£]	269	315	171
Ø Wert (Transfer Value) der Pensionszusage [T£]	4.774	5.626	2.938
Ø Veränderung des Werts der Pensionszusage [T£]	941	1.202	378
[Ø % der Gesamtvergütung exkl. Pensionen]	28,7%	34,1%	16,8%
[Ø % der Fixvergütung exkl. Pensionen]	98,9%	123,9%	45,0%
Beitragsorientierte Pensionspläne			
Anzahl beitragsorientierte Pensionspläne	51	38	13
Ø Beitragszahlung/Pensionszuschuss [T£]	196	196	198
[Ø % der Gesamtvergütung exkl. Pensionen]	6,7%	6,3%	7,7%
[Ø % der Fixvergütung exkl. Pensionen]	21,8%	21,4%	23,0%
Gesamtleistung zur Altersversorgung (alle Unternehmen)			
Ø Summe Δ Transfer Value + Beitragszahlung [T£]	615	623	576
[Ø % der Gesamtvergütung exkl. Pensionen]	19,2%	18,1%	24,6%
[Ø % der Fixvergütung exkl. Pensionen]	65,4%	64,9%	68,0%

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zu leistungs- und beitragsorientierten Zusagen zur Altersvorsorge des Jahres 2009 der CEOs von 79 Unternehmen, die Anfang 2009 im FTSE 100 notiert waren, Altersvorsorgeleistungen gewährten und deren Angaben zur CEO-Vergütung im Vergütungsbericht ausreichend genau ausgewertet werden konnten.

Tabelle 25 zeigt, dass im Jahr 2009 in den 79 betrachteten FTSE-100-Unternehmen 41 leistungsorientierte Pensionspläne für CEOs und 51 beitragsorientierte Pensionspläne implementiert waren. In 13 Fällen gab es sowohl eine leistungsorientierte als auch eine beitragsorientierte Pensionszusage. Die durchschnittliche leistungsorientierte Pensionszusage beträgt 269 Tsd. Britische Pfund, in den Fällen, in denen ausschließlich eine leistungsorientierte Zusage gewährt wird, ist der Durchschnitt mit 315 Tsd. Britischen Pfund höher. Der Mittelwert der Wertveränderung für diese Zusagen in 2009 beträgt beachtliche 941

Tsd. Britische Pfund. Im Durchschnitt wird also noch einmal ein Betrag etwa in Höhe der Fixvergütung für die Pensionszusage des CEO zurückgestellt (durchschnittlich macht die Wertveränderung 98,9% der Fixvergütung aus). Die Pensionszusage basiert in den Unternehmen ausschließlich auf dem Grundgehalt, in der Regel maximal zwei Drittel des letzten Grundgehalts vor Pensionseintritt. Das vereinbarte Mindestalter für den Anspruch auf die Pensionszahlung liegt meistens bei 60 Jahren, im Durchschnitt bei 60,7 Jahren.

Für die beitragsorientierten Zusagen wird in 2009 im Durchschnitt ein Beitrag in Höhe von 196 Tsd. Britischen Pfund aufgewendet, das sind knapp 22% der Fixvergütung. Beide Arten der Pensionsleistungen zusammen genommen liegt der durchschnittliche Aufwand des Jahres 2009 bei 65,4% des Fixums des CEO bzw. 19,2% der Gesamtvergütung. Werden alle Unternehmen betrachtet, also auch diejenigen, deren CEOs keine Leistungen zur Altersversorgung erhalten, dann kommen im Durchschnitt noch einmal 18,0% der Gesamtvergütung exklusive Pensionen hinzu⁴⁰³.

Welche Bedeutung diese Zusagen in absoluten Beträgen und im Verhältnis zu Fixum und Gesamtvergütung im Einzelfall haben, zeigen die Übersicht in Tabelle 26 mit den Unternehmen, deren CEOs die höchste Pensionszusage haben, und die Übersicht in Tabelle 27 mit den Unternehmen, deren CEOs die höchsten Beitragszahlungen erhalten.

Tabelle 26: Leistungsorientierte Pensionszusagen für CEOs der FTSE-100-Unternehmen – Top 10

Unternehmen	Jährl. Pensionszusage [T£]	Transfer Value [T£]	Δ Transfer Value [T£]	Δ Transfer Value [% Gesamtverg.]	Δ Transfer Value [% Fixverg.]
Astrazeneca	915	12.850	1.600	32,7%	139,4%
Tesco	832	15.924	2.157	28,5%	142,6%
Imperial Tobacco	689	11.913	2.319	59,4%	219,0%
Diageo	670	13.481	1.818	30,2%	151,5%
BG	646	14.018	4.581	76,6%	399,1%
BP	584	10.840	2.743	50,7%	256,8%
British American Tobacco	567	12.937	2.458	49,5%	180,7%
BAE Systems	510	6.780	2.036	42,7%	209,9%
Standard Life	477	10.313	-103	-4,3%	-12,9%
Glaxo Smith Kline	446	6.272	2.394	41,7%	212,2%

Anmerkung: Aufgeführt sind die 10 Unternehmen mit der höchsten Pensionszusage an den CEO im Jahr 2009. Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zu leistungs- und beitragsorientierten Zusagen zur Altersvorsorge des Jahres 2009 der CEOs von 79 Unternehmen, die Anfang 2009 im FTSE 100 notiert waren und deren Angaben zur CEO-Vergütung im Vergütungsbericht ausreichend genau ausgewertet werden konnten.

⁴⁰³ Das entspricht 15,3% Anteil der Pensionszusagen an einer Gesamtvergütung inklusive Pensionen.

Tabelle 27: Beitragsorientierte Pensionszusagen für CEOs der FTSE-100-Unternehmen – Top 10

Unternehmen	Beitragszahlung [T£]	Beitragszahlung [% Gesamtverg.]	Beitragszahlung [% Fixverg.]
Pearson	624	15,2%	60,7%
HSBC	539	10,5%	47,4%
BHP Billiton	505	9,5%	39,2%
WPP	401	6,8%	29,7%
Sabmiller	344	6,7%	27,5%
Smiths Group	336	18,4%	40,2%
Anglo American	331	7,7%	26,5%
RSA	309	7,5%	31,1%
Compass	308	11,5%	33,7%
Reckitt Benckiser	296	2,4%	27,7%

Anmerkung: Aufgeführt sind die 10 Unternehmen mit der höchsten Beitragszahlung in den beitragsorientierten Pensionsplan des CEO im Jahr 2009. Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zu leistungs- und beitragsorientierten Zusagen zur Altersvorsorge des Jahres 2009 der CEOs von 79 Unternehmen, die Anfang 2009 im FTSE 100 notiert waren und deren Angaben zur CEO-Vergütung im Vergütungsbericht ausreichend genau ausgewertet werden konnten.

Die Betrachtung der Wertänderung der Pensionszusage im einzelnen Jahr ist vor dem Hintergrund der in Kapitel 5 diskutierten Probleme der Interpretation von Pensionsaufwendungen in einem einzelnen Jahr zu sehen. Daher stimmen die Rangfolge der Veränderungen des Transfer Values oder des Transfer Values selbst auch nicht mit der Rangfolge der Höhe der Pensionszusage überein. In den obigen Durchschnittszahlen schlägt sich dieses Problem dagegen nur geringfügig nieder. Auch habe ich nicht eine Reihenfolge nach dem Prozentsatz der Fix- oder Gesamtvergütung gewählt. Denn auch hier ist Interpretationsspielraum gegeben: Der Prozentsatz der Gesamtvergütung hängt auch von der Höhe der variablen Vergütung des einzelnen Jahres ab, je nachdem fällt der Anteil niedriger oder höher aus.

Der Vergleich der Veränderung des Wertes der Pensionszusage mit Gesamt- oder Fixvergütung wiederum wird durch die Bewertungsannahmen in der jeweiligen Periode beeinflusst. In 2008 waren die Änderungen des Wertes der Pensionszusagen noch höher im Vergleich zur Gesamtvergütung, 2006 und 2007 dagegen wesentlich niedriger sowohl im Vergleich zur Fix- als auch zur Gesamtvergütung (2006: 25% relativ zur Gesamtvergütung, 67% relativ zur Fixvergütung). Letzteres, insbesondere der Anstieg relativ zur Fixvergütung, kann auf Bewertungsfragen zurückzuführen sein: Wie in Kapitel 5 besprochen nimmt der Wert der Pensionszusage über den Zeitablauf aufgrund des Diskontierungseffekts zu. Hinzu kommen eventuelle Erhöhungen der Pensionszusage über die Dienstzeit, zudem ein versicherungsmathematischer Effekt aufgrund der steigenden Gesamtlebenserwartung mit

höherem erreichtem Alter⁴⁰⁴. Andere Gründe könnten ein unterproportionaler Anstieg der Fixvergütung, Änderungen der für die Diskontierung verwendeten Zinssätze und Änderungen vertraglicher Bestimmungen der Pensionszusage (bspw. Anrechnung anderer Pensionen, Pensionseintrittsalter, Regelungen zur Absicherung der Angehörigen, Bedingungen für Übergangsgelder etc.) sein. Eine genauere Analyse soll nicht Gegenstand dieser Arbeit sein.

Festzuhalten bleibt, dass Pensionsvereinbarungen einen bedeutenden Anteil an der Vergütung der CEOs ausmachen. Dies ist bei der Analyse der Höhe und der Anreizwirkungen der Vergütungsverträge zu beachten. Die Pensionsvereinbarungen wegzulassen verzerrt den Vergleich zwischen Unternehmen, die Pensionsleistungen zahlen, und solchen, die dies nicht tun, sowohl bezüglich der Höhe der Vergütung als auch ihrer Zusammensetzung (fix vs. variabel) und der Anreizwirkungen der Vergütung. Festzuhalten bleibt allerdings auch, dass die geeignete Bewertung der Pensionsleistungen zumindest im Falle leistungsorientierter Pensionspläne schwierig ist. Auf Basis der veröffentlichten, rechnungslegungs-basierten Daten einzelner Perioden kann eine Analyse nur eingeschränkt erfolgen. Auch spielen das Alter und die Dauer der Unternehmenszugehörigkeit des CEO natürlich eine Rolle bei der Beurteilung der Angemessenheit der Pensionszusage.

6.4.6 Abfindungen und Begrüßungsgelder in Großbritannien

In den betrachteten Unternehmen des FTSE 100 sind in den Jahren 2006 bis 2009 in 52 Fällen Abfindungen an Executive Directors geleistet worden, davon 12 an CEOs und 40 an andere Executive Directors⁴⁰⁵. Die Abfindungen waren geringer im Vergleich zur Grundvergütung bzw. zur Gesamtvergütung als in den Unternehmen des DAX und MDAX. So betrug eine Abfindung an den CEO in den Jahren 2006 bis 2009 im Durchschnitt mit 1.223 GBP etwa 170% der Grundvergütung und knapp 61% relativ zur Gesamtvergütung und damit wesentlich weniger als bei den deutschen Unternehmen (vgl. Tabelle 28).

An Stelle einer Abfindung werden in einigen Fällen bei Verlassen des Unternehmens die Sperrfristen gewährter Aktien aufgehoben⁴⁰⁶. Dieses Vorgehen folgt damit oftmals auch der

⁴⁰⁴ Zwar haben weder der Altersschnitt noch der Schnitt der Unternehmenszugehörigkeit in den untersuchten Unternehmen von 2006 auf 2009 zugenommen. Aufgrund der unterschiedlichen Höhe der Pensionszusagen in den Unternehmen könnten Alter und Unternehmenszugehörigkeit den Anstieg der Wertveränderung der Pensionszusage von 2006 auf 2009 relativ zur Fixvergütung trotzdem mit verursacht haben.

⁴⁰⁵ Die Abfindungszahlungen in Höhe von 308 Tsd. GBP (31,8% seiner Fixvergütung) an den CEO von Prudential plc, Mark Tucker, in 2009 oder andere Executive Directors des Unternehmens (Mark Norbom: 793 Tsd. GBP bzw. 154,8% der Fixvergütung in 2006; Nick Prettejohn: 607 Tsd. GBP bzw. 93,4% der Fixvergütung in 2009) sind hier bspw. nicht mitgezählt, da das Unternehmen aufgrund der Probleme bei der Bewertung der aktienkursbezogenen Vergütung aus dem Sample genommen wurde.

⁴⁰⁶ Vgl. bspw. zum Turnover des CFO von Invensys, Steve Hare, in 2009: "Mr Hare left the Company on 31 May 2009 following his resignation. No termination payment was made to him. The Committee determined

Vereinbarung bei Gewährung der Aktien, diese freizugeben, wenn der Manager das Unternehmen als „Good Leaver“ verlässt⁴⁰⁷. Für den Manager, der das Unternehmen verlässt, stellt dies sicherlich einen Nutzen dar, da sein Kapital nicht mehr so undiversifiziert im Unternehmen gebunden ist, zumal er den Erfolg dieses Unternehmens auch nicht mehr beeinflussen kann. Dieser Vorgang ist in der vorliegenden Arbeit allerdings nicht als Abfindung erfasst, da die gewährten Aktien bereits mit dem Zeitwert bei Gewährung in die Vergütung eingeflossen sind, ohne dass ein Abschlag aufgrund der Sperrfrist vorgenommen wurde.

Tabelle 28: Abfindungen an CEOs in den britischen Unternehmen in den Jahren 2006 bis 2009

Jahr	Unternehmen	Vorstandsvorsitzender	Abfindung [Tsd. £]	Abfindung [% Fixum]	Abfindung [% Gesamtvergütung]
2007	Cable & Wireless	Harris Jones	4.889	814,8%	253,8%
2008	Smiths Group	K. O. Butler-Wheelhouse	1.748	208,1%	57,0%
2007	BP	Lord Browne	1.575	102,9%	21,1%
2009	Lonmin	Brad Mills	1.365	218,8%	86,3%
2009	Wolseley	C. A. S. Hornsby	1.239	130,3%	50,6%
2009	Hammerson	John Richards	890	174,1%	63,8%
2007	Severn Trent	Colin Matthews	846	151,8%	61,9%
2008	Old Mutual	J. Sutcliffe	734	99,9%	34,0%
2009	Reed Elsevier	Ian Smith	733	81,6%	21,1%
2008	BT Group	Ben Verwaayen	700	88,4%	17,1%
2008	3i	P. E. Yea	637	82,4%	12,6%
2008	BAE Systems	Mike Turner	237	25,0%	4,4%

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zu Abfindungsleistungen an die CEOs von 94 Unternehmen, die Anfang 2009 im FTSE 100 notiert waren und deren Angaben zur CEO-Vergütung im Vergütungsbericht ausreichend genau ausgewertet werden konnten. Die Abfindungen sind absolut in tausend Britischen Pfund und im Verhältnis zum letzten vollständigen Jahresgrundgehalt bzw. der Gesamtvergütung des letzten vollen Jahres angegeben. Werte in Britischen Pfund sind nicht inflationsbereinigt.

Von 2006 bis 2009 gab es 12 externe Neubesetzungen des CEOs. In sechs Fällen davon wurden an diese CEOs Begrüßungsgelder, oftmals in Form von Aktien mit ein bis drei Jahren

that his deferred share award (which he would otherwise have received on 24 July 2011) would vest on 31 May 2009“ (Invensys, Annual Report and Accounts 2010, S. 46).

⁴⁰⁷ Vgl. bspw. die Vertragsauflösung von Mike Hussey bei Land Securities PLC in 2009: “All awards granted under the Company’s Share Incentive Plans were made immediately available to Mike Hussey following the date of his leaving the Company [...]. This was in accordance with the rules for ‘good leavers’ under the relevant plans.” (Land Securities, Annual Report 2010, S. 82).

Sperrfrist, gewährt (vgl. Tabelle 29)⁴⁰⁸. An weitere extern besetzte Executive Directors wurde in 11 Fällen ein Begrüßungsgeld gewährt.

Tabelle 29: Begrüßungsgelder an CEOs in britischen Unternehmen in den Jahren 2006 bis 2009

Jahr	Unternehmen	Vorstandsvorsitzender	Golden Hello [Tsd. £]	Golden Hello [% Fixum]	Golden Hello [% Gesamtvergütung]
2007	Anglo American	Cynthia Carroll	3.008	320,4%	62,7%
2007	Rexam	Leslie Van de Walle	1.342	179,0%	47,2%
2008	British Land	Chris Grigg	801	100,2%	24,4%
2008	Friends Provident	Trevor Matthews	780	n/a	n/a
2006	United Utilities	Philip Green	761	110,8%	56,4%
2006	Centrica	Sam Laidlaw	85	11,7%	4,0%

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zu Abfindungsleistungen an die CEOs von 94 Unternehmen, die Anfang 2009 im FTSE 100 notiert waren und deren Angaben zur CEO-Vergütung im Vergütungsbericht ausreichend genau ausgewertet werden konnten. Die Begrüßungsgelder sind absolut in tausend Britischen Pfund und im Verhältnis zum ersten vollständigen Jahresgrundgehalt bzw. der Gesamtvergütung des ersten vollen Jahres angegeben. Werte in Britischen Pfund sind nicht inflationsbereinigt.

Insgesamt betragen die Einmalzahlungen an Executive Directors in Summe der Jahre 2006 bis 2009 (ohne Inflationsbereinigung) mit 63,4 Mio. USD weitere 2,2% auf die Gesamtvergütung an alle Executive Directors. Damit ist die Bedeutung dieser Einmalzahlungen in den Unternehmen des FTSE 100 in Summe geringer als bspw. in Deutschland. Bei der Beurteilung der einzelnen Vergütung haben Begrüßungsgelder, insbesondere durch ihre Anreizwirkung bei Gewährung als aktienbasierte Vergütung, und Abfindungen aufgrund ihrer Höhe allerdings durchaus Relevanz, wie Tabelle 28 und Tabelle 29 zeigen.

⁴⁰⁸ Wie bei den Abfindungszahlungen sind auch hier Begrüßungsgelder nicht mitgezählt, wenn das Unternehmen aus dem Sample genommen wurde. Die Royal Bank of Scotland ist aufgrund von Problemen bei der Bewertung der aktienkursbezogenen Komponenten nicht berücksichtigt. Hier bekam Stephen Hester in 2008 bei seinem Amtsantritt als CEO ein Begrüßungsgeld in Form von Restricted Stock mit ein bis drei Jahren Sperrfrist im Wert von 4,995 Mio. GBP (409,5% seiner üblichen Grundvergütung), genauso wie das Begrüßungspaket an Guy Whittaker bei seinem Amtsantritt als Executive Director in 2006 in Höhe von insgesamt 4,6 Mio. GBP (637,1% seiner auf ein Jahr hochgerechneten Grundvergütung 2006) in Form von Restricted Stock mit einem bis vier Jahren Sperrfrist (2,4 Mio. GBP), gewöhnlichen Aktien (1,2 Mio. GBP) und einer Barzahlung (1 Mio. GBP).

6.5 Höhe, Struktur und Ausgestaltung der Vorstandsvergütung im Ländervergleich

6.5.1 Höhe und Struktur der Gesamtvergütung im Ländervergleich

Für einen Vergleich zwischen den Ländern ist zum einen die Wahl des Währungskurses für die Umrechnung zwischen britischen Pfund in Euro zu beachten. Hierbei ist für die betrachteten Jahre relevant, dass der Wechselkurs zwischen Pfund und Euro in den vier Jahren um 23,5% gesunken ist: Lag der Durchschnittskurs des Jahres 2006 noch bei 1,4669 Euro für 1 britischen Pfund, so sank der Durchschnittskurs in 2008 und 2009 stark, sodass er in 2009 nur noch bei 1,1224 Euro für ein britisches Pfund lag. Die Wahl des Umrechnungskurses hat daher einen großen Effekt auf den Ländervergleich hinsichtlich der Vergütungshöhe. Aus diesem Grund ist ein Vergleich der Vergütung in den Ländern über die Jahre 2006 bis 2009 sehr stark durch die Wahl des Umrechnungskurses beeinflusst. Die Verwendung des jährlichen Durchschnittskurses führt dazu, dass die Vergütung der britischen Unternehmen in Euro ausgedrückt über die Jahre zu sinken scheint, was jedoch auf den Währungskurseffekt zurückzuführen ist.

In der Literatur zur Vorstandsvergütung sind Vergleiche der Höhe der Vorstandsvergütung in Unternehmen verschiedener Länder eher selten. Kaplan (1994) vergleicht den Zusammenhang zwischen Managervergütung, Management-Turnover und Unternehmensperformance in japanischen mit demjenigen in US-amerikanischen Großunternehmen in 1980 und 1988. Er rechnet die Vergütungsdaten sowie die Umsatzzahlen der japanischen Unternehmen zum jeweiligen Jahresendkurs von Yen in US-Dollar um. Kaplan (1994) führt an, dass der Unterschied in der Größe der japanischen und US-amerikanischen Unternehmen, gemessen in Umsatz in US-Dollar, von 1980 bis 1988 wesentlich geringer geworden ist. Er diskutiert allerdings nicht, welchen Einfluss Wechselkursänderungen darauf haben. Dabei hat der Kurs des japanischen Yen zwischen 1980 und 1988 um etwa 70 Prozent gegenüber dem US-Dollar aufgewertet. Conyon / Schwalbach (1999) stellen die CEO-Barvergütungen von zehn europäischen Ländern in 1996 gegenüber, ausgewiesen in D-Mark, ECU und britischem Pfund Sterling des Jahres 1996. Die deutschen Vorstandschefs verdienen bei dem Vergleich mit Abstand am meisten in bar. Dieses Resultat dürfte – zumindest in dem Ausmaß – durchaus auch davon getrieben sein, dass die Deutsche Mark in den Jahren 1995 und 1996 historische Höchstkurse gegenüber den anderen europäischen Währungen erzielt hat. An diesen Beispielen zeigt sich die Interpretationsschwierigkeit eines internationalen Vergleichs der Vorstandsvergütungen.

Für den Vergleich der Höhe der Vorstandsvergütung betrachte ich die Vergütung über die vier Jahre 2006 bis 2009 der Ländersamples ohne Berücksichtigung der zeitlichen Entwicklung. Die Vergütung der britischen Unternehmen wurde für jedes der vier Jahre zum selben Kurs von britischen Pfund in Euro umgerechnet. Da die Geschäftsjahre der britischen Unternehmen sehr häufig vom Kalenderjahr abweichen, habe ich für jedes Unternehmen den jeweils durchschnittlichen Kurs über die vier betrachteten Geschäftsjahre verwendet⁴⁰⁹.

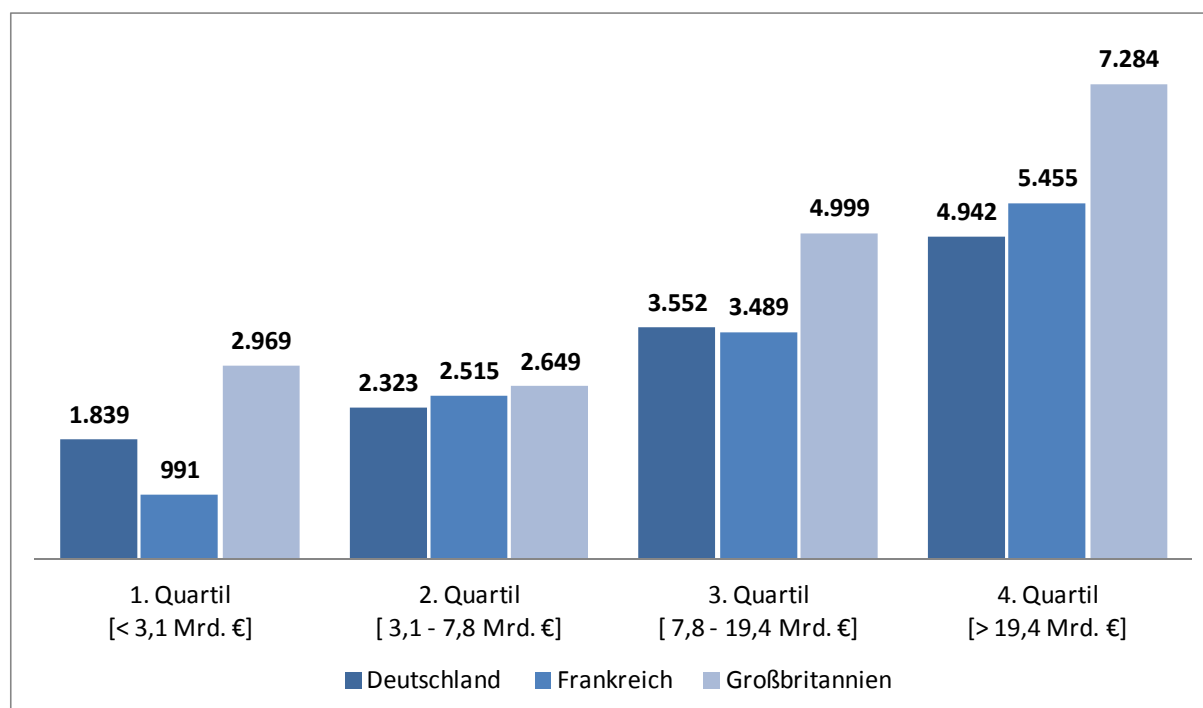
Wie in Kapitel 6.1.2 bereits erläutert, werde ich aufgrund des hohen Pay-Gap in Kombination mit den großen Unterschieden in der Anzahl der Vorstandsmitglieder nur die Vergütung der CEOs bzw. Vorstandsvorsitzenden der Länder miteinander vergleichen, nicht die durchschnittliche Vergütung. Ich möchte die österreichischen Unternehmen beim Ländervergleich nicht extra aufführen, da ich nur wenige Unternehmensjahre mit individueller Vergütung des Vorstandsvorsitzenden zur Verfügung habe.

Die Samples der einzelnen Länder unterscheiden sich stark hinsichtlich der Größe der betrachteten Unternehmen. Da bei den französischen Unternehmen nur der CAC 40 mit den 40 größten Unternehmen betrachtet wurde, besteht das Sample der französischen Unternehmen aus den mit Abstand im Durchschnitt und Median größten Unternehmen, gemessen an allen drei Größenindikatoren Marktkapitalisierung, Umsatz und Anzahl der Mitarbeiter. Da die Größe ein wesentlicher Einflussfaktor auf die Vergütungshöhe ist, ist dies beim Vergleich der Vergütungshöhe zu berücksichtigen. Ich teile die Unternehmen daher analog zu Hüttenbrink (2012) in vier Größenklassen ein, gemessen an den Quartilen der Marktkapitalisierung⁴¹⁰, und berechne den Mittelwert und Median der Vergütung in den deutschen, französischen und britischen Unternehmen dann für die einzelnen Größenklassen getrennt. Die Unternehmen der Finanzbranche nehme ich bereits vor der Einteilung in Größenklassen aus dem Sample heraus, um die Unternehmensgröße als wesentlichen Einflussfaktor auf die Vergütung besser vergleichen zu können. Zudem hat die Analyse der einzelnen Länder gezeigt, dass sich zumindest in Deutschland insbesondere die Finanzbranche in der Vergütungsstruktur von den anderen Branchengruppen unterscheidet. Da sie unterschiedlich stark in den Ländersamples enthalten ist, möchte ich diesen Einfluss eliminieren. Ich verwende für diese Übersicht die nominalen Vergütungen, also ohne Inflationsbereinigung, da der Effekt relativ zu den Effekten aus der Kursumrechnung sehr gering ist und ich auch keine Entwicklung über die Jahre abbilden möchte.

⁴⁰⁹ Die Berechnung basiert auf den Euro-Referenztagskursen der Europäischen Zentralbank.

⁴¹⁰ Ich verwende die durchschnittliche Marktkapitalisierung über die Jahre 2006 bis 2009.

Abbildung 25: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien 2006 bis 2009 in Tsd. Euro in Größenklassen nach Marktwert



Anmerkung: Basis der Untersuchung sind 607 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 von Unternehmen aus DAX, MDAX, CAC 40 und FTSE 100 ohne Unternehmen der Finanzbranche, für die individuelle Daten zur Vergütung der CEOs bzw. Vorstandsvorsitzenden vorliegen. Abgetragen sind der Mittelwert der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden und CEOs in Deutschland, Frankreich und Großbritannien in Tsd. Euro in vier Größenklassen. Die Größenklassen wurden bestimmt als die vier Quartile der Marktkapitalisierung aller Unternehmen. Hierzu wurde die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Unternehmen in den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 verwendet. Werte in Britischen Pfund sind mit dem Durchschnittskurs der vier betrachteten Geschäftsjahre in Euro umgerechnet.

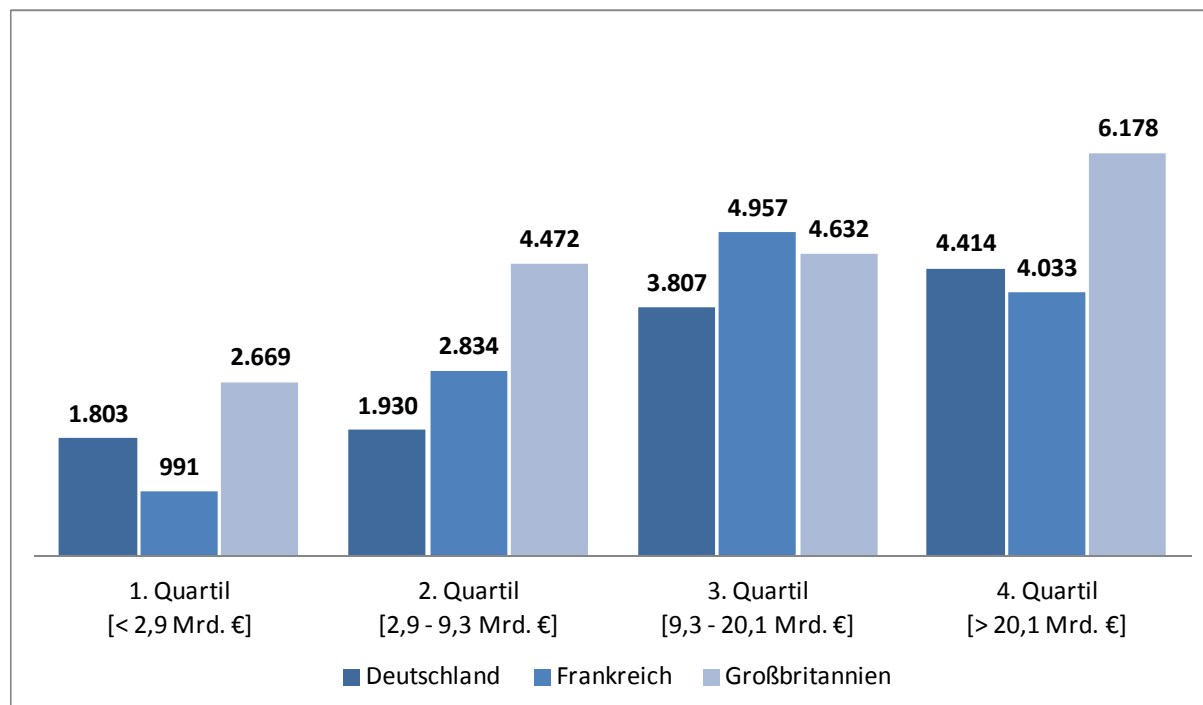
Abbildung 25 zeigt die durchschnittliche Vergütung der Vorstandsvorsitzenden der verbleibenden Unternehmen der drei Länder nach den vier Größenklassen geordnet⁴¹¹. Es zeigt sich, dass die Höhe der Vorstandsvergütung in den deutschen und französischen Unternehmen in etwa auf vergleichbarem Niveau liegt, während die britischen Unternehmen wesentlich höhere Vergütungen gewähren. Der Mittelwert der Gesamtvergütung der CEOs der britischen Unternehmen liegt im ersten Quartil bei 161 Prozent der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden der deutschen Unternehmen (2. Quartil: 114 %, 3. Quartil: 141 %, 4. Quartil: 147 %) ⁴¹². Eine genauere Analyse bedarf der Berücksichtigung weiterer Einflussgrößen, insbesondere des Einflusses der Unternehmensperformance auf die Vergütung. Der Abstand zwischen den Vergütungen lässt aber erwarten, dass die Vergütung

⁴¹¹ In der kleinsten Größenklasse ist für Frankreich nur ein Unternehmen mit vier Unternehmensjahren vertreten.

⁴¹² Wenn für alle vier Jahre der historisch niedrige Durchschnittskurs des Jahres 2009 zur Umrechnung von britischen Pfund in Euro verwendet wird, verringert sich zwar die Differenz zwischen der Vergütung der britischen CEOs und der Vergütung der CEOs der französischen und deutschen Unternehmen, die Vergütung in den britischen Unternehmen bleibt aber trotzdem noch höher.

der britischen Unternehmen auch unter Berücksichtigung dieser Faktoren höher bleibt als bei den deutschen und französischen Unternehmen⁴¹³.

Abbildung 26: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien 2006 bis 2009 in Tsd. Euro in Größenklassen nach Umsatz



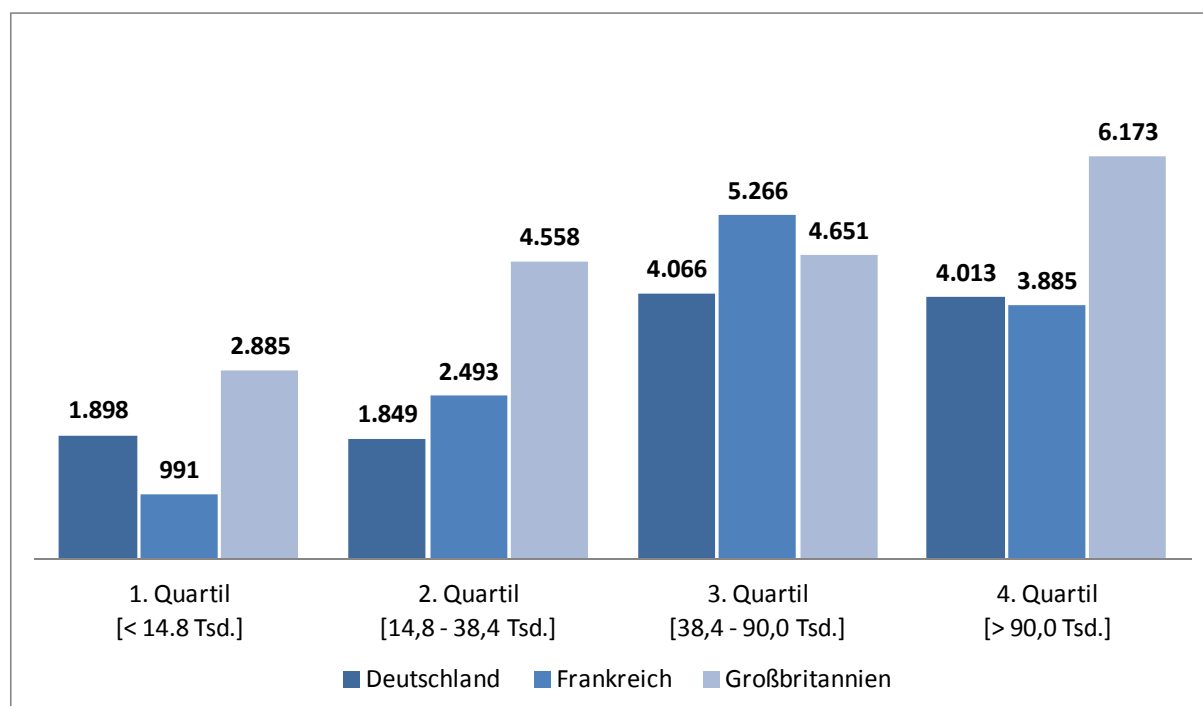
Anmerkung: Basis der Untersuchung sind 607 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 von Unternehmen aus DAX, MDAX, CAC 40 und FTSE 100 ohne Unternehmen der Finanzbranche, für die individuelle Daten zur Vergütung der CEOs bzw. Vorstandsvorsitzenden vorliegen. Abgetragen sind der Mittelwert der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden und CEOs in Deutschland, Frankreich und Großbritannien in Tsd. Euro in vier Größenklassen. Die Größenklassen wurden bestimmt als die vier Quartile des Umsatzes aller Unternehmen. Hierzu wurde der durchschnittliche Umsatz der Unternehmen in den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 verwendet. Werte in Britischen Pfund sind mit dem Durchschnittskurs der vier betrachteten Geschäftsjahre in Euro umgerechnet.

Wenn eine andere Kennzahl wie bspw. der Umsatz (vgl. Abbildung 26) oder die Anzahl der Mitarbeiter (vgl. Abbildung 27) als Maß für die Unternehmensgröße verwendet wird, ist die Vergütung in den britischen Unternehmen nicht in allen Größenklassen höher als in Deutschland und Frankreich, die Tendenz bleibt jedoch erhalten. Die Höhe der Gesamtvergütung in Deutschland und Frankreich unterscheidet sich, wenn man die Größenklassen anschaut, nicht wesentlich voneinander⁴¹⁴. Je nach betrachteter Größenklasse sind entweder die Vergütungen in den französischen oder deutschen Unternehmen höher⁴¹⁵.

⁴¹³ Zu beachten ist, dass die britischen Unternehmen innerhalb der oberen Größenklasse zwar einen höheren Marktwert haben als die französischen und deutschen Unternehmen (vgl. Tabelle 52 bis Tabelle 55 im Anhang). Aber auch in den Größenklassen, in denen der durchschnittliche Marktwert der britischen Unternehmen kleiner ist als derjenige der anderen Länder, ist die Vergütung höher.

⁴¹⁴ Es fällt allerdings auf, dass – bei Verwendung des Umsatzes als Größenindikator – die Gesamtvergütung der französischen Unternehmen im dritten Größenquartil größer ist als im vierten Größenquartil. Bei Verwendung

Abbildung 27: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien 2006 bis 2009 in Tsd. Euro in Größenklassen nach Mitarbeiteranzahl



Anmerkung: Basis der Untersuchung sind 607 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 von Unternehmen aus DAX, MDAX, CAC 40 und FTSE 100 ohne Unternehmen der Finanzbranche, für die individuelle Daten zur Vergütung der CEOs bzw. Vorstandsvorsitzenden vorliegen. Abgetragen sind der Mittelwert der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden und CEOs in Deutschland, Frankreich und Großbritannien in Tsd. Euro in vier Größenklassen. Die Größenklassen wurden bestimmt als die vier Quartile der Mitarbeiteranzahl aller Unternehmen. Hierzu wurde die durchschnittliche Anzahl der Mitarbeiter der Unternehmen in den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 verwendet. Werte in Britischen Pfund sind mit dem Durchschnittskurs der vier betrachteten Geschäftsjahre in Euro umgerechnet.

Abbildung 28 zeigt die einzelnen Vergütungskomponenten in Tsd. Euro und in Prozent der Gesamtvergütung der drei Länder im Vergleich zwischen den vier Größenklassen. In der Abbildung wird zum einen der positive Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und der Gesamtvergütung in allen drei Ländern deutlich. Der wesentliche Treiber für den Unterschied zwischen der Höhe der CEO-Vergütung in Großbritannien und in Deutschland und Frankreich sind die aktienkursbasierten Komponenten, die in den britischen Unternehmen sowohl einen höheren Anteil an der Gesamtvergütung als auch einen höheren absoluten Wert

der Anzahl der Mitarbeiter als Größenindikator ist der Effekt noch deutlicher. Dies liegt daran, dass mit LVMH und L'Oréal die Unternehmen mit der (bei LVMH mit Abstand) höchsten CEO-Vergütung bei der Anzahl der Mitarbeiter und dem Umsatz im 3. Quartil liegen. Bei Verwendung der Anzahl der Mitarbeiter als Größenindikator ist auch bei den deutschen Unternehmen im dritten Größenquartil die durchschnittliche Gesamtvergütung des Vorstandsvorsitzenden höher als bei denen im vierten Größenquartil: Drei der fünf Unternehmen mit der über alle vier Jahre höchsten Vergütung befinden sich bei der Anzahl der Mitarbeiter im dritten Größenquartil.

⁴¹⁵ Das Ergebnis unterscheidet sich von Hüttenbrink (2012, S. 128), wo die Vorstandsvergütung im Jahr 2008 bei den deutschen Unternehmen wesentlich höher ist als bei den französischen. Abgesehen von der Betrachtung lediglich eines Jahres enthält sein Sample teilweise andere Unternehmen (MSCI Europe) und seine Bewertung der aktienbasierten Vergütungskomponenten berücksichtigt keine Abschläge auf nicht-marktbasierte Vesting-Bedingungen.

haben. Die Boni sind in den britischen Unternehmen tendenziell auch höher als in Frankreich. In den deutschen Unternehmen sind die Boni absolut und anteilig am größten, dort hat dafür die aktienbasierte Vergütung die geringste anteilige und wertmäßige Bedeutung. Neben der aktienbasierten Vergütung scheint auch die Fixvergütung in den britischen Unternehmen absolut höher zu sein als in den Unternehmen der anderen Länder.

Auffällig ist auch, dass der Anteil der aktienbasierten Vergütungskomponenten an der Gesamtvergütung mit steigender Höhe der Gesamtvergütung (bzw. steigender Unternehmensgröße) in Frankreich und Großbritannien deutlich ansteigt. In den deutschen Unternehmen ist der Anstieg der prozentualen Anteile weniger deutlich zu sehen, in absoluten Beträgen jedoch auch sichtbar.

Der Unterschied zwischen der Höhe der Vergütungen in Großbritannien und Deutschland wird sich voraussichtlich ein wenig reduzieren, wenn die Einmalzahlungen hinzugerechnet werden. Zumindest im Durchschnitt der Jahre 2006 bis 2009 fielen in den deutschen Unternehmen höhere Einmalzahlungen an. Bezogen auf alle Vorstandsmitglieder betragen die Einmalzahlungen in den DAX- und MDAX-Unternehmen in den Jahren 2006 bis 2009 durchschnittlich 8,5% auf die Gesamtvergütung exkl. Pensionen und Einmalzahlungen, wie in Kapitel 6.1.7 beschrieben ist. Bezogen auf die Vorstandsvorsitzenden sind es etwa 8,0%. In den britischen Unternehmen beträgt der Wert lediglich 2,2% auf die Gesamtvergütung aller Executive Directors. Das kann jedoch auch an den ausgewählten Jahren liegen. Insbesondere bei den deutschen Unternehmen gab es einige außergewöhnlich hohe Fälle (vgl. Kapitel 6.1.7).

Auch die Leistungen zur Altersvorsorge spielen eine Rolle, wenn man die Höhe der Vergütungen vergleichen möchte. In den deutschen Unternehmen, die den Vorstandsvorsitzenden eine leistungsorientierte Pensionszusage machen, beträgt zum Ende des Geschäftsjahres 2009 die Höhe der Zusage (nicht der Wert bzw. der Aufwand) im Durchschnitt 18,9% der Gesamtvergütung des Vorstandsvorsitzenden (vgl. Kapitel 6.1.6). Bei den britischen Unternehmen liegt der Wert unter 10%. Allerdings ist das reguläre Pensionseintrittsalter in den britischen Unternehmen mit im Durchschnitt 60,7 Jahren geringer als in den deutschen Unternehmen (62,0 Jahre). Der Wert der Pensionszusage ist also bei gegebenem Endbetrag in den britischen Unternehmen im Durchschnitt höher⁴¹⁶. Tendenziell

⁴¹⁶ Unter sehr vereinfachenden Annahmen hat eine Pensionszusage über 100 Euro ab einem Renteneintrittsalter von 62 Jahren für einen 55-jährigen Mann bei einem Zinssatz von 5 Prozent einen Wert von etwa 831 Euro (vgl. Kapitel 5.4 und die Fußnote 305). Bei einem Renteneintrittsalter von 60,7 Jahren sind es 902 Euro, also 11,2% mehr.

wird jedoch durch den Einbezug der Pensionsleistungen der relative Unterschied zwischen der Höhe der CEO-Vergütung in den britischen Unternehmen und der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden der deutschen Unternehmen geringer. In beiden Ländern schwankt zudem das Verhältnis der Altersvorsorgeleistungen zur sonstigen Vergütung stark. Eine genauere Analyse der wertmäßigen Unterschiede ist notwendig, um die Effekte auf einen Ländervergleich der Managervergütung besser zu verstehen⁴¹⁷. Dies hat Auswirkungen auf die Vergütungsstruktur, da die Pensionsleistungen den Anteil der performanceunabhängigen Vergütung erhöhen. Wenn man die Unterschiede in der Vergütung der einzelnen Länder erklären möchte, ist es daher unabdingbar, die Pensionszusagen einzubeziehen.

Zu beachten ist, dass es in den britischen und französischen Unternehmen in der Regel weniger Executive Directors gibt als Vorstandsmitglieder in den deutschen Unternehmen (vgl. Kapitel 7.5). Der CEO hat in den Fällen möglicherweise eine größere Verantwortung auf sich vereint und erhält aus diesem Grund eine höhere Vergütung. Auch wird in obigem Vergleich nicht berücksichtigt, ob ein CEO auch gleichzeitig Chairman des Board of Directors ist⁴¹⁸. Beides kann auch den Pay-Gap beeinflussen: Der Mittelwert des Pay-Gap ist über die Jahre 2006 bis 2009 in den britischen Unternehmen mit 189% am höchsten (Deutschland: 185%, Frankreich: 173%, Österreich: 152%)⁴¹⁹. Allerdings könnten auch unterschiedliche Konzepte der Anreizsetzung eine Rolle spielen. So kann ein hoher Pay-Gap durch die Aussicht auf ein höheres Gehalt bei Aufstieg Anreize schaffen für die nächstniedrigeren Management-Ebenen. Ein Pay-Gap könnte also stärkere Anreize in der Gestaltung der Vergütung der nächsten Management-Ebenen ersetzen⁴²⁰.

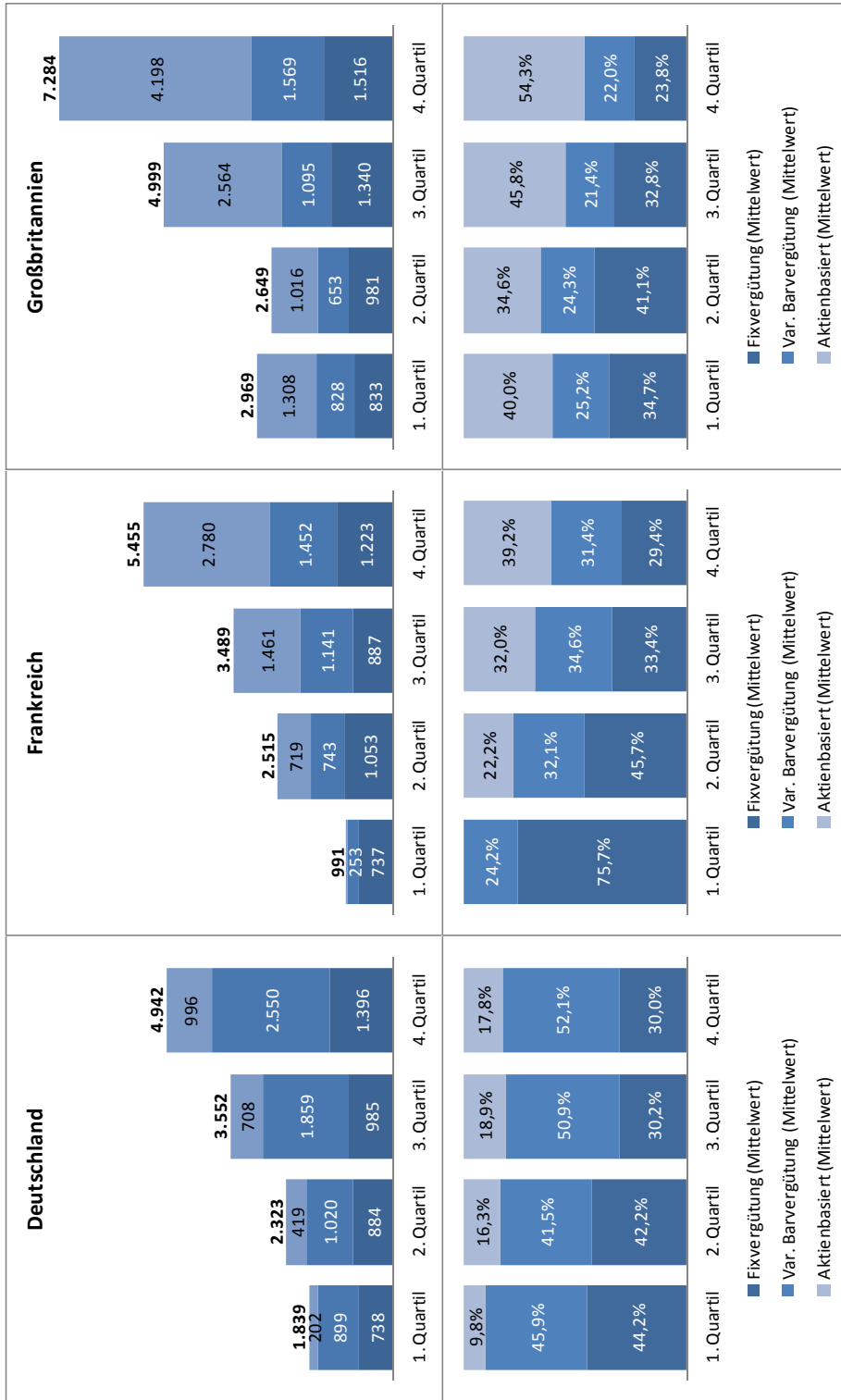
⁴¹⁷ Vgl. Bebchuk / Jackson (2005) für eine Bewertung des über die Jahre verdienten Wertes von Pensionszusagen mit der über die Dienstzeit des CEOs erhaltenen Vergütung in US-amerikanischen Unternehmen.

⁴¹⁸ In vier der untersuchten britischen Unternehmen sind die Positionen des CEO und des Chairman über den betrachteten Zeitraum in einer Person vereint, in zwei weiteren britischen Unternehmen wurden die Positionen ab dem Geschäftsjahr 2007 getrennt. In den französischen Unternehmen ist der CEO sehr häufig gleichzeitig auch Chairman des Boards: In 2006 und auch in 2009 war das in 16 der untersuchten Unternehmen des CAC 40 der Fall.

⁴¹⁹ Vgl. auch Kapitel 7.5. Die Fälle mit nur einem Executive Director, dem CEO, sind bei der Ermittlung des Pay-Gap nicht berücksichtigt. Da die mittlere Größe der beim Pay-Gap betrachteten französischen Geschäftsführungsorgane kleiner ist als die der britischen Unternehmen, kann das nicht die alleinige Erklärung für die Höhe des Pay-Gap sein.

⁴²⁰ Zu Turnieranreizen vgl. u. a. Lazear / Rosen (1981), Kini / Williams (2012) oder Kettenring (2012).

Abbildung 28: Höhe und Struktur der Vergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien 2006 bis 2009



Anmerkung: Basis sind 607 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 von Unternehmen aus DAX, MDAX, CAC 40 und FTSE 100 ohne Unternehmen der Finanzbranche, für die individuelle Daten zur Vergütung der CEOs bzw. Vorstandsvorsitzenden vorliegen. Aus diesem Sample wurden vier Größenklassen bestimmt als die vier Quartile der Marktkapitalisierung der Unternehmen. Hierzu wurde die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Unternehmen in den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 verwendet. Für jede Größenklasse wurden Teilsamples für die einzelnen Länder gebildet. Abgetragen sind der Mittelwert der einzelnen Komponenten der Vergütung sowie der Mittelwert der Gesamtvergütung der Vorstandsvorsitzenden und CEOs in Deutschland, Frankreich und Großbritannien in Tsd. Euro sowie die Anteile der Komponenten in Prozent der Gesamtvergütung. Werte in Britischen Pfund sind mit dem Durchschnittskurs der vier betrachteten Geschäftsjahre in Euro umgerechnet.

6.5.2 Vergleich der Ausgestaltung der Vergütungskomponenten in den Ländern

Tabelle 30 gibt einen Überblick zu den verwendeten **Bonusbemessungsgrundlagen** der verschiedenen Länder-Samples⁴²¹. Relative Bemessungsgrundlagen werden in allen betrachteten Ländern sehr selten bei den Grundlagen für die Bonusbemessung genannt. Dies schließt, wie bereits erläutert, nicht aus, dass der Bonus tatsächlich auch an relativen Zielen bemessen wird. Einen Mehrjahresbezug bei den Boni gibt es fast ausschließlich in den deutschen Unternehmen. In fast allen Vergütungsberichten der britischen und französischen Unternehmen werden mehrere, oft über vier Bonusbemessungsgrundlagen angegeben. Die deutschen Unternehmen verwenden entweder weniger Bemessungsgrundlagen, oder sie geben lediglich weniger Bemessungsgrundlagen explizit an. Die Formulierung „individuelle Ziele“ ist bei den deutschen Unternehmen auch häufiger als in den anderen Ländern. Dahinter können sich weitere Bemessungsgrundlagen verbergen.

Gewinnbasierte Kennzahlen werden in allen Ländern am häufigsten genannt, sind bei den deutschen Unternehmen relativ zu den anderen Ländern jedoch am stärksten vertreten. Auch dominieren durchgängig die absoluten Gewinngrößen die relativen Renditekennzahlen⁴²². Insbesondere wird in den anderen Ländern in den seltensten Fällen eine Residualgewinngröße zur Bonusbemessung herangezogen. Aktienkursbasierte Ziele als Bonusbemessungsgrundlage kommen selten vor, in Deutschland in vier Unternehmen. Da in den anderen Ländern tatsächliche aktienbasierte Vergütung einen wesentlich höheren Stellenwert hat, erscheint es schlüssig, dass der Aktienkurs nicht noch in den Bonus einfließt.

In den britischen Unternehmen werden häufiger explizit qualitative Ziele zur Performancemessung genannt als in den Unternehmen der anderen Länder. Unter der Rubrik der qualitativen Ziele gibt es in den Unternehmen der anderen Länder oftmals nur die Angabe „qualitative Ziele“. Es kann sein, dass sich dahinter mehrere andere Ziele hinsichtlich Mitarbeiter- oder Kundenzufriedenheit verbergen, was von dieser Erhebung aus den Vergütungsberichten leider nicht erfasst werden kann.

⁴²¹ Es wird hier keine Unterscheidung nach Branchengruppen vorgenommen. Die unterschiedliche Bedeutung einzelner Branchengruppen in den jeweiligen Länder-Samples kann durchaus einen Einfluss auf die relative Häufigkeit bestimmter Bonuskenngrößen haben. So ist der Finanzsektor im FTSE 100 mit 24 Prozent der betrachteten Unternehmen von größerer Bedeutung als in den anderen Ländern. Allerdings zeigte etwa die Übersicht zu den Bemessungsgrundlagen in FTSE 100-Unternehmen (vgl. Kapitel 6.4.3), dass der Finanzsektor ähnliche Kenngrößen verwendet wie die Unternehmen aus anderen Branchen.

⁴²² Vgl. den Nachteil von Renditekennzahlen gegenüber absoluten Gewinnkennzahlen in Kapitel 4.2.1.1, die Anreize für den Verzicht auf die Durchführung von Projekten mit positivem Kapitalwert setzen, wenn deren Rendite kleiner als die bisherige Durchschnittsrendite ist.

Tabelle 30: Bonusbemessungsgrundlagen der CEOs und Vorstandsvorsitzenden 2009 im Ländervergleich

Bemessungsgrundlagen (BMG)	Alle Länder	DAX / MDAX	ATX	CAC 40	FTSE 100
Keine Angaben zu BMG	10 (4%)	5 (6%)	4 (20%)	1 (3%)	0 (0%)
Unternehmen mit Angaben zu BMG	225	76	16	36	97
davon mit relativer Perf.messung	10 (4%)	2 (3%)	0 (0%)	4 (11%)	4 (4%)
davon mit Mehrjahresbezug	12 (5%)	11 (14%)	0 (0%)	1 (3%)	0 (0%)
davon nur eine Kennzahl als BMG	25 (11%)	17 (22%)	1 (6%)	2 (6%)	5 (5%)
davon 2-4 Kennzahlen als BMG	159 (71%)	56 (74%)	15 (94%)	25 (69%)	63 (65%)
davon mehr als 4 Ziele genannt	41 (18%)	3 (4%)	0 (0%)	9 (25%)	29 (30%)
Anzahl genannte BMG	604	156	46	129	273
davon gewinnbasierte Ziele	225 (37%)	84 (54%)	18 (39%)	43 (33%)	80 (29%)
<i>absolute Gewinngrößen</i>	<i>184 (30%)</i>	<i>62 (40%)</i>	<i>13 (28%)</i>	<i>35 (27%)</i>	<i>74 (27%)</i>
Residualgewinn (EVA etc.)	14 (2%)	9 (6%)	1 (2%)	1 (1%)	3 (1%)
Gewinn (vor/nach Steuern)	64 (11%)	25 (16%)	7 (15%)	8 (6%)	24 (9%)
EBIT, EBITDA etc.	71 (12%)	26 (17%)	4 (9%)	14 (11%)	27 (10%)
Earnings per Share (EPS)	35 (6%)	2 (1%)	1 (2%)	12 (9%)	20 (7%)
<i>Renditegrößen</i>	<i>41 (7%)</i>	<i>22 (14%)</i>	<i>5 (11%)</i>	<i>8 (6%)</i>	<i>6 (2%)</i>
Return on Sales (ROS)	9 (1%)	5 (3%)	0 (0%)	4 (3%)	0 (0%)
Return on Assets (ROA)	3 (0%)	3 (2%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
Return on Equity (ROE)	4 (1%)	1 (1%)	0 (0%)	1 (1%)	2 (1%)
ROCE	19 (3%)	10 (6%)	4 (9%)	3 (2%)	2 (1%)
RoRaC / RaRoC	3 (0%)	1 (1%)	1 (2%)	0 (0%)	1 (0%)
nicht näher bezeichnet	3 (0%)	2 (1%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (0%)
davon aktienkursbasierte Ziele	7 (1%)	4 (3%)	0 (0%)	2 (2%)	1 (0%)
davon sonstige finanzielle Ziele	130 (22%)	27 (17%)	12 (26%)	41 (32%)	50 (18%)
Dividende	6 (1%)	4 (3%)	1 (2%)	1 (1%)	0 (0%)
Umsatz	42 (7%)	9 (6%)	2 (4%)	14 (11%)	17 (6%)
Cashflow-Ziele	62 (10%)	12 (8%)	5 (11%)	19 (15%)	26 (10%)
Kapitalstruktur/Verschuldung	15 (2%)	2 (1%)	3 (7%)	5 (4%)	5 (2%)
nicht näher bezeichnet	5 (1%)	0 (0%)	1 (2%)	2 (2%)	2 (1%)
davon operative Ziele	34 (6%)	5 (3%)	4 (9%)	4 (3%)	21 (8%)
Kostenbezogene Ziele	19 (3%)	2 (1%)	3 (7%)	2 (2%)	12 (4%)
Working Capital	8 (1%)	3 (2%)	1 (2%)	0 (0%)	4 (1%)
Produktionsziele	3 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	3 (1%)
Sonstige op. Ziele	4 (1%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (2%)	2 (1%)
davon qualitative Ziele	117 (19%)	8 (5%)	6 (13%)	25 (19%)	78 (29%)
Kunden und Service	16 (3%)	0 (0%)	0 (0%)	3 (2%)	13 (5%)
Mitarbeiterbezogene Ziele	27 (4%)	1 (1%)	0 (0%)	2 (2%)	24 (9%)
Umweltziele	10 (2%)	1 (1%)	0 (0%)	1 (1%)	8 (3%)
Strategiebezogene Ziele	29 (5%)	3 (2%)	2 (4%)	5 (4%)	19 (7%)
Sonstige	35 (6%)	3 (2%)	4 (9%)	14 (11%)	14 (5%)
davon individuelle Ziele	98 (16%)	32 (21%)	6 (13%)	16 (12%)	44 (16%)

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur variablen Barvergütung des Jahres 2009 der Vorstandsvorsitzenden und CEOs von 235 Unternehmen, die Anfang 2009 im ATX, CAC 40, FTSE 100 oder in einem der Jahre 2006 bis 2009 in DAX oder MDAX notiert waren.

In Tabelle 31 wird die **Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütungskomponenten** hinsichtlich verwendeter zusätzlicher Performancebedingungen in den einzelnen Ländern dargestellt. Die Gewährung von Aktien oder Optionen ist bei den britischen Unternehmen am häufigsten, bei den österreichischen Unternehmen am seltensten. Für den Ländervergleich

bezüglich der Anzahl der Unternehmen, die den Vorstand aktienbasiert vergüten, ist das Jahr 2009 bei Frankreich wenig geeignet. Betrachtet man alle Unternehmensjahre und den Gesamtvorstand, dann ergibt sich für den Anteil der Unternehmen, die ihren Vorständen aktienbasierte Vergütungskomponenten gewährt haben, folgender Ländervergleich: Im Durchschnitt der Jahre 2006 bis 2009 vergüten 96% der FTSE-100-Unternehmen aktienbasiert, bei den Unternehmen aus dem CAC 40 sind es 80% der Unternehmensjahre, in DAX und MDAX 64%, in den ATX-Unternehmen 40%.

Tabelle 31: Zusätzliche Performancebedingungen für aktienbasierte Vergütungen

	Alle Länder	DAX / MDAX	ATX	CAC 40	FTSE 100
Anzahl Unternehmen gesamt	232	81	20	37	94
davon mit aktienbas. Vergütung	172 (74%)	52 (64%)	6 (30%)	23 (61%)	91 (97%)
davon zzgl. Perf.bedingung	152 (88%)	38 (73%)	4 (67%)	21 (91%)	89 (98%)
davon >1 aktienbas. Pläne	84 (49%)	8 (15%)	0 (0%)	8 (35%)	68 (75%)
Anzahl genannte BMG	279	55	7	38	179
Marktbasierte Perf.bedingungen	127 (46%)	37 (67%)	2 (29%)	10 (26%)	78 (44%)
Aktienkurs, TSR	124	36	2	10	76
Sonstige (NAV...)	3	1	0	0	2
Nicht-marktbasierte Perf.bed.	152 (54%)	18 (33%)	5 (71%)	28 (74%)	101 (56%)
<i>Gewinnbasierte Perf.bed.</i>	118 (42%)	14 (25%)	5 (71%)	17 (45%)	82 (46%)
EVA	9	5	1	0	3
EBIT, EBITDA etc.	15	2	1	6	6
Total Property Return (TPR)	3	0	0	0	3
Earnings per Share (EPS)	38	5	2	4	27
EPS über LIBOR/VPI	30	0	0	0	30
Renditekennzahlen	23	2	1	7	13
<i>Sonstige finanzielle Ziele</i>	21 (8%)	0 (0%)	0 (0%)	7 (18%)	14 (8%)
Umsatz, Einkünfte	10	0	0	4	6
Cashflow-Ziele	11	0	0	3	8
<i>Sonstige Ziele</i>	13 (5%)	4 (7%)	0 (0%)	4 (11%)	5 (3%)
Balanced Scorecards	2	0	0	0	2
Andere Ziele	11	4	0	4	3

Anmerkung: Basis der Untersuchung sind die Angaben in den Vergütungsberichten zur aktienbasierten Vergütung des Jahres 2009 der Vorstandsvorsitzenden und CEOs von 232 Unternehmen, die Anfang 2009 im ATX, CAC 40, FTSE 100 oder in einem der Jahre 2006 bis 2009 in DAX oder MDAX notiert waren.

Auffällig ist, dass unter den im FTSE 100 notierten Unternehmen auch der Anteil der Unternehmen, die bei der aktienbasierten Vergütung zusätzliche Performancebedingungen verwenden, am größten ist. Danach kommen die CAC-40-Unternehmen; die deutschen Unternehmen verwenden seltener zusätzliche Performancebedingungen. Bei den österreichischen Unternehmen ist diese Zahl aufgrund der geringen Unternehmensanzahl sicherlich weniger aussagekräftig. Auch gewähren 75% der britischen Unternehmen mit aktienbasierter Vergütung mehrere Aktien- oder Optionspläne, während in den französischen

und deutschen Unternehmen nur ein wesentlich kleinerer Anteil der Unternehmen mehr als einen Aktien- oder Optionsplan pro Jahr implementiert hat. Die Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütung ist in den britischen Unternehmen daher im Durchschnitt komplexer, wenn man die Komplexität über die Anzahl der Bemessungsgrundlagen misst. Dafür ähneln sich die Performancebedingungen der Performance Shares in den britischen Unternehmen sehr stark, wie in Kapitel 5.3 deutlich wurde, was das Verständnis zumindest für Außenstehende sicherlich erleichtert.

Wenn zusätzliche Performancebedingungen gewählt werden, sind marktbasierende Bemessungsgrundlagen bei den deutschen Unternehmen am häufigsten, nicht-marktbasierende dagegen bei den französischen Unternehmen. Bei den britischen Unternehmen halten sich markt- und gewinnbasierte Bemessungsgrundlagen etwa die Waage, zusammen mit anderen nicht-marktbasierten Zielen ergibt das ein leichtes Übergewicht für die nicht-marktbasierten Bemessungsgrundlagen. Die Aktien- und Optionspläne sind, wie in Kapitel 5.3 beschrieben, in den FTSE-100-Unternehmen in ihrem Grundaufbau auffällig ähnlich ausgestaltet. Bei den deutschen Unternehmen gibt es dagegen individuellere Ausprägungen.

Insgesamt wird im Jahr 2009 in 34% der deutschen Unternehmen, 37% der französischen Unternehmen, 4,8% der österreichischen Unternehmen und 77% der britischen Unternehmen eine Vergütung gewährt, bei der explizit Bemessungsgrundlagen mit **relativem Performancebezug** benannt werden. Das liegt im Wesentlichen an der aktienbasierten Vergütung⁴²³. Eventuell nicht genannte relative Bemessungsgrundlagen etwa bei individuellen Zielen der Bonusbemessung werden dadurch nicht erfasst. Ebenso sei auf die in Kapitel 4.1.2 beschriebene Argumentation von Core / Guay / Larcker (2003) verwiesen, dass durch Beteiligungen am Unternehmen durch die Gewährung von Aktien oder Optionen oder Mindestbeteiligungsregeln implizit eine Performancemessung relativ zum Gesamtmarkt induziert wird. Tatsächlich wird der Einfluss des systematischen Risikos also wahrscheinlich stärker aus den Anreizsystemen herausgefiltert, als die Erhebung der expliziten relativen Performancemessung ergibt.

⁴²³ Ich habe bereits beschrieben, dass im hier betrachteten Geschäftsjahr 2009 außergewöhnlich wenig französische Unternehmen aktienkursbasierte Komponenten gewährt haben. Da die relative Performancemessung oft bei den marktbasierenden Vesting-Bedingungen der Aktien und Optionen auftritt, könnte die Häufigkeit der relativen Performancemessung in Frankreich durch die Betrachtung des Jahres 2009 unterschätzt werden. Wenn ich die Unternehmen hinzunehme, die in 2009 keine Aktien oder Optionen gewährt haben, in 2008 jedoch Aktien oder Optionen mit relativen Vesting-Bedingungen gewährt haben, dann würde sich der Anteil der französischen Unternehmen mit relativer Performancemessung auf 42% erhöhen.

7. Implikationen der deskriptiven Befunde zur Ausgestaltung der Vorstandsvergütung für empirische Studien

Die Ergebnisse der deskriptiven Studie zeigen, dass die Gewichtung der einzelnen Vergütungskomponenten sowie deren Ausgestaltung sowohl innerhalb der einzelnen Länder-Samples als auch zwischen den Ländern stark variieren. Dies betrifft Vergütungskomponenten, die in Ermangelung geeigneter Daten oftmals in empirischen Studien nicht betrachtet werden, wie Pensionszusagen oder Abfindungsvereinbarungen. Aber auch die Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütungskomponenten oder der variablen Barvergütung ist teilweise sehr unterschiedlich und sollte daher in Studien Beachtung finden. Im Folgenden werde ich die Implikationen meiner deskriptiven Befunde für empirische Studien diskutieren.

7.1 Implikationen der Befunde zur Ausgestaltung der variablen Barvergütung

Die stärker werdende Ausrichtung der variablen Barvergütung auf eine mehrjährige Performance hat Konsequenzen für die empirische Forschung. Die Verwendung eines **Mehrjahresbezugs** ist vor allem bei Analysen zur Anreizwirkung der Boni hinsichtlich einer zu kurzfristigen Ausrichtung der Managerentscheidungen von Bedeutung. Insbesondere in den deutschen Unternehmen, bei denen ein relativ großes Gewicht auf der variablen Barvergütung liegt, werden Mehrjahresboni bereits im Jahr 2009 häufiger verwendet als in den anderen Ländern. Wie in Kapitel 2.3.2 bereits beschrieben, nimmt der Mehrjahresbezug in den Jahren nach 2009 aufgrund der gesetzlichen Regelungen in Deutschland noch zu. In Großbritannien ist aufgrund der Empfehlung des Corporate Governance Kodex (vgl. Kapitel 2.3.2) möglicherweise eine ähnliche Entwicklung zu erwarten. Die Auswirkung der Implementierung von Mehrjahresboni auf die Unternehmensperformance ist meines Wissens noch nicht näher untersucht. Boni mit Mehrjahresbezug werden voraussichtlich weniger Anreize zu Earnings Management setzen als einjahresbezogene Bemessungsgrundlagen. Bonusbanksysteme oder Malus-Vereinbarungen könnten zudem Auswirkungen auf die Vergütungshöhe aus Sicht der Anteilseigner haben. Denn sie beinhalten ein höheres Risiko für den Manager und bedeuten für ihn daher einen Wertverlust gegenüber einem gleich hohen Einjahresbonus, welcher eventuell kompensiert werden muss.

Schwierig ist die **Zuordnung** von Mehrjahresboni oder **einer aufgeschobenen Auszahlung auf ein einzelnes Jahr**. Ich möchte diese Fragestellung anhand des DRS 17 (geändert 2010) diskutieren. Der DRS 17 trägt dieser Problematik in seiner Interpretation des VorstAG durch die Forderung nach Zusatzangaben zumindest für aufgeschobene Auszahlungen Rechnung. Nicht aktienbasierte Bezüge sind nach DRS 17, Tz. 22, als Teil der Gesamtvergütung dem

Jahr zuzuordnen, in dem eine eventuelle Bedingung für die Auszahlung wegfällt. Eine aufgeschobene Bonusgewährung, die erst in späteren Jahren unter der Bedingung ausgezahlt wird, dass der Beziehende noch im Unternehmen verbleibt, wird somit erst im Jahr der Auszahlung als Teil der Gesamtvergütung aufgeführt. Bei der Deutschen Bank bspw. wird der erdiente Bonus ab 2010 in vier unterschiedlichen Formen gewährt⁴²⁴: Lediglich ein kleiner Anteil des Bonus wird direkt in bar ausgezahlt, ein zweiter Anteil wird direkt in Aktien mit mehrjährigen Sperrfristen gewährt, ein weiterer Anteil führt zu einer Zusage von Aktien, die aber erst in mehreren Jahren zugeteilt werden und danach einer weiteren Sperrfrist unterliegen. Ein vierter Teil schließlich wird als aufgeschobene Barzahlung gewährt, es erfolgt also eine Zusage über eine Barzahlung in entsprechender Höhe, die in mehreren Tranchen in zukünftigen Jahren zahlbar wird. Nach DRS 17, Tz. 22, werden nun die ersten drei Teile sofort als Teil der Gesamtvergütung ausgewiesen, also in dem Jahr, auf dem die Zusage für den Bonus basiert. Der vierte Teil wird jedoch erst bei Auszahlung als Teil der Gesamtvergütung ausgewiesen. So erfolgt im Jahr 2011⁴²⁵ der Ausweis von insgesamt knapp 1,4 Mio. Euro Auszahlung der ersten Tranche des aufgeschobenen Bonus für das Jahr 2009, nicht jedoch der Ausweis der 15,1 Mio. Euro, die für das Jahr 2011 zugesagt und als aufgeschobene Barvergütung gewährt werden. Mit diesem Ausweis ist ein Bezug zur Performanceperiode nur schwer herzustellen, die Vergütung allein mit dieser Information nur schwer interpretierbar. Eine solche Betrachtung rechnet die Kosten der Vorstandsvergütung für das Unternehmen in den ersten Jahren der Einführung eines solchen Vergütungsprogramms niedrig. Auch würden damit in einzelnen Jahren mit schlechter Performance trotzdem eventuell hohe Boni, nämlich der Vorjahre, ausgewiesen werden. Dies ist sicher auch nicht im Sinne einer transparenten Darstellung des in der Öffentlichkeit immer wieder emotional diskutierten Themas der Vorstandsvergütung.

Um die notwendigen Informationen für die Leser des Vergütungsberichts bereitzustellen, fordert der DRS 17 (Tz. 34) eine zusätzliche Angabe der für die Performance des betrachteten Geschäftsjahres zugesagten Beträge. Die Deutsche Bank weist entsprechend eine weitere Tabelle aus, die den gesamten Bonus für das Geschäftsjahr 2011 inklusive der 15,1 Mio. Euro aufgeschobener Barvergütung als Teil einer Gesamtvergütung zeigt. Damit wird der Bezug zwischen Performance und Bonushöhe hergestellt. Ich empfehle für Vergütungsstudien daher diese Zuordnung zum Jahr zu wählen.

⁴²⁴ Vgl. etwa den Finanzbericht 2012 der Deutschen Bank, S. 242-254.

⁴²⁵ Vgl. den Finanzbericht 2011 der Deutschen Bank, S. 149-151.

Damit bleibt allerdings noch ungeklärt, welchem Jahr ein prospektiv vereinbarter **Mehrjahresbonus** zugeteilt werden kann, dessen Höhe ja per Definition nicht von der Performance eines einzelnen Jahres abhängt. Ich habe für die vorliegende Studie, wie in Kapitel 5.2 beschrieben, soweit möglich eine aufwandsbezogene Zurechnung gewählt: Sofern in den Vergütungsberichten angegeben habe ich die Zuführung zu den Rückstellungen des jeweiligen Jahres übernommen, da diese den Beitrag der Performance des jeweiligen Jahres zum verdienten Bonus darstellen. Diese Betrachtungsweise könnte in den Folgejahren auch zu einem Ausweis negativer Boni führen, wenn aufgrund einer schlechten Performance oder aus sonstigen Gründen die Bonuserwartung stark gesenkt oder der Bonus gestrichen wird. Dieser negative Betrag ist meines Erachtens jedoch korrekt und gut interpretierbar, spiegelt er doch die Auswirkung der Performance des betrachteten Jahres auf die Vergütung wider. Für Vergütungsstudien, die die Performanceabhängigkeit der tatsächlichen jährlichen Vergütung (nicht nur der Zielvergütung) betrachten wollen, erscheint mir diese Sichtweise die geeignete zu sein.

Der DRS 17 hat sich allerdings gegen eine aufwandsbezogene Betrachtung entschieden, u. a. da diese von den jeweils gültigen Rechnungslegungsstandards abhängt und der Ausweis einer negativen Vergütung als nicht sachgerecht eingestuft wird⁴²⁶. Der DCGK von 2013 empfiehlt in Artikel 4.2.5 auch lediglich die Angabe zum einen eines Zielwerts für Mehrjahresboni⁴²⁷ sowie zum anderen der tatsächlichen Zuflüsse aus mehrperiodigen Boni. Bezüglich der Angabe eines Zielwerts bei Mehrjahresboni werden die Boni damit ähnlich der aktienkursbasierten Komponenten behandelt, für die ja der Zeitwert bei Gewährung angegeben wird. Entsprechend sieht der DCGK von 2013 auch einen gemeinsamen Ausweis unter „mehrjährige variable Vergütung“ vor. Zwar wird damit die Zusage einer aufgeschobenen variablen Barvergütung aus einem bereits verdienten Bonus mit dem Zielwert eines Mehrjahresbonus vermischt. Dies ist allerdings auch den immer komplexeren Vergütungssystemen geschuldet, die eine Standardisierung der Offenlegung erschweren.

Letztendlich liegt dem Vorschlag des DCGK eine andere Systematisierung der Vergütung zu Grunde, nämlich auf Basis der Fristigkeit statt in aktienkursbasiert versus nicht aktienkursbasiert. Aufgrund der Entwicklungen in der Managervergütung in Deutschland,

⁴²⁶ Zur Begründung des Deutschen Standardisierungsrates vgl. Anmerkung A27 zu Textziffer Tz. 21 des DRS 17.

⁴²⁷ Nicht jährlich begebene Pläne werden dagegen anders behandelt: „Bei Plänen, die nicht jährlich, sondern in einem regelmäßigen Rhythmus gewährt werden, ist ein ratierlicher Wert auf Jahresbasis zu ermitteln und anzugeben.“ (siehe die Erläuterung zur Mustertabelle 1 zu Nummer 4.2.5 Absatz 3 (1. Spiegelstrich) des DCGK von 2013).

also der verstärkten Einführung der Mehrjahresboni, ist diese Systematisierung für den Ausweis in den Vergütungsberichten zwar geeignet, um die Höhe der Zusage und des Zuflusses auszuweisen. Allerdings hat die Betrachtung der Performanceabhängigkeit einer jährlichen Vergütung kaum noch einen Sinn, wenn es im Wesentlichen Mehrjahresboni gibt und nur deren Zusagen oder Zuflüsse betrachtet werden. Genauso wie das Portfolio aus Aktien und Optionen (nicht bloß die im Jahr gewährten Aktien und Optionen) den Anreiz zur Steigerung des Shareholder Value setzt und dessen Wertentwicklung innerhalb eines Jahres die Anreize der Vorstände widerspiegelt, so wäre nun die Wertentwicklung des Mehrjahresbonus in Abhängigkeit der Performance des jeweiligen Jahres zu betrachten. Dieser Sachverhalt würde durch die Zuführungen zu den Rückstellungen (bzw. deren Auflösungen) für den Mehrjahresbonus abgebildet werden. Die Vorschläge für die neue Fassung des DCGK aus den Plenarsitzungen vom 9. und 31. Januar 2013 hatten in Artikel 4.2.5 noch den zusätzlichen Ausweis der Aufwendungen vorgesehen, wurden aber nicht in die finale Fassung übernommen. Eine Beurteilung der Performanceabhängigkeit der Mehrjahresboni muss daher durch den Forscher selbst vorgenommen werden. Die Bestimmung dieser Wertveränderungen des Bonus im laufenden Jahr ist für den Außenstehenden jedoch schwierig, genauso wie die Bewertung des Portfolios aus Aktien und Optionen, die aufgrund der Vesting-Bedingungen noch nicht endgültig übertragen sind, wegen der Komplexität eben dieser Vesting-Bedingungen für den Außenstehenden schwierig und aufwändig ist. Die zumindest in Deutschland komplexer gewordenen Vergütungssysteme erhöhen damit die Schwierigkeit, geeignete Daten für die empirische Forschung zu sammeln.

Die **Vielfalt der verwendeten Kennzahlen** zeigt deutlich, dass Bonus nicht gleich Bonus ist. In der Literatur wird argumentiert, dass nicht-finanzielle Kennzahlen eine Ausrichtung der Managerscheidungen auf den langfristigen Erfolg des Unternehmens fördern (vgl. Kapitel 4.2.1). Ittner / Larcker / Rajan (1997) finden unter anderem, dass die Auswahl der Bemessungsgrundlagen sich an der Unternehmensstrategie orientiert, und Ittner / Larcker (1998b) zeigen, dass Kundenzufriedenheit ein Indikator für zukünftige finanzielle Unternehmensperformance ist⁴²⁸. Ein hoher Anteil des Bonus an der Gesamtvergütung muss daher nicht automatisch Anreize setzen, die nachhaltige Wertsteigerung des Unternehmens zugunsten bloß kurzfristiger Gewinnsteigerung außer Acht zu lassen. Bei der Beurteilung der Vergütungssysteme hinsichtlich einer Ausrichtung auf eine langfristige Wertsteigerung oder von Anreizen zur Übernahme zu hoher Risiken ist daher auch die Auswahl der Bemessungsgrundlagen zu beachten.

⁴²⁸ Vgl. Kapitel 4.2.1.1.

Explizite **relative Performancemessung** ist bei den Boni kaum zu beobachten. Die Auswertung der aktienbasierten Vergütung zeigt jedoch, dass diese Funktion im Wesentlichen durch die Vesting-Bedingungen oder Performancehürden der gewährten Aktien oder Optionen übernommen wird. Entsprechende Untersuchungen zur relativen Performancemessung sollten sich daher auch auf die aktienbasierten Vergütungskomponenten erstrecken.

7.2 Implikationen der Befunde zur Ausgestaltung der aktienkursbasierten Vergütung

Die Studie zeigt, dass für einen Großteil der in den betrachteten Ländern gewährten **aktienkursbasierten Vergütungskomponenten** weitere Performancebedingungen implementiert sind. Insbesondere in den im FTSE 100 notierten Unternehmen werden solche Bedingungen für das Vesting der Aktien und Optionen hinterlegt, aber auch in den französischen Unternehmen waren in 2009 kaum noch Aktien- oder Optionspläne ohne zusätzliche Performancebedingungen implementiert. In Deutschland hängt die Ausübbarkeit knapp der Hälfte der für Vorstände aufgesetzten Aktienpläne und der großen Mehrheit der Optionspläne von der Erreichung weiterer Ziele ab. In Kapitel 5 habe ich anhand der tatsächlichen Vesting-Quoten der Aktien- und Optionspläne in den FTSE-100-Unternehmen gezeigt, dass im Durchschnitt nur 61,2 Prozent der in den Jahren 2005 bis 2008 gewährten mit Performancebedingungen für das Vesting versehenen Aktien und Optionen ausübbar wurden. Bei Plänen mit ausschließlich rechnungslegungsbasierten absoluten Performancebedingungen waren es 72,4 Prozent, bei Plänen mit ausschließlich marktbasieren relativen Performancebedingungen 43,2 Prozent. Für die deutschen und französischen Unternehmen konnte ich keine entsprechend umfänglichen Daten aus den Vergütungsberichten erheben. Die vereinbarten Performancebedingungen bzgl. absoluter Gewinnziele oder relativer TSR-Performance sind aber – soweit angegeben – vergleichbar. Auch in den anderen Ländern gibt es mehrere Unternehmen, bei denen die Aktien bzw. Optionen aufgrund des Nicht-Erreichens der Performancebedingungen verfallen sind⁴²⁹. Dies deutet darauf hin, dass die Performancebedingungen nicht nur in den britischen Unternehmen bindend sind.

Eine **Bewertung dieser Aktien und Optionen** sollte die zusätzlichen Performancebedingungen daher berücksichtigen. Wenn die tatsächliche Übertragung der Aktien und Optionen nur unter gewissen Bedingungen erfolgt, kosten sie das Unternehmen zum Zeitpunkt der Gewährung weniger. Allein der Vergleich der Höhe der Vorstandsvergütung in

⁴²⁹ Beispiele sind etwa die Société Générale (Nicht-Erreichung der Performancebedingungen der in 2007 gewährten Optionen) und Accor (Verfall der in 2009 gewährten Performance Shares).

verschiedenen Unternehmen wird ansonsten verzerrt⁴³⁰. Die Übernahme der Werte der aktienbasierten Komponenten aus Vergütungsdatenbanken oder den Vergütungsberichten oder die Bewertung von Aktienoptionen mittels des Black-Scholes-Modells ohne weitere Diskussion eventueller Vesting-Bedingungen ist daher problematisch. Die Bewertung in den Vergütungsberichten, und in diesen Fällen auch in den Vergütungsdatenbanken, berücksichtigt oft nur marktbasiertere Performancebedingungen, wie in Kapitel 5.3 beschrieben. Nicht-marktbasierte Performancebedingungen spiegeln sich nicht immer in der Bewertung wider. In Studien, die dies nicht beachten, werden die aktienbasierten Komponenten daher tendenziell mit einem **zu hohen Wert** ausgewiesen⁴³¹.

So kann ein Ländervergleich von CEO-Vergütungen durch diesen Effekt verzerrt sein. Fernandes et al. (2013) vergleichen die Höhe der Vergütung von US-amerikanischen CEOs und den CEOs von Unternehmen aus 27 anderen Ländern im Jahr 2006 und im Zeitablauf 2003 bis 2008. Sie stellen fest, dass die Vergütung der US-CEOs nur wenig höher ist als diejenige von CEOs in Unternehmen aus anderen Ländern, wenn unter anderem eine Risikoprämie für einen höheren Anteil der aktienbasierten Vergütung der US-CEOs und der Grad der Internationalität der Unternehmen⁴³² berücksichtigt werden. Sie finden auch, dass die Höhe der Vergütung sich im Zeitverlauf weiter angeglichen hat. Allerdings berücksichtigt die Bewertung der Aktien und Optionen nicht konsequent die vorliegenden Performance-Vesting-Bedingungen⁴³³. Da Performance-Vesting in den US-amerikanischen Unternehmen selten ist⁴³⁴, in Ländern wie Großbritannien, Frankreich und Deutschland dagegen sehr üblich, ist die „US pay premium“ vermutlich doch größer als in der Studie ausgewiesen⁴³⁵. Hinzu kommt, dass Aktien und Optionen mit Performance-Vesting eine höhere Risikoprämie

⁴³⁰ Allerdings ist die Bewertung durchaus problematisch, wie in Kapitel 5.3 diskutiert. Eine individuelle Bewertung ist äußerst aufwändig und in Ermangelung ausreichender Angaben in den Vergütungsberichten oft nicht möglich. Insbesondere bei nicht-marktbasierten Performancebedingungen wird das Anspruchsniveau der Performancebedingungen durch spezifische Gegebenheiten des Unternehmens bestimmt, die dem Außenstehenden weniger bekannt sein dürften.

⁴³¹ Conyon / Core / Guay (2011, S. 420) merken dies für ihren Vergleich zwischen der Vergütung US-amerikanischer und britischer CEOs an. Hüttenbrink (2012) verwendet bspw. die in den Geschäftsberichten angegebenen Werte bzw. eine Bewertung über Black-Scholes. Vgl. auch die in Kapitel 5.3.3 zitierte Literatur.

⁴³² Unternehmen aus nicht US-amerikanischen Ländern, die auf den gleichen globalen Märkten für Kapital, Kunden und dem gleichen globalen Arbeitsmarkt um Manager konkurrieren, zahlen ähnlich viel wie US-amerikanische Unternehmen (vgl. Fernandes et al. (2013), S. 325).

⁴³³ Die Autoren verwenden für nicht-amerikanische Unternehmen die BoardEx-Datenbank, die Werte von Aktien und Optionen zum Geschäftsjahresende ausweist, und manuell gesammelt Daten, für die sie entweder die Fair Values aus den Geschäftsberichten übernehmen (vgl. dazu die Diskussion in Kapitel 5 dieser Arbeit) oder eine Bewertung zum Marktwert bei Ausgabe für Aktien bzw. mit dem Black-Scholes-Modell für Optionen vornehmen. Nur wenn also rein marktbasiertere Performancebedingungen vorliegen und ein Fair Value in den Geschäftsberichten verfügbar ist, sind die Performancebedingungen in den britischen Unternehmen eingepreist.

⁴³⁴ Vgl. Conyon / Core / Guay (2011), S. 209.

⁴³⁵ Pensionszusagen wurden von Fernandes et al. (2013) nicht betrachtet. Vgl. dazu Kapitel 7.3.

erfordern, wie im Verlauf dieses Kapitels noch diskutiert wird⁴³⁶. Der Abschlag auf den Wert der Aktien und Optionen aus Sicht des CEO dürfte in Großbritannien und in anderen Ländern mit einer solchen Vergütungspraxis daher höher sein, als von Fernandes et al. (2013) oder Conyon / Core / Guay (2011) angenommen. Das Ergebnis von Fernandes et al. (2013), dass sich die CEO-Vergütungen der verschiedenen Länder über die von Ihnen betrachteten Jahre 2003 bis 2008 angeglichen haben, kann auch von der gewählten Bewertungssystematik zumindest verstärkt worden sein: Wenn einige nicht US-amerikanische Unternehmen erst im Verlauf der Jahre Performancebedingungen bei Aktien und Optionen eingeführt haben⁴³⁷, dann überschätzt eine Studie, die diese Vesting-Bedingungen bei der Bewertung nicht einpreist, einen Anstieg der Vergütung in diesen Ländern.

Die Vernachlässigung der Performancebedingungen kann auch die Ergebnisse von Studien verzerren, die die **Performance-Sensitivität** der Vergütungspakete als erklärende oder abhängige Variable verwenden. Um die Richtung der Verzerrung zu analysieren, muss zuerst die Frage beantwortet werden, ob die Aktien und Optionen mit zusätzlichen Performancebedingungen stärkere Anreize zur Wertschaffung oder zu erhöhter Risikobereitschaft setzen als traditionelle Aktien oder Optionen. Dies hängt im Einzelfall sowohl von der spezifischen Ausgestaltung der Performancebedingungen als auch von den Eigenschaften des Managers, seinem Vermögen und situativen Parametern des Unternehmens ab⁴³⁸. Johnson / Tian (2000a) vergleichen den Wert und die Anreizintensität von verschiedenen Optionstypen unter der Annahme eines risikoneutralen Bewerter, hierbei unter anderem auch eine „Performance-vested Option“ und eine indexierte Option⁴³⁹. Die von Johnson / Tian (2000a) modellierten Fälle entsprechen zwar nicht eins-zu-eins den Vesting-Bedingungen, die in den Jahren 2006 bis 2009 in den in dieser Arbeit betrachteten Unternehmen implementiert waren. Nichtsdestotrotz können ihre Ergebnisse dazu beitragen,

⁴³⁶ In der vorliegenden Arbeit bewerte ich die Aktien und Optionen aus Sicht der Anteilseigner und nicht aus der Sicht der Manager. Bei einem Vergleich der reinen Kosten der Vergütung aus Sicht der diversifizierten Anteilseigner spielt die Risikoprämie keine Rolle. Conyon / Core / Guay (2011) und Fernandes et al. (2013) vergleichen den Wert der Vergütung aus Sicht der CEOs, haben also eine andere Betrachtungsweise, die den Unterschied in der Höhe der Vergütung aufschlüsselt. Ob die höheren Eigenkapitalanreize bei höheren Vergütungskosten aus Sicht der Anteilseigner in den US-Unternehmen eher einer optimalen Ausgestaltung der Vergütung gleichen, klären sie damit allerdings nicht.

⁴³⁷ Dies ist bspw. bei einigen Unternehmen des CAC40 der Fall (vgl. Kapitel 6.3.2).

⁴³⁸ Vgl. Kapitel 4.2.1 und 4.2.2.

⁴³⁹ Sie untersuchen bspw. auch Premium-Optionen, also Optionen, die bei Gewährung aus dem Geld liegen. Diese sind in der Praxis selten, kommen aber insbesondere in den deutschen Unternehmen auch vor wie bspw. in 2009 bei Demag Cranes, Pfeleiderer, WINCOR, in Frankreich im Geschäftsjahr 2009 bspw. bei AXA. Optionen aus dem Geld kommen eher „zufällig“ vor, wenn der Basispreis der gewährten Optionen einem Durchschnittskurs über einen Zeitraum mehrerer Tage vor Gewährung entspricht und der Kurs am Tag der Gewährung unter dem Durchschnittskurs liegt.

die Auswirkungen der Performancebedingungen auf den Wert der Vergütung und die durch sie gesetzten Anreize abzuschätzen.

Mit der Performance-vested Option bezeichnen Johnson / Tian (2000a) eine Up-and-in-Option⁴⁴⁰. Bei den indexierten Optionen hängt der Ausübungspreis von der Entwicklung einer Benchmark, etwa einem Index aus Aktienkursen anderer Unternehmen ab. Die Autoren zeigen, dass der Wert dieser Optionen geringer ist als derjenige von traditionellen Optionen. Das Delta vor allem von indexierten aber auch von Up-and-in-Optionen ist allerdings größer als dasjenige traditioneller Optionen, es sei denn die Optionen sind weit aus dem Geld. Ein Optionspaket dieser Art setzt daher, wenn die Optionen nicht zu weit aus dem Geld sind, höhere Anreize zur Steigerung des Aktienkurses als ein Paket traditioneller Optionen. Dies gilt zumindest für einen Vergleich zweier Optionspakete mit demselben Gesamtwert. Das bedeutet, dass die Anzahl der gewährten „nicht-traditionellen“ Optionen entsprechend angepasst wird. Johnson / Tian (2000a) merken an, dass bei der Gewährung der gleichen Anzahl an Optionen an Stelle des gleichen Wertes der gewährten Optionen das Delta nicht mehr bei allen der von ihnen untersuchten Optionstypen höher ist als bei den traditionellen Optionen. Sie geben leider nicht an, bei welchen Optionstypen sich das qualitative Ergebnis ändert.

Für empirische Studien, die entsprechende Performancebedingungen bei gewährten Aktien und Optionen nicht berücksichtigen, gilt demnach Folgendes: Der **Wert** der aktienbasierten Vergütung wird **überschätzt**. In welche Richtung und in welchem Ausmaß die geschätzte **Pay-Performance-Sensitivität verzerrt** wird, ist nicht eindeutig bestimmbar. Denn zum einen werden die höheren Anreize zur Steigerung des Aktienkurses aus einer Aktie oder Option mit entsprechenden Performancebedingungen nicht beachtet. Daraus resultiert eine Unterschätzung der Pay-Performance-Sensitivität. Zum anderen führt die Nichtberücksichtigung der Performancebedingungen jedoch zur Überschätzung des Werts der aktienkursbasierten Komponente und damit zur Überschätzung der Pay-Performance-Sensitivität relativ zu Aktien oder Optionen ohne diese Performancebedingungen. Welcher Effekt überwiegt, hängt dann davon ab, ob der jeweilige Optionsplan auch bei gleicher

⁴⁴⁰ Das Auszahlungsprofil einer Up-and-in-Option entspricht dem einer traditionellen Option. Die Up-and-in-Option wird jedoch erst dann werthaltig, wenn der Aktienkurs mindestens einmal während der Performancefrist eine vorher festgelegte Kurshürde überschritten hat.

Anzahl gewährter Optionen eine höhere Anreizintensität aufweist als traditionelle Optionen⁴⁴¹.

Grundsätzlich zu beachten ist, dass Johnson / Tian (2000a) die Anreize nicht auch in Abhängigkeit von der Restlaufzeit untersuchen. Die Anreize aus einem Portfolio von Optionen werden sich mit sinkender Restlaufzeit entsprechend der Wahrscheinlichkeit der Erreichung der Hürden ändern⁴⁴². Auch basieren die Ergebnisse von Johnson / Tian (2000a) auf der Bewertung durch einen risikoneutralen Investor. Dies überschätzt den Wert der Optionen aus der Sicht eines risikoaversen Managers und dürfte ebenso einen Effekt auf die Stärke der gesetzten Anreize haben⁴⁴³.

Johnson / Tian (2000a) analysieren auch die **Risikoanreize** durch die verschiedenen Optionstypen. Unabhängig davon, ob Optionspakete unterschiedlicher Optionstypen gleichen Wertes oder gleicher Anzahl an Optionen verglichen werden, ist das Vega, also der Anreiz zur Erhöhung des Unternehmensrisikos, bei den betrachteten Optionstypen höher als bei traditionellen Optionen. Bei Studien, die die Vergütungsstruktur erklären möchten, spielen die dem Portfolio aus Aktien und Optionen inhärenten Risikoanreize eine große Rolle. Da die Ergebnisse von Johnson / Tian (2000a) auf der Annahme beruhen, dass der Empfänger der Option risikoneutral ist, folgt aus diesem Ergebnis nicht, dass solche Optionen für jeden Fall höhere Risikoanreize generieren⁴⁴⁴. Tendenziell jedoch dürfte eine Nichtberücksichtigung von Performancebedingungen mit ähnlicher Ausgestaltung wie bei den in Johnson / Tian (2000a) untersuchten Optionstypen die Ergebnisse einer Studie dahingehend verzerren, dass die tatsächlichen Risikoanreize aus Performance Shares und Optionen unterschätzt werden⁴⁴⁵.

Es bleibt zu diskutieren, inwieweit diese Ergebnisse auf die spezifischen Formen der Aktien- und Optionspakete in den in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen anwendbar sind. Keine der in unserem Sample untersuchten Unternehmen hat Up-and-in-Optionen ausgegeben. Einige Unternehmen haben dagegen **Kurshürden** als Bedingung für die Ausübbarkeit der

⁴⁴¹ Conyon / Core / Guay (2011, S. 420) begründen die Nichtberücksichtigung der Performancebedingungen bei der Bewertung der Optionen britischer Unternehmen, indem sie auf diese beiden sich teilweise kompensierenden Effekte verweisen.

⁴⁴² Vgl. Kapitel 4.2.1.2, insbesondere die Diskussion zum Repricing von Optionen.

⁴⁴³ Johnson / Tian (2000a) diskutieren diesen Kritikpunkt selbst in mehreren Stellen ihres Artikels (vgl. Johnson / Tian (2000a), S. 4-6). Vgl. auch Kapitel 4.2.1.2.

⁴⁴⁴ Vgl. hierzu Ross (2004) und Kapitel 4.2.2.

⁴⁴⁵ Belkhir / Chazi (2010) analysieren, welchen Effekt optionsbasierte Vergütungspakete in US-amerikanischen Banken auf deren Risiko und damit die Finanzkrise hatten. In US-amerikanischen Unternehmen sind entsprechende Performancebedingungen jedoch wesentlich seltener, sodass dieses Problem in den Studien voraussichtlich nicht besteht. Hüttenbrink (2012) verwendet den Anteil der Boni an der Gesamtvergütung, um die Auswirkungen kurzfristiger Anreize auf die Risikopositionen europäischer Banken zu untersuchen. Damit umgeht er das Problem der Risikoanreize durch performancebasierte Optionen.

Aktien und Optionen implementiert, bei denen der Kurs zum Ende der Performancefrist über dieser Mindesthürde liegen muss⁴⁴⁶. Die qualitativen Aussagen zur Up-and-in-Option sollten auf die beobachteten Fälle übertragbar sein, wobei die Kurshürde anspruchsvoller ist, da sie auch am Ende der Performancefrist erreicht sein muss statt nur irgendwann während der Laufzeit⁴⁴⁷.

In keinem der in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen werden indexierte Optionen gewährt. Dagegen hängt die Anzahl der ausübbar werdenden Aktien und Optionen, wie am Beispiel der britischen Unternehmen in Kapitel 5.3 beschrieben, üblicherweise von der Erreichung bestimmter Ziele ab, das Auszahlungsprofil der endgültig zugeteilten Aktie oder Option gleicht aber weiterhin dem einer traditionellen Option bzw. Aktie. Am ehesten vergleichbar mit einer indexierten Option sind die beobachteten Vesting-Schedules mit **relativen marktbasieren Performancebedingungen**, da dort auch die Kursentwicklung relativ zu einem Index anderer Aktienkurse einfließt. Dies sollte grundsätzlich qualitativ ähnliche Anreizeffekte zum Zeitpunkt der Gewährung haben wie bei einer indexierten Option, also ein höheres Delta und ein höheres Vega als bei einer traditionellen Option. Die Anreize der Performance Shares mit Vesting-Bedingungen werden allerdings im Zeitablauf während der Performancefrist aufgrund des nicht-stetigen Verlaufs der Vesting-Schedules, also um die Mindest- und Maximalperformance der Vesting-Bedingung herum, von den Anreizen einer indexierten Option abweichen. Indexierte Optionen erreichen zudem eine höhere Anreizeffizienz auch dadurch, dass sie die Optionen vom Einfluss des systematischen Marktrisikos befreien⁴⁴⁸. Ich vermute, dass dieser Effekt durch ein auf relativer TSR-Performance basierendes Vesting-Schedule nur unvollständig erreicht wird. Denn aufgrund des nicht-stetigen Verlaufs der üblichen Vesting-Schedules kann das systematische Marktrisiko nur unvollständig neutralisiert werden.

Die „Anreizintensität“ der Performance Shares mit nicht marktbasieren Vesting-Bedingungen ist anders zu definieren als dies bspw. bei einem Vergleich zwischen verschiedenen rein aktienkursabhängigen Vergütungsinstrumenten der Fall ist. Denn solche Performance Shares zielen ja per Definition nicht nur auf die Steigerung des Aktienkurses als

⁴⁴⁶ Insbesondere viele deutsche Unternehmen haben absolute Kurssteigerungshürden entweder als einzige Performancebedingung oder in Kombination mit anderen Performancebedingungen implementiert, vgl. bspw. die Pläne im Geschäftsjahr 2009 bei Allianz, Aurubis, BASF, Deutsche Post, Fraport, Gerresheimer, Linde, MTU, Munich RE, Praktiker, ProSieben Sat1, Puma. In den untersuchten Unternehmen der anderen Länder kommen absolute Kurshürden kaum vor, Ausnahmen sind bspw. bei den britischen Unternehmen in 2009 die Capita Group und Lonmin.

⁴⁴⁷ Im Gegensatz zu einer Option mit einer Kurshürde zum Ende der Performancelaufzeit würden mit einer Up-and-in-Option keine Anreize aus der Performancehürde mehr erzielt, sobald diese einmal erreicht worden ist.

⁴⁴⁸ Vgl. Kapitel 4.2.1.2.

Maßgröße für den Shareholder Value. Die Anreizintensität bzgl. der verschiedenen Performancemaße hängt meines Erachtens von der Korrelation zwischen dem Aktienkurs und den in der Vesting-Bedingung verwendeten Kennzahlen ab. Je stärker die Bemessungsgrundlagen für das Vesting mit dem Aktienkurs korrelieren, umso stärker sollte auch die Anreizintensität bezüglich der Aktienkurssteigerung sein. Die Stärke der Anreize hinsichtlich der Erreichung der nicht marktbasieren Zielgrößen der Vesting-Bedingungen wiederum dürfte ebenso von der Korrelation dieser Performancegrößen mit dem Aktienkurs zusammenhängen. Welche Risikoanreize durch solche Performance Shares gesetzt werden, kann ich nicht abschätzen. Der nicht-stetige Verlauf der Vesting-Schedules hat auch hier sicherlich einen Einfluss auf die gesetzten Anreize.

Zusammenfassend führt die Nicht-Berücksichtigung der performancebasierten Vesting-Bedingungen zu einer Überschätzung der Vergütungshöhe, je nach tatsächlicher Ausgestaltung zu einer Über- oder Unterschätzung der Performance-Sensitivität der Vergütung und zu einer Unterschätzung der Risikoanreize bei Gewährung.

7.3 Implikationen der Analyse der Zusagen zur Altersversorgung

Die Pensionsvereinbarungen haben in den untersuchten Ländern einen nicht zu vernachlässigenden Anteil an der Vergütung der Vorstände. Die **Höhe der Vergütungen** wird ohne die Berücksichtigung dieser Komponenten daher zu niedrig ausgewiesen. Die präsentierten Daten zeigen, dass die Bedeutung von Pensionszusagen relativ zur sonstigen Vorstandsvergütung in den einzelnen Unternehmen stark voneinander abweicht. So gibt es Unternehmen ohne Pensionszusagen wie auch Unternehmen mit außerordentlich hohen Zusagen. Auch weicht die durchschnittliche Höhe der Pensionszusagen in den Ländern voneinander ab, wie der Vergleich zwischen Deutschland und Großbritannien in Kapitel 6.5.1 zeigt. Zwar ist sowohl die Gesamtvergütung der CEOs exkl. Pensionszusagen als auch die Fixvergütung in den britischen Unternehmen höher. Dafür werden in den deutschen Unternehmen im Durchschnitt höhere Pensionszusagen vereinbart als in den britischen Unternehmen. Wenn man die Unterschiede in der Vergütung der einzelnen Länder erklären möchte, ist es daher unabdingbar, die Pensionszusagen einzubeziehen.

Conyon / Core / Guay (2011) erklären einen Großteil des Pay-Gap zwischen den Vergütungen der CEOs US-amerikanischer und britischer Unternehmen damit, dass die Vergütung in den US-amerikanischen Unternehmen stärker risikobehaftet ist. Sie können mit risikoadjustierten Vergütungen auch einen großen Teil des Unterschieds zwischen der Vergütung in US-Firmen und Firmen aus anderen europäischen Ländern erklären. Sie berücksichtigen dabei allerdings

keine Pensionszusagen und vernachlässigen einen eventuell nicht unerheblichen Anteil der wenig risikobehafteten Vergütung. Sundaram / Yermack (2007) finden für ihr Sample US-amerikanischer Unternehmen, dass die jährliche Wertveränderung der Pensionszusagen der CEOs 10% der Gesamtvergütung ausmachen⁴⁴⁹. Kabir / Minhat (2009) kommen für CEOs britischer Unternehmen auf einen Anteil von etwa 15% an der Gesamtvergütung⁴⁵⁰. Der Einbezug von Leistungen zur Altersversorgung würde für den Ländervergleich von Conyon / Core / Guay (2013) also die Lücke zwischen der CEO-Vergütung in US-amerikanischen und britischen Unternehmen möglicherweise weiter schließen⁴⁵¹.

Leistungen zur Altersversorgung spielen auch bei Untersuchungen zur Pay-Performance-Sensitivität der Vorstandsvergütung eine Rolle⁴⁵². Wenn die Pensionszusagen nicht berücksichtigt werden, können Studienergebnisse zur Vergütungsstruktur und zur Performanceabhängigkeit der Vergütung sowie zu den durch die Vergütung gesetzten Anreizen entsprechend verzerrt sein. Pensionszusagen sind im Wesentlichen performanceunabhängig⁴⁵³ und erhöhen damit diesen Teil der Vergütungsstruktur.

Bei der Messung der **Performanceabhängigkeit** der Pensionszusagen ist zu unterscheiden zwischen der Performanceabhängigkeit der jährlichen Vergütung und den Anreizen, die das in Pensionszusagen für den Manager gebundene Vermögen setzt. Daher ist die spezifische Ausgestaltung der Pläne zu berücksichtigen. Insbesondere leistungsorientierte Pensionspläne

⁴⁴⁹ Für CEOs im Alter zwischen 61 und 65 Jahren zeigen Sundaram / Yermack (2007) einen Anteil von 13% an der Gesamtvergütung. Wie in Kapitel 5.4 beschrieben, steigt dieser Wert mit Annäherung an das Pensionseintrittsalter.

⁴⁵⁰ In den von mir untersuchten britischen Unternehmen liegt der durchschnittliche Wertanstieg der leistungsorientierten Pensionszusagen zuzüglich jährlicher Zahlungen in beitragsorientierte Pensionspläne bei 15,2% (vgl. Kapitel 6.4.5). 19,2% ist der durchschnittliche Aufschlag auf die Gesamtvergütung exklusive Pensionen bei den Unternehmen, die Leistungen zur Altersversorgung erbringen. Über alle Unternehmen liegt der Durchschnitt bei 18%. Das entspricht einem Anteil von 15,2% an einer Gesamtvergütung inklusive Pensionszusagen. Der höhere Wert ist – neben dem Einfluss eines anderen Samples – auch durch die Bewertung der aktienbasierten Komponenten mit performancebasierten Vesting-Bedingungen bedingt, die Kabir / Minhat (2009) lediglich bei Performance Shares mit einem pauschalen Abschlag von 20% berücksichtigen. Dieser Abschlag ist geringer als in dem von mir in Kapitel 5.3.4 hergeleiteten Wertansatz.

⁴⁵¹ Die Berücksichtigung von Performance-Vesting-Bedingungen bei den britischen Unternehmen dagegen erhöht den Unterschied zwischen der CEO-Vergütung in US-amerikanischen und britischen Unternehmen. Vgl. auch Kapitel 7.2.

⁴⁵² Vgl. Bebchuk / Jackson (2005) für die Argumentation hinsichtlich der Unterschätzung der tatsächlichen Höhe der Vergütung, der Verzerrung bei Analysen zur Performanceabhängigkeit der Vergütung und des Vergleichs zwischen der Vergütung einzelner CEOs.

⁴⁵³ Hängen die Zusagen komplett vom Grundgehalt ab, sind sie vollständig unabhängig von der Unternehmensperformance. Lediglich eine Insolvenzgefahr beeinflusst den Wert der Zusagen, die nicht vollständig abgesichert sind. Wenn auch eine variable Komponente die Höhe der Zusage beeinflusst, besteht eine Abhängigkeit der in der jeweiligen Periode verdienten Ansprüche von der Performance in dieser Periode. Anders als bei einem Portfolio aus gewährten Aktien oder Optionen ist der Gesamtwert der bereits in Vorjahren verdienten Pensionszusagen jedoch unabhängig von der Performance des betrachteten Jahres.

setzen als „Inside Debt“ Anreize, das Unternehmensrisiko zu senken⁴⁵⁴, wenn sie nicht abgesichert sind. Der Wert der Pensionszusagen und damit die Anreize zu risikosenkenden Managerentscheidungen nehmen mit zunehmendem Alter des Managers, also mit der Annäherung an das Renteneintrittsalter zu. Pensionszusagen verstärken also noch den Effekt, dass die ansonsten komplementär zur Vergütung wirkenden Anreize aus Karriereerwägungen heraus im Alter abnehmen⁴⁵⁵. Dies erfordert eventuell ein Gegensteuern mit entsprechenden Risikoanreizen durch eine verstärkte Gewährung von Optionspaketen. Empirische Studien sollten also auch den Wert von nicht abgesicherten Pensionszusagen berücksichtigen, wenn die Höhe von Optionspaketen oder Performance Shares beurteilt wird.

Der Einbezug der Boni in die Bemessungsgrundlage für die Pensionen bzw. die Variabilisierung der jährlichen Rentenbausteine führen zu einer gewissen Performanceabhängigkeit auch der Altersversorgungszusagen. Der Einbezug des Bonus der letzten Jahre vor Pensionseintritt als Bemessungsgrundlage für die Pension ist etwa in Deutschland zwar selten, in den USA jedoch, wie weiter oben erwähnt, eher die Regel. Was bedeutet solch eine Pensionsregel für die Anreize der Manager nahe dem Pensionseintritt? Sie haben sowieso geringere Anreize, Projekte anzustoßen, die kurzfristig die Gewinne senken und nur aus einer langfristigen Sichtweise heraus profitabel sind, zumal wenn diese Projekte stark risikobehaftet sind. Sie haben daher den Anreiz, eher kurzfristig orientiert zu handeln. Dieser Anreiz wird durch den Einbezug der Boni in die Bemessungsgrundlage noch verstärkt. Auch wenn der durchschnittliche Bonus der letzten 5 Jahre herangezogen wird, wie bspw. in den beiden deutschen Unternehmen, bei denen die Pensionszusagen entsprechend gestaltet sind, so wird die Bedeutung des Bonus und das Gewicht der spezifischen Anreize der letzten Jahre eine entsprechende Wirkung haben. Der Effekt kann durch einen Mehrjahresbezug der Boni vermindert werden, aber nur, wenn die Performancemessung auch über das Pensionseintrittsdatum hinaus geschieht, um kurzfristige Anreize in den letzten ein oder zwei Jahren zu verhindern.

Die Form der leistungsorientierten Pensionszusage, bei der jährliche Rentenbausteine angesammelt werden, die auf dem Grundgehalt und dem Bonus oder der Performance einer bestimmten Kennzahl des jeweiligen Jahres basieren (bspw. bei BASF), setzt sicherlich geringere Anreize, sich in den letzten Jahren auf kurzfristige Projekte zu fokussieren. Allerdings ist die jährliche Vergütung in jedem einzelnen Jahr stärker performanceabhängig bezüglich der Bonusbemessungsgrundlagen, als es die Analyse der variablen Vergütung ohne

⁴⁵⁴ Vgl. Sundaram / Yermack (2007), Edmans / Liu (2010) und die Diskussionen in Kapitel 4.2.2.

⁴⁵⁵ Vgl. Gibbons / Murphy (1992).

Berücksichtigung der Effekte auf die Pensionszusage ergibt. Bei der Messung der Pay-Performance-Sensitivität wären diese Auswirkungen daher zu berücksichtigen. Allerdings stellt das weitere Anforderung an die verfügbaren Daten. Je nachdem wie stark der variable Anteil des jährlich angesammelten Rentenbausteins den Wert der Pensionszusagen beeinflusst, können Studienergebnisse zur Pay-Performance-Sensitivität verzerrt sein, wenn diese Komponente nicht berücksichtigt wird. **Beitragsorientierte Pläne** haben nicht die risikoanreizenkende Wirkung der leistungsorientierten Pensionszusagen als Inside Debt, da sie nicht dem Insolvenzrisiko des Unternehmens unterliegen. Wenn die Beitragszahlungen in diese Pläne teilweise variabel gestaltet sind, so wird die Performanceabhängigkeit der Gesamtvergütung ebenso unterschätzt wie bei entsprechenden Rentenbausteinkonzepten leistungsorientierter Zusagen. Ein Weglassen dieser Komponenten unterschätzt zudem natürlich die Höhe der Gesamtvergütung.

Das vereinbarte Pensionseintrittsalter kann zudem Auswirkungen auf die Höhe der anderen Vergütungskomponenten haben. Sundaram / Yermack (2007) untersuchen unter anderem den Einfluss der Pensionszusagen auf die Managerbindung. Die US-amerikanischen CEOs verlassen das Unternehmen sehr viel häufiger freiwillig, sobald das Pensionseintrittsalter erreicht ist. Arbeiten sie nach Erreichen des Pensionseintrittsalters weiter als CEO, so verzichten sie auf die Pensionszahlung in diesen Jahren und werden entsprechend durch eine höhere Vergütung dafür kompensiert⁴⁵⁶. Setzen Unternehmen daher ein frühes Pensionseintrittsalter, wie häufig in den deutschen und britischen Unternehmen mit einem Alter von 60 Jahren, so kann dies zum einen eine gewollte Steuerung eines Wechsels im Vorstand sein. Möchte man das Vorstandsmitglied auch nach Erreichen dieser Altersgrenze im Unternehmen halten, so kann dies eine Erhöhung der anderen Vergütungskomponenten nach sich ziehen, um den Vorstand für den Verzicht zu entschädigen⁴⁵⁷. Ein Überschreiten des Pensionseintrittsalters ist beim Vergleich der Vergütung von Vorständen daher zu berücksichtigen.

Auch empirische Studien zur Managermacht bzw. zur Wirkung bestimmter Ausprägungen des Corporate-Governance-Systems sollten Pensionszusagen beachten⁴⁵⁸. Kabir / Minhat (2009) etwa finden für die von Ihnen untersuchten britischen Unternehmen einen positiven

⁴⁵⁶ Höhere pensionsfähige Vergütungskomponenten erhöhen letztlich auch die Pensionszusage, wenn diese sich als Prozentsatz der Vergütung der letzten Jahre errechnet.

⁴⁵⁷ Bei der Vergütung von Herrn Wenning, Vorstandsvorsitzender von Bayer, der im Geschäftsjahr 2006 das Pensionseintrittsalter von 60 Jahren erreicht hat, ist keine Anhebung des Grundgehalts zu verzeichnen. Zwar ist der Jahresbonus in den Jahren nach 2007 konstant höher, dies aber durchgängig bei allen Vorstandsmitgliedern.

⁴⁵⁸ Vgl. dazu die Argumentation in Bebchuk / Jackson (2005).

Zusammenhang zwischen Managermacht und leistungsorientierten Pensionszusagen. Gerakos (2010) zeigt, dass CEOs mit höherem Einfluss auf das Board im Ausgleich für höhere Pensionszusagen auf weniger jährliche Vergütung verzichten müssen als solche mit geringem Einfluss.

Gerakos (2010) findet für US-amerikanische CEOs einen Trade-off zwischen jährlicher Vergütung und Pensionszusagen: Ein Dollar Werterhöhung der Pensionszusage geht mit 0,48 Dollar geringerer jährlicher Vergütung (definiert analog zur Gesamtvergütung in dieser Studie) einher. Die Vergütung sollte daher als Ganzes, inklusive aller Komponenten, analysiert werden, wie die in Kapitel 4 bereits ausführlich diskutierte Literatur konstatiert. Ansonsten können die Ergebnisse in Bezug auf Höhe und Anreizintensität der Vergütung verschiedener Unternehmen verzerrt sein. Die Vielfalt der Formen hinsichtlich der Altersvorsorgeleistungen auch im Ländervergleich erschwert dabei entsprechende Studien. Durch höhere Transparenz und, soweit möglich, standardisierte Basisangaben, wird auch die Analyse der Managergesamtvergütungen erleichtert.

In Deutschland ist die Datenlage zu den Pensionszusagen aufgrund des VorstAG und der Konkretisierung im DRS 17 (geändert 2010), wie in Kapitel 5.4 beschrieben, inzwischen besser geworden⁴⁵⁹. In fast allen Unternehmen wird für das Geschäftsjahr 2012 der Wert der Pensionszusage wie gefordert offengelegt. Bei der Aufwandsgröße wird zwar noch nicht in jedem Unternehmen der Dienstzeitaufwand einzeln ausgewiesen, allerdings wird die Aufwandsgröße häufiger im Vergütungsbericht definiert als in 2009, sodass insgesamt gesehen die Interpretation des Pensionsaufwands besser gestützt wird. Aber auch ohne die Angabe der spezifischen Aufwandsgröße kann die Veränderung des Werts der Pensionszusagen – vorbehaltlich der in Kapitel 5.4 diskutierten Probleme einer Zuordnung auf das einzelne Jahr u. a. aufgrund von Bewertungsannahmen – verwendet werden und erlaubt damit sicherlich eine bessere Analyse als zuvor⁴⁶⁰. Auch wenn nicht gesetzlich gefordert, legen in 2012 außerdem 36 der in dieser Studie untersuchten Unternehmen den Stand der Pensionszusage offen oder machen ausreichende Angaben, um diese zu berechnen. In 2009 waren es lediglich 32 Unternehmen⁴⁶¹. Die Transparenz hinsichtlich dieser Vergütungskomponente hat sich insgesamt gesehen somit verbessert.

⁴⁵⁹ Quelle der Angaben zu Pensionszusagen in 2012 ist eine eigene Erhebung.

⁴⁶⁰ Vgl. für eine Betrachtung der Pensionen über mehrere Jahre hinweg statt einzelner Jahre Bebchuk / Jackson (2005).

⁴⁶¹ Dabei fällt die freiwillige Offenlegung dieser Größe in 2012 bei einigen Unternehmen weg, die die Pensionszusage in 2009, vor der Änderung des DRS 17, bereits ausgewiesen haben.

7.4 Implikationen aus der Analyse der Abfindungen und Begrüßungsgelder

Die Beschreibung der Abfindungszahlungen in den einzelnen Ländern hat gezeigt, dass sie zumindest im Einzelfall sehr hoch relativ zur jährlichen Vergütung sein können, auch wenn die tatsächlichen Zahlungen nur eine sehr ungenaue Approximation des Werts der bestehenden **Abfindungsvereinbarungen** darstellen. Anhand der Daten zeigt sich, dass Abfindungsvereinbarungen in einigen Unternehmen nicht genutzt werden, in anderen dafür umfangreiche Regelungen implementiert sind. Studien zu Vergütungshöhe und -anreizen können zu falschen Ergebnissen führen, wenn die Variation bei den Abfindungsvereinbarungen nicht einbezogen wird. Aufgrund der in vielen Ländern implementierten Regelungen zu Höchstgrenzen für Abfindungen ist die Verzerrung in diesen Fällen jedoch wahrscheinlich begrenzt⁴⁶². Bei einer Analyse ist nicht nur die Existenz, sondern auch die Ausgestaltung der Vereinbarung von Bedeutung. Es muss differenziert werden zwischen den verschiedenen Auslösern für eine Abfindungszahlung, also etwa Wettbewerbsverbote, Kontrollwechsel oder Nicht-Verlängerung des Vertrags. Im Falle eines Kontrollwechsels sollen Abfindungsvereinbarungen verhindern, dass sich das Management einer für die Eigentümer sinnvollen Übernahme entgegenstellen⁴⁶³. Abfindungsvereinbarungen für den Fall der Nicht-Verlängerung des Vertrags dienen eher zur Absicherung des Managements gegen Risiken und können dadurch die Risikobereitschaft erhöhen. Studien zu Risikoanreizen durch die Vergütung sollten sich daher nicht ausschließlich auf die Anreize durch Optionen fokussieren. Eine entsprechende Abfindungsregelung kann die finanziellen Folgen eines Misserfolgs abfedern und setzt mit einem konvexen Zahlungsprofil ähnliche Anreize wie eine Put-Option⁴⁶⁴. Sollten die Abfindungsvereinbarungen jedoch an die Performance des Unternehmens gebunden sein wie in Frankreich, ist die entsprechende Vereinbarung anders zu bewerten. In solch einem Fall ist der Effekt der Risikoabsicherung schwächer, wie bereits in Kapitel 6.3.6 diskutiert.

Auch bei **Begrüßungsgeldern** ist die Ausgestaltung bei der Analyse der Anreizwirkung von großer Bedeutung: Begrüßungsgelder, die in Form von Aktien gewährt werden, setzen die in Kapitel 4 diskutierten Anreize (Anreize zu wertsteigernden Handlungen, risikoerhöhende oder –dämpfende Effekte etc.). Eine Einstellung der Begrüßungsgelder in die Altersvorsorge wie für Peter Löscher bei Siemens kann – wenn sie als Absicherung wirkt, also auch bei

⁴⁶² Es dürfte schwierig sein, zum einen den Wert einer Abfindungsvereinbarung zu bestimmen und diesen zum anderen noch dem einzelnen Jahr zuzuweisen. Für viele Untersuchungen sollte es ausreichen, wenn die Existenz einer Abfindungsvereinbarung, je nach Fragestellung differenziert in die unterschiedlichen Ausgestaltungsformen, in die Studie einfließt.

⁴⁶³ Vgl. Kapitel 4.2.3.

⁴⁶⁴ Vgl. Kapitel 4.2.2.

Misserfolg und darauf folgendem Verlust des Vorstandspostens gezahlt würde – auch Risikoanreize setzen. Würde das Begrüßungsgeld aus der Erhöhung einer leistungsorientierten Pensionszusage bestehen, die als „Inside Debt“ fungiert⁴⁶⁵, wäre eher ein Anreiz zu risikosenkenden Entscheidungen gegeben. Grundsätzlich sind daher Begrüßungsgelder, auch wenn sie im Durchschnitt der Länder nur eine relativ geringe Bedeutung haben, durch ihre Höhe und in ihrer spezifischen Gestaltung von Bedeutung für empirische Studien.

Tabelle 32: Anzahl der Executive Directors bzw. Vorstandsmitglieder in den Ländern von 2006-2009

Anzahl Mitglieder im Vorstand	Dtld.	Österr.	Frankr.	UK
Mittelwert	5,0	3,9	2,8	3,5
Standardabweichung	1,8	1,4	1,9	1,3
Minimum	1,7	2,0	1,0	1,0
10%	3,0	2,2	1,0	2,0
25%	4,0	3,0	1,3	2,6
Median	4,6	3,8	2,0	3,1
75%	6,0	5,0	4,0	4,5
90%	7,8	6,0	5,0	5,3
Maximum	11,8	8,0	12,2	8,0

Anmerkung: Basis der Untersuchung 885 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 von Unternehmen, die Anfang 2009 im ATX, CAC 40, FTSE 100 oder in einem der Jahre 2006 bis 2009 in DAX oder MDAX notiert waren.

7.5 Diskussion zur Verwendung von Durchschnittsvergütungen in Vergütungsstudien

Die **Verwendung einer Durchschnittsvergütung aller Vorstandsmitglieder** bzw. Executive Directors kann zu Verzerrungen der Ergebnisse empirischer Studien führen. Tabelle 32 zeigt, dass es bereits innerhalb eines Landes eine große Varianz bei der Anzahl der Vorstandsmitglieder bzw. der Executive Directors gibt. Zwischen den Ländern gibt es noch größere Unterschiede⁴⁶⁶. Während in Deutschland ein Vorstand im Mittel aus 5,0 Personen besteht, so sind es in Österreich lediglich 3,9 Vorstandsmitglieder, in Großbritannien 3,5 und in Frankreich nur 2,8 Personen⁴⁶⁷. In Frankreich ist in 13 Unternehmen (Großbritannien: 2 Unternehmen) in mindestens einem der betrachteten Jahre nicht mehr als ein Executive Director bestellt.

In Kapitel 6 wird gezeigt, dass es einen nicht unwesentlichen Unterschied zwischen der Höhe der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden (CEO) und der Vergütung der anderen Vorstandsmitglieder (Non-CEO Executive Directors) gibt. Dieser beträgt in den drei Ländern

⁴⁶⁵ Vgl. Kapitel 4.2.2 und die dort zitierte Literatur.

⁴⁶⁶ Die Anzahl der Executive Directors habe ich definiert als die Summe der von Vorstandsmitgliedern im Geschäftsjahr geleisteten Mannmonate geteilt durch 12.

⁴⁶⁷ Das vorherrschende Board-System (One-Tier oder Two-Tier) wird dabei einen Einfluss auf die Größe der Vorstandsorgane bzw. die Anzahl der Executive Directors haben.

Deutschland, Frankreich und Großbritannien im Durchschnitt über die Jahre 2006 bis 2009 zwischen 173% und 189%. Je geringer die Anzahl der Executive Directors, desto stärker wiegt die zumeist wesentlich höhere Vergütung des CEO in der Durchschnittsvergütung. In einigen Fällen, insbesondere in Frankreich aber auch in Großbritannien, ist der CEO gar der alleinige Executive Director. In diesen Fällen entspricht die Durchschnittsvergütung derjenigen des CEO und ist tendenziell sehr hoch, in anderen Unternehmen mit vielen Executive Directors ist die durchschnittliche Vergütung dagegen stark durch die in der Regel sehr viel niedrigere Vergütung der anderen Executive Directors bestimmt⁴⁶⁸.

Die Stärke der Vergütungsanreize bzw. das Risiko der Vergütung wird mitunter durch das Verhältnis zwischen performanceabhängiger Vergütung (in Großbritannien und Frankreich im Wesentlichen aktienkursbasierte Komponenten) und Gesamtvergütung gemessen⁴⁶⁹. Wenn dieses Maß auf die Durchschnittsvergütung angewendet wird, kann es verzerrt sein. Denn die Vergütungsstrukturen des CEO und der anderen Executive Directors weichen voneinander ab: In den FTSE-100-Unternehmen machen die aktienkursbasierten Komponenten im Durchschnitt der Jahre 2006 bis 2009 bei den CEOs im Mittel 43,2% (Median: 45,8%) und bei den anderen Executive Directors im Mittel nur 40,3% (Median: 41,6%) an der Gesamtvergütung aus. Die Durchschnittsvergütung weist bei den Unternehmen mit weniger Executive Directors dann aufgrund des höheren Gewichts des CEO tendenziell eine höhere Performanceabhängigkeit auf als in Unternehmen mit einem größeren Vorstandsorgan. Die Verwendung durchschnittlicher Vergütungen kann auch Auswirkungen auf Branchenvergleiche haben, wenn die Anzahl der Executive Directors zwischen den Branchen schwankt⁴⁷⁰.

7.6 Diskussion zu den Effekten der Währungskursumrechnung in länderübergreifenden Vergütungsstudien

Eine weitere Herausforderung bei länderübergreifenden Studien sind schwankende Währungskurse. In Kapitel 6.5.1 habe ich bereits einige Probleme hinsichtlich der

⁴⁶⁸ Rapp / Wolff (2010, S. 1095) vermuten, dass die Gehaltunterschiede den negativen Einfluss der Vorstandsgröße auf die Vergütungshöhe in ihrer Studie teilweise erklären.

⁴⁶⁹ Vgl. Mehran (1995), Fernandes et al. (2013), Acrey / McCumber / Nguyen (2011), Hüttenbrink (2012).

⁴⁷⁰ Die Unternehmen der Finanzbranche bspw. haben in den in dieser Studie untersuchten Unternehmen im Durchschnitt und Median eine größere Anzahl von Executive Directors bzw. Vorstandsmitgliedern als die Unternehmen anderer Branchengruppen. Die Unternehmensgröße könnte dabei einen Einfluss auf die Anzahl der Executive Directors haben, jedoch sind die Unternehmen der Finanzbranche dieses Samples gemessen an der Marktkapitalisierung kleiner als die Unternehmen der Energieversorgungsbranche, etwa genauso groß wie die Unternehmen der Branchengruppe „Mining and Manufacturing“ und lediglich größer als die Unternehmen der sonstigen Branchen.

Währungsumrechnung diskutiert⁴⁷¹. Grundsätzlich werden Vergleiche zwischen den Vergütungen einzelner Länder durch Schwankungen der Währungskurse verzerrt, sofern absolute Werte in den Vergleich einfließen und nicht bloß Vergütungsstrukturen. Für die Umrechnung der Vergütungen in den britischen Unternehmen des FTSE 100 von britischen Pfund in Euro tritt dieser Effekt vor allem zwischen 2007 und 2008 auf. Die Verwendung des Durchschnittskurses des jeweiligen Jahres führt daher dazu, dass die CEO-Vergütung in den britischen Unternehmen, gemessen in Euro, über die Jahre gesunken ist. In britischen Pfund gemessen ist sie dagegen gestiegen. Ein Vergleich der Höhe der Vorstandsvergütungen zwischen Deutschland und Großbritannien würde also eine Annäherung der Vergütungshöhe im Laufe der Jahre zeigen. Dies sollte nicht fehlinterpretiert werden, sondern dieser Effekt sollte beachtet werden, wenn eine Aussage zur Höhe der Vorstandsvergütung in unterschiedlichen Ländern getroffen wird.

Aber bereits die Wahl des Umrechnungskurses für das einzelne Jahr beeinflusst Ländervergleiche. Größere Währungskursschwankungen innerhalb eines Jahres sind problematisch. Ist der Kurs zum Zeitpunkt der Festlegung der Gehälter, der Zielboni und der zu gewährenden Aktien und Optionen relevant oder der Kurs zum Zeitpunkt der Zahlung bzw. Gewährung der aktienkursbasierten Komponenten? Wenn auf den Zeitpunkt der Zahlung bzw. der Gewährung der Aktien und Optionen abgestellt wird, dann ist der Durchschnittskurs sicherlich gut geeignet für die Umrechnung des Grundgehalts, da es normalerweise über das Jahr verteilt gezahlt wird. Der Bonus wird aber in der Regel erst nach Bestimmung der Zielerreichung gezahlt, also im ersten oder zweiten Quartal des Folgejahres seiner Erdiening. Und die aktienkursbasierten Komponenten werden irgendwann im betrachteten Jahr, tendenziell in der ersten Hälfte des Jahres, gewährt.

Der Jahresdurchschnittskurs nivelliert zwar Schwankungen insofern, dass keine Extremwerte des Währungskurses innerhalb eines einzelnen Jahres verwendet werden. Der Durchschnittskurs eines einzelnen Jahres kann aber sehr wohl relativ niedrig oder hoch im Vergleich zu den Durchschnittskursen anderer Jahre sein. Studien sollten daher meines Erachtens in Fällen schwankender Kurse getrennte Ländersamples verwenden. Ich möchte dies mit einem kleinen Beispiel illustrieren: Nehmen wir an, dass die Performanceabhängigkeit der Vergütung in Unternehmen unterschiedlicher Länder untersucht und einander gegenüber gestellt werden soll. In einem gegebenen Jahr sei die Performance aller Unternehmen im Sample relativ schlecht und die Landeswährung eines Landes habe im

⁴⁷¹ Vgl. meine Anmerkungen zu den Ergebnissen der Ländervergleiche in Kaplan (1994) und Schwalbach (1999) und dem Einfluss der Währungskursumrechnung in Kapitel 6.5.1.

selben Jahr einen relativ zur verwendeten Währung der Studie geringen Wert. In dem Fall sinkt, *ceteris paribus*, die Vergütung in den Unternehmen dieses einen Landes, gemessen in der Währung der Studie, stärker als bei den Unternehmen in den anderen Ländern rein aufgrund des Wahrungseffektes. Man könnte daraus den falschen Schluss ziehen, dass die Performanceabhängigkeit höher wäre. In solch einem Fall könnte ein Durchschnittskurs über mehrere betrachtete Jahre hinweg eventuell zu weniger Verzerrungen führen.

8. Zusammenfassung und Ausblick

Im Rahmen dieser Arbeit habe ich systematisch die Ausgestaltung der Komponenten der Vorstandsvergütung sowie deren Höhe und Anteil an der Gesamtvergütung in Deutschland, Österreich, Frankreich und Großbritannien beschrieben. Hierfür habe ich in Kapitel 3 die Offenlegungspflichten zur Vorstandsvergütung in den vier Ländern zusammengefasst, da sie die Basis für empirische Untersuchungen zur Managervergütung bilden, die nicht auf unternehmensinterne Vergütungsdaten zurückgreifen können. In Kapitel 4 habe ich einen umfangreichen Überblick über die Literatur zur Managervergütung und die durch einzelne Komponenten der Vergütung oder deren Kombination gesetzten Anreize gegeben. Welcher Anreiz gesetzt wird, hängt dabei sowohl von den spezifischen Rahmenbedingungen des Unternehmens und den – teilweise nicht beobachtbaren – Eigenschaften des jeweiligen Managers ab als auch von der spezifischen Ausgestaltung der einzelnen Vergütungskomponenten und vor allem ihrem Zusammenspiel, also dem Vergütungssystem als Ganzes.

Ich habe in den Kapiteln 5 und 6 die einzelnen Vergütungskomponenten in mehreren Länderstichproben detailliert beschrieben. Dabei habe ich soweit möglich alle Vergütungskomponenten in die Analyse einbezogen. Die genaue Betrachtung der **aktienbasierten Vergütung** hat gezeigt, dass in der Mehrheit der Aktien- und Optionspläne performanceabhängige **Vesting-Bedingungen** implementiert sind. Die Untersuchung dieser Vesting-Bedingungen für die britischen Unternehmen in Kapitel 5 hat offengelegt, dass diese Performancebedingungen zumindest im Durchschnitt bindend sind, da viele der gewährten Aktien und Optionen aufgrund der Nichterreichung der Mindest- oder Maximalperformance verfallen. Entsprechend sind diese Vesting-Bedingungen bei der Bewertung der aktienkursbasierten Komponenten zu beachten. Da dies aufgrund bestimmter Bewertungsvorgaben bei den in den Vergütungsberichten der Unternehmen angegebenen Zeitwerten nicht immer der Fall ist, habe ich pauschale Bewertungsansätze für Aktien mit relativen marktbasierenden und nicht-marktbasierenden Performancebedingungen hergeleitet und diskutiert. Die **Datenlage zu den Pensionszusagen** ist in den untersuchten Jahren noch nicht ausreichend für eine genaue Bewertung, da viele Unternehmen insbesondere in Frankreich und Österreich, aber teilweise auch in Deutschland nur begrenzt Informationen offenlegen. Zudem erfolgt in Deutschland keine einheitliche Offenlegung, wodurch ein Vergleich erschwert wird, selbst wenn Bewertungen im Vergütungsbericht angegeben werden. Dies wird mit den Regelungen des VorstAG und den Empfehlungen des neuen DCGK von 2013 besser werden, wie in Kapitel 7.3 beschrieben.

Die **Höhe der Vergütung** (exklusive Pensionen und Einmalzahlungen) der CEOs und Vorstandsvorsitzenden ist in den untersuchten Unternehmen im Durchschnitt der vier Jahre hinweg in Großbritannien höher als in Deutschland und Frankreich. Dies liegt im Wesentlichen an den sehr hohen Aktien- und Optionspaketen. Diese haben insbesondere in Großbritannien, aber auch in Frankreich, eine weitaus höhere Bedeutung als in Deutschland oder Österreich. Die Betrachtung der Leistungen zur Altersversorgung in den deutschen und britischen Unternehmen deutet auf eine Verringerung des Unterschieds in der CEO-Vergütung zwischen den Unternehmen beider Länder hin, wenn auch diese Vergütungskomponenten einbezogen werden. Auch fielen in den Jahren 2006 bis 2009 in den deutschen Unternehmen häufiger Abfindungszahlungen an als in den britischen Unternehmen. Studien zur Vorstandsvergütung sollten daher diese Komponenten berücksichtigen, um Verzerrungen der Ergebnisse zur Höhe und Performanceabhängigkeit der Vergütung zu vermeiden.

Die Ergebnisse der deskriptiven Studie zeigen zudem, dass es hinsichtlich der **Gewichtung der einzelnen Vergütungskomponenten und auch deren Ausgestaltung** sowohl innerhalb der einzelnen Länder-Samples als auch zwischen den Ländern eine teilweise große Variation gibt. Dies betrifft zum einen die Ausgestaltung der Boni wie auch die bereits erwähnte Ausgestaltung der aktienbasierten Vergütungskomponenten. Zum anderen gibt es Unterschiede bei den Zusagen zu Altersversorgungsleistungen und Abfindungsvereinbarungen. Diese Variation wird in vielen empirischen Studien nicht erfasst, in denen bspw. Komponenten wie Pensionszusagen aufgrund der teilweise schlechten Datenlage nicht inkludiert sind, Aktien und Optionen unabhängig von eventuell implementierten Performancebedingungen bewertet werden oder die Bemessungsgrundlagen von Boni nicht betrachtet werden. Dabei kann eine abweichende Bewertung gewährter Aktien und Optionen aufgrund der Bedeutung dieser Vergütungskomponente zu großen Differenzen in der Höhe der Vergütung sowie ihrer Anreizintensität führen. Auch konnte ich zeigen, dass die oft vernachlässigten Pensionszusagen teilweise einen großen Anteil an den Vergütungspaketen haben und die aus Abfindungsvereinbarungen resultierenden Abfindungszahlungen nicht selten einen bedeutenden Mehraufwand relativ zur regulären Vergütung bedeuten. Die Konsequenzen einer Nicht-Berücksichtigung dieser Tatsachen für empirische Studien habe ich in Kapitel 7 diskutiert, nebst einigen Anmerkungen zu den Verzerrungen aufgrund der Verwendung einer Durchschnittsvergütung und den Gefahren einer Fehlinterpretation der Höhe der Vergütung im Ländervergleich aufgrund von Währungskursschwankungen.

Die Befunde aus der Vergütungspraxis geben Anlass zu einigen **Fragestellungen hinsichtlich der Anreizwirkung** spezifischer Ausgestaltungsformen **der Vergütungskomponenten** und ihrer Bedeutung in einem optimalen Vergütungssystem. Insbesondere die stärkere Implementierung mehrjähriger Performanceperioden und mehrjähriger Bemessungsgrundlagen erfordert eine mehrperiodische Analyse im Kontext des gesamten Vergütungssystems. Um langfristige Anreize zu setzen, die ein Alignment der Managerziele mit denen der Anteilseigner induzieren, werden Aktien und Optionen gewährt. Gewinnbasierte Größen oder nicht-finanzielle Kennzahlen messen oftmals direkter die Performance des Managers, da sie stärker vom Manager beeinflussbar sind. Entsprechend werden Boni gewährt, die auch zu einer regelmäßigeren Zahlung an den Manager führen. Beide Komponenten werden immer stärker miteinander verknüpft.

Dies geschieht bspw. durch **Deferred Shares**, indem ein Teil des Bonus nicht sofort ausgezahlt wird, sondern der Gegenwert in Form von Restricted Stock ausgegeben wird. Damit wird die Stärke der neu gesetzten Anreize an die vergangene Performance geknüpft. In der Folge werden nach schlechter Performance des Vorjahres weniger neue Anreize gesetzt. Andererseits steigen dadurch ex ante die Anreize aus den jeweiligen Bonusbemessungsgrundlagen, also auch eventuell kurzfristiger Größen. Je nachdem, welches Gewicht die Deferred Shares in der Zielvergütung vor allem im Vergleich zu sonstigen langfristigen Anreizen haben, könnte der Anreiz zur kurzfristigen Gewinnoptimierung für das folgende Jahr entsprechend steigen, wenn die Bonusperformance eines Jahres schlecht war und nur wenige neue Aktien gewährt wurden. Auch der zugrunde liegende Bonus sollte in solch einem Fall daher einen Mehrjahresbezug haben, wenn die Vergütung auf eine nachhaltige Wertentwicklung ausgerichtet sein soll, allein die Verknüpfung eines Einjahresbonus mit Deferred Shares ist nicht ausreichend für nachhaltige Anreize. Rein aus Anreizgesichtspunkten muss die Implementierung von Deferred Boni letztlich nicht unbedingt besser sein als eine von Vorneherein andere Gewichtung der Vergütungskomponenten. Für die Forschung bleibt die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen solch eine Regelung „besser“ ist als ein grundsätzlich geringeres Gewicht des Bonus und höhere Gewährungen von Aktien und Optionen. Hierbei spielen die gewählten Bonusbemessungsgrundlagen eine Rolle, da diese nicht immer und nicht ausschließlich einjahresbezogene finanzielle Kennzahlen sind. Außerdem wird das Ergebnis von steuerlichen Aspekten und nicht allein von Anreizmotiven abhängen.

Oder ist die Implementierung von Deferred Shares allein den Forderungen aus Politik und Gesellschaft geschuldet, die Höhe des sofort ausgezahlten Bonus zu begrenzen? Führt die Begrenzung der sofortigen Auszahlung möglicherweise auch zu aus gesamtgesellschaftlicher Sicht besseren (oder kontraproduktiven) Anreizen?⁴⁷² Da die Manager auf eine sofortige Auszahlung verzichten und die Höhe der späteren Auszahlung zudem risikobehaftet ist, könnten die Vergütungen – aus der Bewertungssicht der Aktionäre – insgesamt steigen, um diesen Wertverlust aus Sicht des Managers zu kompensieren⁴⁷³. Andererseits kann es auch sein, dass der gesellschaftliche und politische Druck ausreicht, um über solch eine Modifikation der Vergütungssysteme auch eine Senkung der Vergütungen zu erreichen und damit der Diskussion um ausufernde Managergehälter zu begegnen.

Eine andere Form der Verknüpfung marktbasierter und **nicht marktbasierter** Performancegrößen geschieht in Form der auf verschiedenste Art und Weise implementierten **Performance Shares**. Bei diesen hängt das Vesting oft von der Performance von Gewinngrößen ab. Die verwendeten Kennzahlen sollen dazu dienen, dass die Manager nur für eine auch aus Unternehmenssicht solide Wertentwicklung eine Belohnung aus der Aktienkursentwicklung erhalten, Windfall-Profits aus einer allgemeinen Marktentwicklung heraus sollen vermieden werden. Da wie bei den Boni zumeist ein nicht stetiger Verlauf der Vesting-Funktion mit Threshold und Cap implementiert ist, kann es Anreize zu Earnings Management um die beiden Grenzwerte herum geben. Darüber hinaus gehen die Anreize sowohl bzgl. der Bemessungsgrundlagen der Vesting-Bedingungen als auch aus dem Aktienkurs verloren, wenn die Performancehürde nicht mehr erreichbar scheint. Daraus ergeben sich Fragen hinsichtlich der Optimalität solcher Vesting-Schedules. Möglicherweise kann den Nachteilen der nicht stetigen Vesting-Funktion durch Anpassung anderer Regelungen begegnet werden. Denkbar wäre eine frühzeitig höhere Beteiligung am Unternehmen zur Reduzierung der Anreize zum Earnings Management. Auch wäre es möglich, dass solche Performance Shares ex ante eine höhere Anreizeffizienz als Restricted Stock oder normale Optionen haben und damit die Nachteile überkompensieren. In Kapitel 7.2 habe ich bereits kurz diskutiert, dass die Anreizintensität hinsichtlich sowohl einer Aktienkurssteigerung als auch der Erreichung der nicht marktbasierten Ziele von der

⁴⁷² Die Suche nach einem optimalen Vergütungsvertrag bzw. einem optimalen Corporate-Governance-System, müsste dafür also nicht nur unternehmensinterne Stakeholder wie Manager, Anteilseigner und das Aufsichtsorgan berücksichtigen, sondern auch gesellschaftspolitische Ziele oder volkswirtschaftliche Erwägungen abbilden, was schwierig sein dürfte.

⁴⁷³ Eine solche Kompensation könnte auch in Folge der Einführung von Bonus-Malus-Regelungen oder des Aufschiebens der Zahlung der Barvergütung auftreten.

Korrelation der unterschiedlichen Performancemaße abhängt⁴⁷⁴. Obwohl diese Ausgestaltungsformen von Performance Shares in der Praxis eine große Bedeutung haben, sind deren Anreizwirkungen in der Literatur noch nicht ausreichend untersucht. Es gilt die Frage zu beantworten, ob solche Vergütungsformen Teil eines optimalen Vertrags sind. Denn wahrscheinlich sind sie auch teurer, da der Manager für das höhere Risiko, das diesen Komponenten innewohnt, kompensiert werden muss. Oder ist das übertragene Risiko aufgrund der nicht marktbasieren, und daher stärker vom Manager beeinflussbaren Bemessungsgrundlagen in den Vesting-Bedingungen nicht so groß? Es ist auch möglich, dass die Vergütung eventuell höher ist als aus Anreizgesichtspunkten notwendig und dass die Performance Shares als Mittel für eine verdeckte Erhöhung der Vergütung benutzt werden.⁴⁷⁵

Darüber hinaus werfen diese Bemessungsgrundlagen die Frage auf, welchen Einfluss eine solche Ausgestaltung der Performance Shares auf die Nachhaltigkeit der Vergütung hat. Zwar wird in den überwiegenden Fällen die Performance über einen 3-Jahreszeitraum gemessen. Der bereits angesprochene nicht-stetige Verlauf der Vesting-Funktion könnte jedoch trotzdem ungewollte Anreize setzen. Wenn die Wahrscheinlichkeit sinkt, die Gewinn-Hürde zu erreichen, könnte eine kurzfristige Gewinnmaximierung an Gewicht in der Anreizfunktion des Managers gewinnen. Der Manager könnte versuchen, die Unverfallbarkeit der bereits gewährten, aber noch nicht unverfallbaren Aktien zu sichern. Auch wenn der Aktienkurs dadurch sinken sollte, so wird er eine positive Anzahl Aktien mit einem geringeren Wert der Alternative vorziehen, dass alle Aktien verfallen⁴⁷⁶. Dies wird er umso eher tun, je geringer der Wert der Aktien und Optionen in seinem Portfolio ist, die bereits unverfallbar geworden sind. Das könnte für CEOs zutreffen, die erst kurz im Unternehmen sind. Die Gewährung von Restricted Stock bei Antritt des Vorstandspostens, oft aus Gründen der Retention gewährt, könnte dieses Problem beheben.

Auch hinsichtlich der **Performance Shares mit relativen marktbasieren Vesting-Bedingungen** ergeben sich weitere Fragestellungen, die in Kapitel 7.2 bereits andiskutiert wurden. Sind diese Vereinbarungen effizienter als indexierte Optionen oder sind sie bloß aus Forderungen von Stakeholdern entstanden, wie bspw. die ABI in Großbritannien, die eine

⁴⁷⁴ Vgl. auch Cuny / Jorion (1995) zum Einfluss der Korrelation auf die Bewertung von Optionen mit nicht-marktbasierten Hürden.

⁴⁷⁵ Vgl. Buck / Bruce / Main / Udueni (2003).

⁴⁷⁶ Dies könnte die Anreize zumindest für Accounting Earnings Management erhöhen. Kuang (2008) findet dementsprechend, dass Performance-Share-Pläne Anreize zu höherem Accounting Earnings Management setzen.

Auszahlung erst ab Median-Performance fordert⁴⁷⁷? Im Gegensatz zu indexierten Optionen wurde die Anreizeffizienz der in dieser Studie beschriebenen Formen von Performance Shares in der Literatur noch nicht näher untersucht. Wie bereits angesprochen dürfte ein wesentlicher Vorteil der indexierten Option, nämlich die Neutralisierung des Marktrisikos, bei den typischen Performance Shares nicht erreicht werden. Zum einen liegt das am nicht-stetigen Verlauf des Vesting-Schedules, zum anderen aber auch an der Auswahl der Benchmark-Unternehmen, die in vielen Fällen nur aus wenigen Wettbewerbern und nicht aus einem größeren Marktindex besteht. Aufgrund des nichtstetigen Verlaufs der üblichen Vesting-Schedules könnte die Restlaufzeit, analog zu den Anreizen von Cap und Threshold in Bonusfunktionen⁴⁷⁸, einen stärkeren Einfluss auf die Anreize aus dem Portfolio bereits gewährter, aber noch nicht endgültig übertragener Aktien und Optionen haben⁴⁷⁹ als bei indexierten Optionen. Denn unterhalb der Median-Performance verfallen in der Regel alle gewährten Aktien und Optionen, bei Erreichen der Performancehürde werden in einem typischen Plan 35% der Aktien ausübbar. Bei einer bisherigen Performance weit unterhalb der Hürde könnten die Anreize zur Wertschaffung noch geringer, bei einer Performance kurz unter der Performancehürde dagegen höher sein als bei einer indexierten Option. Ähnliche Effekte könnte es um die relative Performance herum geben, die für das Vesting der maximalen Anzahl der Performance Shares gefordert wird. Die Risikoanreize dürften um die Threshold-Performance herum dagegen abnehmen, da der Manager eher geneigt sein wird, das erreichte Niveau abzusichern⁴⁸⁰. Sind die tatsächlich implementierten Performance Shares also effizienter als indexierte Optionen oder sind sie den Erfordernissen der Überschreitung einer Median-Performance geschuldet?

Nicht zuletzt gibt es Unterschiede dabei, wie die Vorstände und Executive Directors ihren Anteilsbesitz aufbauen. **Mindestbeteiligungsregelungen** liegen in vielen Unternehmen vor. Sie unterscheiden sich hinsichtlich des Umfangs, oft gemessen im Verhältnis zum Grundgehalt, aber auch in der Art und Weise, wie die Mindestbeteiligung aufgebaut wird. Oft wird – sei es als Teil der Mindestbeteiligung oder davon unabhängig – das Investment in Aktien des Unternehmens mit den implementierten Aktien- und Optionsplänen verbunden. So ist bei sogenannten Stock-Matching-Plänen oder ähnlich benannten Varianten die Gewährung von Aktien daran gebunden, dass zu Beginn der Planlaufzeit ein **Eigeninvestment** in eine

⁴⁷⁷ Vgl. Kapitel 3.5.

⁴⁷⁸ Vgl. Kapitel 4.2.1.1. Vgl. auch die Diskussion in Buck / Bruce / Main / Udueni (2003, S. 1713).

⁴⁷⁹ Diese Effekte sind voraussichtlich umso geringer, je höher der Wert endgültig übertragener Aktien und Optionen und je höher der Wert weiterer Performance Shares mit anderen Restlaufzeiten im Portfolio des Managers ist.

⁴⁸⁰ Vgl. die Diskussion zu den Risikoanreizen weit im Geld befindlicher Optionen in Kapitel 4.2.2.

bestimmte Anzahl von Aktien erfolgt und diese auch bis zum Ende der Planlaufzeit gehalten werden. Eine andere Variante besteht darin, dass Gewinne aus der Ausübung von Optionen zumindest teilweise in Aktien reinvestiert werden müssen bzw. ein Teil der gewährten Aktien nach Ablauf der Sperrfrist noch einer **Haltefrist** unterliegen. Eine Investition in Aktien als Bedingung für die Gewährung weiterer Optionen erfordert zwar, dass der Manager bereits zu Beginn mit einem größeren Betrag am spezifischen Unternehmensrisiko beteiligt ist. Entsprechend wird der Risikoabschlag auf die gewährten Aktien aus seiner Sicht größer sein. Eine längere Haltefrist gewährter Aktien dagegen erhöht die Dauer seines Investments in das spezifische Unternehmensrisiko. Ein Informationsvorsprung hinsichtlich der unternehmensspezifischen Chancen und Risiken, die den Wert der gewährten Aktien aus der Sicht des Managers erhöhen, wird bei einer sehr langen Sperr- und Haltefrist weniger Einfluss auf die Bewertung dieser dem spezifischen Risiko ausgesetzten Beteiligung durch den Manager haben. Aus welchen Gründen entscheiden sich Unternehmen für die eine oder andere Variante bzw. unter welchen Voraussetzungen dominiert eine der Varianten die andere eventuell als Teil einer optimalen Vergütung?

Viele der angesprochenen Fragestellungen ergeben sich aus der hohen Komplexität der Vergütungssysteme. Ein Teil der Komplexität mag in Folge der Forderungen von Aktionärs- und Investorenvertretern (bspw. die ABI in Großbritannien zu Vesting-Schedules), aus Corporate Governance Kodizes und gesetzlichen Vorgaben (bspw. das VorstAG und die InstitutsVergV in Deutschland) entstanden sein. Diese Vorgaben haben zum Ziel, das System der Corporate Governance zu verbessern und exzessive Managervergütung und Fehlanreize in der Vergütung aus der Sicht der Aktionäre aber auch der Gesellschaft zu verhindern. So wurde – überspitzt ausgedrückt – in vielen Unternehmen aus einem relativ einfachen Vergütungssystem, bestehend aus einem Grundgehalt, einem Jahresbonus und der Gewährung von Aktien oder Optionen, ein Vergütungssystem mit an verschiedenste finanzielle und nicht-finanzielle Kennzahlen geknüpften Jahres- und Mehrjahresboni, mit Bonusbanken, Claw-Back-Klauseln und Deferred Shares und der zusätzlichen Gewährung von Aktien, deren Ausübbarkeit an weitere Performanceziele geknüpft ist⁴⁸¹. Auch in der Vergangenheit waren viele Vergütungssysteme wahrscheinlich komplexer, als es kurze und knappe Vergütungsberichte vermuten ließen. Die Komplexität der Vergütungssysteme tritt in diesen Fällen erst mit einer erhöhten Verpflichtung zur Offenlegung zutage. Aber ungeachtet der guten Gründe für die Forderungen nach Begrenzungen der Vergütungen, stärkerer

⁴⁸¹ Die Vergütungssysteme der deutschen Unternehmen in 2012 beinhalten wesentlich häufiger als noch in 2009 entsprechende Regelungen.

Performanceabhängigkeit durch zusätzliche Vesting-Bedingungen und Bonus-Malus-Regelungen sowie Mehrjahresbezüge in den Bonusvereinbarungen, stellt sich mir auch die Frage, ob die Ziele mit diesen Forderungen alle erreicht werden. In einer zu hohen Komplexität der Vergütung liegt auch eine Gefahr. Denn die Anreizwirkungen vieler Vergütungskomponenten sind meines Erachtens noch nicht ausreichend untersucht. Ein Verständnis der Vergütungssysteme wird zwar zum einen durch die inzwischen klareren und umfangreicheren Darstellungen erleichtert, zum anderen aufgrund des hohen Umfangs und der Vielzahl der einzelnen Komponenten aber erschwert. Eine hohe Komplexität bringt zudem neue Möglichkeiten für ein opportunistisches Verhalten der Manager bspw. bei der Auswahl „geeigneter“ Vergleichsgruppen für die relative Performancemessung oder bei der Definition der Performanceziele für die Vesting-Bedingungen mit sich. Nicht zuletzt ist fraglich, ob ein Vergütungssystem noch die gewünschten Anreize setzt, wenn die Auswirkungen der Managerentscheidungen auf die Vergütung aufgrund der hohen Komplexität und langen Frist bis zur Realisierung der Vergütung nicht eindeutig und somit möglicherweise dem Manager selbst nicht mehr klar sind.

Anhang

Tabelle 33: Vesting der Aktienoptionspläne der FTSE-100-Unternehmen

Optionsprogramme mit Performancebedingungen	Nur relative BMG	Nur absolute BMG	Kombination rel./abs. BMG	Summe
Gewährung in 2005				
Anzahl Optionsprogramme	3 (15%)	17 (85%)	0 (0%)	20
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	2 (11%)	17 (89%)	0 (0%)	19
Anteil 100% Vesting-Quote	50,0%	82,4%	n/a	78,9%
Anteil teilweises Vesting	50,0%	17,6%	n/a	21,1%
Anteil 0% Vesting	0,0%	0,0%	n/a	0,0%
Durchschnittl. Vesting-Quote	90,0%	88,7%	n/a	94,1%
Gewährung in 2006				
Anzahl Optionsprogramme	4 (15%)	21 (81%)	1 (4%)	26
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	3 (14%)	19 (86%)	0 (0%)	22
Anteil 100% Vesting-Quote	0,0%	68,4%	n/a	59,1%
Anteil teilweises Vesting	33,3%	21,1%	n/a	22,7%
Anteil 0% Vesting	66,7%	10,5%	n/a	18,2%
Durchschnittl. Vesting-Quote	33,0%	81,2%	n/a	74,6%
Gewährung in 2007				
Anzahl Optionsprogramme	3 (14%)	18 (82%)	1 (5%)	22
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	3 (16%)	16 (84%)	0 (0%)	19
Anteil 100% Vesting-Quote	0,0%	50,0%	n/a	42,1%
Anteil teilweises Vesting	33,3%	18,8%	n/a	21,1%
Anteil 0% Vesting	66,7%	31,3%	n/a	36,8%
Durchschnittl. Vesting-Quote	28,0%	61,1%	n/a	55,9%
Gewährung in 2008				
Anzahl Optionsprogramme	3 (14%)	17 (81%)	1 (5%)	21
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	2 (13%)	13 (87%)	0 (0%)	15
Anteil 100% Vesting-Quote	0,0%	46,2%	n/a	40,0%
Anteil teilweises Vesting	50,0%	7,7%	n/a	13,3%
Anteil 0% Vesting	50,0%	46,2%	n/a	46,7%
Durchschnittl. Vesting-Quote	44,0%	48,2%	n/a	47,7%
Gewährung 2005-2008				
Anzahl Optionsprogramme	13 (15%)	73 (82%)	3 (3%)	89
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	10 (13%)	65 (87%)	0 (0%)	75
Anteil 100% Vesting-Quote	10,0%	63,1%	n/a	56,0%
Anteil teilweises Vesting	40,0%	16,9%	n/a	20,0%
Anteil 0% Vesting	50,0%	20,0%	n/a	24,0%
Durchschnittl. Vesting-Quote	45,1%	71,6%	n/a	74,7%

Datenbasis: Tatsächliche Vesting-Quoten der in den Geschäftsjahren 2005 bis 2008 an die Executive Directors der untersuchten Unternehmen des FTSE 100 gewährten Aktienoptionen mit performanceabhängigen Vesting-Bedingungen. Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen.

Tabelle 34: Vesting der Aktien- und Aktienoptionspläne der FTSE-100-Unternehmen

Aktien-/Optionsprogramme mit Performancebedingungen	Nur relative BMG	Nur absolute BMG	Kombination rel./abs. BMG	Summe
Gewährung in 2005				
Anzahl Programme	38 (40%)	39 (41%)	18 (19%)	95
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	37 (39%)	39 (41%)	18 (19%)	94
Anteil 100% Vesting-Quote	24,3%	82,1%	33,3%	50,0%
Anteil teilweises Vesting	56,8%	15,4%	55,6%	39,4%
Anteil 0% Vesting	18,9%	2,6%	11,1%	10,6%
Durchschnittl. Vesting-Quote	54,4%	91,6%	66,8%	76,5%
Gewährung in 2006				
Anzahl Programme	44 (35%)	44 (35%)	38 (30%)	126
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	40 (34%)	41 (35%)	35 (30%)	116
Anteil 100% Vesting-Quote	15,0%	63,4%	34,3%	37,9%
Anteil teilweises Vesting	37,5%	26,8%	60,0%	40,5%
Anteil 0% Vesting	47,5%	9,8%	5,7%	21,6%
Durchschnittl. Vesting-Quote	39,4%	82,0%	74,5%	65,0%
Gewährung in 2007				
Anzahl Programme	38 (29%)	50 (38%)	45 (34%)	133
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	34 (28%)	47 (38%)	42 (34%)	123
Anteil 100% Vesting-Quote	8,8%	48,9%	26,2%	30,1%
Anteil teilweises Vesting	50,0%	21,3%	59,5%	42,3%
Anteil 0% Vesting	41,2%	29,8%	14,3%	27,6%
Durchschnittl. Vesting-Quote	38,2%	60,6%	60,5%	54,4%
Gewährung in 2008				
Anzahl Programme	33 (25%)	49 (37%)	51 (38%)	133
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	26 (25%)	38 (36%)	42 (40%)	106
Anteil 100% Vesting-Quote	15,4%	47,4%	16,7%	27,4%
Anteil teilweises Vesting	42,3%	13,2%	66,7%	41,5%
Anteil 0% Vesting	42,3%	39,5%	16,7%	31,1%
Durchschnittl. Vesting-Quote	39,8%	56,8%	53,8%	51,4%
Gewährung 2005-2008				
Anzahl Programme	153 (31%)	182 (37%)	152 (31%)	487
<i>davon mit Angaben zum Vesting</i>	137 (31%)	165 (38%)	137 (31%)	439
Anteil 100% Vesting-Quote	16,1%	60,0%	26,3%	35,8%
Anteil teilweises Vesting	46,7%	19,4%	61,3%	41,0%
Anteil 0% Vesting	37,2%	20,6%	12,4%	23,2%
Durchschnittl. Vesting-Quote	43,2%	72,4%	62,8%	61,2%

Datenbasis: Tatsächliche Vesting-Quoten der in den Geschäftsjahren 2005 bis 2008 an die Executive Directors der untersuchten Unternehmen des FTSE 100 gewährten Aktienoptionen mit performanceabhängigen Vesting-Bedingungen. Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen.

Tabelle 35: Datenbasis zur durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorstände in Deutschland - 5 höchste/niedrigste Ausprägungen

	2006 (n = 77)		2007 (n = 79)		2008 (n = 78)		2009 (n = 77)	
Durchschnittliche Gesamtvergütung des Vorstands (Tsd. €), inflationsbereinigt (Basisjahr 2006)								
Deutsche Bank	7.050	Deutsche Bank	7.382	Siemens	3.917	Deutsche Bank	5.287	
SAP	5.429	Merck	4.565	Linde	3.521	SAP	4.228	
Puma	5.002	Daimler	4.162	E.ON	3.495	Volkswagen	3.556	
Heidelberg Cement	4.020	Heidelberg Cement	4.146	Volkswagen	3.402	RWE	3.438	
Allianz	3.745	Siemens	4.143	RWE	3.315	Siemens	3.259	
·		·		·		·		
Rational	652	GAGFAH	726	Erling Klinger	473	Krones	482	
Aurubis	609	Premiere	717	Heidelberger Druck	467	HHLA	470	
Hannover Rück	596	HHLA	569	Deutsche Euroshop	426	BAUER	433	
BAUER	389	Deutsche Euroshop	385	BAUER	398	Deutsche Euroshop	424	
Deutsche Euroshop	340	BAUER	349	Leoni	259	KUKA	415	
Marktkapitalisierung des Unternehmens (Mio. €), inflationsbereinigt (Basisjahr 2006)								
E.ON	68.130	E.ON	89.935	Volkswagen	95.385	E.ON	52.669	
Allianz	66.508	Siemens	86.044	Siemens	54.442	Siemens	52.439	
Siemens	61.316	Daimler	65.642	E.ON	50.862	Bayer	44.121	
Deutsche Telekom	60.549	Allianz	65.003	Deutsche Telekom	44.583	Deutsche Telekom	42.802	
Deutsche Bank	50.653	Deutsche Telekom	64.070	Allianz	32.230	BASF	38.147	
·		·		·		·		
Vossloh	836	Gildemeister	788	Pfleiderer	315	Praktiker	423	
Aurubis	705	Deutsche Euroshop	785	KUKA	314	Heidelberger Druck	394	
BAUER	562	Pfleiderer	709	Deutz	278	Deutz	387	
KUKA	515	Demag Cranes	684	Heidelberger Druck	274	KUKA	313	
Gildemeister	414	KUKA	678	Aareal Bank	238	Pfleiderer	289	
Anzahl Mitarbeiter des Unternehmens								
Deutsche Post	520.112	Deutsche Post	536.350	Deutsche Post	512.536	Deutsche Post	451.515	
Siemens	475.000	Siemens	386.200	Siemens	420.800	Siemens	405.000	
Daimler	360.385	Volkswagen	329.305	Volkswagen	357.207	Volkswagen	368.500	
Volkswagen	324.875	Metro	291.836	Metro	301.462	Metro	296.292	
Metro	274.259	Daimler	272.382	Daimler	273.216	Deutsche Telekom	259.920	
·		·		·		·		
GAGFAH	1.410	GAGFAH	1.401	GAGFAH	1.441	GAGFAH	1.518	
Premiere	1.168	Premiere	1.148	Rational	1.117	Premiere	1.244	
Rational	901	Rational	1.008	Premiere	1.091	Rational	993	
IVG	832	IVG	697	IVG	728	IVG	654	
Deutsche Euroshop	4	Deutsche Euroshop	4	Deutsche Euroshop	4	Deutsche Euroshop	4	

Tabelle 36: Entwicklung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Deutschland in den Jahren 2006 bis 2009

Jahr	2006			2007			2008			2009		
	74			74			74			74		
Anzahl Unternehmen	Mittelwert	Median		Mittelwert	Median		Mittelwert	Median		Mittelwert	Median	
Marktkapitalisierung	Mio. €	12.779	4.770	14.717	4.504		8.834	2.400		9.669	3.103	
Mitarbeiter	Anzahl	59.860	19.373	60.762	21.783		62.322	22.405		60.638	20.779	
Gesamtvergütung	Tsd. €	1.859	1.575	1.973	1.705		1.596	1.419		1.544	1.225	
Fixvergütung	Tsd. €	565	523	583	534		586	530		606	565	
	Anteil [%]	36,3%	32,6%	34,9%	30,4%		43,2%	36,8%		46,4%	43,2%	
Grundgehalt	Tsd. €	531	506	544	510		541	514		564	536	
	Anteil [%]	34,3%	30,3%	32,8%	29,4%		40,6%	35,0%		43,5%	41,6%	
Sachbezüge und sonst. Vergütung	Tsd. €	34	20	40	21		46	20		42	24	
	Anteil [%]	2,0%	1,2%	2,1%	1,3%		2,6%	1,7%		2,9%	1,7%	
Variable Barvergütung	Tsd. €	939	780	1.086	902		745	607		662	487	
	Anteil [%]	49,3%	48,4%	51,9%	52,2%		43,0%	45,2%		39,2%	39,6%	
Bonus in bar (Ein-Jahresbezug)	Tsd. €	851	760	950	787		684	531		598	422	
	Anteil [%]	45,4%	44,1%	46,9%	47,4%		41,1%	43,4%		34,5%	36,3%	
Bonus in bar (Mehrjahresbezug)	Tsd. €	87	0	137	0		61	0		63	0	
	Anteil [%]	3,9%	0,0%	5,0%	0,0%		1,9%	0,0%		4,7%	0,0%	
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	356	133	303	126		265	99		276	81	
	Anteil [%]	14,4%	8,4%	13,2%	8,3%		13,8%	8,7%		14,4%	6,1%	
Deferred Shares	Tsd. €	35	0	49	0		15	0		49	0	
	Anteil [%]	0,6%	0,0%	1,0%	0,0%		0,7%	0,0%		1,1%	0,0%	
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	321	104	253	116		250	93		227	39	
	Anteil [%]	13,8%	8,4%	12,2%	8,3%		13,1%	8,7%		13,2%	5,5%	

Anmerkung: Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind die durchschnittlichen Vorstandsvergütungen (inkl. der Vorstandsvorsitzenden) der 74 DAX- und MDAX-Unternehmen, für die in allen vier Jahren vollständige Vergütungsdaten vorliegen.

Tabelle 37: Durchschnittliche Vorstandsvergütung in Deutschland mit und ohne aktienbasierter Vergütung in den Jahren 2006 bis 2009

Jahr	2006		2007		2008		2009		2006-09		
	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	
Keine Gewährung von Aktien und -optionen im jeweiligen Jahr											
Anzahl Unternehmen	29		29		27		30		115		
Marktkapitalisierung	Mio. €	4.519	2.182	7.376	2.692	6.896	1.865	4.537	1.949	5.813	2.183
Mitarbeiter	Anzahl	18.538	11.160	30.733	15.044	37.684	21.127	33.191	16.995	29.931	16.892
Gesamtvergütung	Tsd. €	1.148	1.041	1.595	1.208	1.185	1.070	1.228	998	1.290	1.092
Fixvergütung	Tsd. €	433	386	526	457	509	474	564	486	509	449
	Anteil	43,2%	42,5%	39,9%	37,4%	52,4%	43,7%	53,2%	50,3%	47,2%	43,7%
Variable Barvergütung	Tsd. €	715	725	1.069	839	676	521	664	499	782	677
	Anteil	56,8%	57,5%	60,1%	62,6%	47,6%	56,3%	46,8%	49,7%	52,8%	56,3%
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Anteil	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewährung von Aktien und -optionen im jeweiligen Jahr											
Anzahl Unternehmen	48		50		51		47		196		
Marktkapitalisierung	Mio. €	17.314	8.938	17.955	6.224	9.222	2.263	12.384	3.358	14.190	4.953
Mitarbeiter	Anzahl	83.491	43.805	73.366	37.701	71.016	23.044	74.798	46.095	75.578	38.190
Gesamtvergütung	Tsd. €	2.278	2.170	2.143	1.935	1.778	1.500	1.702	1.302	1.975	1.753
Fixvergütung	Tsd. €	645	587	616	568	619	567	624	585	626	577
	Anteil	32,1%	29,0%	32,5%	29,7%	38,3%	35,5%	42,7%	41,6%	36,4%	34,3%
Variable Barvergütung	Tsd. €	1.075	972	1.041	918	758	608	632	432	878	721
	Anteil	45,0%	44,1%	45,7%	45,3%	40,2%	43,1%	33,4%	34,4%	41,1%	42,4%
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	558	387	486	395	400	357	446	275	472	341
	Anteil	22,9%	25,3%	21,8%	20,4%	21,5%	20,3%	23,9%	22,4%	22,5%	22,4%

Anmerkung: Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind die durchschnittlichen Vorstandsvergütungen (inkl. der Vorstandsvorsitzenden) der 74 DAX- und MDAX-Unternehmen, für die in allen vier Jahren vollständige Vergütungsdaten vorliegen. Die Unternehmen sind aufgeteilt in Unternehmen, die im jeweiligen Jahr dem Vorstand keine aktienbasierte Vergütung gewähren, und Unternehmen, die im jeweiligen Jahr aktienbasierte Vergütung gewähren.

Tabelle 38: Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Deutschland nach Branchengruppen

Branchengruppe	Bau & Produktion		Finanzdienstleist.		Andere Branchen		Energieversorger		Gesamt	
	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median
Anzahl Unternehmensjahre	189		45		69		8		311	
Marktkapitalisierung	Mio. €	9.124	2.608	13.382	4.228	10.135	3.641	53.522	51.765	11.109
Umsatz	Mio. €	14.211	3.803		16.275	4.936		57.991	54.735	
Mitarbeiter	Anzahl	53.904	16.892	30.188	2.632	88.264	33.679	77.350	75.669	58.699
Gesamtvergütung	Tsd. €	1.647	1.412	1.763	1.308	1.718	1.526	3.310	3.321	1.722
Fixvergütung	Tsd. €	573	512	511	500	615	630	939	921	583
	Anteil	40,8%	36,2%	39,1%	38,4%	41,4%	38,8%	28,4%	27,9%	40,4%
Grundgehalt	Tsd. €	533	488	475	474	565	529	898	871	541
	Anteil	38,4%	33,8%	36,4%	33,8%	38,4%	35,0%	27,2%	26,7%	37,8%
Sachbezüge u. sonst. Vergütung	Tsd. €	40	17	36	24	50	29	41	39	42
	Anteil	2,4%	1,3%	2,7%	1,9%	3,0%	2,1%	1,2%	1,2%	2,5%
Variable Barvergütung	Tsd. €	827	680	790	429	834	765	1.577	1.668	842
	Anteil	46,6%	47,6%	38,4%	38,9%	46,7%	49,0%	47,7%	49,7%	45,5%
Bonus in bar (Ein-Jahresbezug)	Tsd. €	727	603	689	429	797	711	1.577	1.668	759
	Anteil	42,3%	43,8%	36,1%	37,2%	43,3%	48,3%	47,7%	49,7%	41,8%
Bonus in bar (Mehrjahresbezug)	Tsd. €	99	0	101	0	36	0	0	0	83
	Anteil	4,2%	0,0%	2,3%	0,0%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	3,7%
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	247	92	462	302	269	64	795	764	297
	Anteil	12,6%	6,0%	22,5%	26,5%	11,9%	3,6%	23,9%	23,3%	14,2%
Deferred Shares	Tsd. €	9	0	201	0	4	0	0	0	35
	Anteil	0,4%	0,0%	3,1%	0,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	238	85	261	167	265	64	795	764	262
	Anteil	12,2%	5,8%	19,4%	19,9%	11,5%	3,6%	23,9%	23,3%	13,4%

Anmerkung: Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind die durchschnittlichen Vorstandsvergütungen (inkl. der Vorstandsvorsitzenden) von 311 Unternehmensjahren aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der DAX- und MDAX-Unternehmen.

Tabelle 39: Entwicklung der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in Deutschland in den Jahren 2006 bis 2009

Jahr	2006			2007			2008			2009		
	Mittelwert	Median	54	Mittelwert	Median	54	Mittelwert	Median	54	Mittelwert	Median	54
Anzahl Unternehmen												
Marktkapitalisierung	Mio. €	6.331	15.682	18.525	8.383	11.313	3.419	12.226	4.933			
Mitarbeiter	Anzahl	32.769	76.678	76.198	34.539	78.515	40.163	76.347	38.239			
Gesamtvergütung	Tsd. €	2.375	3.091	3.305	2.626	2.762	2.454	2.681	2.125			
Fixvergütung	Tsd. €	808	885	915	810	948	855	959	833			
	Anteil [%]	32,8%	34,4%	32,8%	29,2%	40,9%	33,9%	43,5%	39,5%			
Grundgehalt	Tsd. €	795	835	861	773	884	804	905	802			
	Anteil [%]	28,6%	32,5%	31,1%	27,8%	38,7%	31,5%	41,1%	38,0%			
Sachbezüge und sonst. Vergütung	Tsd. €	24	50	54	23	64	25	54	27			
	Anteil [%]	1,1%	1,8%	1,8%	0,9%	2,1%	1,0%	2,4%	1,0%			
Variable Barvergütung	Tsd. €	1.340	1.548	1.808	1.371	1.334	1.264	1.195	986			
	Anteil [%]	49,0%	50,0%	52,3%	53,9%	44,4%	49,1%	41,2%	44,0%			
Bonus in bar (Ein-Jahresbezug)	Tsd. €	1.211	1.422	1.615	1.283	1.243	1.084	1.094	877			
	Anteil [%]	42,9%	46,2%	47,1%	49,4%	42,7%	47,7%	36,0%	38,0%			
Bonus in bar (Mehrjahresbezug)	Tsd. €	0	125	193	0	91	0	101	0			
	Anteil [%]	0,0%	3,8%	5,2%	0,0%	1,6%	0,0%	5,2%	0,0%			
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	329	658	583	288	480	180	528	188			
	Anteil [%]	10,7%	15,6%	14,9%	11,7%	14,8%	9,7%	15,3%	13,4%			
Deferred Shares	Tsd. €	0	83	111	0	30	0	127	0			
	Anteil [%]	0,0%	0,9%	1,6%	0,0%	0,9%	0,0%	1,8%	0,0%			
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	276	575	472	218	450	168	402	150			
	Anteil [%]	10,1%	14,7%	13,3%	9,1%	13,8%	8,3%	13,5%	6,6%			

Anmerkung: Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 54 DAX- und MDAX-Unternehmen, für die in allen vier Jahren vollständige individuelle Vergütungsdaten für die Vorstandsvorsitzenden vorliegen.

Tabelle 40: Höhe und Struktur der Vergütung der Vorstandsvorsitzenden in Deutschland nach Branchengruppen

Branche	Bau & Produktion		Finanzdienstleist.		Andere Branchen		Energieversorger		Gesamt	
	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median
Anzahl Unternehmensjahre	145		35		60		8		248	
Marktkapitalisierung	Mio. €	10.803	16.374	10.225	10.973	4.011	53.522	51.765	13.008	4.253
Umsatz	Mio. €	17.281	5.385		17.117	5.010	57.991	54.735		
Mitarbeiter	Anzahl	64.028	20.346	20.857	98.486	35.281	77.350	75.669	69.175	24.356
Gesamtvergütung	Tsd. €	2.732	2.160	2.620	2.598	2.436	5.558	5.073	2.860	2.338
Fixvergütung	Tsd. €	889	796	861	899	862	1.661	1.401	903	800
	Anteil	38,0%	37,1%	32,3%	41,0%	36,2%	29,5%	27,2%	38,3%	33,7%
Grundgehalt	Tsd. €	839	747	834	837	808	1.623	1.366	851	763
	Anteil	36,3%	34,4%	31,3%	38,4%	34,5%	28,7%	26,1%	36,3%	32,2%
Sachbezüge u. sonst. Vergütung	Tsd. €	50	49	34	62	20	39	38	52	24
	Anteil	1,7%	2,8%	1,2%	2,6%	1,4%	0,7%	0,7%	2,0%	1,1%
Variable Barvergütung	Tsd. €	1.356	1.528	1.048	1.269	1.302	2.829	2.425	1.407	1.150
	Anteil	47,3%	40,9%	40,7%	46,6%	50,4%	50,7%	49,7%	46,3%	48,2%
Bonus in bar (Ein-Jahresbezug)	Tsd. €	1.253	1.311	1.048	1.184	1.169	2.829	2.425	1.296	1.040
	Anteil	43,9%	37,7%	39,3%	42,5%	47,5%	50,7%	49,7%	42,9%	43,8%
Bonus in bar (Mehrjahresbezug)	Tsd. €	103	217	0	85	0	0	0	111	0
	Anteil	3,4%	3,2%	0,0%	4,1%	0,0%	0,0%	0,0%	3,4%	0,0%
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	487	899	477	429	116	1.068	1.067	550	248
	Anteil	14,7%	22,0%	24,0%	12,5%	5,1%	19,9%	22,7%	15,3%	11,0%
Deferred Shares	Tsd. €	15	472	0	4	0	0	0	76	0
	Anteil	0,4%	5,6%	0,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	0,0%
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	472	427	357	425	116	1.068	1.067	474	177
	Anteil	14,2%	16,4%	15,4%	12,1%	5,1%	19,9%	22,7%	14,2%	9,7%
Pay-Gap	%	186%	177%	175%	183%	159%	202%	189%	185%	165%

Anmerkung: Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 248 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der DAX- und MDAX-Unternehmen, in denen individuelle Daten zur Vergütung der Vorsitzenden vorliegen.

Tabelle 41: Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vorstandsvergütung exkl. Vorsitzende in Deutschland nach Branchengruppen

Branche	Bau & Produktion		Finanzdienstleist.		Andere Branchen		Energieversorger		Gesamt	
	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median
Anzahl Unternehmensjahre	145		35		60		8		248	
Marktkapitalisierung	Mio. €	10.803	3.393	16.374	10.225	4.011	53.522	51.765	13.008	4.253
Umsatz	Mio. €	17.281	5.385		17.117	5.010	57.991	54.735		
Mitarbeiter	Anzahl	64.028	20.346	38.384	20.857	35.281	77.350	75.669	69.175	24.356
Gesamtvergütung	Tsd. €	1.435	1.265	1.774	1.600	1.524	2.783	2.772	1.548	1.311
Fixvergütung	Tsd. €	502	450	516	527	555	768	759	525	488
	Anteil	39,9%	35,4%	40,6%	35,9%	43,3%	27,7%	28,3%	40,4%	36,0%
Grundgehalt	Tsd. €	456	429	479	473	501	727	733	479	453
	Anteil	36,9%	31,7%	38,3%	34,0%	39,7%	26,2%	27,1%	37,4%	32,3%
Sachbezüge u. sonst. Vergütung	Tsd. €	46	23	37	25	54	41	40	47	25
	Anteil	3,0%	1,7%	2,3%	2,1%	3,6%	1,5%	1,4%	3,0%	1,9%
Variable Barvergütung	Tsd. €	700	628	785	644	719	1.286	1.249	735	652
	Anteil	46,3%	49,1%	38,7%	37,8%	44,6%	46,0%	46,2%	44,8%	47,2%
Bonus in bar (Ein-Jahresbezug)	Tsd. €	646	564	674	629	685	1.286	1.249	680	603
	Anteil	43,3%	43,9%	35,4%	36,0%	40,7%	46,0%	46,2%	41,6%	43,5%
Bonus in bar (Mehrjahresbezug)	Tsd. €	54	0	111	0	34	0	0	55	0
	Anteil	3,0%	0,0%	3,3%	0,0%	3,9%	0,0%	0,0%	3,1%	0,0%
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	232	122	473	311	251	730	748	287	148
	Anteil	13,8%	8,7%	20,7%	22,3%	12,1%	26,3%	25,1%	14,8%	12,8%
Deferred Shares	Tsd. €	9	0	210	0	4	0	0	36	0
	Anteil	0,4%	0,0%	5,3%	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%	1,1%	0,0%
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	223	122	263	144	247	730	748	251	125
	Anteil	13,4%	8,7%	15,4%	12,8%	11,6%	26,3%	25,1%	13,7%	9,5%
Pay-Gap	%	186%	165%	177%	175%	183%	202%	189%	185%	165%

Anmerkung: Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 248 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der DAX- und MDAX-Unternehmen, in denen individuelle Vergütungsdaten für die Vorstände vorliegen. Der Pay-Gap ist errechnet als Verhältnis zwischen der Gesamtvergütung der Vorstandsvorsitzenden und der durchschnittlichen Gesamtvergütung der anderen Vorstandsmitglieder.

Tabelle 43: Entwicklung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Österreich in den Jahren 2006 bis 2009

Jahr	2006			2007			2008			2009		
	Mittelwert	Median	12	Mittelwert	Median	12	Mittelwert	Median	12	Mittelwert	Median	12
Anzahl Unternehmen												
Marktkapitalisierung	Mio. €	2.432	5.827	2.432	2.355	5.788	2.460	967	2.460	1.419	3.446	1.419
Mitarbeiter	Anzahl	7.725	14.886	7.725	8.183	16.331	17.042	7.652	17.042	7.577	15.827	7.577
Gesamtvergütung	Tsd. €	1.117	1.224	1.117	1.181	1.192	895	827	895	891	883	891
Fixvergütung	Tsd. €	399	433	399	409	426	422	398	422	436	430	436
	Anteil [%]	40,0%	40,2%	40,0%	35,6%	39,5%	51,0%	43,3%	51,0%	48,8%	51,8%	48,8%
Grundgehalt	Tsd. €	399	410	399	409	410	406	398	406	436	414	436
	Anteil [%]	37,6%	38,9%	37,6%	35,6%	38,6%	49,1%	43,3%	49,1%	45,6%	50,4%	45,6%
Sachbezüge und sonst. Vergütung	Tsd. €	0	23	0	0	16	16	0	16	0	16	0
	Anteil [%]	0,0%	1,3%	0,0%	0,0%	0,9%	1,9%	0,0%	1,9%	0,0%	1,4%	0,0%
Variable Barvergütung	Tsd. €	552	552	501	542	600	382	308	382	391	386	391
	Anteil [%]	44,9%	44,9%	42,1%	54,3%	49,7%	40,4%	42,2%	40,4%	41,0%	39,8%	41,0%
Bonus in bar (Einjahresbezug)	Tsd. €	552	552	501	542	600	382	308	382	391	386	391
	Anteil [%]	44,9%	44,9%	42,1%	54,3%	49,7%	40,4%	42,2%	40,4%	41,0%	39,8%	41,0%
Bonus in bar (Mehrjahresbezug)	Tsd. €	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Anteil [%]	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	239	239	64	0	167	92	0	92	0	67	0
	Anteil [%]	15,0%	15,0%	5,8%	0,0%	10,8%	8,6%	0,0%	8,6%	0,0%	8,4%	0,0%
Deferred Shares	Tsd. €	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Anteil [%]	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	239	239	64	0	167	92	0	92	0	67	0
	Anteil [%]	15,0%	15,0%	5,8%	0,0%	10,8%	8,6%	0,0%	8,6%	0,0%	8,4%	0,0%

Anmerkung: Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 12 ATX-Unternehmen, für die in allen vier Jahren vollständige Vergütungsdaten vorliegen. Das Unternehmen bwin wurde aufgrund der einmaligen Gewährung von Aktienoptionen in 2007 beim Jahresvergleich nicht berücksichtigt.

Tabelle 44: Datenbasis zur Gesamtvergütung der CEOs in Frankreich - 5 höchste/niedrigste Ausprägungen

	2006 (n = 32)	2007 (n = 34)	2008 (n = 37)	2009 (n = 37)
Gesamtvergütung der CEOs (Tsd. €), inflationsbereinigt (Basisjahr 2006)				
Renault	22.252	LVMH	17.658	LVMH
LVMH	15.435	L'Oréal	12.923	Sanofi Aventis
L'Oréal	12.497	Danone	8.228	Danone
AXA	9.065	Renault	6.805	Carrefour
Sanofi Aventis	6.952	BNP Paribas	5.640	AXA
·		·	·	·
France Télécom	1.368	Vinci	2.108	Renault
PSA Peugeot	1.337	Lagardère	1.873	Société Générale
Technip	1.268	France Télécom	1.851	Société Générale
Vallourec	1.254	Vallourec	1.801	BNP Paribas
EDF	961	EDF	1.046	EDF
				Michelin
				712
				1.081
				1.162
				1.178
				1.186
				1.443
				4.188
				4.201
				5.004
				7.117
				15.827
				8.762
				6.826
				5.717
				5.326
				4.908
				1.188
				1.069
				1.001
				779
				712
Marktkapitalisierung des Unternehmens (Mio. €), inflationsbereinigt (Basisjahr 2006)				
Total	123.759	Total	125.663	Total
Sanofi Aventis	94.467	Sanofi Aventis	82.423	Sanofi Aventis
BNP Paribas	74.819	BNP Paribas	65.547	GDF Suez
AXA	63.376	France Télécom	63.166	Sanofi Aventis
Société Generale	56.389	L'Oréal	57.473	France Télécom
·		·	·	L'Oréal
Essilor	8.367	Essilor	8.973	·
Lagardère	8.252	Lagardère	6.576	Lagardère
Capgemini	6.847	Capgemini	6.156	AlcatelLucent
Technip	5.449	Technip	5.600	PSA Peugeot
EDF	2.489	EDF	2.912	Technip
				EDF
				1.870
				2.221
				2.642
				3.320
				3.528
				5.141
				5.027
				4.655
				3.452
				2.667
				1.870
				1.870
				83.110
				72.629
				56.803
				49.829
				34.817
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
				63.403
				44.172
				96.228
				69.022
				64.257
			</	

Tabelle 45: Entwicklung der CEO-Vergütung in Frankreich in den Jahren 2006 bis 2009

Jahr	2006			2007			2008			2009		
	31			31			31			31		
Anzahl Unternehmen	Mittelwert	Median		Mittelwert	Median		Mittelwert	Median		Mittelwert	Median	
Marktkapitalisierung	Mio. €	31.041	22.576	30.735	23.364		17.637	12.171		22.969	15.835	
Mitarbeiter	Anzahl	103.636	78.453	108.161	83.508		113.176	88.933		109.651	89.172	
Gesamtvergütung	Tsd. €	4.559	4.112	4.527	3.882		3.237	2.376		2.830	2.485	
Fixvergütung	Tsd. €	987	1.002	996	1.011		983	996		1.005	996	
	Anteil [%]	29,5%	24,3%	28,2%	25,0%		40,5%	33,6%		45,1%	39,9%	
Grundgehalt	Tsd. €	940	920	937	907		936	933		955	910	
	Anteil [%]	28,4%	23,6%	26,3%	23,9%		38,3%	32,5%		42,6%	38,4%	
Sachbezüge und sonst. Vergütung	Tsd. €	46	13	59	22		47	22		50	32	
	Anteil [%]	1,2%	0,4%	1,9%	0,5%		2,2%	0,7%		2,5%	1,3%	
Variable Barvergütung	Tsd. €	1.354	1.238	1.349	1.360		918	758		1.017	872	
	Anteil [%]	32,8%	31,8%	33,2%	31,4%		28,5%	32,1%		35,2%	36,6%	
Bonus in bar (Einjahresbezug)	Tsd. €	1.354	1.238	1.349	1.360		871	758		971	872	
	Anteil [%]	32,8%	31,8%	33,2%	31,4%		27,9%	32,1%		34,4%	34,6%	
Bonus in bar (Mehrjahresbezug)	Tsd. €	0	0	0	0		46	0		46	0	
	Anteil [%]	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		0,7%	0,0%		0,8%	0,0%	
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	2.219	1.642	2.182	1.699		1.336	893		808	509	
	Anteil [%]	37,7%	42,1%	38,6%	42,0%		31,0%	34,7%		19,7%	24,8%	
Deferred Shares	Tsd. €	0	0	0	0		0	0		15	0	
	Anteil [%]	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%		0,9%	0,0%	
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	2.219	1.642	2.182	1.699		1.336	893		793	509	
	Anteil [%]	37,7%	42,1%	38,6%	42,0%		31,0%	34,7%		18,8%	24,1%	

Anmerkung: Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 31 CAC-40-Unternehmen, für die in allen vier Jahren vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen. Das Unternehmen Renault wurde aufgrund des Sonderpaktes mit Aktienoptionen in 2006 beim Jahresvergleich nicht berücksichtigt.

Tabelle 46: Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Frankreich nach Branchengruppen

Branche	Bau & Produktion		Finanzdienstleist.		Andere Branchen		Energieversorger		Gesamt	
	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median
Anzahl Unternehmensjahre	66		22		36		16		140	
Marktkapitalisierung	Mio. €	24.729	13.867	35.227	32.539	14.144	22.028	16.905	24.897	17.593
Umsatz	Mio. €	24.879	16.502			18.646	24.255	22.837		
Mitarbeiter	Anzahl	83.331	78.184	91.834	96.302	132.420	118.284	56.833	107.998	86.513
Gesamtvergütung	Tsd. €	3.727	3.396	3.084	2.257	2.759	2.771	2.913	3.808	3.211
Fixvergütung	Tsd. €	965	1.001	940	946	1.137	912	856	999	999
	Anteil	30,8%	26,6%	46,0%	39,5%	38,9%	43,9%	40,6%	36,8%	30,1%
Grundgehalt	Tsd. €	927	973	819	847	1.091	849	848	944	919
	Anteil	29,6%	26,4%	40,2%	38,3%	37,6%	41,6%	35,1%	34,7%	27,3%
Sachbezüge u. sonst. Vergütung	Tsd. €	37	7	121	85	46	62	11	55	24
	Anteil	1,2%	0,3%	5,8%	2,2%	1,3%	2,3%	0,7%	2,1%	0,7%
Variable Barvergütung	Tsd. €	1.253	1.200	962	549	1.003	1.034	1.213	1.118	1.020
	Anteil	35,0%	34,0%	25,3%	30,0%	26,9%	35,8%	33,0%	31,5%	32,7%
Bonus in bar (Einjahresbezug)	Tsd. €	1.209	1.200	962	549	1.003	1.034	1.213	1.097	1.020
	Anteil	34,3%	33,7%	25,3%	30,0%	26,9%	35,8%	33,0%	31,2%	32,0%
Bonus in bar (Mehrjahresbezug)	Tsd. €	44	0	0	0	0	0	0	21	0
	Anteil	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	1.510	1.253	1.182	494	2.719	826	221	1.691	1.014
	Anteil	34,2%	40,0%	28,7%	31,3%	34,1%	20,4%	9,6%	31,7%	34,4%
Deferred Shares	Tsd. €	0	0	21	0	0	0	0	3	0
	Anteil	0,0%	0,0%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	1.510	1.253	1.161	494	2.719	826	221	1.688	1.014
	Anteil	34,2%	40,0%	27,5%	31,3%	34,1%	20,4%	9,6%	31,5%	34,4%

Anmerkung: Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 140 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der CAC-40-Unternehmen, in denen vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen.

Tabelle 47: Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vergütung der Executive Directors exkl. CEO in Frankreich nach Branchengruppen

Branche	Bau & Produktion		Finanzdienstleist.		Andere Branchen		Energieversorger		Gesamt	
	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median
Anzahl Unternehmensjahre	47		22		21		10		100	
Marktkapitalisierung	Mio. €	24.991	17.105	35.227	32.539	12.171	26.761	25.278	25.741	19.762
Umsatz	Mio. €	24.092	16.730			16.239	23.628	20.692		
Mitarbeiter	Anzahl	89.668	88.124	91.834	96.302	83.508	56.851	38.467	99.787	84.254
Gesamtvergütung	Tsd. €	2.140	2.001	1.926	1.297	3.299	2.144	1.519	2.337	1.977
Fixvergütung	Tsd. €	766	658	605	609	1.245	784	623	833	673
	Anteil	39,9%	33,4%	48,8%	46,2%	43,8%	50,7%	54,5%	43,7%	37,1%
Grundgehalt	Tsd. €	737	654	528	502	1.197	738	536	788	608
	Anteil	38,2%	32,1%	43,7%	42,0%	41,4%	46,9%	45,0%	41,0%	34,7%
Sachbezüge u. sonst. Vergütung	Tsd. €	28	8	77	63	48	46	32	45	24
	Anteil	1,7%	0,6%	5,1%	2,9%	2,4%	3,8%	2,0%	2,8%	1,2%
Variable Barvergütung	Tsd. €	703	666	547	268	842	897	597	717	568
	Anteil	31,0%	33,1%	22,7%	26,3%	27,3%	34,3%	36,1%	28,7%	30,2%
Bonus in bar (Einjahresbezug)	Tsd. €	679	666	547	268	842	897	597	706	568
	Anteil	30,3%	31,8%	22,7%	26,3%	27,3%	34,3%	36,1%	28,4%	30,1%
Bonus in bar (Mehrjahresbezug)	Tsd. €	24	0	0	0	0	0	0	11	0
	Anteil	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	672	595	773	264	1.212	463	94	787	580
	Anteil	29,1%	34,0%	28,5%	25,0%	28,9%	15,0%	11,7%	27,5%	28,3%
Deferred Shares	Tsd. €	0	0	6	0	0	24	0	4	0
	Anteil	0,0%	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	3,1%	0,0%	0,5%	0,0%
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	672	595	767	264	1.212	440	41	783	580
	Anteil	29,1%	34,0%	27,6%	25,0%	28,9%	11,9%	3,9%	27,0%	28,3%
Pay-Gap	%	181%	164%	176%	184%	161%	149%	135%	173%	161%

Anmerkung: Euro-Werte sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 100 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der CAC-40-Unternehmen, in denen sowohl Vergütungsdaten für die CEOs vorliegen als auch mindestens ein weiterer Executive Director im Board ist. Der Pay-Gap ist errechnet als Verhältnis zwischen der Gesamtvergütung der CEOs und der durchschnittlichen Gesamtvergütung der anderen Executive Directors.

Tabelle 48: Datenbasis zur Gesamtvergütung der CEOs in Großbritannien - 5 höchste/niedrigste Ausprägungen

	2006 (n = 90)	2007 (n = 93)	2008 (n = 92)	2009 (n = 92)				
Gesamtvergütung der CEOs (Tsd. £), inflationsbereinigt (Basisjahr 2006)								
	Reckitt Benckiser Man Group ICAP Glaxo Smith Kline BP : Rexam Pennon Autonomy Alliancetrust Admiral	13.386 12.089 8.144 7.623 7.469 : 620 601 439 378 285	Tesco ENRC Reckitt Benckiser Man Group ICAP : ARM Holdings Pennon Alliancetrust Autonomy Admiral	16.614 13.659 13.562 10.868 10.078 : 956 713 693 655 291	Reckitt Benckiser Man Group Thomas Cook Royal Dutch Shell ICAP : Autonomy Alliancetrust Pennon Liberty International Admiral	11.842 9.242 7.874 7.757 7.734 : 779 722 610 457 295	Reckitt Benckiser Tesco Experian Marks Spencer Vodafone : British Airways Severn Trent Pennon Autonomy Admiral	12.357 7.387 6.402 6.118 5.817 : 945 818 737 504 304
Marktkapitalisierung des Unternehmens (Mio. £), inflationsbereinigt (Basisjahr 2006)								
	Royal Dutch Shell BP HSBC Glaxo Smith Kline Vodafone : Petrofac Intertek Aggreko Autonomy Randgold	112.749 110.650 107.737 75.244 71.592 : 1.389 1.307 1.156 962 824	Royal Dutch Shell BP HSBC Vodafone BHP Billiton : Autonomy Invensys ARM Holdings Intertek Aggreko	127.736 113.697 97.283 78.344 76.948 : 1.843 1.753 1.556 1.521 1.398	Royal Dutch Shell BHP Billiton BP HSBC GlaxoSmithKline : Aggreko Petrofac ARM Holdings SEGRO 3i	101.401 100.729 92.740 75.616 61.260 : 1.134 1.128 1.025 1.019 954	HSBC Royal Dutch Shell BP Vodafone BHP Billiton : Intertek Thomas Cook London Stock Exch. Pennon Balfour Beatty	113.997 105.245 103.940 73.927 69.772 : 1.839 1.831 1.780 1.698 1.637
Anzahl Mitarbeiter des Unternehmens								
	G4S Tesco Compass HSBC Unilever : Inmarsat Liberty International Alliancetrust Hammerson Tullow Oil	440.128 413.061 406.924 298.704 179.000 : 407 384 297 247 209	G4S Tesco Compass HSBC Unilever : Inmarsat SEGRO Alliancetrust Tullow Oil Hammerson	507.480 444.127 361.327 315.520 174.000 : 496 454 310 277 261	G4S Tesco Compass HSBC Unilever : Tullow Oil SEGRO Alliancetrust Hammerson Land Securities	561.876 468.508 388.160 312.866 174.000 : 471 348 302 277 173	G4S Tesco Compass HSBC Unilever : British Land Hammerson SEGRO Alliancetrust Land Securities	595.002 472.094 386.168 289.485 163.000 : 443 332 318 288 174

Tabelle 49: Entwicklung der CEO-Vergütung in Großbritannien in den Jahren 2006 bis 2009

Jahr	2006			2007			2008			2009		
	Mittelwert	Median	81	Mittelwert	Median	81	Mittelwert	Median	81	Mittelwert	Median	81
Anzahl Unternehmen												
Marktkapitalisierung	Mio. £	5.593	5.608	15.822	5.608	12.204	3.524	4.340				
Mitarbeiter	Anzahl	50.409	23.177	51.719	22.553	54.454	24.100	22.900				
Gesamtvergütung	Tsd. £	3.028	2.167	3.501	2.804	2.961	2.195	3.036				
Fixvergütung	Tsd. £	769	729	799	743	789	773	803				
	Anteil [%]	35,6%	32,5%	31,6%	28,8%	35,0%	32,7%	32,5%				
Grundgehalt	Tsd. £	705	688	721	723	739	733	745				
	Anteil [%]	33,3%	28,4%	29,3%	27,4%	33,1%	29,9%	30,6%				
Sachbezüge und sonst. Vergütung	Tsd. £	64	33	78	31	50	26	58				
	Anteil [%]	2,3%	1,5%	2,3%	1,5%	1,9%	1,4%	2,0%				
Variable Barvergütung	Tsd. £	830	610	859	618	607	445	693				
	Anteil [%]	25,7%	23,2%	23,2%	23,5%	19,2%	19,3%	22,3%				
Bonus in bar (Einjahresbezug)	Tsd. £	830	610	859	618	607	445	693				
	Anteil [%]	25,7%	23,2%	23,2%	23,5%	19,2%	19,3%	22,3%				
Bonus in bar (Mehrjahresbezug)	Tsd. £	0	0	0	0	0	0	0				
	Anteil [%]	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. £	1.429	911	1.844	1.290	1.565	1.043	1.540				
	Anteil [%]	38,6%	41,5%	45,1%	45,8%	45,8%	47,1%	45,2%				
Deferred Shares	Tsd. £	242	0	262	0	209	0	321				
	Anteil [%]	7,4%	0,0%	7,3%	0,0%	6,3%	0,0%	9,5%				
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. £	1.187	705	1.581	948	1.356	861	1.219				
	Anteil [%]	31,2%	33,5%	37,8%	37,2%	39,5%	39,1%	35,7%				

Anmerkung: Absolute Werte in Britischen Pfund sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 81 Unternehmen aus dem FTSE 100, für die in allen vier Jahren vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen.

Tabelle 50: Höhe und Struktur der CEO-Vergütung in Großbritannien nach Branchengruppen

Branche	Bau & Produktion		Finanzdienstleist.		Andere Branchen		Energieversorger		Gesamt	
	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median
Anzahl Unternehmensjahre	147		80		113		27		367	
Marktkapitalisierung	Mio. £	21.175	6.614	11.659	4.176	3.342	7.341	5.954	13.862	4.662
Umsatz	Mio. £	16.136	5.031		8.465	4.551	7.862	2.650		
Mitarbeiter	Anzahl	43.173	29.283	31.576	2.679	39.155	14.631	8.966	51.674	24.100
Gesamtvergütung	Tsd. £	3.559	3.333	3.097	2.689	2.204	1.915	1.952	3.161	2.468
Fixvergütung	Tsd. £	942	921	670	622	748	672	715	810	778
	Anteil	33,8%	28,9%	33,4%	28,4%	32,7%	39,5%	38,2%	33,8%	31,3%
Grundgehalt	Tsd. £	840	840	625	604	702	647	687	736	731
	Anteil	30,9%	26,0%	31,5%	27,5%	30,0%	37,9%	37,0%	31,3%	27,9%
Sachbezüge u. sonst. Vergütung	Tsd. £	102	39	45	26	68	26	22	74	32
	Anteil	2,8%	1,8%	1,9%	1,1%	2,6%	1,6%	1,3%	2,5%	1,5%
Variable Barvergütung	Tsd. £	846	704	880	518	678	385	364	768	549
	Anteil	24,0%	23,1%	22,2%	23,8%	22,9%	21,3%	19,4%	23,1%	22,7%
Bonus in bar (Einjahresbezug)	Tsd. £	846	704	880	518	678	385	364	768	549
	Anteil	24,0%	23,1%	22,2%	23,8%	22,9%	21,3%	19,4%	23,1%	22,7%
Bonus in bar (Mehrjahresbezug)	Tsd. £	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Anteil	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. £	1.772	1.489	1.546	1.211	1.537	858	745	1.583	1.085
	Anteil	42,2%	45,9%	44,4%	46,0%	44,5%	39,3%	37,3%	43,2%	45,8%
Deferred Shares	Tsd. £	139	0	420	87	262	177	128	241	0
	Anteil	4,0%	0,0%	11,0%	7,2%	8,2%	9,2%	8,6%	7,2%	0,0%
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. £	1.633	1.307	1.127	898	1.275	681	717	1.342	897
	Anteil	38,2%	39,7%	33,3%	35,8%	36,3%	30,1%	32,2%	35,9%	37,0%

Anmerkung: Absolute Werte in Britischen Pfund sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 367 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der FTSE-100-Unternehmen, in denen vollständige Daten zur CEO-Vergütung vorliegen.

Tabelle 51: Höhe und Struktur der durchschnittlichen Vergütung der Executive Directors exkl. CEO in Großbritannien nach Branchengruppen

Branche	Bau & Produktion		Finanzdienstleist.		Andere Branchen		Energieversorger		Gesamt	
	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median	Mittelw.	Median
Anzahl Unternehmensjahre	137		79		111		27		354	
Marktkapitalisierung	Mio. £	21.102	6.563	11.782	4.224	3.342	7.341	5.954	13.712	4.599
Umsatz	Mio. £	16.782	5.192		8.552	4.551	7.862	2.650		
Mitarbeiter	Anzahl	44.401	29.597	31.972	2.699	39.345	14.631	8.966	52.733	24.161
Gesamtvergütung	Tsd. £	1.798	1.634	1.787	1.519	1.221	1.129	1.077	1.660	1.430
Fixvergütung	Tsd. £	551	522	458	403	444	435	423	495	458
	Anteil	34,8%	32,5%	33,4%	30,3%	35,3%	42,7%	41,8%	35,4%	34,0%
Grundgehalt	Tsd. £	488	472	407	378	421	391	379	443	424
	Anteil	31,4%	28,5%	30,5%	27,2%	33,7%	38,3%	37,8%	32,2%	30,4%
Sachbezüge u. sonst. Vergütung	Tsd. £	62	28	51	22	24	44	25	52	25
	Anteil	3,4%	2,1%	2,9%	1,7%	2,1%	4,4%	3,0%	3,2%	2,1%
Variable Barvergütung	Tsd. £	445	389	531	326	277	233	236	416	313
	Anteil	24,9%	23,8%	24,3%	21,8%	21,7%	21,4%	19,4%	23,7%	22,1%
Bonus in bar (Einjahresbezug)	Tsd. £	445	389	531	326	277	233	236	416	313
	Anteil	24,9%	23,8%	24,3%	21,8%	21,7%	21,4%	19,4%	23,7%	22,1%
Bonus in bar (Mehrfjahresbezug)	Tsd. £	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Anteil	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. £	802	648	798	683	487	461	309	749	559
	Anteil	40,2%	41,6%	42,3%	42,3%	42,5%	36,0%	33,1%	40,9%	41,6%
Deferred Shares	Tsd. £	73	0	230	80	0	97	78	124	0
	Anteil	3,7%	0,0%	10,9%	6,9%	0,0%	8,5%	7,4%	6,8%	0,0%
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. £	730	572	568	435	407	364	296	624	447
	Anteil	36,5%	36,6%	31,4%	31,8%	33,0%	27,5%	28,6%	34,1%	34,2%
Pay-Gap	%	200%	186%	173%	169%	189%	167%	178%	189%	180%

Anmerkung: Absolute Werte in Britischen Pfund sind inflationsbereinigt auf der Basis des Jahres 2006 angegeben. Basis der Untersuchung sind 354 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 der FTSE-100-Unternehmen, in denen sowohl Vergütungsdaten für die CEOs vorliegen als auch mindestens ein weiterer Executive Director im Board ist. Der Pay-Gap ist errechnet als Verhältnis zwischen der Gesamtvergütung der CEOs und der durchschnittlichen Gesamtvergütung der anderen Executive Directors.

Tabelle 52: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien (1/4)

Länderindex	Deutschland			Frankreich			Großbritannien			Alle 3 Länder		
	Mittelw.	Median	4	Mittelw.	Median	60	Mittelw.	Median	151			
Anzahl Unternehmensjahre 1. Quartil		87										
Marktkapitalisierung	Mio. €	1.425	1.259	2.545	2.637	2.647	2.628	1.940	1.905			
Umsatz	Mio. €	3.260	1.904	769	784	3.046	1.636	3.109	1.650			
Mitarbeiter	Anzahl	17.093	8.123	1.270	1.176	17.615	13.025	16.881	8.726			
Gesamtvergütung	Tsd. €	1.839	1.812	991	1.011	2.969	2.412	2.266	1.917			
Fixvergütung	Tsd. €	738	634	737	748	833	798	776	699			
	Anteil	44,2%	40,1%	75,7%	68,4%	34,7%	35,6%	41,3%	37,9%			
Grundgehalt	Tsd. €	702	600	731	743	739	713	717	647			
	Anteil	42,4%	38,5%	75,1%	67,9%	31,8%	32,6%	39,1%	35,5%			
Sachbezüge u. sonst. Vergütung	Tsd. €	36	6	6	6	94	35	59	19			
	Anteil	1,8%	0,4%	0,6%	0,6%	3,0%	2,0%	2,2%	1,1%			
Variable Barvergütung	Tsd. €	899	806	253	326	828	589	854	663			
	Anteil	45,9%	45,6%	24,2%	31,4%	25,2%	24,8%	37,1%	35,0%			
Bonus in bar (Einjahresbezug)	Tsd. €	804	749	253	326	828	589	799	634			
	Anteil	41,4%	42,9%	24,2%	31,4%	25,2%	24,8%	34,5%	33,4%			
Bonus in bar (Mehrhjahresbezug)	Tsd. €	96	0	0	0	0	0	55	0			
	Anteil	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%	0,0%			
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	202	33	1	0	1.308	907	636	277			
	Anteil	9,8%	3,2%	0,1%	0,0%	40,0%	41,1%	21,6%	16,2%			
Deferred Shares	Tsd. €	0	0	0	0	179	0	71	0			
	Anteil	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,7%	0,0%	3,1%	0,0%			
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	202	33	1	0	1.129	646	565	200			
	Anteil	9,8%	3,2%	0,1%	0,0%	32,3%	32,8%	18,5%	15,6%			

Anmerkung: Basis sind 607 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 von Unternehmen aus DAX, MDAX, CAC 40 und FTSE 100 ohne Unternehmen der Finanzbranche, in denen individuelle Daten zur Vergütung der CEOs bzw. Vorstandsvorsitzenden vorliegen. Aus diesem Sample wurden vier Größenklassen bestimmt als die vier Quartile der Marktkapitalisierung der Unternehmen. Hierzu wurde die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Unternehmen in den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 verwendet. Dieses Teil-Sample bildet die Unternehmen ab, deren durchschnittliche Marktkapitalisierung innerhalb des ersten Quartils aller Unternehmen liegt (<3,140 Mrd. Euro). Werte in Britischen Pfund sind mit dem Durchschnittskurs der vier betrachteten Geschäftsjahre in Euro umgerechnet.

Tabelle 53: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien (2/4)

Länderindex	Deutschland			Frankreich			Großbritannien			Alle 3 Länder		
	Mittelw.	Median	17	Mittelw.	Median	96	Mittelw.	Median	149			
Anzahl Unternehmensjahre 2. Quartil		37										
Marktkapitalisierung	Mio. €	5.366	4.988	5.683	5.449	4.854	5.271	4.854	12.097	10.839		
Umsatz	Mio. €	8.994	7.682	10.324	8.582	3.142	4.649	3.142	17.811	13.705		
Mitarbeiter	Anzahl	37.898	26.376	54.811	65.382	14.696	43.865	14.696	95.971	75.389		
Gesamtvergütung	Tsd. €	2.323	2.130	2.515	2.354	2.552	2.649	2.552	4.152	3.653		
Fixvergütung	Tsd. €	884	809	1.053	989	956	981	956	1.104	1.052		
	Anteil	42,2%	36,0%	45,7%	51,0%	38,4%	41,1%	38,4%	32,4%	27,4%		
Grundgehalt	Tsd. €	838	800	983	979	899	897	899	1.030	1.000		
	Anteil	39,8%	33,6%	43,2%	48,1%	36,3%	38,2%	36,3%	30,5%	25,2%		
Sachbezüge u. sonst. Vergütung	Tsd. €	47	36	70	10	38	84	38	75	38		
	Anteil	2,4%	1,8%	2,5%	0,7%	1,8%	2,9%	1,8%	1,9%	1,1%		
Variable Barvergütung	Tsd. €	1.020	857	743	799	598	653	598	1.285	1.275		
	Anteil	41,5%	48,1%	32,1%	33,4%	22,8%	24,3%	22,8%	32,6%	30,9%		
Bonus in bar (Einjahresbezug)	Tsd. €	890	857	743	799	598	653	598	1.272	1.260		
	Anteil	37,4%	40,2%	32,1%	33,4%	22,8%	24,3%	22,8%	31,8%	30,4%		
Bonus in bar (Mehrijahresbezug)	Tsd. €	130	0	0	0	0	0	0	14	0		
	Anteil	4,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	0,0%		
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	419	0	719	456	867	1.016	867	1.763	1.250		
	Anteil	16,3%	0,0%	22,2%	22,8%	36,5%	34,6%	36,5%	35,0%	37,8%		
Deferred Shares	Tsd. €	7	0	0	0	0	131	0	153	0		
	Anteil	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,8%	0,0%	3,0%	0,0%		
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	412	0	719	456	790	885	790	1.610	1.158		
	Anteil	15,7%	0,0%	22,2%	22,8%	31,3%	29,8%	31,3%	32,0%	34,1%		

Anmerkung: Basis sind 607 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 von Unternehmen aus DAX, MDAX, CAC 40 und FTSE 100 ohne Unternehmen der Finanzbranche, in denen individuelle Daten zur Vergütung der CEOs bzw. Vorstandsvorsitzenden vorliegen. Aus diesem Sample wurden vier Größenklassen bestimmt als die vier Quartile der Marktkapitalisierung der Unternehmen. Hierzu wurde die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Unternehmen in den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 verwendet. Dieses Teil-Sample bildet die Unternehmen ab, deren durchschnittliche Marktkapitalisierung innerhalb des zweiten Quartils aller Unternehmen liegt (3,140 Mrd. bis 7,813 Mrd. Euro). Werte in Britischen Pfund sind mit dem Durchschnittskurs der vier betrachteten Geschäftsjahre in Euro umgerechnet.

Tabelle 54: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien (3/4)

Länderindex	Deutschland			Frankreich			Großbritannien			Alle 3 Länder		
	Mittelw.	Median	51	Mittelw.	Median	64	Mittelw.	Median	150	Mittelw.	Median	
Anzahl Unternehmensjahre 3. Quartil		34										
Marktkapitalisierung	Mio. €	12.052	11.027	12.836	11.450	11.532	10.210	11.532	10.210	5.341	4.950	
Umsatz	Mio. €	21.745	12.895	20.502	16.909	13.577	11.505	13.577	11.505	6.364	4.319	
Mitarbeiter	Anzahl	105.671	59.105	111.804	110.252	78.201	66.635	78.201	66.635	43.634	23.000	
Gesamtvergütung	Tsd. €	3.552	3.331	3.489	3.079	4.999	5.011	4.999	5.011	2.554	2.436	
Fixvergütung	Tsd. €	985	962	887	1.027	1.340	1.224	1.340	1.224	965	935	
	Anteil	30,2%	27,2%	33,4%	29,0%	32,8%	25,8%	32,8%	25,8%	41,9%	38,3%	
Grundgehalt	Tsd. €	921	858	844	931	1.235	1.135	1.235	1.135	892	887	
	Anteil	28,2%	25,1%	31,8%	27,2%	30,7%	24,1%	30,7%	24,1%	39,2%	36,5%	
Sachbezüge u. sonst. Vergütung	Tsd. €	63	39	44	28	105	52	105	52	73	37	
	Anteil	2,0%	1,0%	1,6%	0,7%	2,1%	1,3%	2,1%	1,3%	2,7%	1,7%	
Variable Barvergütung	Tsd. €	1.859	1.679	1.141	1.106	1.095	1.238	1.095	1.238	754	651	
	Anteil	50,9%	52,9%	34,6%	34,6%	21,4%	22,1%	21,4%	22,1%	29,5%	26,9%	
Bonus in bar (Einjahresbezug)	Tsd. €	1.800	1.679	1.141	1.106	1.095	1.238	1.095	1.238	722	642	
	Anteil	47,4%	50,5%	34,6%	34,6%	21,4%	22,1%	21,4%	22,1%	28,4%	26,6%	
Bonus in bar (Mehrijahresbezug)	Tsd. €	59	0	0	0	0	0	0	0	32	0	
	Anteil	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	708	643	1.461	1.048	2.564	2.693	2.564	2.693	835	685	
	Anteil	18,9%	18,5%	32,0%	34,8%	45,8%	48,6%	45,8%	48,6%	28,7%	30,9%	
Deferred Shares	Tsd. €	66	0	0	0	321	0	321	0	86	0	
	Anteil	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	5,9%	0,0%	5,9%	0,0%	3,2%	0,0%	
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	642	470	1.461	1.048	2.243	2.375	2.243	2.375	749	625	
	Anteil	17,0%	15,6%	32,0%	34,8%	39,9%	39,4%	39,9%	39,4%	25,5%	25,8%	

Anmerkung: Basis sind 607 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 von Unternehmen aus DAX, MDAX, CAC 40 und FTSE 100 ohne Unternehmen der Finanzbranche, in denen individuelle Daten zur Vergütung der CEOs bzw. Vorstandsvorsitzenden vorliegen. Aus diesem Sample wurden vier Größenklassen bestimmt als die vier Quartile der Marktkapitalisierung der Unternehmen. Hierzu wurde die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Unternehmen in den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 verwendet. Dieses Teil-Sample bildet die Unternehmen ab, deren durchschnittliche Marktkapitalisierung innerhalb des dritten Quartils aller Unternehmen liegt (7,813 Mrd. bis 19,443 Mrd. Euro). Werte in Britischen Pfund sind mit dem Durchschnittskurs der vier betrachteten Geschäftsjahre in Euro umgerechnet.

Tabelle 55: Höhe der Gesamtvergütung der CEOs und Vorstandsvorsitzenden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien (4/4)

Länderindex	Deutschland			Frankreich			Großbritannien			Alle 3 Länder	
	Mittelw.	Median	44	Mittelw.	Median	46	Mittelw.	Median	67	Mittelw.	Median
Anzahl Unternehmensjahre 4. Quartil											157
Marktkapitalisierung	Mio. €	44.796	43.878	43.772	35.275	63.025	49.616	52.275	43.457		
Umsatz	Mio. €	61.956	60.946	42.658	28.213	49.466	20.144	50.972	34.900		
Mitarbeiter	Anzahl	210.425	107.970	140.447	96.701	92.024	70.131	139.394	96.381		
Gesamtvergütung	Tsd. €	4.942	4.419	5.455	4.302	7.284	6.291	6.092	5.252		
Fixvergütung	Tsd. €	1.396	1.280	1.223	1.090	1.516	1.477	1.397	1.380		
	Anteil	30,0%	29,8%	29,4%	25,1%	23,8%	23,3%	27,2%	25,7%		
Grundgehalt	Tsd. €	1.296	1.239	1.184	1.050	1.349	1.293	1.286	1.250		
	Anteil	28,2%	27,8%	28,5%	24,1%	21,2%	21,3%	25,3%	23,7%		
Sachbezüge u. sonst. Vergütung	Tsd. €	100	46	39	7	168	136	111	51		
	Anteil	1,8%	1,1%	0,9%	0,2%	2,6%	1,4%	1,9%	0,9%		
Variable Barvergütung	Tsd. €	2.550	2.309	1.452	1.457	1.569	1.428	1.810	1.573		
	Anteil	52,1%	53,7%	31,4%	31,8%	22,0%	20,6%	33,2%	29,4%		
Bonus in bar (Einjahresbezug)	Tsd. €	2.425	2.260	1.386	1.457	1.569	1.428	1.756	1.553		
	Anteil	50,3%	52,4%	30,4%	31,5%	22,0%	20,6%	32,4%	28,5%		
Bonus in bar (Mehrijahresbezug)	Tsd. €	125	0	65	0	0	0	54	0		
	Anteil	1,8%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	0,0%		
Aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	996	849	2.780	1.872	4.198	3.464	2.885	2.384		
	Anteil	17,8%	16,7%	39,2%	43,5%	54,3%	53,8%	39,6%	44,8%		
Deferred Shares	Tsd. €	0	0	0	0	458	0	195	0		
	Anteil	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,9%	0,0%	2,9%	0,0%		
Sonst. aktienbasierte Vergütung	Tsd. €	996	849	2.780	1.872	3.740	2.802	2.690	2.130		
	Anteil	17,8%	16,7%	39,2%	43,5%	47,4%	45,6%	36,7%	41,3%		

Anmerkung: Basis sind 607 Unternehmensjahre aus den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 von Unternehmen aus DAX, MDAX, CAC 40 und FTSE 100 ohne Unternehmen der Finanzbranche, in denen individuelle Daten zur Vergütung der CEOs bzw. Vorstandsvorsitzenden vorliegen. Aus diesem Sample wurden vier Größenklassen bestimmt als die vier Quartile der Marktkapitalisierung der Unternehmen. Hierzu wurde die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Unternehmen in den Geschäftsjahren 2006 bis 2009 verwendet. Dieses Teil-Sample bildet die Unternehmen ab, deren durchschnittliche Marktkapitalisierung innerhalb des vierten Quartils aller Unternehmen liegt (>19,443 Mrd. Euro). Werte in Britischen Pfund sind mit dem Durchschnittskurs der vier betrachteten Geschäftsjahre in Euro umgerechnet.

Literaturverzeichnis

- Abowd, John M. (1990): Does performance-based managerial compensation affect corporate performance?, in: *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 43, Special Issue, S. 52-73.
- Abowd, John M. / Bognanno, Michael (1995): International Differences in Executive and Managerial Compensation, in: Freeman, R. B. / Katz, L. F. (Hrsg.): *Differences and Changes in Wage Structures*, University of Chicago Press for the NBER, S. 67-103.
- Abowd, John M. / Kaplan, David S. (1999): Executive Compensation: Six Questions That Need Answering, in: *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, S. 145-168.
- Acharya, Viral V. / John, Kose / Sundaram, Rangarajan K. (2000): On the optimality of resetting executive stock options, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, S. 65-101.
- Acrey, James Cash / McCumber, William R. / Nguyen, Thu Hien T. (2011): CEO Incentives and Bank Risk, in: *Journal of Economics and Business*, Vol. 63, S. 456-471.
- Adut, Davit / Cready, William H. / Lopez, Thomas J. (2003): Restructuring Charges and CEO Cash Compensation: A Reexamination, in: *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 1, S. 169-192.
- Aggarwal, Rajesh K. / Samwick, Andrew A. (1999a): The Other Side of the Trade-off: The Impact of Risk on Executive Compensation, in: *The Journal of Political Economy*, Vol. 107, No. 1, S. 65-105.
- Aggarwal, Rajesh K. / Samwick, Andrew A. (1999b): Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence, in: *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 6, S. 1999-2043.
- Aggarwal, Rajesh K. / Samwick, Andrew A. (2002): The Other Side of the Trade-off: The Impact of Risk on Executive Compensation – A Reply, Working Paper, Dartmouth, Dezember 2002.
- Aggarwal, Rajesh K. / Samwick, Andrew A. (2003): Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered, in: *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 1, S. 71-117.
- Aggarwal, Rajesh K. / Samwick, Andrew A. (2006): Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incentives, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, S. 489-515.
- Agrawal, Anup / Knoeber, Charles M. (1998): Managerial compensation and the threat of takeover, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, 219-239.
- Agrawal, Anup / Mandelker, Gershon N. (1987): Managerial incentives and corporate investment and financing decisions, in: *Journal of Finance*, Vol. 42, No. 4, S. 823-837.

- Albuquerque, Ana M. / De Franco, Gus / Verdi, Rodrigo S. (2013): Peer choice in CEO compensation, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 108, No. 1, S. 160-181.
- Alcouffe, Alain / Alcouffe, Christiane (2000): Executive Compensation-setting Practices in France, in: *Long Range Planning*, Vol. 33, S. 527-543.
- Allen, Steven G. / Clark, Robert L. / McDermed, Ann A. (1993): Pensions, Bonding, and Lifetime Jobs, in: *The Journal of Human Resources*, Vol. 28, No. 3, S. 463-481.
- Almazan, Andres / Hartzell, Jay C. / Starks, Laura T. (2005): Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation, in: *Financial Management*, Vol. 34, No. 4, S. 5-34.
- Almazan, Andres / Suarez, Javier (2003): Entrenchment and Severance Pay in Optimal Governance Structures, in: *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 2, S. 519-547.
- Amihud, Yakov / Lev, Baruch (1981): Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, in: *The Bell Journal of Economics*, Vol. 12, No. 2, S. 605-617.
- Anderson, Mark C. / Banker, Rajiv D. / Ravindran, Sury (2000): Executive Compensation in the Information Technology Industry, in: *Management Science*, Vol. 46, No. 4, S. 530-547.
- Andres, Christian / Theissen, Erik (2007): Eine empirische Untersuchung der individualisierten Veröffentlichung der Vorstandsvergütung, in: *Die Betriebswirtschaft*, 67. Jg., Heft 2, S. 167-178.
- Ángel, Pedro O. / Fumás, Vicente S. (1997): The Compensation of Spanish Executives: A Test of Managerial Talent Allocation Model, in: *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 15, S. 511-532.
- Antle, Rick / Demski, Joel S. (1988): The Controllability Principle in Responsibility Accounting, in: *The Accounting Review*, Vol. 63, No. 4, S. 700-718.
- Antle, Rick / Smith, Abbie (1986): An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executives, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, No. 1, S. 1-39.
- Arbeitskreis Internes Rechnungswesen der Schmalenbach-Gesellschaft (2010): Vergleich von Praxiskonzepten zur wertorientierten Unternehmenssteuerung, in: *Zfbf: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Heft 7, S. 797-820.
- Armstrong, Christopher S. / Gow, Ian D. / Larcker, David F. (2013): The Efficacy of Shareholder Voting: Evidence from Equity Compensation Plans, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 51, No. 5, S. 909-950.
- Armstrong, Christopher S. / Larcker, David F. / Su, Che-Lin (2007): Stock Options and Chief Executive Officer Compensation, Working Paper, Kellogg School of Management, Northwestern University, Mai 2007.

- Arnold, Markus C. / Gillenkirch, Robert M. (2007): Leistungsanreize durch Aktien oder Optionen? Eine Diskussion des State of the Art, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 77, Heft 1, S. 75-99.
- Arya, Anil / Mittendorf, Brian (2005): Offering stock options to gauge managerial talent, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 40, S. 189–210.
- Aseff, Jorge G. / Santos, Manuel S. (2005): Stock options and managerial optimal contracts, in: Economic Theory, Vol. 26, S. 813-837.
- Baiman, Stanley / Evans III, John H. / Noel, James (1987): Optimal Contracts with a Utility-Maximizing Auditor, in: Journal of Accounting Research, Vol. 25, No. 2, S. 217–244.
- Baker, George P. / Hall, Brian J. (2004): CEO Incentives and Firm Size, in: Journal of Labor Economics, Vol. 22, No. 4, S. 767-798.
- Balachandran, Sudhakar V. (2006): How Does Residual Income Affect Investment? The Role of Prior Performance Measures, in: Management Science, Vol. 52, No. 3, S. 383-394.
- Baldenius, Tim (2003): Delegated Investment Decisions and Private Benefits of Control, in: The Accounting Review, Vol. 78, No. 4, S. 909-930.
- Balsam, Steven / Miharjo, Setiyono (2007): The effect of equity compensation on voluntary executive turnover, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 43, S. 95-119.
- Banker, Rajiv / Datar, S. (1989): Sensitivity, Precision, and Linear Aggregation of Signals for Performance Evaluation, in: Journal of Accounting Research, Vol. 27, No. 1, S. 21-39.
- Banker, Rajiv / Huang, Rong / Natarajan, Ramachandran (2009): Incentive Contracting and Value Relevance of Earnings and Cash Flows, in: Journal of Accounting Research, Vol. 47, No. 3, S. 647-678.
- Banker, Rajiv / Byzalov, Dmitri / Xian, Chunwei (2011): Executive Compensation and Research and Development Intensity, Working Paper, Fox School of Business, Temple University, August 2011.
- Bartov, Eli (2004): Private Information, Earnings Manipulations, and Executive Stock-Option Exercises, in: The Accounting Review, Vol. 79, No. 4, S. 889-920.
- Bassen, Alexander / Kleinschmidt, Maik / Zöllner, Christine (2004): Corporate Governance Quality Study 2004, in: Finanzbetrieb, 6. Jg., S. 527-533.
- Bausche, Andreas / Weißenberger, Barbara E. / Blome, Marcus (2003): Is market value-based residual income a superior performance measure compared to book value-based residual income?, Working Paper, Universität Gießen, Januar 2003.
- Bebchuk, Lucian A. / Fried, Jesse M. (2004): Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation, Harvard University Press, Cambridge.
- Bebchuk, Lucian A. / Fried, Jesse M. (2010): Paying for long-term performance, in: University of Pennsylvania Law Review, Vol. 158, S. 1915-1959.

- Bebchuk, Lucian A. / Grinstein, Yaniv (2005): The growth of executive pay, in: *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, No. 2, S. 283-303.
- Bebchuk, Lucian A. / Grinstein, Yaniv / Peyer, Urs (2010): Lucky CEOs and Lucky Directors, in: *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 6, S. 2363-2401.
- Bebchuk, Lucian A. / Jackson Jr., Robert J. (2005): Executive pensions, in: *Journal of Corporation Law*, Vol. 30, S. 823–855.
- Bebchuk, Lucian A. / Spamann, Holger (2009): Regulating Bankers' Pay, *The Georgetown Law Journal*, Vol. 98, S. 247–287.
- Bechmann, Ken L. / Jørgensen, P. L. (2004): The value and incentives of option-based compensation in Danish listed companies, in: *Journal of Derivatives Accounting*, Vol. 1, S. 91–109.
- Bechmann, Ken L. (2008): Compensation of Executives in Denmark: Performance, Corporate Governance or Rent Extraction?, in: Oxelheim, Lars / Wihlborg, Clas (Hrsg.): *Markets and Compensation for Executives in Europe*, Emerald Group Publishing, Bingley, UK, Chapter 12, S. 261-282.
- Becker, Bo (2006): Wealth and Executive Compensation, in: *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 1, S. 379-397.
- Belkhir, Mohamed / Chazi, Abdelaziz (2010): Compensation Vega, Deregulation, and Risk-Taking: Lessons from the US Banking Industry, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 37, No. 9&10, S. 1218-1247.
- Bénabou, Roland / Tirole, Jean (2003): Intrinsic and Extrinsic Motivation, in: *Review of Economic Studies*, Vol. 70, S. 489-520.
- Benmelech, Efraim / Kandel, Eugene / Veronesi, Pietro (2010): Stock-based compensation and CEO (dis)incentives, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125, No. 4, S. 1769-1820.
- Benz, Matthias / Stutzer, Alois (2003): Was erklärt die steigenden Managerlöhne?, in: *Die Unternehmung*, Vol. 57, S. 5–19.
- Bergstresser, Daniel / Philippon, Thomas (2006): CEO incentives and earnings management, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, S. 511-529.
- Berle, Adolf A. / Means, Gardiner (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, New York.
- Bertrand, Marianne / Mullainathan, Sendhil (2003): Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 111, No. 5, S. 1043-1075.

- Bizjak, John / Lemmon, Michael / Nguyen, Thanh (2011): Are all CEOs above average? An empirical analysis of compensation peer groups and pay design, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, S. 538-555.
- Black, Fisher / Scholes, Myron (1973): The Pricing of Options and Liabilities, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3, S. 637-659.
- Brenner, S., Schwalbach, J. (2003): Management Quality, Firm Size, and Managerial Compensation: A Comparison between Germany and the UK, in: *Schmalenbach Business Review*, Vol. 55, S. 280-293.
- Brenner, Menachem / Sundaram, Rangarajan K. / Yermack, David (2000): Altering the terms of executive stock options, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, S. 103-128.
- Brisley, Neil (2006): Executive Stock Options: Early Exercise Provisions and Risk-taking Incentives, in: *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 5, S. 2487-2509.
- Brockman, Paul / Martin, Xiumin / Unlu, Emre (2010): Executive Compensation and the Maturity Structure of Corporate Debt, in: *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 3, S. 1123-1161.
- Brookman, Jeffrey T. / Chang, Saeyoung / Rennie, Craig G. (2007): CEO equity portfolio incentives and layoff decisions, in: *The Journal of Financial Research*, Vol. 30, No. 2, S. 259-281.
- Buck, Trevor / Bruce, Alistair / Main, Brian G. M. / Udueni, Henry (2003): Long Term Incentive Plans, Executive Pay and UK Company Performance, in: *Journal of Management Studies*, Vol. 40, No. 7, S. 1709-1727.
- Budde, Jörg (2007): Performance Measure Congruity and the Balanced Scorecard, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, No. 3, S. 515-539.
- Cai, Jie / Vijh, Anand M. (2005): Executive Stock and Option Valuation in a Two State-Variable Framework, in: *Journal of Derivatives*, Vol. 12, S. 9-27.
- Cai, Jie / Vijh, Anand M. (2007): Incentive Effects of Stock and Option Holdings of Target and Acquirer CEOs, in: *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 4, S. 1891-1933.
- Callaghan, Sandra Renfro / Saly, P. Jane / Subramaniam, Chandra (2004): The Timing of Option Repricing, in: *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, S. 1651-1676.
- Carpenter, Jennifer N. (1998): The exercise and valuation of executive stock options, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, S. 127-158.
- Carpenter, Jennifer N. (2000): Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite?, in: *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 5, S. 2311-2331.
- Carpenter, Jennifer N. / Stanton, Richard / Wallace, Nancy (2010): Optimal exercise of executive stock options and implications for firm cost, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 98, S. 315-337.

- Carter, Mary Ellen / Ittner, Christopher D. / Zechman, Sarah L. C. (2009): Explicit relative performance evaluation in performance-vested equity grants, in: *Review of Accounting Studies*, Vol. 14, S. 269-306.
- Carter, Mary Ellen / Lynch, Luann J. (2001): An examination of executive stock option repricing, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, S. 207-225.
- Carter, Mary Ellen / Lynch, Luann J. (2004): The effect of stock option repricing on employee turnover, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, S. 91-112.
- Cassell, Cory A. / Huang, Shawn X. / Sanchez, Juan Manuel / Stuart, Michael D. (2012): Seeking safety: The relation between CEO inside debt holdings and the riskiness of firm investment and financial policies, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 103, S. 588-610.
- Chaigneau, Pierre (2013): Explaining the structure of CEO incentive pay with decreasing relative risk aversion, in: *Journal of Economics and Business*, Vol. 67, S. 4-23.
- Chakraborty, Atreya / Sheikh, Shabaz / Subramanian, Narayanan (2007): Termination risk and managerial risk taking, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, No. 1, S. 170-188.
- Chance, Don M. / Kumar, Raman / Todd, Rebecca B. (2000): The 'repricing' of executive stock options, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, S. 129-154.
- Chen, Mark A. (2004): Executive Option Repricing, Incentives, and Retention, in: *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 3, S. 1167-1199.
- Chesney, Marc / Stromberg, Jacob / Wagner, Alexander F. (2010): Risk-taking incentives, governance, and losses in the financial crisis, Working Paper, Swiss Finance Institute, Juli 2010.
- Cheung, Yan-Leung / Stouraitis, Aris / Wong, Anita W. S. (2005): Ownership concentration and executive compensation in closely held firms: Evidence from Hong Kong, in: *Journal of Empirical Finance*, Vol. 12, S. 511-532.
- Chhaochharia, Vidhi / Kumar, Alok / Niessen-Ruenzi, Alexandra (2012): Local investors and corporate governance, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 52, S. 52-67.
- Chidambaran, N. K. / Prabhala, Nagpurnanand (2003): Executive stock option repricing, internal governance mechanisms, and management turnover, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, S. 153-189.
- Chizema, Amon (2008): Institutions and Voluntary Compliance: The Disclosure of Individual Executive Pay in Germany, in: *Corporate Governance*, Vol. 16, No. 4, S. 359-374.
- Coles, Jeffrey L. / Hertz, Michael / Kalpathy, Swaminathan (2006): Earnings management around employee stock option reissues, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 41, S. 173-200.

- Coles, Jeffrey L. / Daniel, Naveen D. / Naveen, Lalitha (2006): Managerial incentives and risk-taking, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, S. 431–468.
- Comprix, Joseph / Muller III, Karl A. (2006) : Asymmetric treatment of reported pension expense and income amounts in CEO cash compensation calculations, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, S. 385-416.
- Conyon, Martin J. (1997): Corporate governance and executive compensation, in: *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 15, S. 493-509.
- Conyon, Martin J. / Core, John E. / Guay, Wayne R. (2011): Are U.S. CEOs Paid More Than U.K. CEOs? Inferences From Risk-Adjusted Pay, in: *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 2, S. 402-438.
- Conyon, Martin / Gregg, Paul (1994): Pay at the top: a study of the sensitivity of top director remuneration to company specific shocks, in: *National Institute Economic Review*, Vol. 3, S. 83-92.
- Conyon, Martin J., / Leech, D. (1994): Top pay, company performance and corporate governance, in: *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 56, No. 3, S. 229-247.
- Conyon, Martin J. / Murphy, Kevin J. (2000): The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom, in: *The Economic Journal*, Vol. 110, S. F640-F671.
- Conyon, Martin J. / Peck, Simon I. / Read, Laura E. / Sadler, Graham V. (2000): The Structure of Executive Compensation Contracts: UK Evidence, in: *Long Range Planning*, Vol. 33, S. 478-503.
- Conyon, Martin J. / Peck, Simon I. / Sadler, Graham (2000): Econometric Modelling of UK Executive Compensation, in: *Managerial Finance*, Vol. 26, No. 9, S. 3-20.
- Conyon, Martin J. / Peck, Simon I. / Sadler, Graham (2006): Compensation consultants and executive pay, Working Paper, Wharton-SMU Research Center, März 2006.
- Conyon, Martin J. / Sadler, Graham V. (2001): CEO compensation, option incentives, and information disclosure, in: *Review of Financial Economics*, Vol. 10, S. 251-277.
- Conyon, Martin J. / Schwalbach, Joachim (1999): Corporate governance, executive pay and performance in Europe, in: Carpenter, Jennifer / Yermack, David (Hrsg.): *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*, Kluwer, 1998, S. 13-33.
- Conyon, Martin J., Schwalbach, Joachim (2000): European Differences in Executive Pay and Corporate Governance, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 70 Jg., 1. Ergänzungsheft, S. 146-157.
- Core, John E. / Guay, Wayne R. (1999): The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, S. 151–184.
- Core, John E. / Guay, Wayne R. (2001): Stock option plans for non-executive employees, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, S. 253–287.

- Core, John E. / Guay, Wayne R. (2002): The Other Side of the Trade-off: The Impact of Risk on Executive Compensation – A Revised Comment, Working Paper, University of Pennsylvania, Dezember 2002.
- Core, John E. / Guay, Wayne R. / Larcker, David F. (2003): Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey, in: FRBNY Economic Policy Review, April 2003, S. 27-50.
- Core, John E. / Holthausen, Robert W. / Larcker, David F. (1999): Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, in: Journal of Financial Economics, Vol. 51, S. 371-406.
- Core, John E. / Larcker, David (2002): Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership, in: Journal of Financial Economics, Vol. 64, S. 317-340.
- Corrado, Charles J. / Jordan, Bradford D. / Miller Jr., Thomas W. / Stansfield, John J. (2000): Repricing and Employee Stock Option Valuation, Working Paper, March 2000.
- Cosh, Andy / Hughes, Alan (1997): Executive remuneration, executive dismissal and institutional shareholdings, in: International Journal of Industrial Organization, Vol. 15, S. 469-492.
- Cui, Huimin / Mak, Y. T. (2002): The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms, in: Journal of Corporate Finance, Vol. 8, S. 313-336.
- Cuny, Charles J. / Jorion, Philippe (1995): Valuing executive stock options with endogenous departure, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 20, S. 193-205.
- Datar, Srikant / Kulp, Susan Cohen / Lambert, Richard A. (2001): Balancing Performance Measures, in: Journal of Accounting Research, Vol. 39, No. 1, S. 75–92.
- Datta, Sudip / Iskandar-Datta, Mai / Raman, Kartik (2001): Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions, in: Journal of Finance, Vol. 56, No. 6, S. 2299-2336.
- Dechow, Patricia M. / Huson, Mark R. / Sloan, Richard G. (1994): The Effect of Restructuring Charges on Executives' Cash Compensation, in: The Accounting Review, Vol. 69, No. 1, S. 138-156.
- Dechow, Patricia M. / Sloan, Richard G. (1991): Executive incentives and the horizon problem. An empirical investigation, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 14, S. 51-89.
- Dee, Carol Callaway / Lulseged, Ayalew / Nowlin, Tanya S. (2005): Executive compensation and risk: The case of internet firms, in: Journal of Corporate Finance, Vol. 12, S. 80-96.
- DeFusco, Richard A. / Johnson, Robert R. / Zorn, Thomas S. (1990): The effect of executive stock option plans on stockholders and bondholders, in: Journal of Finance, Vol. 45, No. 2, S. 617–627.
- Demsetz, Harold / Lehn, Kenneth (1985): The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, in: The Journal of Political Economy, Vol. 93, No. 6, S. 1155-1177.

- Demski, Joel S. (2003): Corporate Conflicts of Interest, in: *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 2, S. 51-72.
- Deutsch, Yuval / Keil, Thomas / Laamanen, Tomi (2010): A dual agency view of board compensation: The joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 32, S. 212-227.
- Dicks, David L. (2012): Executive Compensation and the Role for Corporate Governance Regulation, in: *Review of Financial Studies*, Vol. 25, No. 6, S. 1971-2004.
- Dittmann, Ingolf / Maug, Ernst (2007): Lower Salaries and No Options? On the Optimal Structure of Executive Pay, in: *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 1, S. 303-343.
- Dittmann, Ingolf / Maug, Ernst / Spalt, Oliver (2010): Sticks or Carrots? Optimal CEO Compensation when Managers Are Loss Averse, in: *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 6, S. 2015-2050.
- Dittmann, Ingolf / Yu, Ko-Chia (2011): How Important are Risk-Taking Incentives in Executive Compensation?, Working Paper, Erasmus-Universität Rotterdam, November 2011.
- Döscher, Thorsten / Friedl, Gunther (2011): Corporate governance, stakeholder power, and executive compensation, in: *OR Spectrum*, Vol. 33, Nr. 2, S. 309-331.
- Dong, Zhiyong / Wang, Cong / Xie, Fei (2010): Do executive stock options induce excessive risk taking?, in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, S. 2518-2529.
- Drobetz, Wolfgang / Pensa, Pascal / Schmid, Markus M. (2007): Estimating the Cost of Executive Stock Options: Evidence from Switzerland, in: *Corporate Governance*, Vol. 15, No. 5, S. 798-815.
- Dutta, Sunil (2003): Capital Budgeting and Managerial Compensation: Incentive and Retention Effects, in: *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 1, S. 71-93.
- Dutta, Sunil / Reichelstein, Stefan (2002): Controlling Investment Decisions: Depreciation- and Capital Charges, in: *Review of Accounting Studies*, Vol. 7, S. 253-281.
- Dutta, Sunil / Reichelstein, Stefan (2003): Leading Indicator Variables, Performance Measurement, and Long-Term Versus Short-Term Contracts, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, No. 4, S. 837-866.
- Dutta, Sunil / Reichelstein, Stefan (2005): Accrual Accounting for Performance Evaluation, in: *Review of Accounting Studies*, Vol. 10, S. 527-552.
- Edmans, Alex / Liu, Qi (2011): Inside Debt, in: *Review of Finance*, Vol. 15, S. 75-102.
- Ehrlich, Benjamin von / Radulescu, Doina (2012): The Taxation of Bonuses and its Effect on Executive Compensation and Risk Taking - Evidence from the UK Experience, Working Paper, Zürich, September 2012.

- Eichholtz, Piet M. A. / Kok, Nils / Otten, Roger (2008): Executive Compensation in UK Property Companies, in: *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 36, S. 405-426.
- Elston, Julie Ann / Goldberg, Lawrence G. (2003): Executive compensation and agency costs in Germany, in: *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27, S. 1391-1410.
- Epstein, Barry J. / Jermakowicz, Eva K. (2009): *Wiley Kommentar zur internationalen Rechnungslegung nach IFRS 2009*. Herausgegeben und überarbeitet von Wolfgang Ballwieser, Frank Peine, Sven Hayn, Volker H. Peemöller, Lothar Schruoff, Claus-Peter Weber, 5. Auflage, Weinheim 2009.
- Eriksson, Tor / Lausten, Mette (2000): Managerial pay and firm performance - Danish evidence, in: *Scandinavian Journal of Management*, Vol. 16, S. 269-286.
- Espenlaub, Susanne / Stathopoulos, Konstantinos / Walker, Martin (2003): *UK Executive Compensation Practices: New Economy vs. Old Economy*, Working Paper, Manchester 2003.
- Ezzamel, M. / Watson, R. (1998): Market comparison earnings and the bidding-up of executive cash compensation: evidence from the United Kingdom, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 41, No. 2, S. 221-231.
- Fahlenbrach, Rüdiger / Stulz, René (2011): Bank CEO incentives and the credit crisis, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 99, S. 11-26.
- Falk, Armin / Kosfeld, Michael (2006): The Hidden Costs of Control, in: *The American Economic Review*, Vol. 96, No. 5, S. 1611-1630.
- Fama, Eugene F. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm, in: *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, S. 288-307.
- Fama, Eugene F. / Jensen, Michael C. (1983): Separation of Ownership and Control, in: *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, S. 301-325.
- Faulkender, Michael / Yang, Jun (2010): Inside the black box: The role and composition of compensation peer groups, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, No. 2, S. 257-270.
- Fee, C. Edward / Hadlock, Charles J. (2003): Raids, rewards, and reputations in the market for managerial talent, in: *Review of Financial Studies*, Vol. 16, No. 4, S. 1315-1357.
- Feltham, Gerald A. / Wu, Martin G. H. (2001): Incentive Efficiency of Stock versus Options, in: *Review of Accounting Studies*, Vol. 6, S. 7-28.
- Fernandes, Nuno / Ferreira, Miguel A. / Matos, Pedro / Murphy, Kevin J. (2013): Are U.S. Top Executives Paid More?, in: *The Review of Financial Studies*, Vol. 26, No. 2, S. 323-367.
- Ferri, Fabrizio / Maber, David (2013): Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK, in: *Review of Finance*, Vol. 17, No. 2, S. 527-563.

- Firth, M. / Fung, P. / Rui, O. (2006): Corporate performance and CEO compensation in China, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, S. 693-714.
- Firth, Michael / Lohne, Johan Chr. / Ropstad, Ruth / Sjo, Jarle (1996): The Renumeration of CEOs and Corporate Financial Performance in Norway, in: *Managerial Decision Economics*, Vol. 17, S. 291–301.
- Flatnes, Jon E. (2005): Stock Option Repricing and Executive Turnover, Working Paper, Macalester College 2004.
- Friedl, Gunther (2005): Incentive Properties of Residual Income when There is an Option to Wait, in: *Schmalenbach Business Review*, Vol. 57, S. 3-21.
- Friedl, Gunther / Hocker, Ulrich / Döscher, Thorsten / Hölz, Christiane (2008): Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX 30-Unternehmen im Geschäftsjahr 2007, Düsseldorf.
- Friedl, Gunther / Hocker, Ulrich / Döscher, Thorsten / Hölz, Christiane (2009): Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2008, Düsseldorf.
- Friedl, Gunther / Hocker, Ulrich / Döscher, Thorsten / Hölz, Christiane / Kettenring, Tim (2010): Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2009, Düsseldorf.
- Friedl, Gunther / Hocker, Ulrich / Springer, Verena / Hölz, Christiane / Kettenring, Tim (2012): Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2011, Düsseldorf.
- Friend, I. / Blume, M. E. (1975): The Demand for Risky Assets, in: *American Economic Review*, Vol. 65, No. 5, S. 900-922.
- Frydman, Carola / Molloy, Raven S. (2011): Does tax policy affect executive compensation? Evidence from postwar tax reforms, in: *Journal of Public Economics*, Vol. 95, S. 1425-1437.
- Frye, Melissa B. (2004): Equity-based compensation for employees: firm performance and determinants, in: *The Journal of Financial Research*, Vol. 27, No. 1, S. 31-54.
- Gao, Huasheng (2010): Optimal compensation contracts when managers can hedge, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, No. 2, S. 218-238.
- Garen, John E. (1994): Executive Compensation and Principal-Agent Theory, in: *The Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 6, S. 1175-1199.
- Garvey, Gerald / Milbourn, Todd (2000): EVA versus Earnings: Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns?, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, Supplement: Studies on Accounting and the Economics of the Firm, S. 209-245.

- Garvey, Gerald / Milbourn, Todd (2003): Incentive Compensation When Executives Can Hedge the Market: Evidence of Relative Performance Evaluation in the Cross Section, in: *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 4, S. 1557-1581.
- Gaver, Jennifer J. / Gaver, Kenneth M. (1993): Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, S. 125-160.
- Gaver, Jennifer J. / Gaver, Kenneth M. (1995): Additional evidence on bonus plans and income management, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 19, S. 3-28.
- Gaver, Jennifer J. / Gaver, Kenneth M. (1998): The Relation between Nonrecurring Accounting Transactions and CEO Cash Compensation, in: *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 2, S. 235-253.
- Gerakos, Joseph (2010): Chief executive officers and the pay-pension tradeoff, in: *Journal of Pension Economics and Finance*, Vol. 9, No. 2, S. 303-319.
- Gibbons, Robert / Murphy, Kevin J. (1990): Relative performance evaluation for chief executive officers, in: *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 43, Special Issue (February 1990), S. 30-51.
- Gibbons, Robert / Murphy, Kevin J. (1992): Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence, in: *The Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 3, S. 468-505.
- Gong, Guojin / Li, Laura Yue / Shin, Jae Yong (2011): Relative Performance Evaluation and Related Peer Groups in Executive Compensation Contracts, in: *The Accounting Review*, Vol. 86, No. 3, S. 1007-1043.
- Gormley, Todd A. / Matsa, David A. / Milbourn, Todd (2013): CEO compensation and corporate risk: Evidence from a natural experiment, erscheint in: *Journal of Accounting and Economics*.
- Göx, Robert / Heller, Uwe (2008): Risiken und Nebenwirkungen der Offenlegungspflicht von Vorstandsbezügen: Individual- vs. Kollektivausweis, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Heft 60, S. 98-123.
- Graham, John R. / Harvey, Campbell R. / Puri, Manju (2013): Managerial attitudes and corporate actions, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 109, S. 103-121.
- Graham, John R. / Lang, Mark H. / Shackelford, Douglas A. (2004): Employee Stock Options, Corporate Taxes, and Debt Policy, in: *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, S. 1585-1618.
- Greenbury, Sir Richard (1995): *Directors' Remuneration: Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury*, London 1995.
- Gregg, Paul / Jewell, Sarah / Tonks, Ian (2005): *Executive Pay and Performance in the UK 1994-2002*, Working Paper, University of Exeter, Juni 2005.

- Gregg, Paul / Machin, Stephen / Szymanski, Stefan (1993): The disappearing relationship between directors' pay and corporate performance, in: *British Journal of Industrial Relations*, Vol. 31, S. 1-10.
- Grinstein, Yaniv / Hribar, Paul (2004): CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, S. 119-143.
- Grossman, Sanford J. / Hart, Oliver D. (1980): Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, in: *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1, S. 42-64.
- Hall, Brian J. / Liebman, Jeffrey B. (1998): Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, No. 3, S. 653-691.
- Hall, Brian J. / Liebman, Jeffrey B. (2000): The Taxation of Executive Compensation, in: *Tax Policy and the Economy*, Vol. 14, S. 1-44.
- Harris, Ellie G. (1990): Antitakeover Measures, Golden Parachutes, and Target Firm Shareholder Welfare, in: *RAND Journal of Economics*, Vol. 21, No. 4, S. 614-625.
- Hartzell, Jay C. / Ofek, Eli / Yermack, David (2004): What's In It for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired, in: *Review of Financial Studies*, Vol. 17, No. 1, S. 37-61.
- Hartzell, Jay C. / Starks, Laura T. (2003): Institutional Investors and Executive Compensation, in: *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 6, S. 2351-2374.
- Hasenhuettl, M. / Harrison, J.R. (2002): Exit or loyalty: the effects of compensation on CEO turnover, Working Paper, University of Texas at Dallas, September 2002.
- Hayes, Rachel M. / Lemmon, Michael / Qiu, Mingming (2012): Stock options and managerial incentives for risk taking: Evidence from FAS 123R, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 105, S. 174-190.
- Healy, Paul M. (1985): The effect of bonus schemes on accounting decisions, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, S. 85-107.
- Heitzman, Shane (2011): Equity grants to target CEOs during deal negotiations, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, S. 251-271.
- Hemmer, Thomas (2004): Lessons lost in linearity: A critical assessment of the general usefulness of LEN models in compensation research, in: *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 16, S. 149-162.
- Hemmer, Thomas (2007): Discussion of "Limited Commitment in Multi-agent Contracting", in: *Contemporary Accounting Research*, Vol. 24, No. 2, S. 377-385.
- Hemmer, Thomas / Matsunaga, Steve / Shevlin, Terry (1996): The influence of risk diversification on the early exercise of stock options by executive officers, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 21, S. 45-68.
- Henderson, Vicky (2005): The impact of the market portfolio on the valuation, incentives and optimality of executive stock options, in: *Quantitative Finance*, Vol. 5, S. 35-47.

- Hermalin, Benjamin E. / Weisbach, Michael S. (1991): The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance, in: *Financial Management*, Vol. 20, No. 4, S. 101-112.
- Himmelberg, Charles P. / Hubbard, R. Glenn / Palia, Darius (1999): Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, S. 353-384.
- Hite, Gailen L. / Long, Michael S. (1982): Taxes and executive stock options, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 4, S. 3-14.
- Hodder, James E. / Jackwerth, Jens Carsten (2011): Managerial responses to incentives: Control of firm risk, derivative pricing implications, and outside wealth management, in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35, S. 1507-1518.
- Hoechle, Daniel / Schmid, Markus / Walter, Ingo / Yermack, David (2011): How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance?, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 103, S. 41-60.
- Hofmann, Christian / Pfeiffer, Thomas / Reichel, Astrid (2009): Zur relativen Performance-messung von Führungskräften deutscher DAX Unternehmen, in: *Die Betriebswirtschaft*, Vol. 69, No. 5, S. 551-570.
- Holmström, Bengt (1979): Moral Hazard and Observability, in: *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, S. 74-91.
- Holmström, Bengt (1982): Moral Hazard in Teams, in: *Bell Journal of Economics*, Vol. 13, No. 2, S. 324-340.
- Holmström, Bengt / Milgrom, Paul (1987): Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives, in: *Econometrica*, Vol. 55, No. 2, S. 303-328.
- Holt, Charles A. / Laury, Susan K. (2002): Risk Aversion and Incentive Effects, in *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 5, S. 1644-1655.
- Holthausen, Robert W. / Larcker, David F. / Sloan, Richard G. (1995): Annual bonus schemes and the manipulation of earnings, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 19, S. 29-74.
- Huddart, Steven (1994): Employee stock options, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, S. 207-231.
- Hüttenbrink, Alexander B. (2012): The Role of the Institutional Environment in Executive Compensation. An Empirical Analysis of European and US Firms, Dissertation, Technische Universität München.
- Ibrahim, Salma / Lloyd, Cynthia (2011): The association between non-financial performance measures in executive compensation contracts and earnings management, in: *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 30, No. 3, S. 256-274.

- Indjejikian, Raffi J. / Nanda, Dhananjay (DJ) (2002): Executive target bonuses and what they imply about performance standards, in: *The Accounting Review*, Vol. 77, S. 793–819.
- Ingersoll, Jonathan E. Jr. (2006): The Subjective and Objective Evaluation of Incentive Stock Options, in: *Journal of Business*, Vol. 79, S. 453-487.
- Ippolito, Richard A. (1991): Encouraging Long-Term Tenure: Wage Tilt or Pensions?, in: *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 44, No. 3, S. 520-535.
- Ittner, Christopher D. / Lambert, Richard A. / Larcker, David F. (2003): The structure and performance consequences of equity grants to employees of new economy firms, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 34, S. 89-127.
- Ittner, Christopher D. / Larcker, David F. (1998): Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 36, Studies in Enhancing the Financial Reporting Model, S. 1-35.
- James Jr., Harvey S. (2005): Why did you do that? An economic examination of the effect of extrinsic compensation on intrinsic motivation and performance, in: *Journal of Economic Psychology*, Vol. 26, S. 549-566.
- Janakiraman, Surya N. / Lambert, Richard A. / Larcker, David F. (1992): An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation Hypothesis, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, No. 1, S. 53-69.
- Jensen, Michael C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, S. 323-329.
- Jensen, Michael C. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, S. 21-48.
- Jensen, Michael C. / Meckling, William H. (1976): Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, S. 305-360.
- Jensen, Michael C. / Murphy, Kevin J. (1990): Performance Pay and Top-Management Incentives, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 98, S. 225-64.
- Jiang, John X. / Petroni, Kathy R. / Yanyan, Isabel (2010): CFOs and CEOs: Who has the most influence on earnings management?, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, S. 513-526.
- Jin, Li (2002): CEO compensation, diversification, and incentives, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, S. 29-63.
- Johnson, Shane A. / Ryan Jr., Harley E. / Tian, Yisong S. (2009): Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter, in: *Review of Finance*, Vol. 13, S. 115-145.

- Johnson, Shane A. / Tian, Yisong S. (2000a): The value and incentive effects of nontraditional executive stock option plans, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, S. 3-34.
- Johnson, Shane A. / Tian, Yisong S. (2000b): Indexed executive stock option plans, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, S. 35-64.
- Jones, Derek C. / Kato, Takao (1996): The determinants of chief executive compensation in transitional economies: evidence from Bulgaria, in: *Labour Economics*, Vol. 3, S. 319–336.
- Kabir, Rezaul / Minhat, Marizah (2009): CEO Pensions, CEO Power and the Pay-Performance Relationship, Working Paper, Twente / Edinburgh, Januar 2009.
- Kadan, Ohad / Swinkels, Jeroen M. (2008): Stock or Options? Moral Hazard, Firm Viability, and the Design of Compensation Contracts, in: *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 1, S. 451-482.
- Kang, Sok-Hyon / Kumar, Praveen / Lee, Hyunkoo (2006): Agency and Corporate Investment: The Role of Executive Compensation and Corporate Governance, in: *Journal of Business*, Vol. 79, No. 3, S. 1127-1147.
- Kaplan, Robert S. (2010): Conceptual Foundations of the Balanced Scorecard, Working Paper, Harvard Business School, 2010.
- Kaplan, Steven N. (1985): Comments on Paul Healy: Evidence on the Effect of Bonus Schemes on Accounting Procedure and Accrual Decisions, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, S. 109-113.
- Kaplan, Steven N. (1994): Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 3, S. 510-546.
- Kato, T. (1997): Chief executive compensation and corporate groups in Japan: new evidence from micro data, in: *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 15, S. 455–467.
- Kato, Takao / Kim, Woochan / Lee, Ju Ho (2006): Executive compensation, firm performance, and Chaebols in Korea: Evidence from new panel data, in: *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 15, S. 36-55.
- Kato, Takao / Kubo, Katsuyuki (2006): CEO compensation and firm performance in Japan: evidence from new panel data on individual CEO pay, in: *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 20, S. 1–19.
- Kato, Takao / Long, Cheryl (2006): Executive compensation, firm performance, and corporate governance in China: evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen stock exchanges, in: *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 54, S. 945–983.
- Kettenring, Tim (2008): Three Essays on Top Management Team Compensation, Dissertation, Technische Universität München.

- Khalil, Fahad / Lawarrée, Jacques (2006): Incentives for corruptible auditors in the absence of commitment, in: *Journal of Industrial Economics*, Vol. 54, S. 269–291.
- Kim, E. Han / Lu, Yao (2011): CEO ownership, external governance, and risk-taking, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, S. 272-292.
- Kini, Omesh / Williams, Ryan (2012): Tournament incentives, firm risk, and corporate policies, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 103, S. 350-376.
- Knoeber, Charles R. (1986): Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile Tender Offers, in: *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 1, S. 155-167.
- Kostiuk, Peter F. (1990): Firm Size and Executive Compensation, in: *Journal of Human Resources*, Vol. 25, No. 1, S. 90-105.
- Kramarsch, Michael H. / Schmelter, Stephanie / Ziegler, Susanne U. (2005): Corporate Governance Report 2005. Zum Stand der Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodexes, Towers Perrin, Februar 2005.
- Kreps, David M. (1007): Intrinsic Motivation and Extrinsic Incentives, in: *American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, S. 359-364.
- Kuang, Yu Flora (2008): Performance-vested Stock Options and Earnings Management, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 35, No. 9-10, S. 1049-1078.
- Kuang, Yu Flora / Sujis, Jeroen (2006): Incentive Effects of Performance-vested Stock Options, Working Paper, Juni 2006.
- Küpper, Hans-Ulrich (2008): *Controlling. Konzeption, Aufgaben, Instrumente*, 5. Auflage, Stuttgart 2008.
- Kuhner, Christoph / Hitz, Jörg-Markus / Sabiwalsky, Ralf (2008): *Studie Managergehälter 2008. Vorstandsvergütung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften*, Bundesanzeiger Verlag.
- Kunz, Alexis H. / Pfeiffer, Thomas / Schneider, Georg (2007): ERICTM versus EVATM. Eine theoretische Analyse in der Praxis diskutierter Wertmetriken, in: *Die Betriebswirtschaft*, Vol. 67, No. 3, S. 259-277.
- Lambert, Richard A. (1986): Executive Effort and Selection of Risky Projects, in: *RAND Journal of Economics*, Vol. 17, No. 1, S. 77-88.
- Lambert, Richard A. (2001): Contracting theory and accounting, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, S. 3-87.
- Lambert, Richard A. / Larcker, David F. (1985): Golden parachutes, executive decision-making, and shareholder wealth, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, S. 179–203.

- Lambert, Richard A. / Larcker, David F. (2004): Stock options, restricted stock, and incentives, Working Paper, University of Pennsylvania, April 2004.
- Lambert, Richard A. / Larcker, David F. / Verrecchia, Robert E. (1991): Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 1, S. 129-149.
- Lambert, Richard A. / Larcker, David F. / Weigelt, Keith (1991): How Sensitive is Executive Compensation to Organizational Size?, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 12, S. 395-402.
- Laux, Helmut (2006): *Unternehmensrechnung, Anreiz und Kontrolle. Die Messung, Zurechnung und Steuerung des Erfolges als Grundprobleme der Betriebswirtschaftslehre*, 3. Aufl., Berlin.
- Laux, Volker (2008): Board Independence and CEO Turnover, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 1, S. 137-171.
- Laux, Volker (2012): Stock option vesting conditions, CEO turnover, and myopic investment, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 106, No. 3, S. 513-526.
- Lazear, Edward P. / Rosen, Sherwin (1981): Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 89, No. 5, S. 841-864.
- Lee, Edward / Stathopoulos, Konstantinos / Vonatsos, Konstantinos (2007): UK Executive Stock Option Valuation: A Conditional Model, in: *Corporate Governance*, Vol. 15, No. 6, S. 1469-1470.
- Lefanowicz, Craig E. / Robinson, John R. / Smith, Reed (2000): Golden parachutes and managerial incentives in corporate acquisitions: evidence from the 1980s and 1990s, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, S. 215-239.
- Lintner, John (1965): Security Prices, Risk, and Maximal Gains From Diversification, in: *Journal of Finance*, Vol. 20, No. 4, S. 587-615.
- Livne, Gilad / Markarian, Garen / Mironov, Maxim (2013): Investment Horizon, Risk, and Compensation in the Banking Industry, in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, S. 3669-3680.
- Llense, Fabienne (2010): French CEOs' Compensation: What is the Cost of a Mandatory Upper Limit?, in: *CESifo Economic Studies*, Vol. 56, No. 2, S. 165-191.
- Low, Angie (2009): Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, S. 470-490.
- Lücke, Wolfgang (1955): Investitionsrechnungen auf der Grundlage von Ausgaben oder Kosten, *Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung*, 7. Jg., 1955, S. 310-324.
- Main, Brian / Johnston, James (1993): Remuneration committees and corporate governance, in: *Accounting and Business Research*, Vol. 23, S. 351-362.

- Main, Brian G. M. / Bruce, Alistair / Buck, Trevor (1996): Total Board Remuneration and Company Performance, in: *Economic Journal*, Vol. 106, No. 439, S. 1627-1644.
- Manso, Gustavo (2011): Motivating Innovation, in: *Journal of Finance*, Vol. 66, No. 5, S. 1823-1860.
- Margrabe, William (1978): The value of an option to exchange one asset for another, in: *Journal of Finance*, Vol. 33, No. 1, S. 177-186.
- Masulis, Ronald W. / Wang, Cong / Xie, Fei (2007): Corporate Governance and Acquirer Returns, in: *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 4, S. 1851-1889.
- Matsunaga, Steven R. (1995): The Effects of Financial Reporting Costs on the Use of Employee Stock Options, in: *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 1, S. 1-26.
- Maug, Ernst (2000): The Relative Performance Puzzle, in: *Schmalenbach Business Review*, Vol. 52, S. 3-24.
- McConnell, John J. / Servaes, Henri (1990): Additional evidence on equity ownership and corporate value, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, S. 595-612.
- McKnight, Philipp / Tomkins, Cyril / Weir, Charlie / Hobson, David (2000): CEO Age and Top Executive Pay: A UK Empirical Study, in: *Journal of Management and Governance*, Vol. 4, S. 173-187.
- Mehran, Hamid (1995): Executive compensation structure, ownership, and firm performance, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, S. 163-184.
- Mehran, Hamid / Yermack, David (1997): Compensation and Top Management Turnover, Working Paper, Evanston / New York, November 1997.
- Melis, Andrea / Carta, Silvia / Gaia, Silvia (2010): Executive remuneration in blockholder-dominated firms. How do Italian firms use stock options?, in: *Journal of Management and Governance*, Vol. 16, No. 3, S. 511-541.
- Mengistae, T. / Xu, L. (2004): Agency theory and executive compensation, the case of Chinese state-owned enterprises, in: *Journal of Labor Economics*, Vol. 22, S. 615-637.
- Milgrom, Paul / Roberts, J. (1992): *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall, New Jersey.
- Mohnen, Alwine / Bareket, Moshe (2007): Performance measurement for investment decisions under capital constraints, in: *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, S. 1-22.
- Morck, Randall / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W. (1988): Management ownership and market valuation. An empirical analysis, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, S. 293-315.
- Morck, Randall / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W. (1990): Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?, in: *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 1, S. 31-48.

- Morse, Adair / Nanda, Vikram / Seru, Amit (2011): Are Incentive Contracts Rigged by Powerful CEOs?, in: *Journal of Finance*, Vol. 66, No. 5, S. 1779-1821.
- Murphy, Kevin J. (1985): Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, No. 1-3, S. 11-42.
- Murphy, Kevin J. (1999): Executive Compensation, in: Ashenfelter, Orley / Card, David (Hrsg.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3B, North Holland, S. 2485–2563.
- Murphy, Kevin J. (2001): Performance standards in incentive contracts, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 30, S. 245-278.
- Narayanan, M. P. (1985): Managerial Incentives for Short-Term Results, in: *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 5, S. 1469-1484.
- Narayanan, M. P. / Seyhun, H. Nejat (2008): The Dating Game: Do Managers Designate Option Grant Dates to Increase their Compensation?, in: *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 5, S. 1908-1945.
- Oyer, Paul (2004): Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?, in: *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, S. 1619-1649.
- Oyer, Paul / Schaefer, Scott (2005): Why do some firms give stock options to all employees?: An empirical examination of alternative theories, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, S. 99-130.
- Pfeiffer, Thomas / Velthuis, Louis (2009): Incentive system design based on accruals: a summary and analysis, in: *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 21, S. 19-53.
- Porac, Joseph F. / Wade, James B. / Pollock, Timothy G. (1999): Industry Categories and the Politics of the Comparable Firm in CEO Compensation, in: *Administration Science Quarterly*, Vol. 44, No. 1, S. 112-144.
- Preinreich, Gabriel A. D. (1937): Valuation and Amortization, in: *The Accounting Review*, Vol. 12, S. 209-226.
- Prendergast, Canice (2000): What Trade-Off of Risk and Incentives?, in: *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, S. 421-425.
- Prendergast, Canice (2002): The Tenuous Trade-Off between Risk and Incentives, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 110, No. 5, S. 1071-1102.
- Prendergast, Canice (2008): Intrinsic Motivation and Incentives, in: *American Economic Review*, Vol. 98, No. 2, S. 201-205.
- Radulescu, Doina (2012): The Effects of a Bonus Tax on Manager Compensation and Welfare, in: *Finanzarchiv / Public Finance Analysis*, Vol. 68, Nr. 1, S. 1-16.

- Rajgopal, Shivaram / Shevlin, Terry (2002): Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, S. 145-171.
- Rajgopal, Shivaram / Shevlin, Terry / Zamora, Valentina (2006): CEOs' Outside Employment Opportunities and the Lack of Relative Performance Evaluation in Compensation Contracts, in: *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 4, S. 1813-1844.
- Randoy, Trond / Nielsen, Jim (2002): Company performance, corporate governance, and CEO compensation in Norway and Sweden, in: *Journal of Management and Governance*, Vol. 6, S. 57–81.
- Rapp, Marc Steffen / Wolff, Michael (2008a), Performance, Corporate Governance und Vorstandsvergütung in deutschen Aktiengesellschaften – Eine empirische Untersuchung für DAX, MDAX, SDAX und TecDAX-Unternehmen, *German Working Papers in Law and Economics*, Vol. 2008, Paper 4.
- Rapp, Marc Steffen / Wolff, Michael (2008b) Vergütung deutscher Vorstandsorgane von 2005 bis 2007 – Analyse der Unternehmen des deutschen Prime Standards, Gemeinschaftliche Studie des Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) an der Technischen Universität München und des Instituts für Unternehmensführung (IBU) an der Universität Karlsruhe (TH).
- Rapp, M.S. / Schaller, P. / Wolff, M. (2008), Existenz und Bedeutung aktienbasierter Langfristanreize im Rahmen der Vorstandsvergütung deutscher Prime Standard-Unternehmen, Arbeitspapier, September 2008.
- Rapp, Marc Steffen / Schaller, Philipp / Wolff, Michael (2009): Struktur und Höhe von Vorstandsbezügen in deutschen Prime Standard Unternehmen, Working Paper, März 2009.
- Rapp, Marc Steffen / Wolff, Michael (2010): Determinanten der Vorstandsvergütung. Eine empirische Untersuchung der deutschen Prime-Standard-Unternehmen, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Heft 10, S. 1075-1112.
- Raviv, Alon / Sismani, Elif (2013): Executive compensation, risk-taking and the state of the economy, in: *Journal of Financial Stability*, Vol. 9, No. 1, S. 55-68.
- Reichelstein, Stefan (1997): Investment Decisions and Managerial Performance Evaluation, in: *Review of Accounting Studies*, Vol. 2, S. 157-180.
- Robichek, Alexander A. / Myers, Stewart C. (1966): Conceptual Problems in the Use of Risk-Adjusted Discount Rates, in: *Journal of Finance*, Vol. 21, No. 4, S. 727-730.
- Rogerson, William P. (1997): Intertemporal Cost Allocation and Managerial Investment Incentives: A Theory Explaining the Use of Economic Value Added as Performance Measure, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 4, S. 770-795.
- Rose, Nancy L. / Wolfram, Catherine (2002): Regulating Executive Pay: Using the Tax Code to Influence Chief Executive Officer Compensation, in: *Journal of Labor Economics*, Vol. 20, No. S2, Compensation Strategy and Design, S. S138-S175.

- Rosen, Sherwin (1982): Authority, Control, and the Distribution of Earnings, in: *Bell Journal of Economics*, Vol. 13, No. 2, S. 311-323.
- Ross, Stephen A. (1973): The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, in: *American Economic Review*, Vol. 62, No. 2, S. 134-139.
- Ross, Stephen A. (2004): Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness, in: *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 1, S. 207-225.
- Rothschild, Michael / Stiglitz, Joseph (1976): Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80, No. 4, S. 629-649.
- Ryan, Harley E. / Trahan, Emery A. (1999): The Utilization of Value-Based Management: An Empirical Analysis, in: *Financial Practice and Education*, Spring/Summer 1999, S. 46-58.
- Sanders, Wm. Gerard / Hambrick, Donald C. (2007): Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk-taking and performance, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 50, No. 5, S. 1055-1078.
- Sanders, Wm. Gerard / Tuschke, Anja (2007): The adoption of institutionally contested organizational practices: The emergence of stock option pay in Germany, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 50, No. 1, S. 33-56.
- Sautner, Zacharias / Weber, Martin (2011): Corporate Governance and the Design of Stock Option Contracts, Working Paper, Amsterdam / Mannheim, Februar 2011.
- Schmid, Frank A. (1997): Vorstandbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Vol. 1, S. 67-83.
- Schmidt, Reinhart / Schwalbach, Joachim (2007): Zu Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Special Issue 2007, S. 111-122.
- Schwalbach, Joachim (1999): Entwicklung der Managervergütung, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Jg. 51, S. 592-602.
- Schwalbach, Joachim / Graßhoff, Ulrike (1997): Managervergütung und Unternehmenserfolg, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Vol. 67, S. 203-217.
- Sesil, James C. / Kroumova, Maya K. / Blasi, Joseph R. / Kruse, Douglas L. (2002): Broad-based Employee Stock Options in US 'New Economy' Firms, in: *British Journal of Industrial Relations*, Vol. 40, No. 2, S. 273-294.
- Shavell, Steven (1979): Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship, in: *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, S. 55-73.
- Sharpe, William F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: *Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3, S. 425-442.

- Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W. (1997): A Survey of Corporate Governance, in: *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, S. 737-783.
- Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W. (1986): Large Shareholders and Corporate Control, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, S. 461-488.
- Singh, Harbir / Harianto, Farid (1989): Management-Board Relationships, Takeover Risk, and the Adoption of Golden Parachutes, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 32, No. 1, S. 7-24.
- Smith, Clifford W. / Stulz, René M. (1985): The Determinants of Firms' Hedging Policies, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, No. 4, S. 391-405.
- Stein, Jeremy C. (1989): Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, No. 4, S. 655-669.
- Stiglitz, Joseph E. (1974): Incentives and Risk Sharing in Sharecropping, in: *Review of Economic Studies*, Vol. 41, No. 2, S. 219-255.
- Subramanian, Narayanan / Chakraborty, Atreya / Sheikh, Shahbaz (2007): Repricing and Executive Turnover, in: *Financial Review*, Vol. 42, S. 121-141.
- Sundaram, Rangarajan K. / Yermack, David (2007): Pay Me Later: Inside Debt and Its Role in Managerial Compensation, in: *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 4, S. 1551-1588.
- Tang, Chun-Hua (2011): Revisiting the incentive effects of executive stock options, in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, S. 564-574.
- Tian, Yisong S. (2004): Too much of a good incentive? The case of executive stock options, in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, S. 1225-1245.
- Tian, Yisong S. (2013): Ironing out the kinks in executive compensation: Linking incentive pay to average stock prices, in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, S. 415-437.
- Tirole, Jean (2001): Corporate Governance, in: *Econometrica*, Vol. 69, No. 1, S. 1-35.
- Tong, Zhenxu (2010): CEO Risk Incentives and Corporate Cash Holdings, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 37, No. 9&10, S. 1248-1280.
- Unite, Angelo A. / Sullivan, Michael J. / Brookman, Jeffrey / Majadillas, Mary Anne / Taningco, Angelo (2008): Executive pay and firm performance in the Philippines, in: *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 16, S. 606-623.
- Vallascas, Francesco / Hagendorff, Jens (2013): CEO Bonus Compensation and Bank Default Risk: Evidence from the U.S. and Europe, in: *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 22, No. 2, S. 47-89.
- Van Dalsem, Shane (2010): Determinants of CEO severance contracts and their components and the effects of severance contracts on executive turnover, in: *Journal of Economics & Business*, Vol. 62, S. 257-272.

- Veliyath, Rajaram (1999): Top management compensation and shareholder returns: Unravelling different models of the relationship, in: *Journal of Management Studies*, Vol. 36, No. 1, S. 123-143.
- Velthuis, Louis (2004): Value-Based Management auf Basis von ERIC, Working Paper, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main, Februar 2004.
- Vigliano, Marie-Hélène (2007): Contrôle du Conseil d'administration et rémunération des dirigeants : réplique de la recherche de Boyd (1994) au contexte français, Working Paper, Dauphine, Juni 2007.
- Wade, James / O'Reilly, Charles A. III / Chandratat, Ike (1990): Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence, in: *Administrative Science Quarterly*, Vol. 35, No. 4, S. 587-603.
- Walkling, Ralph A. / Long, Michael S. (1984): Agency theory, managerial welfare, and takeover bid resistance, in: *Rand Journal of Economics*, Vol. 15, S. 54-68.
- Wallace, James S. (1997): Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for?, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, S. 275-300.
- Wei, Chenyang / Yermack, David (2011): Investor Reactions to CEOs' Inside Debt Incentives, in: *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 11, S. 3813-3840.
- Wenger, Ekkehard / Knoll, Leonhard (1999): Aktienkursgebundene Management-Anreize: Erkenntnisse der Theorie und Defizite der Praxis, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Heft 6, S. 565-591.
- Werder, Axel von / Talaulicar, Till (2003): Kodex Report 2003: Die Akzeptanz der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: *Der Betrieb*, 56. Jg., S. 1857-1863.
- Werder, Axel von / Talaulicar, Till (2004): Kodex Report 2004: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: *Der Betrieb*, 57. Jg., S. 1377-1382.
- Werder, Axel von / Talaulicar, Till (2005): Kodex Report 2005: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: *Der Betrieb*, 58. Jg., S. 841-846.
- Werder, Axel von / Talaulicar, Till (2006): Kodex Report 2006: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: *Der Betrieb*, 59. Jg., S. 849-855.
- Werder, Axel von / Talaulicar, Till (2007): Kodex Report 2007: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: *Der Betrieb*, 60. Jg., S. 869-875.

- Werder, Axel von / Talaulicar, Till (2008): Kodex Report 2008: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: *Der Betrieb*, 61. Jg., S. 825-832.
- Werder, Axel von / Talaulicar, Till (2009): Kodex Report 2009: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex, in: *Der Betrieb*, 62. Jg., S. 689-696.
- Wilke, Peter / Schmid, Katrin (2012): Entwicklung der Vorstandsvergütung 2011 in den Dax-30-Unternehmen. Trends in der Vorstandsvergütung seit Einführung des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, Arbeitspapier 269, September 2012.
- Wowak, Adam J. / Hambrick, Donald C. (2010): A model of person-pay interaction: How executives vary in their responses to compensation arrangements, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 31, S. 803-821.
- Yang, Tung-Hsiao / Chance, Don M. (2008): The Valuation of Executive Stock Options when Executives Can Influence the Payoffs, Working Paper, National Chung Hsing University, Januar 2008.
- Yermack, David (1995): Do corporations award CEO stock options effectively?, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, S. 237-269.
- Yermack, David (1997): Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements, in: *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, S. 449-476.
- Yermack, David (2006a): Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, S. 211-242.
- Yermack, David (2006b): Golden handshakes: Separation pay for retired and dismissed CEOs, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 41, S. 237-256.
- Young, S. David / O'Byrne, Stephen F. (2001): *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, New York et al.
- Zhou, Xinaming (1999): Executive compensation and managerial incentives: a comparison between Canada and the United States, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, S. 277-301.