



CENTRE INTERNATIONAL DE FORMATION EUROPEENNE

**INSTITUT EUROPEEN DES HAUTES ETUDES
INTERNATIONALES**

Nice

**„Corporate Governance und Vorstandsvergütung:
Darstellung und Analyse des Beitrags vom
Deutschen Corporate Governance Kodex“**

Masterarbeit

zur Erlangung

des Masters für Europäische und Internationale Beziehungen

Vorgelegt von

Diplom Kauffrau Mariam Ktiri

unter der Leitung von

Dr. Hartmut Marhold

Jahrgang 2004/2005



Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	I
Abbildungsverzeichnis	IV
Tabellenverzeichnis.....	V
Abkürzungsverzeichnis	VI
Zusammenfassung	IX
1. Einführung	1
1.1. Ausgangslage und Zielsetzung der Arbeit.....	1
1.2. Gliederung	3
2. Corporate Governance: Grundlagen und Entwicklung.....	4
2.1. Corporate Governance im Allgemeinen	4
2.1.1. Begriffliche Abgrenzung.....	4
2.1.2. Historische Entwicklung.....	6
2.1.3. Hintergrund der Corporate Governance	9
2.1.3.1. Allgemeines	9
2.1.3.2. Konsequenz für Corporate Governance und Managervergütung	11
2.1.4. Funktionen.....	13
2.1.5. Systematisierung der Corporate Governance Systeme	15
2.1.5.1. Allgemeines	15
2.1.5.2. Systematisierung nach formalen Unterschieden	16
2.1.5.2.1. Dualistisches Modell	17
2.1.5.2.2. Monistisches Modell.....	18
2.1.5.3. Systematisierung nach den Kontrollmechanismen	19
2.1.5.3.1. <i>Outsider vs. Insider System</i>	19
2.1.5.3.2. <i>Four Types System</i>	20
2.1.5.4. Systematisierung nach der Kapitalstruktur	22
2.2. Corporate Governance in Deutschland	23
2.2.1. Grundlegendes	23
2.2.1.1. Eigenschaften des Corporate Governance-Systems	23
2.2.1.2. Vorfeld und Entstehung des Kodex	29
2.2.1.3. Anwendungs- und Gültigkeitsbereich.....	32
2.2.1.4. Aufbau.....	34
2.2.1.5. Regelungsarten	34
3. Vorstandsvergütung: Analyse des Beitrags vom Deutschen Corporate Governance Kodex.....	36
3.1. Allgemeines zum Vorstand.....	36
3.2. Prinzipien der Vorstandsvergütung.....	39
3.2.1. Angemessenheit.....	39
3.2.2. Leistungsabhängigkeit	40

3.2.3.	Transparenz.....	40
3.3.	Bestimmung der Vorstandsvergütung	41
3.4.	Zusammensetzung der Vorstandsvergütung	42
3.4.1.	Fixe Komponente	43
3.4.2.	Tantieme: „Klassische“ variable Komponente.....	45
3.4.3.	Vergütungskomponente mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter	50
3.4.3.1.	Allgemeines	50
3.4.3.2.	Aktien mit Veräußerungssperre	55
3.4.3.3.	Optionsprogramme	58
3.4.3.3.1.	Reelle Optionsprogramme	59
3.4.3.3.2.	Virtuelle Optionsprogramme	63
3.5.	Abschließende Bemerkungen	66
4.	Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex zur Vorstandsvergütung.....	68
4.1.	Empirische Untersuchung: Kodex-Report 2005	68
4.1.1.	Generelle Befunde.....	69
4.1.2.	Befunde zur Managervergütung	73
4.1.2.1.	Befunde zu den Empfehlungen.....	74
4.1.2.2.	Befunde zu den Anregungen	76
4.2.	Praxisbeispiele zur Vorstandsvergütung	77
4.3.	Abschließende Bemerkungen	85
5.	Stand der Diskussion zur Corporate Governance und Managervergütung	86
5.1.	Nationale Ebene in Deutschland	86
5.1.1.	Status Quo	86
5.1.2.	Neuigkeiten zur Rechtslage der Managervergütung	87
5.1.2.1.	Gesetz zur Vorstandsvergütung und Offenlegung	87
5.1.2.1.1.	Entstehung und Entwicklung.....	87
5.1.2.1.2.	Verabschiedung	88
5.1.2.2.	Gerichtsurteil zur Kündigung wegen Minderleistung	90
5.1.2.3.	Gesetzentwurf zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts- UMAG	91
5.1.3.	Stellungnahmen zur Vorstandsvergütung im DCGK und zum Vorstandsvergütungs- und Offenlegungsgesetz	92
5.1.3.1.	Vorstände	92
5.1.3.2.	Vertreter der Politik.....	94
5.1.3.3.	Vertreter der Anteilseigner	97
5.1.3.4.	Vertreter sonstiger Stakeholder.....	99
5.1.4.	Abschließende Bemerkungen	102
5.2.	EU-Ebene	104
5.2.1.	Bisherige EU-Maßnahmen	104
5.2.2.	Zukunftsperspektiven	107
6.	Fazit	109
6.1.	Zusammenfassung	109
6.2.	Rückblick und Kritische Würdigung.....	112

Anhang	114
Literaturverzeichnis.....	XI

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Kräftegleichgewicht in der Organisationsbeziehung.....	14
Abb. 2: Struktur des deutschen Corporate Governance-Systems.....	23
Abb. 3: Zusammensetzung der Vorstandsvergütung nach dem DCGK.....	43
Abb. 4: Vergabe der jährlichen Bonuszahlungen.....	46
Abb. 5: Entgelte durch Aktien mit Veräußerungssperre	57
Abb. 6: Entgelte durch Optionsprogramme.....	60
Abb. 7: Stichprobengröße und- struktur der BCGC-Studie 2005.....	69
Abb. 8: Akzeptanzquote der Kodexbestimmungen nach Börsensegmenten	70
Abb. 9: Kategorisierung der Kodexempfehlungen nach Akzeptanzniveau.....	72
Abb. 10: Entsprechungserklärung von ALTANA 2004	78
Abb. 11: Vergütung des Vorstands bei ALTANA	79
Abb. 12: Corporate Governance-Kommunikation bei der COMMERZBANK.....	83
Abb. 13: Managermeinungen zur Offenlegung der Managergehälter.....	92
Abb. 14: Rangliste der 30 DAX-Unternehmen	114

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Einflussfaktoren im Principal-Agent-Modell.....	11
Tab. 2: Funktionen der Corporate Governance	15
Tab. 3: Dualistisches vs. Monistisches Modell	16
Tab. 4: Aktienbesitzstruktur in Deutschland, GB und USA 2001.....	24
Tab. 5: Problematische Kodexbestimmungen zur Managervergütung.....	73
Tab. 6: Eckpunkte des Vorstandsvergütungs- Offenlegungsgesetzes	89
Tab. 7: Argumente für und gegen eine Offenlegung von Managergehältern.....	103
Tab. 8: Vergütung der 30 DAX-Vorstände im Geschäftsjahr 2004 in Euro	115

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
BCCG	Berliner Center of Corporate Governance
BDI	Bundesverband Deutscher Industrien
BetrVG	Betriebsverfassungsgesetz
Bspw.	Beispielsweise
Bzgl.	Bezüglich
Bzw.	Beziehungsweise
CapEx	Capital Expenditures
CF	Cash Flow
C.G.	Corporate Governance
c. p.	ceteris paribus
CDU	Christlich Demokratische Union
CEO	Chief Executive Officer
CSU	Christlich Soziale Union
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutsche Corporate Governance Kodex
DGB	Deutscher Gewerkschaftsbund
Dr.	Doktor
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz
e.V.	eingetragener Verein
EBIT	Earning Before Interests and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization
ECGI	European Corporate Governance Institute
EU	Europäische Union
f.	folgend
ff.	fortfolgende
FCF	Free Cash Flow
FDP	Freie Demokratische Partei
gem.	gemäß
GB	Großbritannien
GD	General Direction

GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HS	Halber Satz
i.a.	im Allgemeinen
i.d.R.	in der Regel
i.e.S.	im engeren Sinne
i.H.v.	in Höhe von
i.S.	im Sinne
i.S.e.	im Sinne eines
insbes.	insbesondere
KOM	Kommission
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz
LTI	Long-Term-Incentives
m.E.	meines Erachtens
M&A	Mergers & Acquisitions
MDAX	Midcap Index
Mio.	Millionen
Montan-MitbestG	Montanmitbestimmungsgesetz
NEMAX	Neuer Marktindex
Nr.	Nummer
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
O.V.	Ohne Verfasser
PDG	Président Directeur Général
PSPs	Phantom Stocks Plans
Rdn.	Randnummer
ROE	Return On Equity
S.	Seite
SAR	Stock Appreciation Right
SDAX	Smallcap Index
SdK	Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger
s.g.	so genannte
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
Tab.	Tabelle
TecDAX	Technologie DAX
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
Tsd.	Tausend
u.U.	unter Umständen
u.a.	unter anderem

Abkürzungsverzeichnis

u.U.	unter Umständen
UN	United Nations
URL	Uniform Resource Locator
v.a.	vor allem
Vgl.	Vergleiche
vs.	Versus
vss	voraussichtlich
VorstOG	Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WWW	World Wide Web
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil

Zusammenfassung

Das Thema Corporate Governance und Managervergütung steht im Mittelpunkt der Debatte von Wirtschaft und Politik in Deutschland. In erster Linie wird über die vorhandenen Regelungen, welche die Vergütungspolitik regulieren, diskutiert.

In Deutschland gibt es Regeln zur „guten“ Unternehmensführung und -kontrolle. Diese sind im Deutschen Corporate Governance Kodex zusammengefasst. Der Kodex umfasst richtungsweisende Empfehlungen zur Unternehmensführung- und Kontrolle, insbes. auch Empfehlungen zur Thematik „Managervergütung“.

Diese Arbeit widmet sich der Analyse dieser Empfehlungen und der Erörterung ihrer Tauglichkeit bzgl. einer qualifizierten Umsetzung in der Praxis.

Vorab werden die theoretischen Hintergründe der Arbeit dargestellt. Es wird ein Überblick über Corporate Governance im Allgemeinen sowie die zugehörigen Hintergründe vermittelt. Die Entstehung der vorhandenen Corporate Governance Regeln, ihre Begründungen und Ziele stehen hier im Vordergrund. Anschließend werden diese Eckpunkte für den spezifischen Fall Deutschland dargestellt. D.h. es wird auf die Entstehung des Kodex, seinen Aufbau und Regelungsarten eingegangen. Dies ist von zentraler Bedeutung für den weiteren Gang der Arbeit und die Darstellung des spezifischen Themas der Managervergütung. Die gewonnen Kenntnisse werden die Analyse der Kodexnormen zur Managervergütung somit erleichtern.

In der Arbeit wird auch untersucht, inwieweit die Kodexempfehlungen i.a. in der Praxis insb. in den DAX-30 Unternehmen umgesetzt werden. Dabei wird näher auf die Umsetzung des Kodex in der Vergütungspolitik eingegangen. Um die Untersuchung praxisnah zu gestalten, werden auch Unternehmen und ihre Ansätze zum Thema als typisierte Beispielfälle dargestellt. Diese Arbeit bezieht auch die Meinungen der verschiedenen Interessensgruppen mit ein. Eine kurze Darstellung der EU-Maßnahmen zur Regelung der Managervergütungspolitik komplettiert die Betrachtung.

Zum Abschluss der Arbeit wird zudem eine Positionsbestimmung der aktuellen Debatte mit einem Blickwinkel auf Deutschland versucht. Es werden Errungenschaften der aktuellen Regelung genauso herausgestellt wie auch gewisse interpretierbare Unzulänglichkeiten. Letztere finden ihren Ursprung vorrangig in der Komplexität und Vielschichtigkeit des Themas Managervergütung.

*„Man muss die Obristen sehr gut zahlen,
sonst machen sie Beute auf eigene Faust“*

(Albrecht von Wallenstein)¹

1. Einführung

1.1. Ausgangslage und Zielsetzung der Arbeit

Das Thema „Corporate Governance“ wird sowohl in Europa als auch in den USA kontrovers diskutiert. Vielfach macht sich die Diskussion dabei an dem Thema der Managergehälter fest.

Auch in Deutschland nimmt das Corporate Governance-Thema in der Managervergütungsdebatte v.a. in den DAX-30-Unternehmen² einen wichtigen Platz ein und sorgt für Kontroversen. Neben Vertretern aus Wirtschaft und Politik nimmt auch eine breite Öffentlichkeit an der Diskussion teil. Vorrangig polarisiert das Thema Managervergütung hier durch Gehälter im Millionen-Euro-Bereich (Siehe. Tab. 8 am Anhang).³

Auslöser der Debatte war neben den als **hoch empfunden absoluten** Beträgen der Vorstandsgehälter, v.a. der Beitrag durch die Vergütung in **Aktien** oder aktiennahen Finanzinstrumenten (Siehe Tab. 8 am Anhang).

Bemerkenswert ist der rasante Anstieg der Vorstandsbezüge der DAX-Unternehmen. Dieser Anstieg hat einer Studie der Unternehmensberatung Kienbaum zufolge zwischen 1997 und 2003 im Durchschnitt 103% betragen.⁴

¹ Vgl. Küpp (2005), S. 55.

² Die Liste der 30 DAX-Unternehmen ist in der Abb. 14 am Anhang zu finden.

³ Die Unternehmensberatung KIENBAUM, die insbes. auf den Bereich Vergütung spezialisiert ist, hat 2004 die Ergebnisse einer ausführlichen Studie zur Vergütung des Vorstands und Aufsichtsrates in den börsenorientierten Unternehmen veröffentlicht. Die Ergebnisse liefern detaillierte Informationen zur Umfang und Zusammensetzung der Vorstandsgehälter. Mehr dazu in: Kienbaum (2004).

⁴ Vgl. Kienbaum (2004), S. 116.

Dies könnte sich durch das Gewinnwachstum im vergleichbaren Zeitraum erklären lassen.⁵

Diese Gesamtfaktoren erhöhten den Druck von Seiten der Politik, der Wissenschaft und der Medien. Unternehmen werden zunehmend aufgefordert, für mehr Transparenz und eine individualisierte Offenlegung der Managergehälter zu sorgen. Eine schwache Konjunktur und hohe Arbeitslosenzahlen verstärken diesen Druck zunehmend. Bei vielen Bürgern stößt die Diskrepanz zwischen real sinkenden Masseneinkommen und sprunghaft steigenden Managergehältern auf Unverständnis oder sogar Ablehnung.

Im Kontrast dazu wird gerade von Unternehmensseite bzw. von angestellten Vorständen betont, eine adäquate, „marktgerechte“ Vergütung dient v.a. den Unternehmen. Erfolgreiche Manager sollen auch überdurchschnittlich gut verdienen dürfen. Vergütungsmodelle im Ausland, v.a. in den USA, stellen hier eine Benchmark dar. Dies gilt hinsichtlich einer leistungsgerechten Vergütung sowie auch bzgl. der absoluten Höhe der Vergütung. In den USA werden für Spitzenmanager sehr viel höhere Gehälter bezahlt als z.B. in Europa.⁶

In Deutschland gibt es seit 2002 den Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK), der neben den Bestimmungen zu unterschiedlichen Bereichen der Unternehmensführung- und Leitung auch Empfehlungen und Anregungen zur Managervergütung enthält. Es stellt sich die Frage, welche Rolle das Thema Managervergütung innerhalb der Corporate Governance Diskussion spielt. Interessant sind hier v.a. die Aspekte einer „leistungsgerechten“ Vergütung.

Vor diesem Hintergrund widmet sich die vorliegende Arbeit, die Ziele und den Beitrag des DCGK zur Managervergütung herauszuarbeiten und auf mögliche Mängel insbes. in puncto Zielerreichung hinzuweisen. Dies soll unter der Berücksichtigung der aktuellen Entwicklungen zum Thema Corporate

⁵ Nach den Ergebnissen der Kienbaum-Studie steigerten die Unternehmen, die im DAX notiert sind, ihren Gewinn um durchschnittlich 42% im letzten Jahr, nach 65% im Jahr 2003. Die Managergehälter stiegen im Schnitt um 18,5%.

⁶ Die deutschen Manager verdienen pro Jahr. zwischen 100.000 und 400.000 €. Bei den DAX-Unternehmen beträgt der Managergehalt im Durchschnitt 1,65 Mio. €. In den USA verdienen Manager dagegen mehr als 7 Mio. € im Durchschnitt. Vgl. Hickel (2004); Kenneth/Randall (2005).

Governance in Deutschland erfolgen. Zudem soll auf den Einfluss der EU zum Thema eingegangen werden.

1.2. Gliederung

Der thematische Teil der Arbeit beginnt mit **Kapitel 2**. Hier werden zuerst die theoretischen Grundlagen zur Corporate Governance i.a. erläutert. Die Darstellung der Kernprobleme der Corporate Governance soll Erkenntnisse liefern, die mit der Managervergütung zusammenhängen. Diese sind zum Verständnis der folgenden Abschnitte nützlich. Im zweiten Teil des 2. Kapitels erfolgt schließlich die Darstellung der Corporate Governance im spezifischen Fall von Deutschland.

In **Kapitel 3** wird – nach der Einführung im vorhergehenden Kapitel - auf den spezifischen Bereich der Corporate Governance in Deutschland eingegangen und die Thematik der Managervergütung vertieft erörtert. Hierbei erfolgt die Darstellung des Beitrags vom DCGK zur Gestaltung und Offenlegung der Vorstandsgehälter. Zur Erfüllung dieses Zwecks wird analysiert, wie die Kodexbestimmungen das Thema behandeln und welche Lösungen sie liefern.

In **Kapitel 4** wird anhand von Ergebnissen einer empirischen Untersuchung analysiert, inwieweit der Kodex als Regelwerk zur „guten Corporate Governance“ bereits in der deutschen Wirtschaft verankert ist. Dabei wird das Augenmerk auf die Umsetzung der Kodexbestimmungen bzgl. der Vergütungspolitik gelegt. Anschließend werden Praxisbeispiele dargestellt, welche die Diskussion zum betreffenden Thema bereichern sollen.

Kapitel 5 bezieht die aktuellen Entwicklungen zur Corporate Governance und Managervergütung auf der nationalen Ebene in Deutschland. Dargestellt werden dabei Stellungnahmen unterschiedlicher Interessensgruppen, die miteinbezogen werden. Dieses Kapitel schließt mit einem Überblick über grenzüberschreitende Entwicklungen zum Thema auf EU-Ebene ab. Dies leitet zur Diskussion eines Fazits und einer kritischen Würdigung im **Kapitel 6** über.

2. Corporate Governance: Grundlagen und Entwicklung

2.1. Corporate Governance im Allgemeinen

2.1.1. Begriffliche Abgrenzung

„Corporate Governance“ ist ein viel diskutiertes Thema. Es besteht jedoch des Öfteren bereits Uneinigkeit bei der exakten Bedeutung des Begriffs.⁷

Die beiden Wörter „Corporate“ und „Governance“ lassen sich auf griechische bzw. lateinische Ursprünge zurückführen:

Der Begriff „Governance“ findet seinen Ursprung im Griechischen „*kubernân*“. Das heißt in seiner Grundbedeutung *lenken* bzw. *steuern* und stammt aus der Seefahrt. Platon verwendete diesen Begriff zum ersten Mal außerhalb dieses Kontexts und beschrieb damit Regierungen. Daraus entstand das lateinische Verb „*gubernare*“, welches die gleiche Bedeutung hat.⁸ Ausgehend davon leitete man im Englischen den Begriff „*Governance*“⁹ ab.

Der Begriff „Corporate“ stammt aus dem lateinischen Wort „*Corpus*“ und bedeutet Körper.¹⁰ Daraus lässt sich das Wort „*corporation*“ für Körperschaft ableiten.¹¹ Insgesamt heißt also „Corporate Governance“ wörtlich genau die „Körperschaftliche Steuerung“.

Das eigentliche Schlagwort „Corporate Governance“ kam erst 1976 in New York in einem von COURTNEY C. BROWN veröffentlichten Buch „*Putting the Corporate Board to Work*“ zum Einsatz.¹²

Im Deutschen wird der Begriff Corporate Governance meistens in seiner angelsächsischen Form verwendet, denn er lässt sich nicht ohne weiteres übersetzen.¹³ CASPAR VON DER CROMME (2004) bezeichnet Corporate

⁷ Vgl. Müller; Wolfram (2002), S. 15; Schätzle (2002), S. 282.

⁸ Vgl. Huynh-Quan-Suu (2005), S. 1.

⁹ to govern, government, **governance**.

¹⁰ Vgl. NetLexikon (2005).

¹¹ Vgl. Frese (1999), S. 2480 f.

¹² Vgl. Brown (1976).

¹³ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 11; Vgl. Baums (2002), S. 2.

Governance als „[...] *ein schildernder Begriff, was sich nur schon darin zeigt, dass er sich nicht treffend ins Deutsche übersetzen lässt.*“¹⁴

Die Übernahme der englischen Form von Corporate Governance kann jedoch problematisch sein. Die englische Definition ist nicht scharf genug.¹⁵ Der englische Kodex zur Corporate Governance, der „*Cadbury Report*“ von 1992, bezeichnet Corporate Governance als „[...] *the system by which companies are run [...] the system by which companies are directed and controlled.*“¹⁶ Diese Bezeichnung scheint doch eng formuliert zu sein. Sie beschränkt Corporate Governance auf die Führung und Überwachung einer Gesellschaft. Jedoch stellen diese beiden Elemente nur einen Teil des Ganzen „Konzeptes Corporate Governance“ dar.¹⁷

Eine umfassendere Definition des Begriffs liefern beispielsweise die OECD-Grundsätze zur Corporate Governance aus dem Jahr 2004:¹⁸

*“Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined.”*¹⁹

Häufig wird im Deutschen das Wort „**Unternehmensverfassung**“ als Synonym für den Begriff Corporate Governance verwendet.²⁰ Jedoch liefert diese Definition ein enges und statisches Verständnis. Unternehmensverfassung beschreibt die formelle Rollenverteilung zwischen den Organen einer

¹⁴ Vgl. Crone (2004), S. 553.

¹⁵ Vgl. Hilb/Müller/Wehrli (2004), S. 1.

¹⁶ Cadbury (1992), Rdn. 2.5.

¹⁷ Siehe Gliederungspunkt 2.1.4.

¹⁸ OECD (2004), S. 13.

¹⁹ [Die Corporate Governance umfasst die Beziehungen zwischen der Geschäftsführung, dem Leitungs- bzw. Verwaltungsorgan, den Aktionären und anderen Interessengruppen. Die Corporate Governance liefert auch die Struktur, über die die Ziele des Unternehmens gesetzt und die Mittel und Wege zur Erreichung dieser Ziele und zur Überwachung des Ergebnisses bestimmt werden.]

²⁰ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 11; Kübler (1994), S.115; Schmidt/Grohs (1999), S. 2; Pohl/Werder (2001), S. 1101; Jürgens/Rupp/Vitols (2000).

Gesellschaft.²¹ Sie stellt damit nur einen Teilbereich der Corporate Governance dar.²²

Corporate Governance umschreibt als Kurzformel den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die **Unternehmensleitung** und deren **Überwachung**. Im weiteren Sinne beschreibt aber Corporate Governance alle Organisations- und Strukturfragen der Unternehmen.²³

2.1.2. Historische Entwicklung

„*Corporate governance is not a buzzword*“, KASPAR MÜLLER (2003).²⁴ Das Thema der Corporate Governance ist nicht neu, sondern findet seine Ursprünge in den 30er Jahren. Damals erlebten viele Länder insbes. die USA eine ökonomische Depression. Zahlreiche Dynastien von Familienunternehmen, die gleichzeitig Inhaber und Geschäftsführer waren, sind vom Markt verschwunden. Dies führte zur Entstehung von Unternehmen mit einer Trennung zwischen den Führungskräften (*Agents*) und den Eigentümern (*Principals*). Das war Auslöser der s.g. Principal-Agent-Konflikte.²⁵ Diese ergeben sich aufgrund der Interessendivergenz zwischen den Aktionären (*Principals*) und der Geschäftsführung (*Agents*).²⁶ Zahlreiche Manager verfolgten nur ihr eigenes Interesse und weniger das der Eigentümer.²⁷ Dieses Problem wurde insbes. aufgrund fehlender effiziente Kontrollmechanismen verschärft. Es entstand ein Ungleichgewicht zwischen Macht und Kontrolle („*checks & balances*“ und „*incentives*“).

So befassten sich 1932 der Rechtsprofessor ADOLF A. BERLE und der Ökonom GARDINER C. MEANS mit diesem Thema in ihrem Buch „*The modern Corporation on Private Property*“.²⁸ Sie behandelten darin die Agency-Problematik und erarbeiteten Lösungen wie man diesen Konflikt beseitigen kann.

²¹ Vgl. Frese (1999), S. 2480 f.

²² Vgl. Schmidt/Weiß (2003), S. 2 f.; Schmidt/Grohs (1999), S. 2.

²³ Vgl. Werder (2003), 4 f.; Schmidt (2003), S. 3; Wolfram (2002), S. 15; Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 11 und die dort angegebene Literatur.

²⁴ Müller (2003), S. 22.

²⁵ Die Agency-Problematik wird im nächsten Punkt detaillierter erläutert.

²⁶ Mehr zur Agency-problematik im Punkt 2.1.3; Vgl. Wolfram (2002), S. 18.

²⁷ Der Manager ist i.d.R. an dem kurzfristigen Gewinn interessiert. Der Principal dagegen zielt auf den langfristigen Erfolg.

²⁸ Siehe Berle/Means (1932).

Sie entwickelten Mittel für die Agents zur Erreichung der Unternehmensziele und gleichzeitig für die Principals zur Sicherstellung der Kontrollfunktion im Unternehmen. Damit legten sie die ersten wesentlichen Meilensteine der Corporate Governance.²⁹

Mit der Zunahme von Unternehmensskandalen (z.B. der Enron-Skandal in den USA)³⁰ rückte das Thema der Corporate Governance immer mehr in den Mittelpunkt der Debatte. Verschiedene Interessensgruppen forderten Regeln und effiziente Kontrollmöglichkeiten, welche die Beziehung zwischen Aktionären und Managern regulieren sollten.

Die ersten Regeln zur Corporate Governance entstanden 1980 in den USA. Sie waren die Folge des Einflusses der Vertreter von Interessensgruppen (insbes. institutionelle Investoren).³¹ Auch in anderen Ländern, in denen **Nationale Kodizes** eingeführt wurde, haben bestimmte Interessensgruppen die Entwicklung und Implementierung herbeigeführt.

Der erste Kodex war der richtungsweisende „*Cadbury Report*“ mit dem beigefügten Code of Best Practice, veröffentlicht in London 1992. Auch in den USA wurden die im Jahre 1980 veröffentlichten Regeln endgültig 2001 im „*Sarbanes-Oxley-Act*“ zusammengefasst. Weitere Industrieländer folgten diesen Schritten und entwickelten eine Reihe von Regeln zur Corporate Governance. So erschienen in Deutschland 2002 der „Deutsche Corporate Governance Kodex“, in der Schweiz 2002 der „*Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*“³² und in Frankreich 1995 „*Les Rapports Viénot*“^{33 34}.

²⁹ Vgl. Wolfram (2000), S.15.

³⁰ Mehr dazu in Coffee (2004).

³¹ Vgl. Müller (2003), S. 22.

³² Der „*Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*“ wurde vom Vorstand der „*Economiesuisse*“ verabschiedet. Siehe Economiesuisse (2002).

³³ Viénot entwarf zuerst Les rapports Viénot I: «*Le conseil d'administration des sociétés cotées*» Juni 1995 und les rapports Viénot II: «*Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise*» Juli 1999. Vgl. Viénot (1995) und (1999).

³⁴ Für eine Darstellung der verschiedenen Kodizes siehe Gregory (2002), S. 1 – 10.

Die verschiedenen Kodizes sämtlicher Länder sind auf der Webseite des European Corporate Governance Institute (ECGI) zum downloaden unter: www.ecgi.org/all_codes.php.

Diese s.g. „*Codes of Best Practice*“ richten sich in erster Linie an börsennotierten Unternehmen. D.h. solche Gesellschaften, deren Aktien an einem Kapitalmarkt gehandelt werden, der staatlich geregelt und überwacht wird.³⁵

Sie sind i.d.R. keine formellen Gesetze, sondern s.g. *soft laws*. Sie sind unverbindlich. Das bedeutet, Unternehmen sind diesen Grundsätzen nur durch eine freiwillige Selbstverpflichtung unterworfen. Sie verfolgen das „*complain or explain*“-Prinzip.

Zusätzlich zu diesen nationalen Grundsätzen entwickelten zahlreiche internationale Gremien wie die OECD,³⁶ die „International Corporate Governance Network“ (ICDN) oder die „Commonwealth Association for Corporate Governance“ (AGN) **Supranationale Kodizes**. Sie gelten ebenfalls als *soft laws*. Sie stellen eine Art Grundrahmen oder Richtlinien zur Evaluation und Verbesserung der nationalen Corporate Governance-Regelungen dar.³⁷

Weiterhin haben verschiedene Institutionen und Privatinitiativen **Institutionelle Kodizes** zur Corporate Governance entwickelt. Dazu zählen z.B. „Calpers“, „Hermes Investment Management“ oder „Amnesty International“.³⁸

Mittlerweile existieren insgesamt mehr als 60 Standards und Grundsatzkodizes zur Corporate Governance.³⁹ Die verschiedenen Kodizes werden in unterschiedlichen Zeitabständen revidiert. In der Regel bestehen auf nationaler sowie internationaler Ebene Arbeits- und Interessensgruppen, die sich mit diesem Thema der Corporate Governance beschäftigen.⁴⁰ Ihr Anliegen ist die Verbesserung der Regelungen und ihre Anpassung an die Entwicklungen der Finanzmärkte. Dies unter Berücksichtigung der internationalen wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen.

³⁵ Vgl. Schätzle (2002), S. 282.

³⁶ Siehe OECD (2004).

³⁷ Vgl. Müller (2003), S. 22. Die OECD-Grundsätze z.B. dienen „[...] als Grundlage für Corporate-Governance-Initiativen sowohl in OECD- als auch in Nicht-OECD-Ländern“. OECD (2004), S. 9.

³⁸ die verschiedenen Kodizes sind abrufbar unter:

- Calpers: www.calpers-governance.org/principles.
- Hermes Investment Management: www.hermes.co.uk.
- Amnesty International: www.amnestyus.org/undhr.html.

³⁹ Vgl. Wolfram (2002), S. 6. Siehe auch die Fußnote 34.

⁴⁰ In Deutschland gibt es z.B. die Kodex-Kommission. Mehr dazu im Gliederungspunkt 2.2.1.2.

2.1.3. Hintergrund der Corporate Governance

2.1.3.1. Allgemeines

„Im Prinzip ist die Logik guter Corporate Governance einfach: Manager sind besser über die Potenziale des Unternehmens informiert als dessen Aktionäre und könnten dies zu ihrem Vorteil ausnutzen. Deswegen müssen Regeln geschaffen werden“, BASSEN ALEXANDER (2005).⁴¹

Corporate Governance konzentriert sich im Wesentlichen auf Probleme, die aus der Trennung von **Eigentum** und **Kontrolle** resultieren. Sie zielt insbes. auf das Verhältnis zwischen Aktionären und Vorständen, d.h. zwischen Vollmachtgebern und Bevollmächtigten ab.⁴² Das bedeutet, dass der entscheidende Faktor das Verhalten der beiden Parteien ist.⁴³

Im idealen Fall verhalten sich Verwaltungsrat und Geschäftsleitung so, wie sich ein Alleineigentümer der Unternehmung verhalten würde. Die Realität ist allerdings durch das s.g. Principal Agent-Problem geprägt: Verwaltungsrat und Geschäftsleitung – die Agents – verhalten sich rational (i.S.e. *homo oeconomicus*) und nehmen deshalb zuerst die eigenen Interessen wahr. Folglich handeln Vorstände nicht primär i.S. der Aktionäre, der Principals.⁴⁴

Das Principal Agent-Problem wird ursprünglich im Zusammenhang mit der Agency-Theorie behandelt.⁴⁵

Die Principal Agent-Theorie beschäftigt sich mit dem Verhältnis von Unternehmenseigenen, d.h. den Inhabern von stimmberechtigten Eigenkapital, und den Vorständen bzw. Geschäftsführern von Kapitalgesellschaften. Eine Reihe von **Annahmen** werden innerhalb dieser Theorie getroffen.⁴⁶

- Teilung von Unternehmenseigentum und – steuerung (*ownership* vs. *control*);

⁴¹ Bassen (2005).

⁴² Vgl. Biedermann/Müller (2002); Schmidt (2003), S. 5 f.

⁴³ Vgl. Müller (2003), S. 23.

⁴⁴ Vgl. Crone (2001), S. 29.

⁴⁵ Vgl. Spremann (1989); Fama/Jensen (2004); Eisenhardt (2004).

⁴⁶ Vgl. Coenenberg (1999); Jensen/Meckling (1976); Fama/Jensen (2004).

- Akteure handeln i.S. eines *homo oeconomicus*.⁴⁷ Die individuellen Nutzenfunktionen insbes. von Vorständen sind damit durch ihre (monetären) Kompensationsschemata bestimmt;
- Unternehmen verfolgen eine Gewinnerzielungsabsicht;
- Existenz eines möglichen *Moral Hazard*:⁴⁸ Vorstände, welche *per se* dem Wohl des von ihnen geleiteten Unternehmens verpflichtet sind, können in einer Dilemmasituation, in der die Möglichkeiten ihrer persönlichen Zielerreichung von der des Unternehmens abweicht, eine Priorität auf die Erfüllung ihrer eigenen Ziele legen.⁴⁹
- Die moderne Forschung im Themenfeld Finanzwirtschaft geht zudem vom Risikobegriff bzgl. der Erträge für Unternehmen und Vorstand aus. Dieser impliziert eine Nutzenfunktion bzgl. Chance und Risiko. Dabei wird oft die Varianz⁵⁰ von Erträgen als Risikokomponente interpretiert.

Es gibt damit eine Reihe von variablen im Principal Agent-Modell. Lockert man die Restriktion der Immanenz der monetären Vergütung könnte man auch nicht monetäre Kompensationen (wie z.B. Firmenwagen) in eine Betrachtung aufnehmen. Die Problematik liegt hierbei allerdings in einer sehr subjektiven Einschätzung des Wertes von einzelnen, qualitativen, nicht monetären Entlohnungsgegebenheiten. Beispiele könnten hier sein: Ansehen der Stelle bzw. des Unternehmens, Kultureller Fit zwischen Manager und Unternehmen, Förderung der persönlichen Entwicklungschancen des Managers (z.B. Aufstieg in einer Konzernhierarchie; vom Tochter- zum Mutterunternehmen)

Die Einflussfaktoren in dem Principal-Agent-Modell können unterschiedlich sein. Diese werden in der folgenden Tabelle dargestellt.

⁴⁷ Vgl. Lazear/Rosen (1981).

⁴⁸ „**Moral Hazard**“ bezieht sich auf Situationen, wo eine Marktseite die Handlungen der anderen nicht beobachten kann. Man spricht auch von dem Problem der „Versteckten Handlung“. Vgl. Varian (1995), S. 595 ff.

⁴⁹ Vgl. Holmström (1977).

⁵⁰ Die **Varianz** ist in der Statistik ein Streuungsmaß, d.h. ein Maß für die Abweichung einer Zufallsvariable von ihrem Erwartungswert.

Tab. 1: Einflussfaktoren im Principal Agent-Modell

Principal	- Performance ➤ Aktienkurs oder vermutete Wertentwicklung (bei private Equity, d.h. nicht börsennotierte Gesellschaften) ➤ Dividenden/Ausschüttungen an Principals ➤ Risiko bzgl. Wertentwicklung und Zahlungsstruktur in der Zukunft (Erwartungswert) ➤ Erwartungswert bzw. Anforderung eines Mindestperformance an Vorstand und Unternehmen.
Agent	- Eigene Kompensation (monetär) - Risiko bzgl. eigener Kompensation in der Zukunft - Erfüllung der Mindestperformance des Unternehmens

Quelle: Eigene Darstellung.

Fraglich ist die Risikokomponente des Agents. Diese könnte z.B. darin begründet liegen, dass eine von ihm bzw. dem Unternehmen erwartete Mindestperformance nicht erreicht wird. Dadurch wird ein einfaches Principal Agent-Modell rasch komplex. Bei Betrachtung von Phänomenen in der Praxis ist jedoch eine zumindest qualitative Diskussion von Faktoren innerhalb der Principal Agent-Problematik von Vorteil.

2.1.3.2. Konsequenz für Corporate Governance und Managervergütung

Der Principal Agent-Konflikt hat verschiedene Implikationen für die Corporate Governance Diskussion. Zunächst begründet er die Diskussion und Installation von Corporate Governance-Richtlinien grundsätzlich; Regeln könnten hier eine Offenlegung der potentiellen Konflikte, eine Versachlichung sowie Handlungsempfehlungen mit sich bringen.⁵¹ Die Principal Agent-Problematik eröffnet damit die Notwendigkeit nach der Definition von adäquaten Kompensationsschemata für die Agents, welche angetan sind, den Konflikt zu überdecken. Eine angekoppelte Diskussion scheint darüber hinaus das Thema

⁵¹ Vgl. Eisenhardt (2004).

„Risiko“ auf Seiten des Agents zu sein. GAREN⁵² verwendet dafür den kategorisierten Begriff „*Insurance*“. Dieser deutet auf den absichernden Charakter von Handlungen und Zielen des Agents hin. *Insurance* bezieht sich somit auf die Absicherung eines Status quo Zustandes im *worst case*.

Eine empirische Studie von GAREN (1994) hat sich die Beziehung zwischen Performance des Unternehmens und Vergütungsbestandteilen, in der Studie „*Pay-Performance-Sensitivität*“ bezeichnet, positiv und signifikant dargestellt. Dies bedeutet folglich also, dass eine Erhöhung von 1% der Leistung des Unternehmens auch zu einer Erhöhung von Vorstandsbezügen führt. Unternehmen sind folglich auf einer breiten Basis Performance orientiert geführt.

GAREN identifiziert dabei Vergütungssysteme, in denen die Vergütung per:⁵³

- Aktien
- Aktienoptionen
- Gehaltserhöhungen auf Basis der Performance

möglich ist. Des weiteren berücksichtigt GAREN die Variablen der modernen Finanzwirtschaft und von aktuell gebräuchlichen Kapitalmarktmodellen. Varianzen und Kovarianzen der *Cashflows* an die Akteure bestimmen gewissermaßen das gesamte Risikoniveau des Principals. Folglich wird eine Reihe von unternehmensinternen und exogenen Faktoren für die Beziehung von Performance und Kompensation verantwortlich sein: die relativ geringe Signifikanz beim Text von GAREN weist zumindest auf die Bedeutung der einzelnen Situation in der einzelnen Unternehmung hin. Corporate Governance-Regeln können folglich einen Beitrag leisten. Dieser darf in seiner Ausprägung allerdings insbes. für die Wirkung auf die Unternehmensleistung nicht überschätzt werden.

Indizien für Risikokomponenten kann qualitativ z.B. die Branche und deren Entwicklungsstadium sein. Junge, innovative Branchen würden folglich weniger Vorteile für die Unternehmensleistung bei einer Verbindung von Kompensation

⁵² Garen (1994), S. 1175 ff.

⁵³ Vgl. Garen (1994), S. 1176.

zur Unternehmensperformance erzielen. Dies deutet auf einen stärkeren Fokus von *nicht* monetären Kompensationsbestandteilen von Agents in den betreffenden Branchen hin. Eine weitere Problematik ergibt sich bei der Betrachtung von Machtgefällen (i.s. einer *managerial power*).

BEBCHUCK und FRIED (2003)⁵⁴ finden bei ihren Analysen von gelisteten Unternehmen eine starke Bestätigung ihrer Eingangsthese, dass *managerial power* einen starken Einfluss auf das Kompensationsniveau ausübt. Folglich würde das Konzept der *managerial power* eine Korrelation zwischen Kompensation und Unternehmensperformance aufbrechen. Demnach ist *managerial power* für Kompensationsmuster unabhängig von der Unternehmensperformance verantwortlich.

Insgesamt liefern die beiden Studien durchaus gegensätzliche Erkenntnisse. Einerseits lassen sich bei GAREN Strukturen einer „guten“, erwünschten Managerentlohnung auffinden. Andererseits finden sich auch empirische Bestätigungen für das Phänomen der *managerial power*, welche eigenmächtige, von der Unternehmensleistung losgelöste Managervergütungssysteme zulässt. An dieser Stelle ist mit Sicherheit mehr Forschung für eine weitere Klärung wünschenswert.

2.1.4. Funktionen

Aus der wörtlichen Übersetzung des Begriffs Corporate Governance ergibt sich eine doppelte Funktion: zum einen die **Führung von innen** und zum anderen die **Leitung von außen**.⁵⁵

Mit der Führung von innen ist die **Innensicht der Corporate Governance** gemeint, d.h. die Sicht des Verwaltungsrates bzgl. der internen Organisation.⁵⁶ Damit zielt Corporate Governance auf eine Balance im inneren Verhältnisdreieck zwischen der Führungsfunktion des Managements, der Oberleitungs- und Überwachungsfunktion des Vorstands bzw. Verwaltungsrats und der

⁵⁴ Bebhuck/ Fried (2003), S. 61- 79.

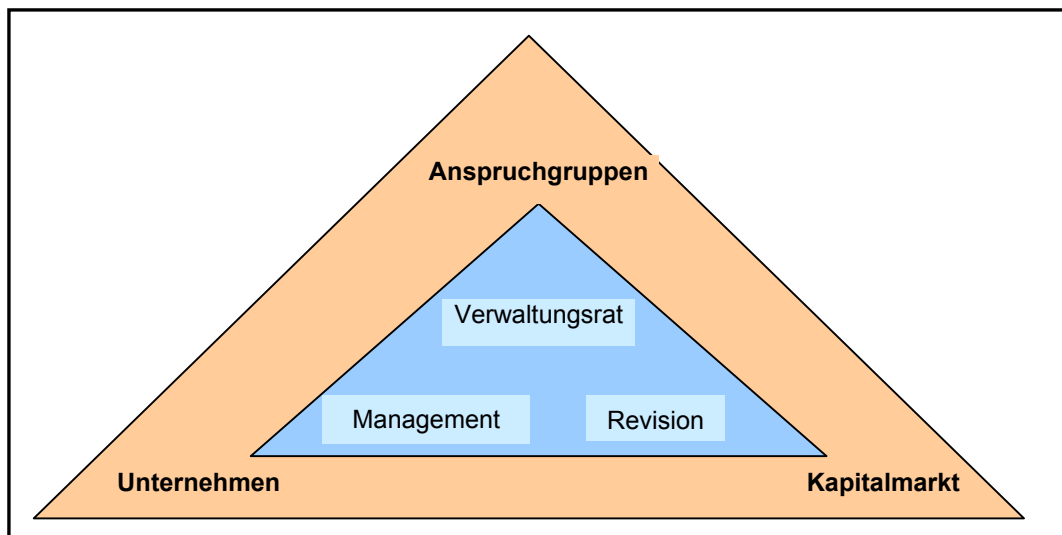
⁵⁵ Vgl. Hilb/Müller/Wehrli (2004); Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 11.

⁵⁶ Man spricht auch vom „**Internal Corporate Governance**.“ Vgl. Wolfram (2002), S. 47.

Prüfungsfunktion der Revisoren (Siehe Abb. 1).⁵⁷ Weiterhin strebt Corporate Governance v.a. die zweckmäßige Zusammensetzung und Strukturierung des Verwaltungsrats als Gremium an.⁵⁸

Die zweite Funktion von Corporate Governance als Leitung von außen, auch **Außensicht** bezeichnet, betrifft die Sicht des Aktionärs bzgl. externer Unternehmenskontrolle.⁵⁹ Diese Funktion besteht darin, dass Corporate Governance sich mit dem Kräftegleichgewicht im äußeren Verhältnisdreieck (Siehe Abb.1) beschäftigt. Es reguliert damit das Verhältnis zwischen dem Träger der Unternehmensführung, dem Kapitalmarkt und den weiteren Anspruchsgruppen (z.B. die Anteilseigner und Stakeholder⁶⁰).⁶¹

Abb. 1: Kräftegleichgewicht in der Organisationsbeziehung



Quelle: Eigene Darstellung. in Anlehnung an Hilb/Müller/Wehrli (2004).⁶²

In diesem Sinne ist Corporate Governance einerseits als **Organisationsregelung** zu betrachten und andererseits als **Organisationsbeziehung** (Siehe. Tab. 2).⁶³

⁵⁷ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 11; Müller (2003), S. 21; Barbier (2001), S. 18.

⁵⁸ Vgl. Hilb/Müller/Wehrli (2004).

⁵⁹ Auch „**External Corporate Governance**“. Vgl. Wolfram (2002), S. 49.

⁶⁰ Im weiteren Sinne versteht man unter **Stakeholdern** Personen oder Personengruppen, deren ökonomische Lage von der Entwicklung eines Unternehmens abhängt. Im engeren Sinne sind die Stakeholder die Personen, die etwas zu verlieren haben - *who have something at stake* - wenn es der Unternehmung wirtschaftlich schlecht geht. Vgl. Schmidt/Weiß (2003), S. 3.

⁶¹ Vgl. Werder (2003), S. 11, Müller (2003), S. 21.

⁶² Vgl. Hilb/Müller/Wehrli (2004).

⁶³ Vgl. Hilb/Müller/Wehrli (2004).

Tab. 2: Funktionen der Corporate Governance

Corporate Governance	
Organisationsregelung „Internal Corporate Governance“	Organisationsbeziehung „External Corporate Governance“
Spitzenverfassung der Unternehmensführung, d.h. sachgerechte Festlegung der Aufgaben und die zweckmäßige Strukturierung bzw. Zusammensetzung der obersten Leitungsorgane.	Verhältnis der obersten Leitungsorgane zu den Aktionären und zu den unternehmensrelevanten Anspruchsgruppen.

Quelle: Eigene Darstellung.

Daraus lässt sich also feststellen, dass Corporate Governance ein breites Spektrum an Bereichen der Wirtschaft umfasst.

2.1.5. Systematisierung der Corporate Governance Systeme

2.1.5.1. Allgemeines

Zur Lösung der oben genannten Kernprobleme der Corporate Governance wurden in verschiedenen Ländern Kodizes zur guten Unternehmensführung- und Kontrolle entwickelt. Diese basieren auf dem jeweiligen nationalen Corporate Governance System.

Vor der Klassifizierung der verschiedenen Corporate Governance-Systemen wird der Begriff „System“ erläutert.

Nach SCHMIDT und GROHES (1999) spricht man von einem *System* im engeren Sinne „[...] wenn die einzelnen Elemente komplementäre Ausprägungen annehmen können, d.h. wenn es Ausprägungen dieser Elemente gibt, die sich gegenseitig in ihren Auswirkungen hinsichtlich der Funktionsfähigkeit des Systems verstärken.“⁶⁴

Das Corporate Governance-System konkret ist ein Bestandteil des Finanzsystems eines Landes.⁶⁵ Das Finanzsystem umfasst die Gesamtheit der finanziellen

⁶⁴ Schmidt/Grohes (1999), S. 3.

⁶⁵ Vgl. Tyrell/Schmidt (2001), S. 2 f.; Schmidt/Grohes (1999), S. 1.

Transaktionen, sowie die Informations- und Einflussbeziehungen einer Volkswirtschaft.⁶⁶

Die verschiedenen nationalen Corporate Governance-Systeme unterscheiden sich nach verschiedenen Gesichtspunkten. In der Literatur wurden diese nach verschiedenen Kriterien in unterschiedlichen Kategorien eingeordnet. In dieser Arbeit wird die Systematisierung von BERRAR (2001) übernommen. BERRAR systematisiert die verschiedenen Corporate Governance-Systeme anhand der folgenden drei Kriterien:⁶⁷

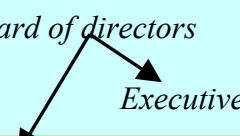
- **formale Unterschiede**
- **Kontrollmechanismen**
- **Kapitalstruktur**

In diesem Abschnitt wird herausgearbeitet, wie diese verschiedenen Corporate Governance-Systeme sich aufgrund dieser Kriterien voneinander abgrenzen lassen. Diese Analyse dient einer richtigen Zuordnung des deutschen Corporate Governance Modells und einem besseren Verständnis seiner Eckpunkte.

2.1.5.2. Systematisierung nach formalen Unterschieden

Hier unterscheidet man insbes. zwischen den beiden Modellen zur Unternehmensleitung- und Kontrolle: das **dualistische/zweistufige Modell**- auch *Two-Tier-Modell* genannt und das **monistische/einstufige Modell**, das auch als *One-Tier-Modell* bezeichnet wird. Einen allgemeinen Überblick über die beiden Modelle und ihre Spezifika liefert die folgende Tabelle.

Tab. 3: Dualistisches vs. Monistisches Modell

	Dualistisches Modell <i>Two-Tier-Modell</i>	Monistisches Modell <i>One-Tier-Modell</i>
Leitungsfunktion	Vorstand	<i>Board of directors</i>  <i>Executive Officer</i>
Kontrollfunktion	Aufsichtsrat	<i>Non Executive Officer</i>

Quelle: Eigene Darstellung.

⁶⁶ Vgl. Tyrell/Schmidt (2001), S. 2 f.

⁶⁷ Vgl. Berrar (2001), S. 36 – 41.

2.1.5.2.1. Dualistisches Modell

Das dualistische Modell sieht das Prinzip der Fremdkontrolle vor. Es kennzeichnet sich durch eine Verteilung der beiden Funktionen Leitung und Kontrolle auf zwei Gremien. Diese sind unabhängig voneinander.⁶⁸ Auf der einen Seite übernimmt eine kollegiale Unternehmensleitung durch den Vorstand (*Management Board*) die Geschäftsführung und auf der anderen Seite fungiert der Aufsichtsrat (*Supervisory Board*) als Überwachungsorgan.

Der Aufsichtsrat achtet darauf, dass die Handlungen des Managements insbes. im Interesse der Anteilseigner sind. Er gilt daher als „*Guardian of Shareholder Interests*“.⁶⁹

Die Unabhängigkeit der Überwachung des Vorstands spricht in erster Linie für eine starke Orientierung dieses Modells am Unternehmensinteresse.⁷⁰ Allerdings bringt die Verselbständigung des Aufsichtsrates auch die Gefahr mit sich, dass der Aufsichtsrat von den relevanten strategischen Entscheidungen des Vorstands ausgeschlossen bleibt.⁷¹ Aus diesem Grund kommen insbes. den beiden Faktoren, der Informationsverfügbarkeit (wie Berichte des Vorstands oder Wirtschaftsprüfer) und der persönlichen Qualitäten der Aufsichtsratsmitglieder (wie Motivation und Professionalität) eine wichtige Bedeutung zu.⁷²

Das *Two-Tier*-Modell kennzeichnet sich durch eine kollegiale Unternehmensleitung durch den Vorstand.

Das dualistische System ist wenig verbreitet. Es kommt nur in Deutschland, Österreich, den Niederlanden, Frankreich, sowie einigen Ländern Westeuropas zum Einsatz.⁷³ Man nennt es deshalb auch das kontinentale Modell.⁷⁴

⁶⁸ Vgl. Lutter (1995), S. 6 f.

⁶⁹ Bebchuk/Fried (2004), S. 17.

⁷⁰ Vgl. Pohl/Werder (2001), S. 1101.

⁷¹ Vgl. Lutter (1995), S. 18.

⁷² Vgl. Lutter (1995), S. 18 ff.

⁷³ In Deutschland, Österreich, Schweden, Finnland, Dänemark und Niederland ist das dualistische Modell zwingend. In Frankreich, Portugal und Spanien haben die Aktiengesellschaften die freie Wahl zwischen dem monistischen und dem dualistischen Modell. Vgl. Berrar (2001) S. 37.

⁷⁴ Vgl. Lutter (1995), S. 16.

2.1.5.2.2. Monistisches Modell

Das monistische Modell dagegen kommt weltweit zum Einsatz insbes. in den USA und Großbritannien. Deshalb wird es auch Angelsächsisches *oder* Vereinigungsmodell genannt.⁷⁵

Das monistische Modell (auch *Board-Modell* genannt) sieht nur den Verwaltungsrat- das *Board of Directors* oder Verwaltungsrat als einzelnes Gremium an der Spitze eines Unternehmens vor.⁷⁶ Ein zusätzliches Aufsichtsorgan ist in diesem System nicht vorgesehen. Das *Board of Directors* hält somit beide Leitungs- und Kontrollfunktionen in einer Hand. Das *Board of Directors* wird i.d.R. intern in zwei Gruppen aufgeteilt:⁷⁷

- ***Executive Officers***: Sie sind die geschäftsführenden Direktoren und stellen damit die operative Leitung des Unternehmens dar. Sie arbeiten unter der Leitung von dem *Chief Executif Officer* (CEO).
- ***Non-Executive Officers***: Auch *Outside-Board-Members* genannt, sie gelten nicht als geschäftsführenden Verwaltungsratsmitglieder. Sie haben eine Aufsichtsfunktion.

Somit nähert sich das monistische dem dualistischen Modell an. Diese Differenzierung zwischen *Executive* und den *Non-Executive Officers* ist aber i.d.R. nicht gesetzlich festgelegt, sondern gilt einfach als üblicher Practice.⁷⁸ Aus diesem Grund kommt es häufig zu einer Machtkonzentration in einer Person innerhalb des monistischen Modells. In 80% der US-Unternehmen ist der CEO mit dem *Chairman of the board* (Vorsitzende des Verwaltungsrates) identisch.⁷⁹ Diese Machtkonzentration spricht gegen eine effiziente Kontrolle. Jedoch vertraut man im monistischen Modell v.a. auf die Börsenaufsicht und das Funktionieren des Marktes.⁸⁰

⁷⁵ Vgl. Berrar (2001), S. 37.

⁷⁶ Vgl. Wolfram (2002), S. 15; Schneider-Lenné (1995), S. 28; Berrar (2001), S. 37.

⁷⁷ Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 28; Wolfram (2002), S. 15.

⁷⁸ Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 28.

⁷⁹ Vgl. Schneider-Lenné (1995), S. 43.

⁸⁰ Vgl. Jensen (1993), S. 850 f.; Schmidt/Grohs (1999), S. 5.

Das *One-Tier*-Modell kennzeichnet sich damit anhand einer direktoralen Führung durch einen charismatischen CEO sowie eine starke Orientierung an das Interesse der Anteilseigner.⁸¹

2.1.5.3. Systematisierung nach den Kontrollmechanismen

Hierbei handelt es sich um eine formaljuristische Systematisierung, die noch weitere Einteilungen vorsieht.

2.1.5.3.1. *Outsider vs. Insider System*

Die Bezeichnung dieser Systeme spiegelt die von ihnen eingesetzten Kontrollmechanismen wider. Im „*Insider System*“ beruht die Unternehmenskontrolle auf internen Mechanismen. Das bedeutet, dass bestimmte interne Akteure „*Insider*“ über bestimmte Informations- und Einflussmöglichkeiten verfügen. Sie nehmen am unternehmerischen Entscheidungsprozess teil, ohne selbst Entscheidungsträger im Unternehmen zu sein.⁸²

Das „*Outsider System*“ sieht dagegen eine Kontrolle durch externe Mechanismen und Institutionen vor, wie Kapitalmärkte und unabhängige *Directors*.⁸³ Diese gelten als „*Outsider*“. Sie haben kein „inniges“ Verhältnis zum Unternehmen und verfügen über keine direkten Informations- und Einflussmöglichkeiten.⁸⁴ Weiterhin setzt das System auf eine Außenfinanzierung über den Kapitalmarkt.⁸⁵

Das *Insider System* ist dagegen weniger auf den externen Kapitalmarkt angewiesen. Interne Mechanismen wie kleine Kreise von Groß- oder Mehrheitsaktionären und Hausbanken oder andere personelle Kontakte spielen bei der Finanzierung eine bedeutsame Rolle.⁸⁶ Aus diesem Grund wird dem *Insider System* ein mangelhafter Schutz der Minderheitsaktionäre vorgeworfen.⁸⁷

⁸¹ Vgl. Pohl/Werder (2001), S. 1101.

⁸² Vgl. Schmidt/Grohs (1999), S. 4.

⁸³ Vgl. Berrar (2001), S. 38.

⁸⁴ Vgl. Schmidt/Grohs (1999), S. 5; Heinrich (1999), S. 15.

⁸⁵ Vgl. Berrar (2001), S. 38.

⁸⁶ Vgl. Berrar (2001), S. 38.

⁸⁷ Vgl. La Porta [Hrsg.] (1999), S. 471 ff.

Das *Outsider System* kennzeichnet sich durch eine Gesellschaftsstruktur mit einem besonders versteuertem Aktienbesitz und einem gut funktionierenden Kapitalmarkt.⁸⁸ Es herrscht v.a. in den USA und in Großbritannien vor.

Das *Insider System* dagegen ist insbes. in Kontinentaleuropa und Japan stark verbreitet. Es zeichnet sich durch eine hohe Konzentration der Aktienanteile an den Kapitalgesellschaften aus. Einzelne Familien (z.B. in Schweden und Italien), Banken oder Versicherungsgesellschaften (insbes. in Deutschland) oder andere interne Netzwerke (v.a. in Japan) haben die Gesellschaften sozusagen „im Griff“.⁸⁹

2.1.5.3.2. *Four Types System*

Diese Systematisierung geht auf WEIMER und PAPE (1999) zurück.⁹⁰ Sie haben die nationalen Corporate Governance-Systemen nach den folgenden acht Hauptkriterien, die s.g. „*Core features for a corporate System*“ gruppiert:⁹¹ 1) das vorherrschende Grundkonzept des Unternehmens, 2) die Führungs- und Kontrollstruktur, 3) die Interessensgruppen mit Einfluss auf den Entscheidungsprozess, 4) die Bedeutung des Kapitalmarkts, 5) die Existenz oder das Fehlen eines wirksamen Marktes für Unternehmensübernahmen, 6) die Aktionärs- bzw. Eigentümerstruktur, 7) der Umfang der Abhängigkeit der Vergütungssysteme von dem unternehmerischen Erfolg und 8) der Zeithorizont der wirtschaftlichen Entwicklung.

Unter Berücksichtigung dieser Hauptkriterien unterscheiden sie zwischen vier Typen von Corporate Governance Systemen: dem anglo-amerikanischen, dem deutschen, dem romanischen und dem japanischen System.

Das **anglo-amerikanische System** kennzeichnet sich durch einen breit gestreuten Aktienbesitz, ein unanhängiges und einstufiges Leitungsgremium, Miteinbeziehung der Aktionäre im Entscheidungsprozess und einen gut entwickelten Markt für Unternehmensübernahmen. Der Einfluss eines weit

⁸⁸ Vgl. Berrar (2001), S. 38.

⁸⁹ Vgl. Heinrich (1999), S. 15; Kang/Stulz (1997), S. 2.

⁹⁰ Siehe Weimer/Pape (1999).

⁹¹ Vgl. Weimer/Pape (1999), S. 3.

entwickelten Kapitalmarktes ist somit hier prägend. Weiterhin ist die Managervergütung in den USA stark vom Unternehmenserfolg abhängig.⁹²

Das **deutsche System** ist v.a. durch die relative Stärke von Banken und Versicherungen charakterisiert. Diese verfügen durch Überkreuzbeteiligungen, Depotstimmrechte und andere Mechanismen über einen hohen Einfluss auf Seiten der Anteilseigner. Dieses Gewicht könnten sie auf Hauptversammlungen für Eingriffe nutzen. Seit Jahren ist dieses System nun in die Kritik geraten und befindet sich im Umbau. Die Entwicklung geht hin zum anglo-amerikanischen System. Bei der Managervergütung spielt die fixe Komponente (noch) eine Hauptrolle bei der Vergütungsstruktur von Managern. Die variable Gehaltskomponente nimmt jedoch zunehmend an Bedeutung.⁹³

Das **romanische System** ist dem Deutschen ähnlich. Familienunternehmen haben aber eine noch bedeutendere Rolle, wohingegen Banken weniger Einfluss zu besitzen scheinen. Der Einfluss des Staates (wie z.B. in Italien) ist ebenfalls stärker als im deutschen System.⁹⁴

Im Gegensatz dazu ist das **japanische System** durch eine starke Dominanz der Hauptbanken gekennzeichnet. Die Hauptbank (die s.g. *Keiretsus*) ist der Mehrheitsaktionär. Sie beeinflusst den Entscheidungsprozess und bringt dem Unternehmen finanzielle Unterstützung. Die Hauptbank kontrolliert auch die Unternehmensleitung unmittelbar.⁹⁵ Im Unterschied zu den Hausbanken in Deutschland sind die *Keiretsus* v.a. stärker an wirtschaftlicher Macht interessiert und nicht an Beteiligungserträgen.⁹⁶

Diese Kategorisierung von WEIMER und PEPE leistet im Grunde keinen neuen Beitrag zur Systematisierung der Corporate Governance Systeme. Jedoch bleibt in ihrem Ansatz v.a. die Festlegung der acht Kriterien zur Zuordnung von nationalen Corporate Governance Systemen interessant. Diese Merkmale dienen zusammen mit den OECD-Grundsätzen für Corporate Governance der Beurteilung der

⁹² Vgl. auch Kaplan (1999), S. 3 – 12.

⁹³ Das deutsche Corporate Governance-Modell wird im Punkt 2.2.1.1 ausführlich beschrieben.

⁹⁴ Vgl. auch Berrar (2001), S. 40.

⁹⁵ Vgl. Kang/Stulz (1997), S. 2.

⁹⁶ Vgl. Malik (1999), S. 107; Kaplan (1999), S. 3 – 12.

nationalen Corporate Governance Systeme bzgl. der Erfüllung der Mindeststandards.⁹⁷

2.1.5.4. Systematisierung nach der Kapitalstruktur

Diese Klassifizierung basiert im Grunde auf den vorher genannten Kategorisierungen.

So unterscheidet REINHOLZ (1984) unter den nationalen Corporate Governance Systemen je nach Kapitaleigentümer der Aktiengesellschaften zwischen „*investor centered*“, „*bank centered*“ oder „*exchange centered*“.⁹⁸

BEYER (1998) unterteilt die verschiedenen Corporate Governance Systemen in zwei Hauptkategorien „*entrepreneurial system*“, bzw. „*competitiv capitalism*“ (z.B. USA) und „*hegemonic system*“ bzw. „*cooperativ capitalism*“ (z.B. Deutschland).⁹⁹

KAPLAN (1997) unterscheidet wiederum zwischen „*relationship-oriented*“ Systeme (z.B. Deutschland) auf der einen Seite und „*market based*“ Systeme (z.B. USA) auf der anderen Seite.¹⁰⁰

Ähnlich differenziert BERGLÖF (1997) zwischen „*bank based*“ und „*market based*“ Corporate Governance-Systeme.¹⁰¹

Dieser Ansatz leistet einen wichtigen Fortschritt in der Diskussion von Corporate Governance-Modellen. Diese sind laut diesem Ansatz ein Resultat der vorherrschenden Kapitalstruktur bzw. von Finanzierungsumsätzen in einem Land. Explizit ist dies die kreditbasierte, nicht-öffentliche Bankenfinanzierung gegenüber der Finanzierung über (öffentliche) Kapitalmärkte (insbes. aktien- und anleihenbasiert).

⁹⁷ Die OECD berücksichtigt zur Prüfung der Corporate Governance-Systemen die folgenden Hauptkriterien: 1) Aktionärsrechte, 2) Gleichbehandlung der Aktionäre, 3) Rolle der Unternehmensbeteiligten (Stakeholder), 4) Offenlegung und Transparenz und 5) Pflichten des Aufsichtsorgans.

⁹⁸ Vgl. Reinholz (1997), S. 43 – 48.

⁹⁹ Vgl. Beyer (1998), S. 15 f., 177 ff., 163.

¹⁰⁰ Vgl. Kaplan (1997), S. 196; Kaplan (1999), S. 3 ff.

¹⁰¹ Vgl. Berglöf (1997), S. 160.

2.2. Corporate Governance in Deutschland

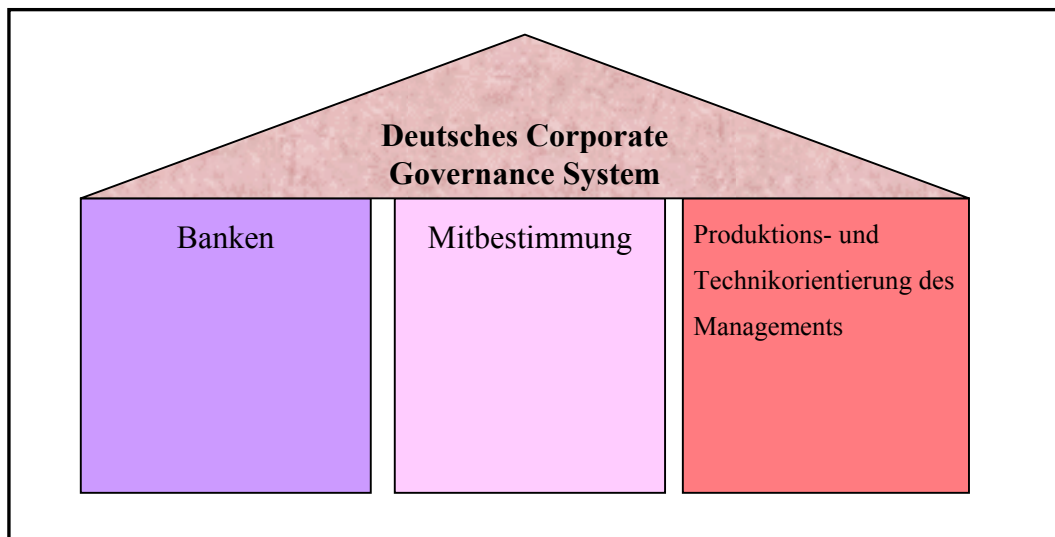
2.2.1. Grundlegendes

2.2.1.1. Eigenschaften des Corporate Governance-Systems

Die deutsche Form der Corporate Governance basiert auf drei Säulen (Siehe. Abb. 2).¹⁰²

1. Der dominanten Rolle der Banken bei der Unternehmensfinanzierung und in den Aufsichtsräten;
2. Dem Mitbestimmungssystem;
3. Der überwiegenden Produktions- und Technikorientierung im Management von Industrieunternehmen;

Abb. 2: Struktur des deutschen Corporate Governance-Systems



Quelle: Eigene Darstellung.

Entsprechend der ersten Säule wird das deutsche System der Corporate Governance gem. der Kategorisierung von REINHOLZ (1997) entsprechend der Kapitalstruktur als „*bank centered*“¹⁰³ bezeichnet.¹⁰⁴ Die klassischen Eigentümer-Kapitalisten sind also **Banken**. Die Deutsche Bank gilt zudem als

¹⁰² Vgl. Jürgens/Rupp/Vitols (2000), S. 5.

¹⁰³ Man spricht auch von einem bank-dominierten System. Vgl. Heinrich (1999), S. 15 ff.

¹⁰⁴ Siehe Gliederungspunkt 2.1.4.3.

„Branchenprimus“.¹⁰⁵ Sie kontrollieren einen großen Anteil an Unternehmensaktien. Wie es der folgenden Tabelle zu entnehmen ist, hielten die deutschen Banken 2001 13% aller deutschen Aktien direkt.¹⁰⁶ Dieser Anteil ist v.a. im internationalen Vergleich besonders hoch.

Tab. 4: Aktienbesitzstruktur in Deutschland, GB und USA 2001

Land	Private Haushalte	Unternehmen	Staat	Banken	Versicherungs- gesellschaften	Investment Fonds	Ausländische Investoren
Deutschland	17,1%	30,9%	0,7%	13,0%	9,4%	15,0%	14,0%
GB	29,6%	4,1%	0,2%	2,3%	39,7%	10,4%	13,7%
USA	36,4%	15,0%	-,	0,2%	31,3%	13,0%	4,2%

Quelle: Deutscher Aktien Institut (2001).¹⁰⁷

Dabei ist der Einfluss der Banken nicht nur auf den direkten Aktienbesitz zurückzuführen, sondern auch auf die eigenen Investmentfonds und die Depotstimmrechte der privaten Aktienbesitzer. Depotstimmrechte verleihen den Banken das Recht zur Vertretung der Interessen der Aktienbesitzer auf den Hauptversammlungen der Unternehmen.¹⁰⁸ Das erklärt, warum die Banken in den meisten Aufsichtsräten der Unternehmen vertreten sind und dabei häufig auch den Vorsitzenden stellen.

Neben den Banken haben auch Versicherungsgesellschaften eine wichtige Rolle in der deutschen Corporate Governance. Im Jahr 1999 besaßen sie 13,7% der deutschen Gesamtaktien.¹⁰⁹

Eine der Besonderheiten an der deutschen Aktionärsstruktur sind die Überkreuzbeteiligungen. Banken und Versicherungen befinden sich untereinander in einem dichten Netzwerk wechselseitigen Aktienbesitzes und gegenseitiger

¹⁰⁵ Vgl. Conyon/Schwalbach (1999), S. 16; Malik (1999), S. 106 f.

¹⁰⁶ Vgl. Deutscher Aktien Institut (2001), S. 08.4 – 6.

¹⁰⁷ Siehe Deutscher Aktien Institut (2001), S. 08.4 – 6.

¹⁰⁸ Im Rahmen einer Studie haben BAUMS und FRAUNE 1995 die Rolle der Banken in 24 der 100 größten Unternehmen untersucht. Die Ergebnisse der Untersuchung haben gezeigt, dass 13% der Stimmrechte von Banken auf direktem Aktienbesitz zurückgehen, 10% auf bankeigenen Investmentfonds und 61% auf Depotstimmrechten. Weiterhin wurde festgestellt, dass Banken durchschnittlich über 84% der Stimmrechte bei den 24 untersuchten Unternehmen verfügten. Bei Siemens, Hoechst und Mannesmann kontrollieren die Banken sogar 95% und mehr der Stimmrechte, bei BASF und Bayer lag diese Zahl über 90%. Vgl. Baums/Fraune 1995, S. 103.

¹⁰⁹ Vgl. Boehmer (1998), S. 40.

Vergabe von Aufsichtsratsmandaten. Gemeinhin wird dies auch als „Deutschland AG“ bezeichnet.¹¹⁰ Diese Verflechtung bringt Intransparenz mit sich. Das deutsche Corporate Governance-System nach der Klassifizierung von KAPLAN (1997) entsprechend der Kapitalstruktur „*relationship-oriented*“.¹¹¹

Das System der Überkreuzbeteiligungen spricht für eine Unternehmenspolitik, die auf langfristigen Geschäftsbeziehungen aufbaut. Kurzfristige kurswertorientierte Planungen spielen dabei eine weniger bedeutsame Rolle. Das bedeutet, dass der Vorstand sein Handeln insbes. auf langfristige Ziele ausrichten muss. Anreize sollen dies begünstigen.¹¹²

Allerdings bringen diese Überkreuzbeteiligungen auch den Nachteil der verschachtelten Kontrollfunktionen mit sich.¹¹³ Das führt zu einer sozialen Integration und Kohäsion der Mitglieder des Aufsichtsrats. Die Neutralität der Erfüllung ihrer Aufgabe, die Vorstandskontrolle und die Verhinderung von Machtmissbrauch, sind dadurch gefährdet.¹¹⁴

Der Einfluss der Banken wird neben ihrer Rolle als *Aktienbesitzer* und *Verwalter von Depotstimmrechte* für private Aktienbesitzer auch durch ihre Rolle als *Unternehmensfinanzierer* zusätzlich verstärkt.¹¹⁵ Banken sind (noch) die wichtigste externe Finanzierungsquelle für Unternehmen. Die Finanzierung erfolgt durch kurzfristige und langfristige Bankkredite. Diese stellen einen Anteil von bis zu 65% der externen Gesamtfinanzierung dar.¹¹⁶

Ob die Rolle der Banken im deutschen Corporate Governance-System vorteilhaft oder nachteilig ist, bleibt umstritten. Die Vorteile der Banken bestehen in der Minderung des „Trittbrettfahrer-Problems“. Dieses entsteht, wenn eine große Anzahl von Aktienbesitzern, die Minderheitsaktionäre sein können, nicht mit einer „gemeinsamen Stimme“ sprechen.¹¹⁷

¹¹⁰ Vgl. Schmidt/Grohs (1999), S. 11 f.

¹¹¹ Siehe dazu Gliederungspunkt 2.1.5.3.

¹¹² Vgl. Myron (1991), S. 803 ff.

¹¹³ Vgl. Windolf/Beyer (1995), S. 25.

¹¹⁴ Vgl. Lutter (1995), S. 17 f.

¹¹⁵ Mehr zu der Rolle der Banken in der Corporate Governance in: Vitols (1995).

¹¹⁶ Vgl. Jürgens/Rupp/Vitols (2000), S. 6 f.

¹¹⁷ Vgl. Jürgens/Rupp/Vitols (2000), S. 7

Ein weiterer Vorteil des Bankeneinflusses besteht in der starken Kontrollfunktion, die sie in den Aufsichtsräten der Unternehmen ausüben können. Diese Kontrollfunktion kann allerdings nur dann erfüllt werden, wenn die Banken selber ihre Vertreter in den Aufsichtsräten kontrollieren können.¹¹⁸

Der Nachteil der Dominanz der Banken besteht allerdings in der Vernachlässigung der Minderheitsaktionäre. Zu ihrem Schutz ist demzufolge ein Corporate Governance Kodex zur guten Unternehmensleitung- und kontrolle erforderlich. Eine Funktion ergibt sich somit aus der Organisation effizienter Kapitalmärkte. Kapitalströme (aus dem Ausland) sind auf diese Weise erwünscht und c.p. zu erwarten.

Ein weiteres Mittel zum Aktionärsschutz ist das Recht zur Mitbestimmung. Die **Mitbestimmung** stellt die zweite Säule des deutschen Corporate Governance-Systems dar. Vertreter der Stakeholder im Aufsichtsrat, (Arbeitnehmer)¹¹⁹ haben bei bestimmten Unternehmensentscheidungen Mitbestimmungsrechte. Diese umfassen Informations-, Beratungs- und Vetorechte.¹²⁰ Im Idealfall findet im Entscheidungsprozess eine intensive Abstimmung zwischen dem Aufsichtsrat und dem Vorstand statt. Anschließend wird kontrolliert, ob der Vorstand bei seinen Entscheidungen die Ziele der verschiedenen Interessensgruppen berücksichtigt.¹²¹

Diese Mitbestimmung im deutschen Corporate Governance-System ergibt sich aus der Trennung zwischen der Leitung und der Kontrolle. Das deutsche System

¹¹⁸ Vgl. Wenger/Kaserer (1998), S. 531.

¹¹⁹ Vgl. Schmidt (2003); Baums (1998), S: 10 f.

Die wichtigste Einflussgruppe im Aufsichtsrat sind die Aktionäre. Zur Sicherung der Arbeitnehmermitbestimmung regelt der Gesetzgeber das Verhältnis der Arbeitnehmer- und der Kapitaleignerrepräsentanten im Aufsichtsrat. Zu den geltenden Gesetzen zählen das Mitbestimmungsgesetz von 1976 (MitbstG 1976), das Montanmitbestimmungsgesetz (Montan-MitbestG 1951); das Montanmitbestimmungs-Ergänzungsgesetz von 1956, Betriebsverfassungsgesetz (BetrVG 1952; 1972) und das Aktiengesetz (AktG 1965). Entsprechend diesen Gesetzen bestehen folgende Mitbestimmungsregelungen:

In Unternehmen mit 2000 Mitarbeiter und mehr, besteht der Aufsichtsrat zu je die Hälfte aus Vertretern der Arbeitnehmer (die Gewerkschaften) und der Aktionäre. In Unternehmen mit mehr als 500 Mitarbeitern liegt der Anteil der Arbeitnehmervertreter bei einem 1/5. Hat das Unternehmen dagegen 5 bis 500 Beschäftigten, verfügen Mitarbeiter über das Recht, einen Betriebsrat zu wählen.

Weiterhin gibt es in Unternehmen der Montanindustrie einen neutralen Vorstandsvorsitzenden, sowie Parität zwischen den Vertretern der Aktionären und der Arbeitnehmern im Aufsichtsrat.

Mehr dazu in: Jürgens/Rupp/Vitols (2000), S. 8 ff.; Baums (1998), S. 10 f.

¹²⁰ Vgl. Jürgens/Rupp/Vitols (2000), S. 8

¹²¹ Vgl. Schmidt/Grohes (1999), S. 5

sieht eine „Gewaltenteilung“ zwischen dem Vorstand und dem Aufsichtsrat vor.¹²² Man spricht also von einem „dualistischen System“.¹²³ Die Vorstandsmitglieder dürfen nicht gleichzeitig im Aufsichtsratsgremium sein und vice versa.¹²⁴ Der wichtigste Kontrollmechanismus ist dabei der Aufsichtsrat, der aus „Insidern“ besteht. Entsprechend der Systematisierung der Kontrollmechanismen ist das deutsche Corporate Governance-System auch als „Insider System“ zu betrachten.¹²⁵

Die Aufsichtsratsmitglieder sind über das Geschehen im Unternehmen gut informiert. Sie haben zwei Hauptaufgaben: die Bestimmung sowie die Entlassung des Vorstands und seine Kontrolle.¹²⁶ Dabei haben sie auch Mitbestimmungsrechte. Sie können auch innerhalb gewisser Grenzen die Interessen ihrer Gruppen vertreten.¹²⁷ Insbes. die Repräsentanten der Arbeitnehmer haben einen starken Einfluss auf die Entscheidungen des Vorstands. Das bedeutet, dass die Stakeholder durch die Mitbestimmung an der Unternehmensleitung- und Kontrolle aktiv teilnehmen. Das unterstützt eine *starke Orientierung der Unternehmenspolitik an Stakeholder-Interesse*. Diese stellt die „innere Logik“ des deutschen Corporate Governance dar.¹²⁸

Die dritte Säule des deutschen Corporate Governance Systems betrifft die überwiegende **Produktions- und Technikorientierung** im Management von Industrieunternehmen. Dies spiegelt sich insbes. in zweiten Aspekten wider: die Bedeutung der Ingenieure in Deutschland, sowie die ausgeprägte technologiedominierte Entwicklung von Produkten insbes. in den beiden Sektoren

¹²² Vgl. Schmidt/Grohes (1999), S. 19.

¹²³ Mehr zu den Eigenschaften des dualistischen Corporate Governance-System im Gliederungspunkt 2.1.5.2.1.

¹²⁴ Vgl. Baums (1998), S. 4.

¹²⁵ Siehe Gliederungspunkt 2.1.5.3.1.

¹²⁶ Der Gesetzgeber hat Regelungen eingeführt, die die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrates unterstützen. Das zu zählen bspw. die Pflicht des Vorstands dem Aufsichtsrat Berichte (die sog. Informationsordnung) zu liefern. Diese sollen eine transparente Darstellung der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens, dem Geschäftsverlauf sowie der Geschäftspolitik und anderen grundsätzlichen Fragen der Unternehmensplanung und –entwicklung. Mehr dazu in: Lutter (1995), S. 19.

¹²⁷ Vgl. Schmidt/Grohes (1999), S. 12.

¹²⁸ Vgl. Schmidt (2003), S. 12.

Maschinen- und Automobilbau. Man bezeichnet dies kritisch auch als „*Over-engineering*“.¹²⁹

LAWRENCE beschrieb 1980 diese Charakteristika des deutschen Corporate Governance folgendermaßen:

*“The somewhat ‘de-economized’ view which German managers have of the business enterprise is central. The idea that a firm is **not a ‘money-making machine’** but a place where products get designed, made and eventually sold, with profits ensuing, tends in Germany to restrict the allure of accountants and financial controllers and to dignify the makers and those associated with them.”*¹³⁰

Nach der Einschätzung von LAWRENCE hat diese technische Orientierung der deutschen Managements einen Einfluss auf ihr Leistungsverhalten bei der Unternehmensführung. Der Produktherstellung und -entwicklung kommt die erste Priorität zu. Diese Vorstände werden der Erreichung finanzieller Ziele und der Durchführung von M&As weniger Bedeutung zuschreiben als finanzorientierte Manager. Demzufolge ist es wichtig, dass der Aufsichtsrat seine Rolle als Vorstandskontrolleur richtig erfüllt. Aufgrund dieser technischen Orientierung spielen erfolgsbezogene Gehaltkomponenten, und diejenigen mit einer langfristigen Anreizwirkung eine wichtige Rolle. Sie können die Zielsetzung der Manager beeinflussen.

Als Resümee ist festzuhalten, dass die drei Säulen vom deutschen Corporate Governance-System diesem insbes. im internationalen Vergleich eine Besonderheit verschaffen. Allerdings lassen sich in diesem System Wandlungstendenzen bzgl. seiner drei Merkmale erkennen:

- eine Veränderung der Besitzstruktur mit einer stärkeren Orientierung an Aktionärinteresse;
- Auflösungstendenzen in den Kreuzbeteiligungen und einen Rückzug der Banken aus ihren Hauptpositionen;
- Vordringen der Finanzorientierung im deutschen Management von Industrieunternehmen.

¹²⁹ Vgl. Jürgens/Rupp/Vitols (2000), S. 13.

¹³⁰ Vgl. Lawrence (1980), S. 131.

2.2.1.2. Vorfeld und Entstehung des Kodex

Das vorherrschende gesetzliche Leitbild in Deutschland für Kapitalgesellschaften ist die „Fremdorganschaft“. Die Geschäftsführung einer Kapitalgesellschaft ist nicht mit den Eigentümern identisch. In kleinen und mittelständischen Unternehmen herrscht dagegen „Eigenorganschaft“ vor. Es bedeutet, dass die Geschäftsführung aus dem Gesellschafterkreis rekrutiert wird.¹³¹ Die Fremdorganschaft fand in den letzten zwei Jahrzehnten zunehmend Verbreitung. Damit stieg auch die Anfälligkeit gegenüber Konflikten durch die oben dargestellte Principal Agent-Problematik.

Im internationalen Vergleich kamen die ersten konkreten Anstöße zur Einführung eines Kodex zur Unternehmensleitung- und Überwachung in Deutschland relativ spät zustande.¹³² Die rechtlichen Standards der Corporate Governance blieben in einer uneinheitlichen Gesetzesform. So gab es zahlreiche rechtliche Vorschriften in unterschiedlichen Gesetzen wie dem Handels- und Gesellschaftsrecht oder dem Kapitalmarktrecht.¹³³ Die ersten konkreten Anregungen zur Entwicklung von Regeln im Sinne eines „*Code of Best Practice for German Corporate Governance*“ nach internationalem Vorbild kamen erst im Jahr 2000.¹³⁴ Es ging um zwei Entwürfe von privaten Initiativen:

Beim ersten Entwurf handelte es sich um das „*Code of Best Practice*“ vom Januar 2000. Er wurde von der Frankfurter Grundsatzkommission Corporate Governance

¹³¹ Vgl. Wolfram (2002), S. 18.

¹³² Punkt 2.1.2 zeigt bereits die frühere Einführung von „*Codes of Best Practice*“ in verschiedenen Ländern.

Hr. Cromme kommentierte bei der zweiten Corporate Governance Kodex-Konferenz am 25. Juni 2003 in Berlin die Idee der Schaffung eines Code of Best Practice: „*Das war früher nicht selbstverständlich, ja sogar über lange Jahre hin in Deutschland ein ganz unpopulärer Gedanke.*“

Vgl. Werder (2003), S. 13; Werder (2002), S. 801.

¹³³ Vgl. Schätzle (2002), S. 283.

¹³⁴ Im Vorfeld dieser beiden Entwürfe hat die Bundesregierung schon einen Schritt zur Verbesserung der Unternehmensführung – und Kontrolle gemacht. Dies erfolgte durch die Verabschiedung 1998 des "Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich" (KonTraG). Das KonTraG vom 1998 hatte insbes. einige der Verantwortlichkeiten des Aufsichtsrats verändert bzw. die Transparenz der Unternehmen erhöht. Das KonTraG hat z.B. Neuerungen zur Managerentlohnung mit sich gebracht. So wurden z.B. Aktienoptionen als Vergütungskomponente eingeführt. Mehr dazu in: Wolfram (2002), S. 36 – 42.

unter der Leitung von Prof. Dr. Schneider ausgearbeitet.¹³⁵ Er kennzeichnete sich inhaltlich durch eine juristische Orientierung.¹³⁶

Der zweite Kodexentwurf „*German Code of Corporate Governance*“ war dagegen eher betriebswirtschaftlich orientiert.¹³⁷ Er wurde vom Berliner Initiativkreis unter der Leitung von Prof. Dr. von Werder Juni 2000 vorgelegt.¹³⁸

Ausgehend von diesen beiden Kodizes beabsichtigte die Bundesregierung Ausarbeitung eines einheitlichen Kodex. Verschiedene Faktoren waren dafür ausschlaggebend. Dazu zählen insbes.: Die Globalisierung der Märkte, die veränderte Aktienkultur in Deutschland, der Wettbewerb um die Regelsysteme in Europa, die Fusion europäischer Börsen, ein gestiegenes Informationsbedürfnis der Öffentlichkeit an transparenter Darstellung der Unternehmensleitung sowie die Zunahme s.g. Finanzskandale (wie z.B. Holzmann-Fall).¹³⁹

Zur Entwicklung eines Corporate Governance Kodex hat der deutsche Bundeskanzler mit einem Schreiben vom 29. Mai 2000 „Corporate Governance – Unternehmensführung- Unternehmenskontrolle -Modernisierung des Aktienrechtes“ die „**Baums-Kommission**“ einberufen. Sie stand unter der Leitung des Rechtswissenschaftlers Theodor Baums¹⁴⁰.

Der Auftrag der Baums-Kommission lag darin, mögliche Defizite des deutschen Systems der Unternehmensführung und -kontrolle zu identifizieren und Lösungsvorschläge zu erarbeiten. Dazu musste sich die Kommission aber auch mit Bereichen des Aktienrechtes sowie den Usancen der Unternehmensfinanzierung befassen.¹⁴¹

Am 10. Juli 2001 legte die Baums-Kommission ihren Bericht mit 150 Normen für den Kodexinhalt vor. Die Ergebnisse ihrer Arbeit machten deutlich, dass das

¹³⁵ Dieses „*Code of best Practice*“ wird auch als die „Frankfurter Grundsätze“ bezeichnet

¹³⁶ Vgl. Werder (2003), S. 14; Schätzle (2002), S. 284.

¹³⁷ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 14; Schätzle (2002), S. 284.

¹³⁸ Die Webseite vom Berliner Initiativkreis für Corporate Governance ist abrufbar unter : www.gccg.de.

¹³⁹ Vgl. Baums (2002), S. 3; Wolfram (2000), S. 10.

¹⁴⁰ Prof. Theodor Baums ist ein renommierter deutscher Jurist und Jura-Professor an der Universität Frankfurt am Main.

¹⁴¹ Vgl. Baums (2002), S. 3.

deutsche System der Unternehmensführung und – Kontrolle erhebliche Defizite aufweist und ein Verbesserungsbedarf offenbar gegeben war.

So entschloss sich das Bundesministerium der Justiz eine zweite Kommission unmittelbar zu gründen. Im August 2001 wurde also die **Kodexkommission** unter der Leitung von Dr. Gerhard Cromme, der jetzige Aufsichtsratsvorsitzende der THYSSENKRUPP AG einberufen. Die Regierungskommission, entstand aus Experten der deutschen Unternehmenspraxis ganz unterschiedlicher Wirtschaftsbereiche.¹⁴² So waren weder die Bundesregierung noch der Bundestag in der Kodexkommission vertreten. Die Absicht hinter dieser Zusammenstellung der Kodexkommission war eindeutig; die deutsche Wirtschaft sollte selbst die Eckpunkte des Kodex entwickeln.¹⁴³

Der Auftrag der Kodexkommission war die Entwicklung eines Deutschen Corporate Governance Kodex, ausgehend von der geltenden Gesetzgebung. Weiterhin sollte die Kodexkommission für die Prüfung des Kodex und bei Bedarf auch für seine Anpassung zuständig sein.¹⁴⁴ Deshalb spricht man von einer „*Standing Committee*“.¹⁴⁵

Die Kodexkommission begann ihre Arbeit am 6. September 2001. In der Vorbereitung ihres Regelwerkes hat sie verschiedene Vorarbeiten zu Corporate Governance miteinbezogen. Dazu zählen: die Frankfurter Grundsätze, die Vorschlägen des Berliner Initiativkreises, die Grundsatzempfehlung der Baums-Kommission sowie ihre Anregungen und Prüfungsempfehlungen, andere

¹⁴² Mitglieder der Regierungskommission Corporate Governance Kodex:

Dr. Paul Achleitner- Finanzvorstand der Allianz AG; Dr. Rolf-E. Breuer- Sprecher des Vorstands der Deutsche Bank AG; Dr. Hans-Friedrich Gelhausen- Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwalt, Vorstandsmitglied der PwC Deutsche Revision AG; Ulrich Hocker-Hauptgeschäftsführer der Deutschen Schutzgemeinschaft für Wertpapierbesitz; Max Dietrich Kley- Stellvertretender Vorstandsvorsitzender der BASF Aktiengesellschaft; Professor em. Dr. Dr. h.c. Marcus Lutter-Zentrum für europäisches Wirtschaftsrecht der Universität Bonn; Volker Potthoff- Vorstand der Deutsche Börse AG; Heinz Putzhammer- Mitglied des Geschäftsführenden Vorstandes beim Deutschen Gewerkschaftsbund; Peer Michael Schatz- Finanzvorstand QIAGEN; Christian Strenger- Mitglied des Aufsichtsrats der DWS Investment GmbH; Prof. Dr. Axel von Werder- Institut für Betriebswirtschaftslehre, Lehrstuhlorganisation und Unternehmensführung, Technische Universität Berlin; Dr. Wendelin Wiedeking- Vorstandsvorsitzender Porsche AG.

¹⁴³ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 15.

¹⁴⁴ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 16.

¹⁴⁵ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 20; Wolfram (2002), S. 54.

institutionelle und europäische Corporate Governance Kodizes.¹⁴⁶ Weiterhin hat die Kodexkommission auch die Ansichten und Vorschläge wesentlicher Meinungsträger berücksichtigt und zum Teil auch übernommen. Dazu zählten z.B. die Spitzenverbände der Wirtschaft, die Berufsverbände sowie Wirtschaftsexperte.¹⁴⁷

Am 17. Dezember 2001 legte die Kodexkommission ihren Entwurf des Kodex zur guten und verantwortungsvollen Unternehmensführung und- kontrolle vor. Am 23. Januar 2002 erfolgte die Verabschiedung des **Deutschen Corporate Governance Kodex**.¹⁴⁸

Aufgrund von Änderungen in der Gesetzgebung, wurden von der Kodexkommission zwei **Kodexanpassungen** durchgeführt: im **November 2002** und im **Mai 2003**.¹⁴⁹ Die letzte Reform ist für das Thema Managervergütung von Bedeutung. Ihr wesentlicher Gegenstand ist die Verbesserung der Vergütungsempfehlungen. Durch diese Reform entschied sich die Kodex-Kommission die individualisierte Offenlegung der Managergehälter *nicht mehr als unverbindliche Anregung* zu formulieren sondern als *Empfehlung*.¹⁵⁰ Eine weitere Neuerung ist die Miteinbeziehung der Variable „Risiko“ bei der Gehaltskomponente mit langfristiger Anreizwirkung. Diese sieht eine Beteiligung des Vorstands als „Agent“ auch durch eine entsprechende Ausrichtung des geschäftlichen Risikos der Aktionäre, der „Principals“ vor.¹⁵¹

2.2.1.3. Anwendungs- und Gültigkeitsbereich

Der DCGK hat keinen Gesetzescharakter und ist auch nicht durch die Legislative des deutschen Bundestages verabschiedet worden.¹⁵² Der Kodex ist eine Zusammenstellung von Empfehlungen und Anregungen für die **Leitung** und

¹⁴⁶ Der Gliederungspunkt 2.1.2 gibt einen Überblick über die Entstehung der verschiedenen Kodizes.

¹⁴⁷ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 18.

¹⁴⁸ Der Kodex ist abrufbar auf der Internetseite der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex unter www.corporate-governance-code.de.

¹⁴⁹ Vgl. Cromme [Hrsg.] (2003), S. 21.

¹⁵⁰ Der Unterschied zwischen einer Anregung und einer Empfehlung ist im Gliederungspunkt 2.2.1.5 erläutert.

Vgl. Cromme (2003), S. 29.

¹⁵¹ Der Einfluss der Risikokomponente auf das Managerverhalten wurde bereits im Gliederungspunkt 2.1.3 erläutert.

¹⁵² Das war die Meinung der Verfasser selbst. Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 21.

Überwachung von Unternehmen, die sich nach einem aktuellen Stand der Diskussion bewährt haben (*best practices*).¹⁵³ Der Kodex richtet sich in erster Linie an **deutsche börsennotierte Gesellschaften**. Allerdings können seine Standards zur guten Unternehmensführung aufgrund ihrer Allgemeingültigkeit auch in weiteren Gesellschaftstypen angewendet werden.¹⁵⁴

Der Kodex ist ein vorbildliches Zeichen der Selbstverpflichtung der Wirtschaft und ergänzt als *soft law* die s.g. *Comply-or-explain*-Regelung der Bundesregierung im **Transparenz- und Publizitätsgesetz** (TransPuG) von 2002.¹⁵⁵ Diese Regelung enthält eine **gesetzliche Erklärungspflicht** zum Corporate Governance Kodex. Sie verpflichtet in jedem Unternehmen den Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam, eine **Entsprechungserklärung** ausdrücklich abzugeben und sie *jedes Jahr* zu erneuern. Die beiden unternehmensinternen Organe sollen damit offen legen, ob der Kodex angewendet wird, bzw. ob **Abweichungen von den Kodexempfehlungen** bestehen.¹⁵⁶ Weiterhin empfiehlt der Kodex Vorstand und Aufsichtsrat diese Abweichung gegenüber der Öffentlichkeit und Anlegern gesondert zu begründen.¹⁵⁷

Der Kodex definiert nicht genau, wie diese veröffentlicht werden sollte. Sie kann z.B. einfach auf die Webseite des Unternehmens erfolgen. Jedoch bevorzugt der Gesetzgeber, dass sie dem Geschäftsbericht angehängt wird.¹⁵⁸

Auf Basis der Vorlage einer solchen Erklärung erfolgen durch den Druck des Kapitalmarkts eine Verstärkung der Kodeximplementierung, ihre Überwachung und gegebenenfalls ihre Sanktion.

¹⁵³ Vgl. Cromme [Hrsg.] (2003), S. 21.

¹⁵⁴ Vgl. die Prämbel des Kodex.

¹⁵⁵ Das TransPuG wurde parallel zum Kodex erarbeitet. Es basiert auf die Empfehlungen der Baums-Kommission und zielt auf die Verankerung des DCGK. Weitere Regelungen des TransPuG betreffen die Binnenorganisation von Unternehmen, das Jahresabschluss, sowie Veröffentlichungspflichten. Vgl. Wolfram (2002), S. 47.

¹⁵⁶ Durch das TransPuG wurde in das Aktiengesetz die neue Vorschrift des § 161 AktG eingeführt. Sie ist am 26. Juli 2002 in Kraft getreten. Diese Vorschrift sieht eine Erklärung zum Corporate Governance Kodex vor: „Vorstand und Aufsichtsrat der börsennotierten Gesellschaft erklären jährlich, dass den im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemachten Verhaltensempfehlungen der Kodex-Kommission zur Unternehmensleitung und-überwachung entsprochen wurde und wird oder welche Empfehlungen nicht angewendet werden. Die Erklärung ist den Aktionären dauerhaft zugänglich zu machen.“ AktG (2004), S. 65.

¹⁵⁷ Vgl. Rdn. 3.10 des Kodex.

¹⁵⁸ Vgl. Wolfram (2002), S. 52.

2.2.1.4. Aufbau

Der Kodex besteht insgesamt aus sieben Abschnitten.¹⁵⁹ Die Regelungsbereiche können jedoch in den folgenden sechs Bereichen zusammengefasst werden:¹⁶⁰

- 1. Aktionäre und Hauptversammlung**
- 2. Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat**
- 3. Zusammensetzung, Aufgaben, Vergütung des Vorstands**
- 4. Zusammensetzung, Aufgaben, Vergütung des Aufsichtsrates**
- 5. Transparenz**
- 6. Rechnungslegung und Abschlussprüfung**

Daraus wird ersichtlich, dass der Kodex ein breites Spektrum an Bereichen umfasst. Seine Regelungen decken die Felder ab, die ein Kodex für eine gute und verantwortungsvolle Corporate Governance umfassen sollte. Diese Themenfelder sind insbes.:¹⁶¹

- **Unternehmensziel und Aktionärsinteresse**
- **Führungssystem des Unternehmens**
- **Auswahl, Vergütung und Verhalten der Organisationsmitglieder**
- **Evaluation und Kommunikation der Unternehmensführung**

Da die genaue Darstellung des gesamten Kodex nicht das Ziel dieser Arbeit ist, wird auf eine detaillierte Analyse dieser Themenfelder verzichtet. Zur Vertiefung sei an dieser Stelle an die umfangreiche Literatur zum Thema verwiesen.¹⁶²

2.2.1.5. Regelungsarten

Die Regelungen des Kodex lassen sich je nach Art ihrer Bindungswirkung in drei unterschiedlichen Kategorien aufteilen:

¹⁵⁹ Der erste Abschnitt umfasst die Präambel.

¹⁶⁰ Vgl. Wolfram (2002), S. 50.

¹⁶¹ Es handelt sich dabei um ein generelles Konzept von Werder, wonach eine gute Unternehmensführung die oben genannten Bereiche abdecken sollte. Diese Bereiche entsprechen aber auch die Kriterien einer guten Corporate Governance, die von der OECD festgelegt worden sind. Siehe Punkt 2.1.5.2.2.

¹⁶² Zum Kodexaufbau- und Inhalt Siehe Hücke/Ammann (2003); Ringleb [Hrsg.] (2003); Peltzer (2004).

- **Mussvorschriften:**¹⁶³ Sie geben eine Reihe von bereits existierenden gesetzlichen Regelungen wieder. Sie sind daher zwingende Vorschriften und damit für Unternehmen verbindlich.
- **Soll-Empfehlungen:**¹⁶⁴ Sie sind gesetzergänzende Regelungen und damit unverbindlich. Sie stellen optionale Empfehlungen dar. Für sie ist allerdings das „*Comply-or-Explain*“-Prinzip zwingend.
- **Sollte- bzw. Kann-Anregungen:**¹⁶⁵ Sie sind ebenfalls optional. Sie stellen auch wichtige Komponenten einer „guten“ Unternehmensführung dar. Jedoch verstehen sich diese noch nicht als voll etablierte Standards guter Unternehmensführung.¹⁶⁶

Mit dieser Regelungsaufteilung stellt der Kodex eine Kombination aus Optionsrecht in der Sache und verbindlicher Informationspflicht dar.¹⁶⁷ Die Unternehmen haben damit genügend Spielraum, um die Regelungen zur guten Unternehmensleitung und -überwachung gem. ihren jeweiligen Gegebenheiten zu implementieren. Jedoch wird dieser Spielraum durch die Entsprechungs- sowie Abweichungspflicht eingeschränkt.

Diese Kategorisierung der Kodexregelungen könnte beim ersten Blick einfach und eindeutig erscheinen. Jedoch ist ihre konkrete Umsetzung im Kodex weitaus komplexer.¹⁶⁸ Der Inhalt des Kodex ist kompakt und knapp formuliert. Es fehlt häufig an genauen Hinweisen zu geltenden Gesetzen, die bestimmte Vorschriften widerspiegeln. Auch das Wort „Soll“, das obligatorische und optionale Vorschriften unterscheidet wird nicht immer verwendet.¹⁶⁹

¹⁶³ Als Beispiel einer Muss-Vorschrift gilt Rdn.5.1.2 Satz 1. Sie enthält die geltende Regelung, dass der Aufsichtsrat die Vorstandmitglieder bestellt und entlässt.

¹⁶⁴ Als Soll-Empfehlung gilt z.B. die Anregung, dass der Aufsichtsrat gemeinsam mit dem Vorstand einen langfristigen Nachfolger planen soll. Rdn.5.1.2. Satz 2.

¹⁶⁵ Eine solche Norm ist die Empfehlung, dass bei der ersten Bestellung von Vorstandsmitgliedern die gesetzlich maximale Beschäftigungsdauer von fünf Jahren nicht die Regel sein sollte. Rdn. 5.1.2. Abs.2. Satz 1.

¹⁶⁶ Vgl. Werder (2002), S. 802.

¹⁶⁷ Vgl. Werder (2002), S. 802.

¹⁶⁸ Vgl. Werder (2002), S. 803.

¹⁶⁹ So steht z.B. in Rdn. 3.4. Abs. 1: „*Die ausreichende Informationsversorgung des Aufsichtsrats ist gemeinsame Aufgabe von Vorstand und Aufsichtsrat*“. Diese Aussage ist aus der Sicht des Kodex wohlbegründet und stellt eine Muss-Empfehlung dar. Der Deutsche Anwaltverein (DAV) beschreitet aber, ob sie eine allgemeine Darstellung der Rechtslage ist oder als Appell an beide Organe zu betrachten ist. Vgl. Deutscher Anwaltverein (2002), S. 6.

3. Vorstandsvergütung: Analyse des Beitrags vom Deutschen Corporate Governance Kodex

3.1. Allgemeines zum Vorstand

Der **Vorstand** stellt nach dem Kodex das unternehmerische Initiativzentrum des Unternehmens dar.¹⁷⁰ In erster Linie trägt er dafür Verantwortung, eine Strategie zu entwickeln, die es seiner Firma erlaubt, erfolgreich zu sein. Erfolg ist hierbei v.a. der finanzielle Unternehmenserfolg, gemessen an Umsatz und Gewinn. Des weiteren können auch Risikoprofile und Renditen der Kapitalgeber in den Fokus rücken.

Der Begriff „Vorstand“ bezeichnet nicht nur eine leitende Person, sondern auch ganze Gremien. Nach der Kodexempfehlung Rdn. 4.2.1 (Satz 1) **soll der Vorstand aus mehreren Personen** bestehen. Damit betont der Kodex das Vieraugenprinzip bzw. Mehraugenprinzip als *Best Practice*.¹⁷¹ Die Aneignung dieser Regelung als Soll-Vorschrift ist umstritten.¹⁷² Im Gesetz steht ausdrücklich, dass der Vorstand aus mindestens zwei Personen zu bestehen hat. Das gilt allerdings nur für Unternehmen mit einem Grundkapital von über 3 Mio. €. ¹⁷³ Wenn diese Voraussetzung nicht vorliegt, ist somit ein Einmann-Vorstand zulässig.¹⁷⁴ Börsenorientierte Gesellschaften erfüllen i.d.R diese Bedingung. Jedoch könnte für eine kleine börsenorientierte AG ein mehrköpfiger Vorstand nicht unbedingt notwendig sein.¹⁷⁵ Diese Vorschrift entspricht folglich den Verhältnissen großer Publikumsgesellschaften.

Weiterhin fordert die oben genannte Kodexempfehlung die Bestellung eines **Vorstandsvorsitzenden oder- sprechers**. Er gilt als Ansprechpartner für unternehmensinterne sowie- externe Personen. Dadurch verstärkt der Kodex den

¹⁷⁰ Siehe Rdn. 4.1.1 Satz 1 und Rdn. 4.1.2.

¹⁷¹ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 145.

¹⁷² Vgl. Werder (2002), S. 804; Deutscher Anwaltverein (2002), S. 8.

¹⁷³ Gesetz § 76 Abs. 2 Satz 2.

¹⁷⁴ Für eine kleine börsenorientierte AG scheint ein mehrköpfiger Vorstand nicht unbedingt notwendig. Vgl. Werder (2002), S. 804.

¹⁷⁵ Häufig ist bei kleinen börsenorientierten Unternehmen der Gründer gleichzeitig der Vorstand. Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 145.

in den deutschen Aktiengesellschaften zu beobachtenden Trend der Ausrichtung auf eine starke Führungspersönlichkeit.¹⁷⁶ Sie erhöht im Außenverhältnis die Außenwahrnehmung des Unternehmens insbes. auf internationaler Ebene (z.B. auf Pressekonferenzen und Kolloquien).¹⁷⁷ Durch diese Tendenz nährt sich das in Deutschland herrschende kontinentale Führungssystem der angelsächsischen Führungsstruktur an. Der Vorstandssprecher ist allerdings nicht mit dem CEO nach dem US-Modell¹⁷⁸, oder dem PDG (Président Directeur Général) wie im französischen Modell zu vergleichen.¹⁷⁹

Seine Befugnisse sind im Vergleich beschränkter. Er benötigt z.B. die Zustimmung der Mehrheit der Vorstandsmitglieder für bestimmte Maßnahmen.

Eindeutige Kenntnisse darüber, ob ein Führungsgremium effizienter ist als der Einmann-Vorstand, liegen nicht vor. Es steht aber fest, dass Entscheidungen die in einem kleinen und fähigen Vorstandsgremium getroffen werden, vertraulicher sind.¹⁸⁰ Das ist v.a. auf die stärkere interne und auch wechselseitige (d.h. auf einer hierarchischen Ebene) Kontrolle (*Checks and Balances*) unter den Mitgliedern zurück zu führen.¹⁸¹ Weiterhin sind Bestimmungen, die in einer Gruppe erarbeitet worden sind aufgrund des Meinungsaustausches stärker fundiert und besitzen damit eine höhere Akzeptanz.¹⁸² Das verringert die Entscheidungsrisiken. Die Information über die Zusammensetzung des Vorstands liefert indirekt einen Hinweis über Risiken und möglichen Missbrauch bei der Unternehmensführung.¹⁸³

Die Zahl der Vorstandsmitglieder hat einen Einfluss auf die Gesamtaufwendungen zur Managervergütung. Es ist davon auszugehen, dass kleinere und mittlere Kapitalgesellschaften sich nicht unbedingt an diese Norm halten werden können.

¹⁷⁶ Vgl. Potthoff (2002), S. 2; Peltzer (2004), S. 52.

¹⁷⁷ Zahlreiche Beispiele in Deutschland spiegeln diesen Trend wider. So tritt z.B. der Vorstandsversitzende der Deutschen Bank AG Josef Ackermann als starke und charismatische sowie medienvertraute Persönlichkeit im Vordergrund der Bank auf. Zudem eignete er sich weitere Funktionen an, bzw. bekam diese übertragen. Vgl. Potthoff (2002), S. 2.

¹⁷⁸ Schneider-Lenné (1995), S. 42 ff.

¹⁷⁹ Vgl. Berrar (2001), S. 107.

¹⁸⁰ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 145.

¹⁸¹ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 145.

¹⁸² Vgl. Peltzer (2004), S. 52.

¹⁸³ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 145.

Der Kodex legt keine **Altersgrenze** für den Vorstand fest, er empfiehlt aber ihre Bestimmung.¹⁸⁴ Auf diese Weise sollen Nachfolgeregelungen in der Unternehmensleitung erleichtert und die Qualität der Führung sichergestellt werden.¹⁸⁵

Darüber hinaus sind die Vorstandsmitglieder dazu verpflichtet, im Interesse des Unternehmens zu agieren. Persönliche Interessen dürfen nicht verfolgt werden.¹⁸⁶

Die **Bestellung der Vorstandsmitglieder** ist Aufgabe des Aufsichtsrates, zusammen mit dem Vorstand.¹⁸⁷ Der Kodex empfiehlt dem Aufsichtsrat die Bildung eines Personalausschusses. Dieser wird damit beauftragt, die Bedingungen des Anstellungsvertrages des Vorstands zu überprüfen und festzulegen.¹⁸⁸

Die Auswahl der Vorstandsmitglieder ist eine sehr wichtige Entscheidung. Der unternehmerische Erfolg bzw. Misserfolg hängt von den Fähigkeiten, dem Weitblick und Fortune der Unternehmensführung ab. Aus diesem Grund soll die Auswahl der Mitglieder des Vorstands nach Kriterien wie Erfahrung, Ausbildung, Persönlichkeit und Kompetenz erfolgen.¹⁸⁹

Vor diesem Hintergrund sieht der Kodex vor, dass die gesetzlich maximal mögliche Bestelldauer von fünf Jahren nicht regelmäßig ausgeschöpft werden sollte.¹⁹⁰ Durch diese zeitliche Begrenzung wird die Personalkompetenz des Aufsichtsrats abgesichert. Bei einer lebenslangen Bestellung kann die Einflussmöglichkeit bzgl. einer sachgerechten Unternehmenskontrolle beeinträchtigt werden. Weiterhin verringert eine kurze Bestelldauer das Risiko unzureichender Qualifikation neuer Vorstandsmitglieder.

Allerdings weist der Kodex in diesem Punkt eine besondere Flexibilität auf. Er empfiehlt vor dem Ende der Bestelldauer bei besonderen Umständen eine Wiederbestellung bei gleichzeitiger Aufhebung der laufenden Bestellung

¹⁸⁴ Rdn. 5.1.2, Abs. 2 Satz 3.

¹⁸⁵ Vgl. Peltzer (2004), S. 53.

¹⁸⁶ Rdn. 4.3.3 Satz 1 und Satz 2, 1 HS.

¹⁸⁷ Rdn. 5.1.2 Abs. 1 Satz 2.

¹⁸⁸ Rdn. 5.1.2. Abs. 1 Satz 3.

¹⁸⁹ Vgl. Schätzle (2002), S. 295.

¹⁹⁰ Rdn. 5.1.2. Abs. 2 Satz 1.

vorzunehmen.¹⁹¹ Bei Unternehmen, die in einer schwierigen Situation sind, z.B. bedingt durch eine Fusion oder Übernahme, kann die Beibehaltung des Vorstandes im Sinne des Unternehmensinteresses sein. Mit dem Unternehmen vertraute Manager sind wegen ihres hohen Informationsstandes wichtiger, um mit dieser Sondersituation umzugehen.

Der Kodex spricht die Abberufung von Vorstandsmitgliedern nicht an. Nach geltender Gesetzgebung kann der Aufsichtsrat den Vorstand vor dem Ende seiner Bestelldauer abberufen.¹⁹² Das tritt ein, wenn ein wichtiger Grund vorliegt. So z.B. eine grobe Pflichtverletzung.

3.2. Prinzipien der Vorstandsvergütung

Der Kodex legt in seinen Standards die Vorstandsvergütung entsprechend den drei wesentlichen Prinzipien fest:¹⁹³ **Angemessenheit, Leistungsabhängigkeit und Transparenz.**

Im Folgenden werden diese Prinzipien eingehender dargestellt. Die Erörterung, wie diese Prinzipien en detail in den einzelnen Kodexempfehlungen umgesetzt wurden, findet sich in den nachfolgenden Abschnitten.

3.2.1. Angemessenheit

RAINER J. SCHÄTZLE (2002) sieht die Sicherstellung einer *angemessenen* Vorstandvergütung wichtiger für den Aktionären als eine detaillierte Offenlegung: „*was nützt es ihm, wenn die Vergütung noch so detailliert offengelegt wird, ihrem Umfang und ihrer Höhe nach aber nicht angemessen ist?*“¹⁹⁴

Aufgrund dieser Relevanz räumt der Kodex dem Angemessenheitsprinzip in der Vorstandsvergütung einen hohen Stellenwert ein. Dem Kodex ist lediglich zu entnehmen „*Die Vergütung der Vorstandsmitglieder wird vom Aufsichtsrat unter Einbeziehung von etwaigen Konzernbezügen in **angemessener Höhe** [...]*

¹⁹¹ Rdn.5.1.2 Abs. 2 Satz 2.

¹⁹² AktG § 84 Abs. 2 Satz 2.

¹⁹³ Vgl. Werder (2002), S. 807; Cromme (2003), S. 27 ff.

¹⁹⁴ Schätzle (2002), S. 94.

festgelegt.“¹⁹⁵ Als **Kriterien** für die Angemessenheit der Vergütung listet der Kodex die folgenden Beispiele auf:

- die Aufgaben des jeweiligen Vorstandsmitglieds;
- seine persönliche Leistung;
- die wirtschaftliche Lage;
- der Erfolg und die Zukunftsaussichten des Unternehmens unter Berücksichtigung seines Vergleichsumfelds.

Anhand dieser Kriterien wird deutlich, dass die Angemessenheit eine Orientierung der Vergütung nicht nur an die Leistung des Vorstands, sondern auch an die Rahmenbedingungen des Unternehmens, erfordert. Dies erfolgt durch die Knüpfung der Vergütung an den Unternehmenserfolg. Eine wesentliche Komponente dieses Ansatzes sind Optionsplänen und Aktienprogramme. Die tatsächliche Vergütung des Vorstands bleibt jedoch in hohem Maß individuell.¹⁹⁶

3.2.2. Leistungsabhängigkeit

Der Kodex sieht vor, dass die Vergütung des Vorstands unter Berücksichtigung seiner Leistung zu erfolgen soll. Das erfordert ein systematisches Verfahren, in dem mehrere Faktoren miteinbezogen und analysiert werden.

Unter Berücksichtigung dieses Prinzips empfiehlt der Kodex die Einführung einer erfolgsorientierten Komponente in das Vorstandsgehalt.¹⁹⁷ Diese bezieht sich sowohl auf den Erfolg des zurückliegenden Jahres als auf den langfristigen Erfolg. Diese variable Komponente soll sich an die Zielvorgaben für das jeweilige Vorstandsmitglied ausrichten.

3.2.3. Transparenz

Der Kodex fordert durch seine Empfehlungen Transparenz bei Managergehältern, *intern* wie auch *extern*.

¹⁹⁵ Rdn. 4.2.2 Abs. 2.

¹⁹⁶ Vgl. Cromme (2003), S. 28.

¹⁹⁷ Rdn. 4.2.3 Abs. 1.

Die interne Transparenz ergibt sich durch die Miteinbeziehung der Stakeholder im Unternehmen (indirekt durch den Aufsichtsrat) bei der Gestaltung der Vorstandsvergütung.¹⁹⁸ Was die externe Transparenz anbetrifft, wird diese z.B. durch die Empfehlung des Kodex, die Vergütung der Vorstandsmitglieder individuell offen zu legen, gefördert. Dabei soll die Gehaltsstruktur des Vorstands detailliert dargestellt werden.¹⁹⁹

3.3. Bestimmung der Vorstandsvergütung

Der Kodex sieht vor, dass die Vergütung des Vorstands vom Aufsichtsrat festgelegt wird.²⁰⁰ Dabei soll der Aufsichtsrat von dem Personalausschuss, den er zur Vorstandsbestellung gegründet hat, beraten werden.²⁰¹ Manche Unternehmer haben sogar einen eigenen Vergütungsausschuss eingerichtet.²⁰² Ferner soll die Struktur der Vergütung im Anstellungsvertrag des Managers aufgenommen werden.²⁰³ Durch diese Maßnahmen wird das oben dargestellte Prinzip der Transparenz nach innen sichergestellt.²⁰⁴

Weiterhin empfiehlt der Kodex eine **regelmäßige Prüfung** der Vorstandsvergütung in einem Aufsichtsratsplenum.²⁰⁵ Hiermit strebt der Kodex die Einbeziehung aller drei Prinzipien (Angemessenheit, Leistungsabhängigkeit und Transparenz) an. Dies erfolgt folgendermaßen:

- Angemessenheit und Leistungsbeurteilung: Die jährlichen Geschäftsergebnisse von Unternehmen unterliegen Schwankungen, die auf mehreren Faktoren (wie z.B. Nachfrage- oder Preisänderungen, Investitionspolitik) zurückgehen. Damit sichergestellt wird, dass das Managergehalt angemessen ist, soll es im Verhältnis zur Veränderung der Unternehmenslage stehen. Weiterhin können sich die Leistungen des Vorstands selbst ändern. Beide Faktoren beeinflussen also durch

¹⁹⁸ Cromme (2003), S. 28.

¹⁹⁹ Rdn. 4.2.4, Satz 1; Cromme (2003), S. 28.

²⁰⁰ Rdn. 5.1.2 Abs.1 Satz 3.

²⁰¹ Rdn. 4.2.2 Abs.1

²⁰² Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2003), S. 151.

²⁰³ Rdn. 5.1.2 Abs. 1. Satz 3.

²⁰⁴ Vgl. Cromme (2003), S. 28.

²⁰⁵ Rdn. 4.2.2 Abs. 1 Satz 1, 2 HS.

die variable Gehaltskomponente das Gehalt des Vorstands. Ihre Überprüfung ist hier erforderlich.

- Transparenz: Die Überprüfung der Managervergütung im Aufsichtsrat fördert aus mehreren Gründen die interne und externe Transparenz. Im Aufsichtsrat sitzen Vertreter der Anteilseigner und der Arbeitnehmer. Das bedeutet, dass die verschiedenen Interessensgruppen an der Überwachung beteiligt sind.²⁰⁶ Weiterhin werden die Komponenten der einzelnen Managergehälter individuell offen gelegt. Es wird dabei auch überprüft, ob die Vorstandsvergütung im Vergleich zu den Unternehmensergebnissen angemessen ist.

Der Kodex definiert jedoch nicht genau, in welchen Zeitabständen die Überprüfung der Managergehälter stattfinden sollte. Auch die Maßstäbe und Kriterien zur Überprüfung bleiben offen und damit nicht reglementiert. Demzufolge werden die internen Organe des Unternehmens, d.h. der Aufsichtsrat und eventuell der Personalausschuss über die Gestaltung der Überprüfung entscheiden müssen.

3.4. Zusammensetzung der Vorstandsvergütung

Der Kodex fasst die Zusammensetzung der Vorstandsvergütung in der folgenden Empfehlung allgemein zusammen: „Die Gesamtvergütung der Vorstandsmitglieder soll fixe und variable Bestandteile umfassen“²⁰⁷. Weiterhin gibt der Kodex detaillierte Hinweise in Form von Anregungen zur Zusammensetzung des variablen Bestandteils. Dieser sollte aus zwei Arten von Komponenten bestehen: zum einen **erfolgsbezogene Komponenten** und zum anderen **Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und einem Risikocharakter**.²⁰⁸

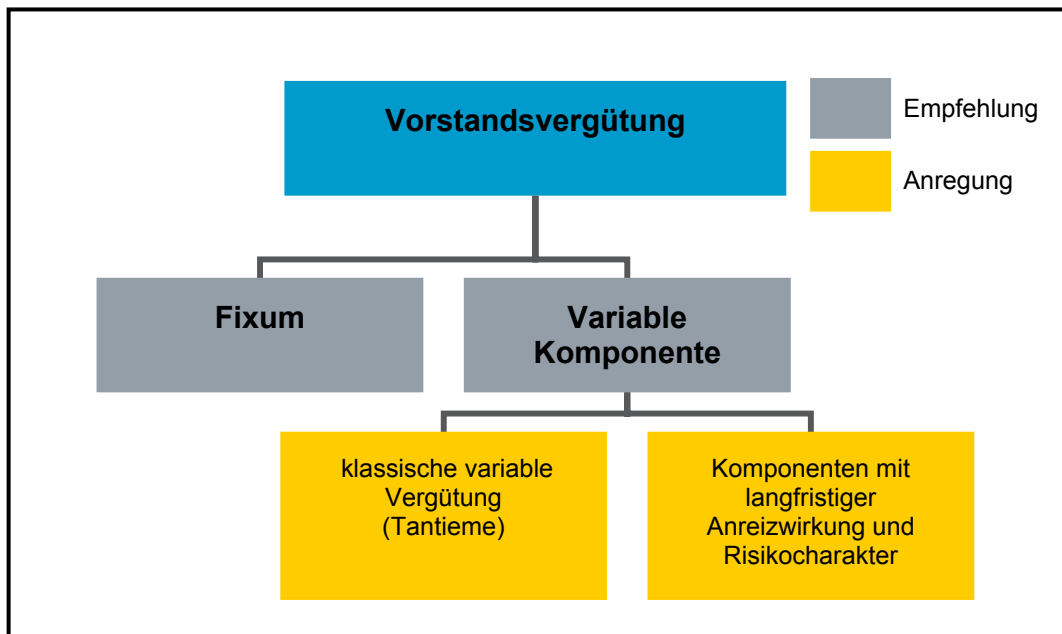
Abbildung 3 gibt eine graphische Darstellung der Zusammensetzung der gesamten Vorstandvergütung entsprechend der Kodexnormen.

²⁰⁶ Vgl. Schätzle (2002), S. 143.

²⁰⁷ Rdn. 4.2.3 Abs. 1 Satz 1.

²⁰⁸ Rdn. 4.2.3 Abs. 1 Satz 2, 2 HS.

Abb. 3: Zusammensetzung der Vorstandsvergütung nach dem DCGK



Quelle: Eigene Darstellung.

Im Folgenden werden diese verschiedenen Komponenten der Vorstandsvergütung dargestellt und näher analysiert.

3.4.1. Fixe Komponente

Das Fixgehalt ist unabhängig vom Unternehmenserfolg. Er stellt eine Art Grundvergütung dar.²⁰⁹ Das Grundgehalt hat eine Anreizwirkung zum zielbezogenen Handeln, welche allerdings gering ist.²¹⁰ Das Fixum spiegelt die Wertschätzung für die Managerfähigkeiten und-qualifikationen wider. Darüber hinaus soll es *junge* Führungskräfte dazu motivieren, in der Hierarchie aufzusteigen, gute Leistungen zu zeigen und sich als Manager zu entwickeln. Denn Fixgehälter steigen mit zunehmender Verantwortung. Somit soll die fixe Komponente auch den Manager motivieren und ihm Anreize schaffen, unnötige Risiken, die seine Stelle gefährden können, zu vermeiden.²¹¹ Allerdings besteht die Gefahr einer steigenden Risikoaversion des Managers. So kann der Vorstand z.B. eine Übernahme, die den Unternehmenswert steigern würde ablehnen, wenn er durch die Integration nach der Transaktion seine Stellung gefährdet sieht. Aus

²⁰⁹ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2004), S. 152.

²¹⁰ Die gleiche Meinung vertreten weitere Autoren. Vgl. Pertl/Koch/Santorum (2000), S. 263.

²¹¹ Vgl. Pertl/Koch/Santorum (2000), S. 262 f.

diesem Grund kommt der variablen Komponente im Vorstandsgehalt eine wichtige Bedeutung zu.²¹²

Das Fixgehalt verhindert eine vollständige Abhängigkeit der Vorstandsentslohnung vom Geschäftsergebnis.²¹³ Ansonsten müsste sich der Vorstand auch für Verluste verantworten, die er nicht selber verschuldet hat. Zahlreiche Ergebnis-Rückgänge in Unternehmen ergeben sich aufgrund exogener Faktoren (wie z.B. bei einer Ölkrise oder bei Naturkatastrophen), welche nicht durch die Unternehmensführung beeinflussbar sind.

Die Gestaltung des Fixgehalts wird von vielen Experten aus der Branche als unproblematisch betrachtet.²¹⁴ Das Fixum richtet sich nach den Marktgegebenheiten (Nachfrage nach Topmanagern), sowie der Ressourcenausstattung der Unternehmen. Faktoren können z.B. die Unternehmensgröße und die Profitabilität sein.

Der Kodex empfiehlt keine automatische Anpassung z.B. entsprechend einer Indexierung wie der Lebensunterhaltungskostenindex oder gem. einer bestimmten Tarifgruppe. Eine solche Praxis könnte aufgrund des Automatismus sowie der „*compound Wirkung*“²¹⁵ außer Kontrolle geraten. Sie könnte außerdem gefährlich sein, auch wenn die Pension ein bestimmter Prozentsatz des Fixgehaltes darstellt und somit die Anwartschaft gewissermaßen dynamisiert.²¹⁶

Im Laufe der Zeit hat der Fixanteil des Vorstandsgehaltes seinen hohen Stellenwert von früher verloren. Der Anteil des Fixgehaltes am Gesamtgehalt liegt meistens unter 50 % (Siehe Tab. 8 am Anhang). Der Grund ist die zunehmende Bedeutung der variablen Bestandteile.

²¹² Die Vorteile der variablen Vergütung werden in Punkt 3.4.2 und 3.4.3 herausgearbeitet.

²¹³ Vgl. Cromme (2003), S. 27.

²¹⁴ Vgl. Peltzer (2004), S. 61.

²¹⁵ **Compound-Wirkung:** bezeichnet die zusammengesetzte Wirkung bzw. die Wirkung von zwei Kräften im Zusammenspiel. Diese Wirkung ist im Ganzen größer als die Summe der beiden Einzelkräfte.

²¹⁶ Vgl. Peltzer (2004), S. 62.

3.4.2. Tantieme: „Klassische“ variable Komponente

Die klassischen variablen Vergütungsbestandteile (auch Tantieme genannt) sollten laut dem Kodex an den „*geschäftlichen Erfolg*“ gekoppelt werden.²¹⁷

Gem. dem Kodex sollte die Tantieme aus einer „*einmaligen, sowie einer jährlich wiederkehrenden, am geschäftlichen Erfolg gebundene Komponente*“ bestehen.²¹⁸

Allgemein wird dies auch als „Bonus“ bezeichnet.²¹⁹

Der Grund hinter der Einführung der Tantieme ist die Steigerung der Motivation des Managers.²²⁰ Sie stellt für ihn einen Anreiz dar, um sein Handeln auf die Erhöhung des Unternehmenserfolgs auszurichten. Deshalb ist es wichtig bei der Vergabe des Bonus, den *jeweiligen* Geschäftsbereich des Vorstandsmitglieds zu berücksichtigen.²²¹ Damit kann die Vergütung eine Motivationssteigerung bewirken und das Handeln der Manager i.S. der Unternehmens- bzw. Eigentümerinteressen beeinflussen.²²² Hierdurch beweist sich noch einmal der Beitrag des Kodex zur Verstärkung des Anlegerschutzes.

Im Fall der **einmaligen Vergütung** bekommt der Manager die variable Belohnung bei besonderen Geschäftserfolgen wie z.B. M&As oder Desinvestitionen nachträglich. Sie kann aber auch an das Erreichen vorab festgelegter spezifischer Kennzahlen geknüpft werden.²²³ Finanzielle Performance und Ressourceneffizienz können hier Bemessungsgrundlagen sein.²²⁴ Die Vergabe von einmaligen Boni bleibt trotz ihrer hohen Motivationswirkung aber wenig verbreitet.²²⁵

²¹⁷ Rdn. 4.2.3 Abs. 1 Satz 2, 2 HS.

²¹⁸ Rdn. 4.2.3. Abs. 1 Satz 2.

²¹⁹ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2004), S. 153; Pertl/Koch/Santrum (2000), S. 262.

²²⁰ „Der Begriff **Motivation** beschreibt die Kräfte, die einen Menschen zu einem bestimmten zielorientierten Verhalten bewegen.“ Winter (1996), S. 5. Im Rahmen des Principal Agent-Verhältnisses, bedeutet Motivation, das Beeinflussen von Managerverhalten im Sinne des Shareholder Value.

²²¹ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2004), S. 153.

²²² Vgl. Schätzle (2004), S. 226.

²²³ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2004), S. 153.

²²⁴ Vgl. Schätzle (2002), S. 228.

²²⁵ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2004), S. 153.

Die **jährlich wiederkehrenden Vergütungskomponente** gilt dagegen v.a. in börsenorientierten Unternehmen als üblich.²²⁶ Diese Art Bonus honoriert die jährlichen Ergebnisse nachträglich. Der jährliche Bonus erfolgt durch eine Barzahlung i.d.R. zum Ende des Geschäftsjahres (Siehe Abb. 4). In manchen Fällen kann der Bonus erst im Folgejahr, nach dem Abschluss der Geschäftsergebnisse vergeben werden.

Abb. 4: Vergabe der jährlichen Bonuszahlungen

Planlaufzeit	2002	2003	2004
1	Bonuszahlung gegen Ende des Geschäftsjahres		
2		Bonuszahlung gegen Ende des Geschäftsjahres	
3			Bonuszahlung gegen Ende des Geschäftsjahres

Quelle: SCHÄTZLE (2002).²²⁷

Der Kodex sieht eine Anknüpfung der Vergütung mit dem geschäftlichen Erfolg vor. Er lässt aber die Fragen offen, *welche* Kriterien zur Beurteilung des Unternehmenserfolgs herangezogen werden sollen und *wie* der Zusammenhang zwischen der Vergütung und dem Erfolg zu gestalten ist. Es wird auch kein Beispiel genannt. Allerdings stellt der Kodex als Voraussetzung ihrer Gestaltung die Berücksichtigung des Angemessenheitsprinzips heraus.²²⁸ Damit gibt der Kodex den Unternehmen einen Spielraum, um selber über die Einrichtung der variablen Vergütungskomponente zu entscheiden. Die Ausgestaltung ist an das Unternehmen individuell anzupassen. Dabei spielen auch die branchenspezifischen Anforderungen und die kulturellen Eigenschaften eine Rolle.²²⁹ Zur Berechnung der variablen Vergütung werden i.d.R. am Ende eines Geschäftsjahres die erreichten Ziele mit den **Planvorgaben** verglichen.²³⁰

²²⁶ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2004), S. 153.

²²⁷ Vgl. Schätzle (2002), S. 226.

²²⁸ Rdn. 4.2.3. Abs. 1 Satz 3.

²²⁹ Vgl. Pertl/Koch/Santorum (2000), S. 264.

²³⁰ Vgl. Schätzle (2002), S. 225.

An dieser Stelle stellt sich also in erster Linie die Frage, welche Bemessungsgrundlage (Kennzahlen, Werttreiber) zur Festlegung der Planvorgaben sowie zur Beurteilung des Erfolgs herangezogen werden soll. Eine prägnante, kurze Antwort gibt es zu dieser Frage nicht. Die Bemessungsgrundlage bleibt geschäftsspezifisch, situationsabhängig und damit *komplex*.²³¹ Als Bemessungsgrundlage dienen eine Reihe von Kennzahlen, welche die Ertragslage wiedergeben.

In der Praxis werden insbes. die folgenden Kennziffern verwendet:²³² Dividende, EBIT (Earning Before Interests and Taxes) und EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization), Jahresüberschuss, CF (Cash Flow) und FCF (Free Cash Flow), ROE (Return on Equity), ROCE (Return on Capital Employed). Aktuell wird die Nutzung von wertbeitragsorientierten Konzepten als Erfolgsmetrik häufig eingesetzt. Vereinfacht wird hier von einem Wertbeitrag²³³ gesprochen, wenn z.B. der EBIT die gewogenen Kapitalkosten - WACC (Weighted Average Cost of Capital) der Unternehmung übersteigt.²³⁴

$$\boxed{\text{Wertbeitrag} = \text{EBIT} \cdot \text{WACC} \cdot \text{Vermögen} > 0}$$

Die verschiedenen Bemessungsgrundlagen bringen sowohl Vorteile als auch Nachteile mit sich.

Früher dienten bei den meisten Unternehmen insbes. die Dividenden zur Anrechnung des variablen Gehaltanteils.²³⁵ Diese Bemessungsgrundlage verliert aber in der Praxis an Bedeutung, denn die Ausschüttungspolitik steht in keinem direkten Zusammenhang mit der Vorstandsleistung.²³⁶

Heutzutage orientieren sich immer mehr Unternehmen am EBIT oder EBITDA. Der EBIT entspricht dem Jahresabschluss vor Zinsen, dem außerordentlichem Ergebnis und Steuern. Der EBITDA ist gleich dem EBIT zuzüglich

²³¹ Vgl. Schätzle (2002), S. 213 f.

²³² Vgl. Schätzle (2002), S. 239.

²³³ Der **Wertbeitrag** ist die deutsche Übersetzung für den Terminus „**Shareholder Value**“. Dieser misst die risikoadjustierte Rendite von Eigenkapitaleignern. Er beschreibt den Wert für die Aktionäre, d.h. den Aktienkurs. „Shareholder Value“ wird im Deutschen auch in seiner englischen Form verwendet. Vgl. Rappaport (1999), 38 f.

²³⁴ Vgl. Coenenberg (2000), S. 1018.

²³⁵ Vgl. Schätzle (2002), S. 239.

²³⁶ Vgl. Schätzle (2002), S. 239.

Abschreibungen (D) und Amortisation (A). Der EBITDA wird oft als Maßstab von High-Tech und jungen Unternehmen verwendet, da diese noch keine anderen Überschüsse (EBIT, Jahresüberschuss) erwirtschaften.²³⁷

Der Jahresüberschuss ist in seiner Aussagekraft eingeschränkt. Dieser ermittelt die Ertragskraft eines Unternehmens i.a. nach Steuern und Zinszahlungen. Problematisch ist v.a. der Einfluss des außerordentlichen Ergebnisses. Dieses ist meist nicht auf die Unternehmensführung zurückzuführen, sondern unterliegt exogenen Ereignissen. Demzufolge ist der Jahresüberschuss kaum noch eine Größe für eine nachhaltige Erfolgskennzahl. Außerdem wirken sich Finanzierungsentscheidungen, v.a. die Aufnahme oder die Nichtaufnahme von Finanzschulden aus – diese bringen aber *per se* noch keine Leistung für das Unternehmen.²³⁸

Der operative CF im Gegensatz zum Jahresabschluss bezieht sich nur auf die zahlungswirksamen Positionen. Somit ist er insbes. bzgl. der internen Finanzierungskraft des Unternehmens eine wichtige Bemessungsgrundlage. Der FCF ergibt sich aus dem operativen CF und dem Investitions-CF – oder auch CapEx (Capital Expenditures). Der CapEx ist i.a. negativ. Er zeigt v.a. den Wertzuwachs des Unternehmens für die Aktionäre. Gilt also der FCF als Bemessungsgrundlage für die variable Vergütung des Managers, wird dieser die Steigerung des FCF anstreben. Damit steigt c.p. der Shareholder Value. Allerdings verringert sich sein Anreiz für neue Investitionen, denn diese werden kurzfristig den FCF verringern. Die *Cashflows* aus Investitionen, die erst langfristig zurückfließen, vermindern so die Anreizwirkung. Aktionären könnten durch einen „Investitionsstau“ schlechter gestellt werden, da Zukunftspotenziale verloren gehen.²³⁹

Der ROE bzw. die Kapitalrentabilität ergibt sich aus dem Jahresabschluss dividiert durch das eingesetzte Eigenkapital. Er gibt also die Verzinsung des Eigenkapitals an. Daher ist der ROE als Bemessungsgrundlage insbes. für Anteilseigner interessant. Allerdings bringt er insbes. den Nachteil mit sich,

²³⁷ Vgl. Schätzle (2002), S. 241.

²³⁸ Vgl. Rappaport (1999), S. 38-69.

²³⁹ Vgl. Schätzle (2002), S. 242 ff.

wenn der zugehörige Wert nur für ein Jahr erhoben wird und kein Wachstumsprofil erhoben werden kann. Eine Unterkapitalisierung kann zudem nicht leicht erkannt werden.²⁴⁰ Da diese sich negativ auswirkt, könnte ein Vorstand hier für kurzfristige Erfolge höher vergütet werden, obwohl das Unternehmen insgesamt schlechter gestellt ist.

Der ROCE ist als Bemessungsgrundlage für Managergehälter stark verbreitet. Er gibt an, wie sich das investierte Kapital verzinst. Der ROCE ergibt sich aus dem Quotient des EBIT und dem betriebsnotwendigen Kapital (Capital Employed). Beim ROCE wird die Finanzierung des Unternehmens nicht berücksichtigt, da sowohl Eigenkapital als auch Schulden in die Berechnung einfließen. Der ROCE zeigt also v.a. an wie viel Cash das Unternehmen *operativ* verdient.²⁴¹

Aus diesen Erläuterungen wird ersichtlich, dass Bemessungsgrundlagen einen starken Einfluss auf die Beurteilung von Unternehmensergebnissen ausüben können. Die Auswahl von einem oder besser mehreren Kennzahlen ist damit eine anspruchsvolle und wichtige Entscheidung. Dabei sollen mehrere Faktoren (z.B. Investitionsentscheidungen) berücksichtigt werden. Der Personalausschuss kann hier eine moderierende Rolle im Entscheidungsprozeß einnehmen. Aber auch interne Angestellte aus den Bereichen Controlling und Finanzmanagement können den Einsatz von geeigneten Kennzahlen anraten. Zudem empfiehlt sich die Hinzuziehung externer Berater, welche spezifisches Know-how in Kompensations- und Corporate Governance Projekte einbringen und zudem neutral i.S.e. Gutachters sein können.

²⁴⁰ Vgl. Schätzle (2002), S. 244.

²⁴¹ Vgl. Schätzle (2002), S. 245 f.

3.4.3. Vergütungskomponente mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter

3.4.3.1. Allgemeines

Der Kodex empfiehlt neben der fixen und der klassischen Gehaltskomponente auch einen variablen Vergütungsbestandteil mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter.²⁴² Der Kodex nennt zwei konkrete Möglichkeiten:²⁴³

- Aktien der Gesellschaft mit mehrjähriger Veräußerungssperre;
- Aktienoptionen oder vergleichbare Gestaltungen wie *Phantom Stocks*.

Im Allgemeinen bekommen Manager bei solchen Vergütungsinstrumenten, auch Eigenkapitalinstrumente oder *Incentive*-Leistungen genannt, Kapitalbeteiligungen angeboten. Am Anfang der Beteiligungsperiode werden Manager eine bestimmte Anzahl an Unternehmensaktien, Aktiengegenwerten oder geldwerten Beteiligungseinheiten *bedingt* angeboten. Das bedeutet in Abhängigkeit vom Erreichen bestimmter unternehmerischer Erfolgsziele (wie z.B. Aktienkurssteigerungen).²⁴⁴ Nach Ablauf dieser Periode bekommt der Vorstand diese verschiedenen Beteiligungsvarianten *in Abhängigkeit der Realisierung der Planvorgaben* der Erfolgsziele als Belohnung.

Der Kodex empfiehlt, dass sich die *Incentive*-Leistungen auf vorher festgelegte Vergleichsparameter für Erfolgsziele beziehen.²⁴⁵ Der Kodex lässt offen, welche Erfolgsziele und welche Bemessungsgrundlagen zu bevorzugen sind.

Im Wesentlichen gibt es drei Arten von unternehmerischen **Erfolgszielen**:²⁴⁶

- **absolute Erfolgsziele**: dazu zählen z.B. Aktienkurssteigerungen;

²⁴² Mit der Miteinbeziehung der Komponente „Risiko“ durch die Kodexreform vom 21. Mai antwortet der Kodex auf die Kritik, die ihm vorgeworfen hatte, die Vorstandsvergütung unabhängig vom unternehmerischen Risiko gestaltet zu haben. Daraus resultiert das Problem des so genannten „*risk shifting*“ in Unternehmen. D.h. Manager können zwar bei einer Kurssteigerung ihr Einkommen erhöhen, bei einem Einbruch des Aktienkurses sind sie aber nicht an den Verlusten beteiligt. Dadurch werden sie auch riskante Projekte wie z.B. unsichere Unternehmensübernahmen oder Fusionen eingehen. Vgl. Lee (2003), S. 16.

²⁴³ Rdn. 4.2.3 Abs. 2 Satz 1.

²⁴⁴ Vgl. Weiß (1999), S. 218 f.

²⁴⁵ Rdn. 4.2.3 Abs. 2 Satz 2.

²⁴⁶ Vgl. Weiß (1999), S. 218 f.

- **relative Erfolgsziele:** wie die Entwicklung der Gesellschaft im Vergleich mit einem Aktienindex;
- **Betriebswirtschaftliche Messgrößen:** hierbei müssen interne Messgrößen der Gesellschaft bestimmte Ziele erreichen oder eine Steigerung erzielen.

Der Kodex beschränkt sich auf die Nennung von zwei Beispielen für Erfolgsziele, die Entwicklung des Aktienwertes (als absolutes Erfolgsziel) und Vergleichsparameter (als relatives Erfolgsziel). Eine weitere Präzision der Erfolgsziele ist im Kodex nicht enthalten. Branchenspezifische und situationsbedingte Besonderheiten in den Unternehmen lassen eine pauschale Lösung der Problemstellung ungenügend erscheinen.

Der Kodex schließt aber ausdrücklich eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele aus (Ablehnung von *Repricing*).²⁴⁷ Die Logik hinter dieser Einschränkung ist die Vermeidung von Manipulationen oder Insiderproblemen. Ansonsten besteht die Gefahr bspw. bei mittelmäßigen Ergebnissen des Unternehmens, dass der Manager die Planziele kurz vor dem Ende der Beteiligungsperiode ändert. *Repricings* eröffnen die Möglichkeit, willkürliche, variable Gehaltsbestandteile zu sichern. Der Ausschluss dieser Möglichkeit ist ein wichtiger Schritt hin zu einer leistungsgerechten Managervergütung.

Bei den Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung empfiehlt der Kodex die Festlegung einer Begrenzungsmöglichkeit (die s.g. Hürde oder Cap) im Fall des Auftretens unbeeinflussbaren Kurssteigerungen.²⁴⁸ Dadurch sollen ungerechtfertigte *Windfall Profits* verhindert werden.²⁴⁹ Der Kodex trägt somit dem Prinzip der Angemessenheit Rechnung.

Bei der Definition von Erfolgszielen und der Vergabe von Kapitalbeteiligungen ist es wichtig, eine Anreizwirkung über **längere Zeiträume** (meistens 3 bis 5 Jahre) zu schaffen.²⁵⁰

²⁴⁷ Rdn. 4.2.3 Abs. 2, Satz 3.

²⁴⁸ Rdn. 4.2.3, Abs. 2, Satz 4.

²⁴⁹ **Windfall Profits** entstehen, wenn Manager durch die Ausübung von Optionen hohe Gewinne erzielen, obwohl sie den Aktienzuwachs nicht mitgewirkt haben. Vgl. Löwe/Sieber (2000), S. 54.

²⁵⁰ Vgl. Becker (1990), S. 36, 43 ff.

Die zugrunde liegenden Annahmen der Kodexregelung für eine variable Vergütungskomponente mit langfristiger Steigerung des *Shareholder Value* lassen sich folgendermaßen erläutern:

Unter Berücksichtigung des Prinzips der Leistungsabhängigkeit korreliert die Vergabe der Kapitalbeteiligungen mit der Performance des Managers. Dies soll nicht nur zu kurzfristigen sondern auch langfristigen Ergebnissen führen. Der Manager soll Maßnahmen gezielt auf das Erreichen anspruchsvoller Ziele und operativer Erfolgsfaktoren ausrichten.²⁵¹ Gute unternehmerische Ergebnisse führen zur Steigerung des Aktienkurses bzw. Optionswertes und damit zu einer höheren Rendite. Aufgrund dieser Korrelation zwischen der Erhöhung des Aktienkurses bzw. Optionswertes und der Steigerung des Gehaltes wird der Manager zielbezogen motiviert. Es kann dadurch sichergestellt werden, dass er gute Entscheidungen treffen wird, die gleichzeitig hohe Erträge für das Unternehmen und adäquaten Risiken mit sich bringen (*Managerial Effectiveness*).²⁵² Weiterhin wird der Manager durch Kapitalbeteiligungen für eine längere Zeit Anteilseigner und Unternehmensführer, d.h. Agent und Principal gleichzeitig.

Durch diese beiden Faktoren hat der Manager also einen Anreiz zum strategischen, langfristigen Handeln, durch s.g. „*Long-term Incentives*“ (LTI).²⁵³ Er ist sowohl am Gewinn als auch am Verlust beteiligt. Das bedeutet auch, dass die möglichen Risiken die mit seinen unternehmerischen Entscheidungen einhergehen, von ihm mitgetragen werden. Somit steigt seine **Risikowahrnehmung**. Aus diesem Grund werden diese variablen Vergütungsbestandteile mit langfristiger Wirkung auch als „*Income at risk*“-Komponenten bezeichnet.²⁵⁴

Demzufolge zielt diese Vergütungsmethodik insbes. auf das **langfristige Interesse** der Anteilseigner ab.²⁵⁵ Durch die Beteiligung der Manager am Kapital

²⁵¹ Vgl. Becker (1999), S. 43.

²⁵² Vgl. Becker (1990), S. 21.

²⁵³ Vgl. Becker (1990), S. 17; Lee (2003), S. 17; Schätzle (2002), S. 144.

²⁵⁴ Vgl. Schätzle (2002), S. 130.

²⁵⁵ Vgl. Peltzer (2004), S. 63; Schätzle (2002), S. 144.

verringern sich die Principal Agent-Problematiken: „*One Key to minimize the agency problem is to have managers themselves acting as owners*“.²⁵⁶

Die Gehaltskomponente mit langfristiger Anreizwirkung ist also ein Mittel zur Veränderung des Managementfokus: „*Weg vom kurzfristigen Denken und Planen hin zu einem langfristigen Fokus auf die Erhöhung des Unternehmenswerts*“.²⁵⁷

Das bedeutet im Mittelpunkt steht insbes. das Interesse derjenigen Aktionäre, die sich am Unternehmenskapital beteiligen, um langfristige Gewinne zu erzielen. Sie haben ein hohes Interesse am Überleben des Unternehmens. Die kurzfristige Rendite ist dagegen von untergeordnetem Interesse.

Institutionelle oder private Aktionäre sind auch an den langfristigen Perspektiven eines Unternehmens interessiert. Insbesondere, da der gesamte Ausblick in die Zukunft den Wert des Unternehmens bestimmt (Erwartungswerte bezüglich FCF und WACC). Weniger berücksichtigt werden dagegen die Interessen kurzfristiger Marktakteure, den s.g. Spekulanten. Diese sind an rascher Gewinnerzielung durch kurzfristige Kursbewegungen interessiert. Folglich wünschen sie auch eine kurzfristig wirksame Einleitung von Maßnahmen mit signifikanter Tragweite (z.B. Unternehmensver- und Zukäufe oder Restrukturierungsprogramme mit raschem Kostensenkungspotenzial). Oft setzen diese Marktakteure, z.B. *Hedge Fonds*, aggressive Dividenden- bzw. Kursziele, verkaufen rasch bei Kursrückgängen bzw. einer Stagnation des Aktienkurses oder tätigen Leerverkäufe. Dies kann insgesamt zu verstärktem Verkaufsdruck an den Kapitalmärkten führen.²⁵⁸ Bedenken bzgl. einer Langfriststrategie können sich so i.S.e. „*self-fulfilling prophecy*“ stark negative Effekte auf einem Unternehmen wirken. So kann ein schlechtes Ansehen in der Finanzwelt die Aufnahme von Kapital erschweren. Liquidität und Erfolgsaussichten des Unternehmens werden so deutlich untergraben. Eine Abwärtsspirale ist somit aufgrund mangelnder Akzeptanz einer Langfriststrategie bei Investoren möglich.

Ein weiterer Grund der Vergabe von Beteiligungen unterschiedlicher Art ist die Bindung des Managers an das Unternehmen. Dieser kommt eine wichtige Rolle

²⁵⁶ Vgl. Lee (2003), S. 17.

²⁵⁷ Schätzle (2002), S. 249.

²⁵⁸ Vgl. Malik (1999), S. 113 f.

im Wettbewerb um jüngere Führungskräfte, dem s.g. „*War for talents*“ zu.²⁵⁹ Das Unternehmen kann so Rekrutierungskosten sparen, die Mitarbeiterfluktuation eindämmen und die Grundlage für zukünftige Erfolge legen.

Last but not least besitzt diese Vergütungsvariante einen bedeutsamen Vorteil, der in der erhöhten Publizität und Transparenz besteht.²⁶⁰ Der variablen Vergütungskomponente unterliegt auch nicht selten die Zustimmung der Aktionäre und sie wird in der Hauptversammlung entschieden.²⁶¹

Dennoch darf nicht vernachlässigt werden, dass das Erreichen des Ziels der Einführung dieser Vergütungskomponente nicht immer möglich ist. Die Bindung des Managerverhaltens an das langfristige Unternehmensinteresse kann aufgrund mehrerer Faktoren scheitern. BECKER (1990) nennt hier insbes..²⁶²

- Der Marktpreis der Aktien hängt von weiteren Einflussfaktoren ab und nicht nur von den operativen Leistungsergebnissen;
- Die operativen Unternehmensergebnisse hängen nicht nur vom Alter einzelner Vorstandsmitglieder, sondern von der Leistung des Gesamtvorstands ab;
- Die Aktienwerte am *Grant Date* sowie am *Exercise date*²⁶³ entscheiden darüber, ob die Entlohnung hoch genug ist und damit leistungsadäquat und umgekehrt;
- Die geringe Unterstützung der unternehmerischen Risikoübernahme von Managern, die i.d.R. risikoavers sind;
- Fehlen von Förderungen an Verhaltensweisen, die zu einem strategischen Management zählen;
- Eine Veränderung der Unternehmenspläne wird nicht verhindert. Obwohl die Veränderung bestehender zielorientierter Anreizsysteme als Gefahr empfunden wird.

²⁵⁹ Vgl. Löwe/Sieber (2000), S. 53.

²⁶⁰ Vgl. Schätzle (2002), S. 143.

²⁶¹ Siehe Gliederungspunkt 3.3.

²⁶² Vgl. Becker (1990), S. 43.

²⁶³ Der „*Grant Date*“ bezeichnet den Tag der Vergabe des Rechts zum Bezug einer Aktie in der Zukunft. „*Exercise date*“ ist dagegen der Tag der Ausübung oder Veräußerung.

Diese Gesichtspunkte entstehen v.a. aufgrund der Vernachlässigung der Leistungsbedingungen der Manager.

Der DCGK hat in seinen Regeln diese Probleme auch miteinbezogen und zahlreiche Einschränkungen bei der Gewährung von Aktien zur Managerentlohnung empfohlen. Demzufolge empfiehlt der Kodex drei unterschiedliche Varianten der Vergütung mit langfristiger Anreizwirkung. Diese werden im Folgenden dargestellt und näher betrachtet.

3.4.3.2. Aktien mit Veräußerungssperre

Für die Vergabe der Aktien liefert der Kodex ein einziges Detail. Dieses betrifft die Gestaltung der Aktien mit einer mehrjährigen Veräußerungssperre, die s.g. „*Vesting Period*“²⁶⁴.

Im Rahmen der Überlassung von Aktien mit Veräußerungssperre bekommen Manager eine bestimmte Anzahl an Aktien zu einem Vorzugspreis als Teil ihrer Entlohnung. Allerdings werden diese Aktien mit einer Sperrfrist versehen und über einen bestimmten Zeitraum in einem Depot gehalten. Manager werden diese Aktien erst nach Ablauf der Sperrfrist übereignet. Anteilseignerrechte stehen ihnen, an Bedingungen geknüpft, aber schon zu Beginn der Laufzeit zu.²⁶⁵

Die Empfehlung der Gestaltung der Aktien mit einer Sperrfrist im Kodex spiegelt die oben geschilderte Logik der variablen Entlohnung mit langfristiger Anreizwirkung wider. Der Manager wird somit zu einem längerfristig am Wohl des Unternehmens interessierter Anleger. Damit dürfte dieser auch das Interesse langfristiger Anleger in den Vordergrund stellen.²⁶⁶ Durch diese Programme nimmt der Aktienbesitz des Managements zu.²⁶⁷ Die Sperrfrist ist dabei ein elementarer Bestandteil der Incentivierung.²⁶⁸

Für weitere Details bzgl. der Aktienvergabe bleibt die Empfehlung des Kodex unpräzise. Es fehlen z.B. Hinweise über die Aktienart, die dem Manager gewährt werden. Bei der Ausgabe von Anteilen einer Aktiengesellschaft stehen zahlreiche

²⁶⁴ Dazu gibt es weitere Bezeichnungen für die Sperrfrist, wie z.B. Wartezeit oder Wartefrist.

²⁶⁵ Vgl. Schätzle (2002), S. 205 f.

²⁶⁶ Vgl. Crone (2004), S. 559 f.; Bassen [Hrsg.] (2000), S. 286.

²⁶⁷ Vgl. Bassen (2000), S. 286.

²⁶⁸ Vgl. Bassen (2000), S. 286.

Aktienarten zur Verfügung.²⁶⁹ Aktien können nach verschiedenen Kriterien in unterschiedlichen Kategorien systematisiert werden.²⁷⁰

- Nach dem Grad ihrer **Übertragbarkeit** unterscheidet man zwischen Inhaberaktien, Namensaktien und vinkulierten Aktien.
- Nach dem Umfang der mit der Aktienurkunde verbundenen **Rechte**, unterscheidet man zwischen Stammaktien und Vorzugsaktien.
- Nach **der Methode der Zerlegung des Grundkapitals** ist zwischen Nennwertaktien und Quotenaktien zu unterscheiden.

Der Kodex hat neben der Aktienart weitere Aspekte der Gestaltung und Vergabe der aktienbasierte Vergütung offen gelassen. So legt er z.B. keine bestimmte Sperrdauer für die Aktien fest.²⁷¹ Es gilt aber „je länger die Veräußerungssperre, desto besser.“²⁷² Jedoch sollte die Möglichkeit des Verkaufs der Aktien im Fall eines dringenden Bedarfs nach Liquidität bestehen bleiben. Aufgrund fehlender Erfahrungswerte bzgl. der Gestalt solcher Aktien, schlagen Experten aus der Branche für die Sperrfrist ein *Best Estimate* zwischen 7 und 10 Jahren vor. Dadurch können zu Beginn die ersten Erkenntnisse gesammelt werden, die Schlussfolgerungen über den Einsatz dieser Sperrdauer liefern.

Ferner ist es im Kodex nicht geregelt, wie hoch der Abschlag auf den Börsenpreis für diese billig erworbenen Aktien sein muss. Es steht nur fest, dass die verschiedenen Vergütungsbestandteile „für sich und insgesamt angemessen“ sein müssen.²⁷³ Hier setzt der Kodex auf die beiden Prinzipien der Angemessenheit und Leistungsbeurteilung auf. Er lässt der Wirtschaft einen Spielraum, die aktienbasierte Vergütung gem. den wirtschaftlichen Gegebenheiten zu gestalten.

In der Regel hängt der Abschlag vom Vorteil ab, der dem Manager eingeräumt wird. Dieser Vorteil sollte sich am besten an den weiteren Gehaltsbestandteilen, dem Fixum und Tantiemen, ausrichten. Die variablen Vergütungskomponenten

²⁶⁹ Vgl. Perridon/Steiner (1997), S. 357.

²⁷⁰ Mehr dazu im Perridon/Steiner (1997), S. 357 – 360.

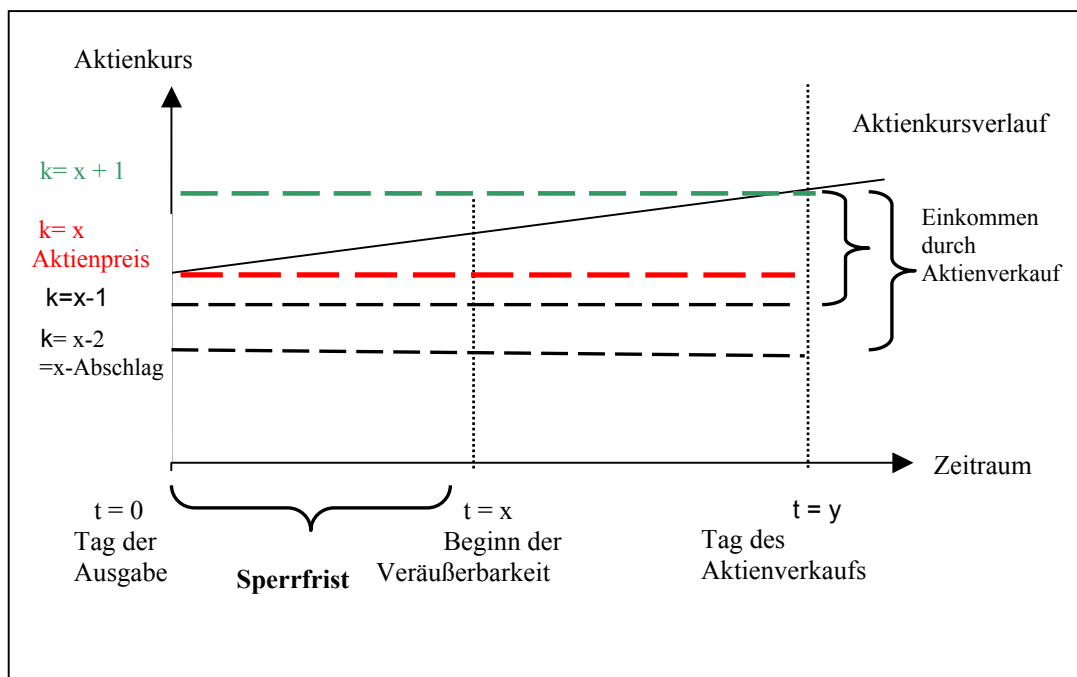
²⁷¹ Rdn. 4.2.3 Abs. 1 Satz 1.

²⁷² Vgl. Peltzer (2004), S. 66.

²⁷³ Rdn.4.2.3. Abs. 1 Satz 3.

sollen dabei signifikant über dem Fixum liegen.²⁷⁴ Die Höhe des Abschlags entscheidet über die Anreizwirkung der Aktien. Im Fall, dass der Abschlag sehr niedrig ist (in der Abb. 5 entspricht der Aktienpreis $k=x-1$), verringert sich der Anreiz für den Manager, eine Aktienwertsteigerung zu bewirken. Der zu erwartende Gewinn aus dem Wertzuwachs ($k= x+1$) scheint so gering, dass er seine Motivationswirkung für den Manager verliert. Bei einem höheren Abschlag (-2) steigt die Gewinnerwartung aus dem Aktienwertzuwachs und damit die Anreizwirkung für den Manager.

Abb. 5: Entgelte durch Aktien mit Veräußerungssperre



Quelle: Eigene Darstellung. in Anlehnung an BECKER (1990).²⁷⁵

Der Abschlag darf auch nicht zu groß sein. Ansonsten besteht die Gefahr, dass die Risikowahrnehmung aufgrund niedrigem finanziellen Beitrags gering bleibt.²⁷⁶

Im Kodex fehlen Hinweise zur Versteuerung dieses finanziellen Vorteils aus dem Abschlag auf den Bezugspreis der Aktien. Eine Problematik stellt hier die Besteuerung in Deutschland da. Die Vergütung über Bezugsrechte ist ein einkommenssteuerpflichtiger Umstand. Da ein Zufluss an Liquidität fehlt, müssten Vorstände hier durchaus hohe Summen für ein unsicheres Einkommen in

²⁷⁴ Vgl. Peltzer (2004), S. 6.

²⁷⁵ Vgl. Becker (1990), S. 37.

²⁷⁶ Vgl. Peltzer (2004), S. 65.

der Zukunft entrichten. Überbrückungsdarlehen vom Unternehmen könnten hier helfen, die Attraktivität solcher Programme zu erhöhen.²⁷⁷

3.4.3.3. Optionsprogramme

Für die Vergabe von Aktienoptionen empfiehlt der Kodex die Gewährung von „*Aktienoptionen oder vergleichbaren Gestaltungen (z.B. Phantom Stocks)*“.²⁷⁸

„Aktienoption“ ist ein Oberbegriff für eine Reihe verschiedener Entlohnungsvarianten mit langfristiger Anreizwirkung, die s.g. „*Future Value Incentives*“.²⁷⁹ In der Praxis gibt es eine Vielzahl von Modellvarianten zur Gestaltung von Optionsplänen.²⁸⁰ Diese werden grundsätzlich nach zwei Kriterien systematisiert, die *rechtliche* und die *wirtschaftliche* Gestaltungsform.²⁸¹

Neben der *rechtlichen* Gestaltungsmöglichkeit unterscheidet man zwischen zwei Kategorien von Optionsplänen:²⁸²

- **Reelle Aktienoptionsprogramme**
- **Virtuelle Aktienoptionsprogramme**

Die Klassifizierung von Optionsprogrammen nach wirtschaftlichen Kriterien ist dagegen komplexer. Es liegt an den zahlreichen verschiedenen Möglichkeiten der Gestaltungsmöglichkeiten. In der Praxis werden diese i.d.R. in drei Kategorien systematisiert:²⁸³

- **Klassische Modelle**
- **Premium Priced Modelle**
- **Virtuelle oder unechte Aktienoptionspläne:** z.B. Wertzuwachsrechte, Phantom Stocks.

²⁷⁷ Vgl. Peltzer (2004), S. 65.

²⁷⁸ Rdn. 4.2.3 Abs. 1 Satz 1, 2 HS.

²⁷⁹ Vgl. Becker (1990), S. 37.

²⁸⁰ Vgl. Schätzle (2002), S. 153; Löwe/Sieber (2000), S. 51 f.; Becker (1990), S. 36 – 48.

²⁸¹ Vgl. Löwe/Sieber (2000), S. 51.

²⁸² Vgl. Löwe/Sieber (2000), S. 51; Winter (2000), S. 187.

²⁸³ Vgl. Schätzle (2002), S. 153.

D.h., dass der Kodex beide Optionsplanformen nach der rechtlichen Gestaltungsform empfiehlt. Gem. der wirtschaftlichen Gestaltungsmöglichkeit nennt er dagegen nur die zwei Oberkategorien von Aktienoptionen, „klassische Modelle“ und „virtuelle Aktienoptionen“. Allerdings wird nur bei der zweiten Kategorie eine beispielhafte Beschreibung - *Phantom Stocks* - präjudiziert.

Das bedeutet, dass der Kodex den Unternehmen die Gestaltungsfreiheit überlässt, gemäß den üblichen Practices, die geeignete Optionsplansvariante umzusetzen.

3.4.3.3.1. Reelle Optionsprogramme

Ein Optionsprogramm i.a., bezeichnet die Vergütungsvariante, bei der die Höhe der (marginalen) Entlohnung vom Kurs oder von der Rendite der Aktie sowie von weiteren Parametern abhängt.²⁸⁴ Der Aktienkurs wird i.d.R. herangezogen.

Optionsprogramme, oder auch Optionspläne genannt, lassen sich folgendermaßen gestalten:

Der Manager bekommt zu einem bestimmten Zeitpunkt (*Grant date*) Bezugsrechte oder *Share Options* (einseitige Ankaufsrechte ohne Kaufverpflichtung aber mit rechtlicher Bindungswirkung), um nach Ablauf einer Wartezeit Unternehmensaktien zu einem vorher definierten Preis (Ausübungspreis)²⁸⁵ zu kaufen.²⁸⁶ Der Gewinn entsteht aus der Differenz zwischen dem Ausübungspreis und dem Aktienkurs zum Zeitpunkt der Veräußerung (*exercise date*) (Siehe Abb. 6.).²⁸⁷ Juristisch gesehen sind Aktienoptionen damit ein Bezugsrecht auf Aktien.

Ein Optionsprogramm zeichnet sich dadurch aus, dass die (marginale) Vergütung null beträgt, solange der Aktienkurs unterhalb eines Mindestwertes liegt.²⁸⁸ Bei der Vergabe von Optionen ist die Festlegung eines realistischen Bezugspreises

²⁸⁴ Vgl. Winter (2000), S. 31.

²⁸⁵ Der **Ausübungspreis**, auch Bezugspreis genannt (*Exercise Price*) bezeichnet den Aktienpreis bei der Ausübung der Option. Vgl. Schätzle (2002), S. 145 ff.

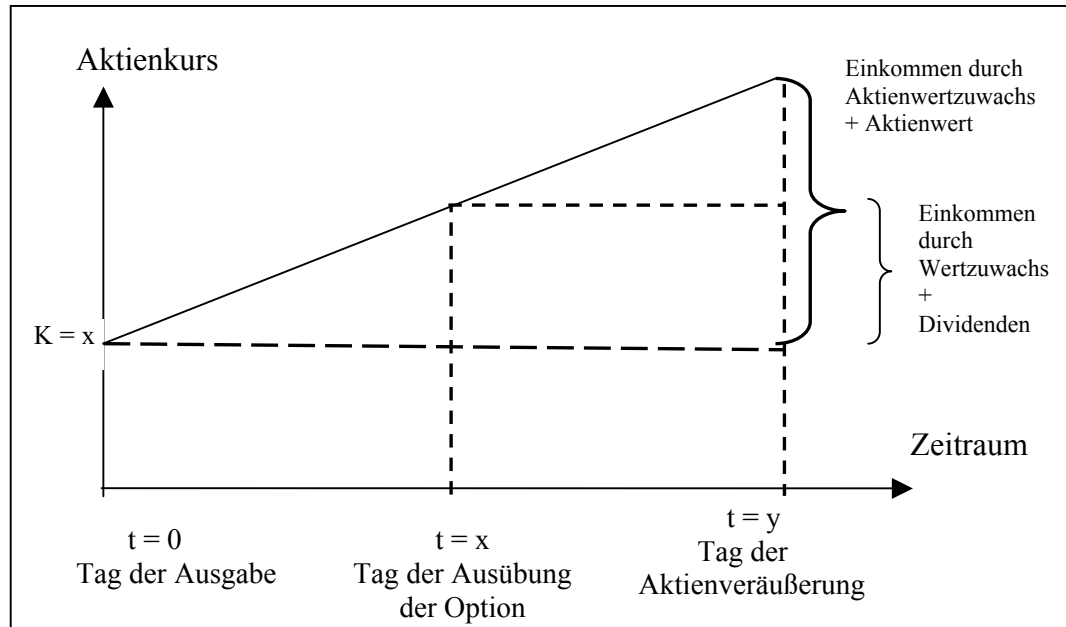
²⁸⁶ Vgl. Hayn/Ostheim/Sulzbach (2000), S. 242; Schätzle (2002), S. 144; Peltzer (2004), S. 66; Becker (1990), S. 38; Achleitner/Wichels (2000), S. 11.

²⁸⁷ Vgl. Schätzle (2002), S. 148.

²⁸⁸ Vgl. Winter (2000), S. 31.

sehr wichtig. Nur somit kann der Manager eine Chance zur Ausübung mit Gewinn haben. Demzufolge wird er motiviert, den Aktienkurs zu steigern.²⁸⁹

Abb. 6: Entgelte durch Optionsprogramme



Quelle: Eigene Darstellung. in Anlehnung an BECKER (1990).²⁹⁰

Optionen als Bestandteil der Managervergütung kommt eine wichtige Bedeutung zu. Das lässt sich v.a. auf die folgenden Annahmen zurückzuführen:

- **Erhöhung der Bindung der Manager** an das Unternehmen, sie werden deswegen als „Goldene Handschellen“ (*Golden Handcuffs*) bezeichnet.²⁹¹
- **Steigerung der Motivation der Manager:** die zu erzielenden hohen Gewinne durch Optionsausübung stellen einen erheblichen Motivationsfaktor für Manager dar. Das bewegt sie dazu, ihr Handeln insbes. auf die Steigerung des Unternehmenswerts zu richten.²⁹²
- **Verringerung der Interessenkonflikte** zwischen Aktionären und Managern: dies ergibt sich als Folge des vorherigen Vorteils. Wenn der

²⁸⁹ Vgl. Peltzer (2004), S. 66 f.

²⁹⁰ Vgl. Becker (1990), S. 42.

²⁹¹ Vgl. Schätzle, S. 168.

²⁹² Vgl. Winter (1998), S. 1128 f.

Manager die Steigerung des Unternehmenswertes anstrebt, handelt er im Sinne des Shareholder Value Managements.²⁹³

- **Erhöhung der Risikobereitschaft der Manager:** Manager sind i.d.R. risikoscheu. Sie sind einem hohen unternehmensspezifischen Risiko ausgesetzt. Bei ineffizienten Arbeitsmärkten sind sie weniger dazu bereit, Entscheidungen zu treffen, die ihr Humankapital in Frage stellen können.²⁹⁴ Sie setzen das Überleben des Unternehmens als oberste Priorität. Sie sind demzufolge weniger bereit Investitionsprojekte einzugehen, obwohl sie eine Steigerung des Unternehmenswertes mit sich bringen können. Durch Optionsprogramme partizipiert man allerdings nur an Steigerungen, nicht an Senkungen des Unternehmenswerts. Dadurch könnte eine gewisse Risikoaversion dennoch vorherrschen.²⁹⁵
- **Verringerung des Zeithorizontproblems:** das Zeithorizontproblem entsteht, wenn Manager und Aktionäre unterschiedliche Präferenzen bzgl. des Zeitpunkts der Verteilung von *Cashflows*²⁹⁶ haben. Wird z.B. ein Manager nur nach Jahresgewinnen entlohnt, verliert er das Interesse an nachfolgenden Gewinnen, außerhalb seines Mitarbeiterzeitraums. So wird er dazu tendieren Investitionen zu verringern, um kurzfristig den Gewinn zu steigern. Dies beeinträchtigt den *Shareholder Value* langfristig.²⁹⁷ Ist der Manager aber auch am Aktienkurs durch Optionen beteiligt, wird er die Steigerung des *Cashflows* bzw. des Aktienkurses anstreben. Dadurch mildert sich das Zeithorizontproblem ab.²⁹⁸

Zahlreiche *Probleme* kann die Einführung von Optionsplänen mit sich bringen.

Manager bekommen üblicherweise keine dividendenbereinigten Optionen. Sie haben also Interesse daran, die Dividenden nicht auszuschütten, sondern die

²⁹³ Verschiedene empirische Studien haben eine Korrelation zwischen dem Wertzuwachs eines Unternehmens und der Vergütung durch Optionen. Mehr dazu in: Hall (1999).

²⁹⁴ Vgl. Pertl/Koch/Santorium (2000), S. 263.

²⁹⁵ Vgl. Crone (2004).

²⁹⁶ Die Definition von **Cash Flow** wurde bereits im Punkt 3.4.2 erläutert.

²⁹⁷ Vgl. Dechow/Sloan (1991).

²⁹⁸ Vgl. Winter (2000), S. 40 f.

Gewinne zu thesaurieren. Eine Dividendenzahlung ist mit einem Wertverlust von Aktien und nicht dividendengeschützten Optionen verbunden.²⁹⁹

Manager können aber dieses Problem durch Aktienrückkäufe lösen. Somit kann das Kapital des Unternehmens verringert werden, ohne dass der Aktienkurs sinkt. Langfristig betrachtet, gefährdet die Unterkapitalisierung aber den Unternehmenswert.³⁰⁰

Bei Optionsbeteiligungen können Manipulationen auftreten, insbes. wenn der Manager das Ausüben der Option für unwahrscheinlich hält. Denn Optionen unterliegen in ihrem Wert einer stärkeren Volatilität³⁰¹ als die vergleichbare Aktie.³⁰² Schwankungen können eintreten, wenn der Aktienkurs unter den vereinbarten Ausübungspreis der Option fällt. Dieses Problem kann aber teilweise dadurch gelöst werden, dass bei Kurseinbrüchen eine Korrektur des spezifizierten Ausübungspreises vorgenommen wird.³⁰³

Ein weiteres Problem kann sich durch das Schüren von positiven Erwartungen an den Kapitalmärkten ergeben. Vorstände können diese kurzfristig manipulieren. Auf diese Weise können Optionen sprunghaft an Wert gewinnen.³⁰⁴ Bei einer erlaubten Veräußerung führt ein derartiges „Strohfeuer“ zu überdurchschnittlicher und auch unerwünschter Vergütung. Manipulationen wirken sich langfristig in niedrigen Aktienbewertungsniveaus aus (Verlust an Glaubwürdigkeit in der Finanzwelt).

Die gleiche Manipulation kann stattfinden, wenn Manager entsprechend den aktuellen Kurs der Aktien entlohnt werden. Das Verhalten der Manager ist nicht immer kausal für die Wertänderungen des Aktienkurses.³⁰⁵ In dieser Hinsicht sind Anteilseigner heute skeptisch.³⁰⁶

²⁹⁹ Vgl. Löwe/Sieber (2000), S. 58 f.

³⁰⁰ Vgl. Schätzle (2002), S. 244.

³⁰¹ Der Begriff „**Volatilität**“ beschreibt die Intensität der Kursschwankung eines Wertpapiers im Zeitablauf. Berechnet wird die Volatilität i.d.R. in Form der Abweichung aus der Kurshistorie. Eine Wertpapieranlage ist umso risikoreicher je höher die Volatilität ist.

³⁰² Vgl. Koller (2003), S. 16.

³⁰³ Vgl. Pertl/Koch/Santorum (2000), S. 266 f.

³⁰⁴ Vgl. Lee (2003), S. 17.

³⁰⁵ Vgl. Löwe/Sieber (2000), S. 54.

³⁰⁶ Vgl. Lee (2003), S. 17.

Aufgrund dieser Probleme, die mit der Vergabe von Optionen verbunden sind, gewinnen andere Entlohnungsformen, insbes. die Vergabe von Aktien mit Veräußerungssperrfristen an Bedeutung.³⁰⁷

Aber aus der Risikoperspektive sind Optionen Aktien mit Veräußerungssperre vorzuziehen. Sie führen zu einem besseren Abgleich der Risikopräferenz. Allerdings müssen die Optionen richtig gestaltet werden. Das bedeutet, dass sie für den Manager die richtigen Anreize schaffen sollen, um sein Handeln im Sinne der Anteilseigner auszurichten.³⁰⁸

Weiterhin sind die Aufwendungen für gesperrte Aktien größer als im Fall von Optionsprogrammen. Um die gleichen finanziellen Ziele für den Manager zu erreichen, müsste bei gleicher Höhe der Gesamtvergütung ein größerer Anteil in gesperrten Aktien als in Optionen ausbezahlt werden.³⁰⁹

3.4.3.3.2. Virtuelle Optionsprogramme

Wie es bereits schon im Punkt 3.4.3.1 dargestellt wurde, empfiehlt der Kodex neben Optionsplänen auch die Vergabe von „vergleichbaren Gestaltungen“.

Der Kodex nennt *Phantom Stocks* als Beispiel. Unternehmen müssen also selber entscheiden welche Variante der virtuellen Optionspläne zur Managervergütung vorzuziehen ist.

In der Praxis sind neben den Phantom Optionen insbes. Wertzuwachsrechte verbreitet.³¹⁰ Im Folgenden werden diese beiden Varianten der Optionspläne näher dargestellt.

³⁰⁷ Neulich hat Microsoft die Vergabe von Optionen als Gehaltskomponente mit langfristiger Anreizwirkung abgeschafft. Stattdessen gewährt das Unternehmen gesperrte Aktien an die Manager. Vgl. O.V. (2003a), S. 24.

³⁰⁸ Die Optionen sollen zahlreiche Bedingungen erfüllen: Sie sollen eine lange Laufzeit haben. Vor ihrem Ende dürfen sie grundsätzlich nicht verkauft werden. Weiterhin soll der Ausübungspreis als Durchschnittspreis einer bestimmten Periode festgelegt und nach einer bestimmten Zeit angepasst werden. Dividendenzahlungen können auch miteinbezogen werden. Je niedriger der Ausübungspreis ist, umso mehr nähert sich das Wertprofil der Option dem einer gesperrten Aktie an. Vgl. Adam-Müller (2002), S. 333 ff. ; Lee (2003), S. 17 f.

³⁰⁹ Vgl. Löwe/Sieber (2000), S. 51 ff.

³¹⁰ Vgl. Löwe/Sieber (2000), S. 51 ff.

a) *Phantom Stocks*

Phantom Stock Optionsprogramme, auch *Phantom Stocks Plans* (PSPs) genannt, als Modellvariante der virtuellen Optionsprogramme sind keine realen Substanzbeteiligungen.³¹¹ Hierbei bekommt der Manager virtuelle Bezugsrechte für fiktive Aktien, s.g. *Equity Units*, zu einem Preis, der i.d.R. über dem Börsenkurs zum Zeitpunkt des Einräumens der Erwerbsrechte, liegt, zugesagt.³¹² Wichtig ist dabei die Berücksichtigung der Kurssteigerung der Unternehmensaktien als Messgröße für eine Sonderzahlung.³¹³

Will der Manager seine Erwerbsrechte ausüben, so wird die Sonderzahlung so berechnet, als ob das Geschäft tatsächlich **ausgeführt worden wäre**.³¹⁴ Demzufolge ist der finanzielle Vorteil gleich wie bei realen Options-Programmen bei Ausübung der Option.³¹⁵ Der Vergütungseffekt entsteht aus der Differenz zwischen dem Bezugspreis der *Equity Unit* bei der Ausgabe und dem Ausübungspreis bei der Einlösung.³¹⁶ Weiterhin bekommt der Manager auch die Dividenden, die während des Zeitraums entstehen, ausbezahlt.³¹⁷ Manager werden so wirtschaftlich Inhabern echter Optionen gleichgestellt.³¹⁸ Die Motivationswirkung dürfte hier annähernd gleich sein.

Der Vorteil von PSPs ist die Vermeidung einer Verwässerung des tatsächlichen Wertes der einzelnen Aktien.³¹⁹ Eine Verwässerung entsteht, wenn ein Unternehmen neue Aktien aus einer Kapitalerhöhung emittiert. Dadurch verringert sich der prozentuale Anteil jedes Aktionärs am Unternehmen und damit auch der rechnerische Wert pro Aktie, sowie an Gewinn und Dividende. Der Teilnehmer kann also Aktien unter dem Börsenkurs erwerben. Der Kurs wird aber verwässert, da die Inhaberrechte an der Gesellschaft durch alte und neue Aktien repräsentiert werden.³²⁰

³¹¹ Vgl. Becker (1990), S. 41.

³¹² Vgl. Schätzle (2002), S. 158; Peltzer (2004), S. 70.

³¹³ Vgl. Becker (1990), S. 41.

³¹⁴ Vgl. Peltzer (2004), S. 70.

³¹⁵ Vgl. Achleitner/Wichels (2000), S. 14.

³¹⁶ Vgl. Schätzle (2002), S. 158; Peltzer (2004), S. 70; Becker (1990), S. 42.

³¹⁷ Vgl. Becker (1990), S. 42.

³¹⁸ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2004), S. 154.

³¹⁹ Vgl. Ringleb [Hrsg.] (2004), S. 154.

³²⁰ Vgl. Weber (2000), S. 43.

Allerdings bringen PSPs wie weitere Entlohnungssysteme einen erheblichen Liquiditätsabfluss für das Unternehmen mit sich.³²¹ Sie sind aber steuerlich abzugsfähig, denn sie zählen zu den Personalaufwendungen.³²² Bei der Vergabe von realen Aktien ist kein Abfluss von Liquidität gegeben.

b) Wertzuwachsrechte

Im Rahmen der Vergabe von Wertzuwachsrechten (oder auch Wertsteigerungsrechte) genannt, im Englischen *Stock Appreciation Rights* (SARs), bekommt der Manager das Recht, an der zukünftigen Wertsteigerung einer bestimmten Anzahl an Unternehmensaktien ab einem bestimmten Zeitpunkt teilzunehmen.³²³ Wie bei allen unechten Aktienoptionen bekommt der Manager bei SARs auch eine *Equity Unit*. Sein Gewinn ergibt sich aus der Differenz zwischen dem Bezugspreis der *Equity Unit* sowie bei der Ausgabe und dem Ausübungspreis bei der Ausübung. Manager bleiben also dadurch an die positive Entwicklung des Aktienkurses zumindest bis zum Zeitpunkt der Ausübung der Erwerbsrechte interessiert.³²⁴

Die Besonderheit der SARs im Vergleich zu den echten Aktienoptionen besteht darin, dass bei der Optionsausübung eine finanzielle Kompensation erfolgt.³²⁵ Das bedeutet, es werden *keine* Gesellschaftsanteile übertragen.³²⁶

Der Hauptunterschied zu den *Phantom Stocks* liegt dagegen darin, dass SARs Dividenden und *Stock Splits*³²⁷ nicht berücksichtigen. Der Manager zieht Vorteil allein aus der Kurssteigerung. Weiterhin werden SARs im Gegensatz zu *Phantom Stocks* nicht zu einem festgelegten Zeitpunkt ausbezahlt. Sie unterliegen einer großen zeitlichen Flexibilität. Sie können sogar ab dem Erreichen einer Mindesthaltfrist jederzeit ausgeübt werden.³²⁸

³²¹ Vgl. Becker (1990), S. 42; Schätzle (2002), S. 162.

³²² Vgl. Schätzle (2002), S. 162.

³²³ Vgl. Becker (1990), S. 41.

³²⁴ Vgl. Becker (1990), S. 42.

³²⁵ Vgl. Schätzle (2002), S. 147, 158.

³²⁶ Vgl. Hayn/Ostheim/Sulzbach (2000), S. 243.

³²⁷ **Stock Split** oder Aktiensplit bezeichnet das Aufteilen von Aktien in neue Aktien mit kleinerem Nennwert. Ein möglicher Gewinn ist danach verwässert.

³²⁸ Vgl. Schätzle (2002), S. 158.

Wie bei *Phantom Stocks* bringen Wertsteigerungszuwächse den Nachteil des Liquiditätsabflusses insbes. bei hohen Kurssteigerungen mit sich. Entgelte wurden aber bis zu diesem Zeitpunkt nicht verdient.³²⁹

3.5. Abschließende Bemerkungen

Die Empfehlungen des Kodex zur Managervergütung liefern im Grunde nur ein Schema über die Struktur der Managergehälter. Jedoch bleiben zahlreiche Details zur Gestaltung der Vorstandsvergütung offen. Einige davon wurden schon im Rahmen der Arbeit genannt.

Es gibt eine Reihe von Punkten, welche in den Regelungen überhaupt keine Berücksichtigung fanden. Zu diesen zählen:

- Einfluss von Sachleistungen in die Gesamtkompensation;
- Bewertungsmaßstäbe bzgl. der einzelnen Elemente der Vergütungsstruktur;³³⁰
- Fehlende Empfehlungen zum *Best-practice* der Ausgestaltung von Vergütungsprogrammen (z.B. Festlegung von Bezugspreisen relativ zum aktuellen Aktienkurs; Gestaltung von *Vesting Dates* usw.);
- Intransparenz von Abfindungsregelungen bei vorzeitiger Vertragsauflösung;³³¹
- Spezifische Vergütung von Vorständen in Beteiligungs- und Tochterunternehmen;³³²
- Publizität von geschlossenen Pensionsplansystemen (es ist z.B. fraglich, ob die Offenlegung in den jeweiligen Jahresabschlussanhängen ausreichend ist).

Corporate Governance-Regeln, ob nun als Kann-Vorschrift oder als Muss-Vorschrift durch eine gesetzliche Regelung, befinden sich in Europa und in

³²⁹ Vgl. Becker (1990), S. 41.

³³⁰ Vgl. Fockenbrock (2005), S. 2.

³³¹ Vgl. Crone S. 560.

³³² O.V. (2005a).

Deutschland in einem Übergangsstadium. Die Anfänge sind gemacht. So wurden Erfahrungen aus den USA aufgenommen, diskutiert und länderspezifisch angepasst. Im Folgenden muss es nun um eine weitere Verbesserung der Bedingungen für Investoren gehen.

4. Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex zur Vorstandsvergütung

Dieses Kapitel widmet sich in erster Linie der Analyse bzgl. der Implementierung von Kodexnormen zur Managervergütung in der Praxis. Als erstes wird dazu ein Überblick über die allgemeine Umsetzung des gesamten Kodex gegeben.

4.1. Empirische Untersuchung: Kodex-Report 2005

Seit der Einführung des Kodex stellt sich die Frage nach seiner Umsetzung und Akzeptanz in der Wirtschaft. Zahlreiche private sowie öffentliche Institutionen versuchen durch Studien und empirischen Erhebungen Antworten auf diese Frage zu finden. Darunter das Berlin Center of Corporate Governance (BCCG) unter der Leitung von Prof. Dr. Axel von Werder.³³³

Das BCCG führt seit 2003 im Auftrag der Kodex-Kommission eine jährliche Erhebung durch. Das Ziel ist die Untersuchung der Akzeptanz der Kodexnormen in der Wirtschaftspraxis. Aufgrund der Anwendung ähnlicher Untersuchungsmethodiken dienen die Untersuchungsergebnisse, auch als „Kodex Report“ bezeichnet, insbes. der Ableitung von möglichen Trends und Entwicklungen.

Die letzte Erhebung wurde im März 2005 abgeschlossen. Anschließend wurden ihre Ergebnisse von WERDER und TALAULICAR als „Kodex Report 2005“ veröffentlicht.³³⁴

Im Folgenden werden die Ergebnisse der letzten Erhebung dargestellt und analysiert. Dabei werden zuerst die allgemeinen Befunde zur Anwendung des Kodex als Ganzes erläutert, anschließend erfolgen die Befunde zum spezifischen Thema Managervergütung.

³³³ Das BCCG wurde am 8. Juli 2002 am Lehrstuhl Organisation und Unternehmensführung der Technischen Universität Berlin unter der Leitung von Prof. Dr. Axel von Werder (Mitglied der Kodex-Kommission) und mit Unterstützung namhafter deutscher Unternehmen gegründet. Die Hauptaufgabe des Centers besteht darin, die Durchführung empirischer Untersuchungen zur Praxis der Corporate Governance deutscher Unternehmen durchzuführen und fundierte Ergebnisse zu vermitteln. Mehr dazu unter: www.bccg-tu-berlin.de.

³³⁴ Siehe Werder/Talaulicar (2005b).

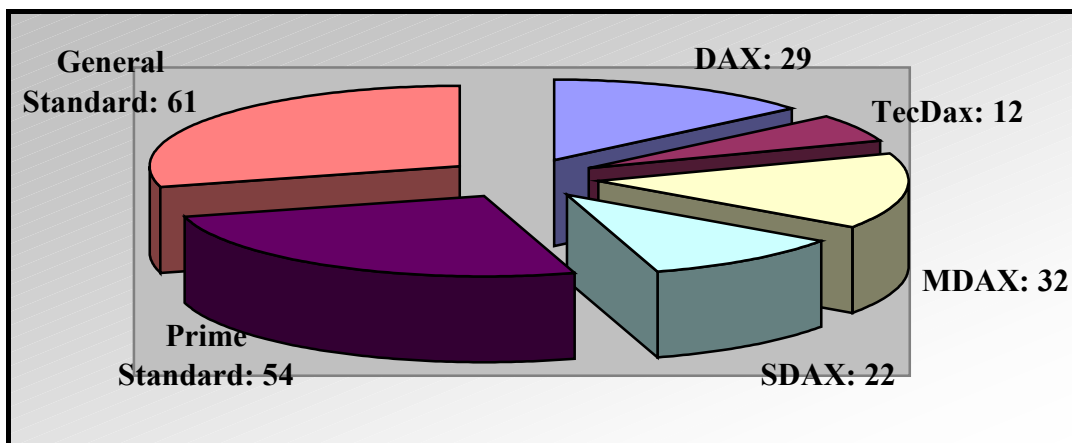
4.1.1. Generelle Befunde

An der Untersuchung des BCGC 2005 nahmen insgesamt 715 an der Frankfurter Börse notierte Gesellschaften teil.³³⁵ Damit sollte sichergestellt werden, dass die Stichprobe durch die Heterogenität und den Umfang der Unternehmen repräsentativ ist. Diese Unternehmen wurden aufgefordert, jeweils einen Fragebogen auf der Basis der einzelnen Empfehlungen sowie Anregungen des Kodex auszufüllen.

Die Befragten sollten angeben, inwieweit sie den einzelnen Kodexregelungen bereits entsprechen, dies noch innerhalb des laufenden Jahres beabsichtigen oder aber die Bestimmung in der Zukunft weiter ablehnen.

Insgesamt flossen in die Untersuchung 210 auswertbare Fragebögen, die sich auf unterschiedliche Börsensegmente verteilen (Siehe Abb. 7).

Abb. 7: Stichprobengröße und- struktur der BCGC-Studie 2005



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Werder/Talaulicar (2005).³³⁶

Aus dieser Untersuchung des Kodex von 2005 lassen sich in erster Linie **drei allgemeine Trends** ableiten.³³⁷

³³⁵ Hier ist zu erwähnen, dass nur 29 der 30 DAX-Unternehmen an der Befragung teilgenommen haben. PORSCHE-AG wird aufgrund ihrer Verweigerung der Quartalberichte zu veröffentlichen nicht berücksichtigt. Für den folgenden Gang ist unter den DAX-Unternehmen nur die 29 berücksichtigen zu verstehen.

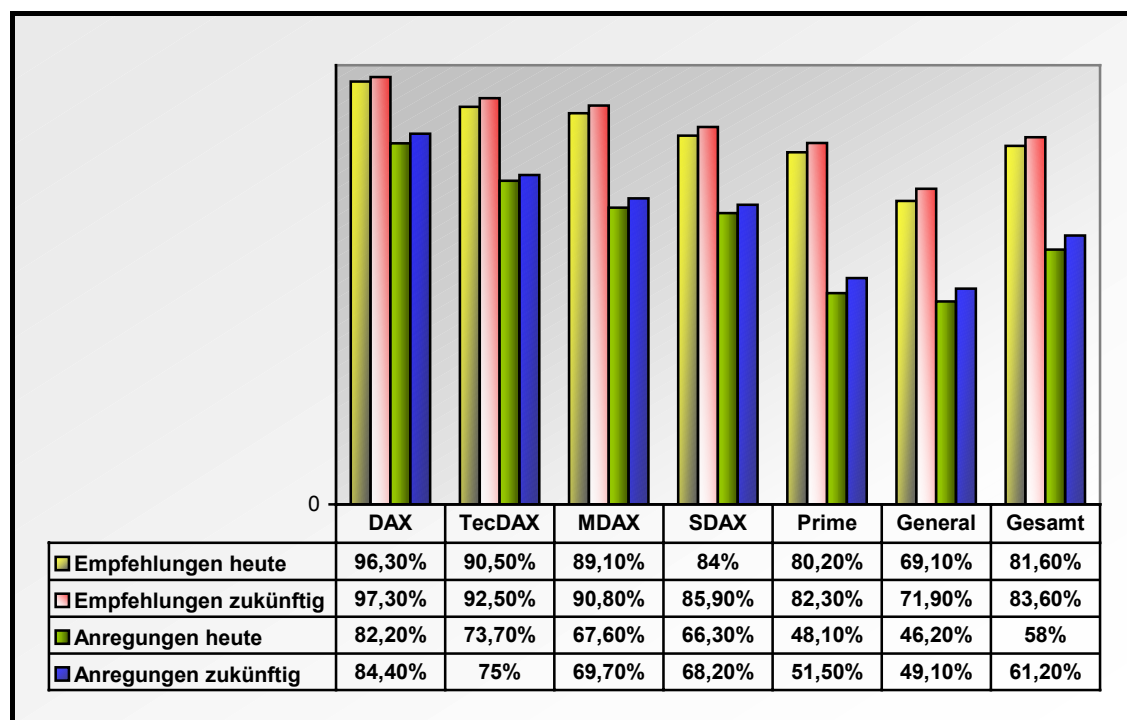
Die weiteren Unternehmen gehören den verschiedenen Börsensegmenten an (TecDAX, MDAX, SDAX, Prime Standard sowie General Standard).

³³⁶ Werder/Talaulicar (2005b).

³³⁷ Vgl. Werder (2005), S. 2.

Erstens sind die Ergebnisse aus der Praxis der Anwendung *insgesamt* sehr positiv (Siehe Abb. 8). So haben die befragten Unternehmen angegeben, dass sie im Mittel 58,7 der 72 Empfehlungen verfolgen und dass sie in der Zukunft 60,2 anwenden werden. Speziell unter den DAX-Unternehmen in der Stichprobe wurden durchschnittlich 69,3 Empfehlungen heute befolgt. Diese Zahl entspricht einer Anwendungsquote von 96,3%. Diese Quote könnte in Zukunft auf 97,3% steigen. Da es zu erwarten ist, dass 70 Empfehlungen bis Ende 2005 befolgt werden. Das stellt eine Erhöhung der Akzeptanz des Kodex im Vergleich zum letzten Jahr. Die Anwendungsquote lag bei 94,7% Anfang 2004.

Abb. 8: Akzeptanzquote der Kodexbestimmungen nach Börsensegmenten



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Werder/Talaulicar (2005)³³⁸

Bei den Anregungen des Kodex ist die Akzeptanz niedriger. Sie bleibt aber signifikant hoch, sie liegt allerdings unter derjenigen der Empfehlungen. So werden unter den DAX-Unternehmen bis Ende 2005 16 der 19 Anregungen befolgt. Das bedeutet eine Anwendungsquote von 84,4%.

Zweitens zeigen die Untersuchungsergebnisse eine positive Korrelation zwischen der Befolgsquote und der Unternehmensgröße bzw. dem Börsensegment.³³⁹

³³⁸ Werder/Talaulicar (2005b).

Wie es im in der Abb. 8 verdeutlicht wurde, ist die Abweichung unter den DAX-Unternehmen am niedrigsten und bei den Gesellschaften im General Standards am höchsten. Jedoch lässt eine Abweichung der Unternehmen von den einzelnen Kodexempfehlungen nicht zwangsläufig auf eine schlechte Unternehmensleitung- und Kontrolle schließen. Sie kann aufgrund der Gegebenheiten des Unternehmens oder der Branche in dieser Form ausgeprägt sein.³⁴⁰

Der *dritte* zu erkennende Trend in der BCCG-Untersuchung besteht in der Rolle des Kodex in den Veränderungen der „Gepflogenheiten“ der Unternehmen bzgl. Corporate Governance in Deutschland.³⁴¹ Die meisten Gesellschaften haben ihr Vorhaben zu einer zunehmenden Anwendung weiterer Empfehlungen und Anregungen des Kodex in der Zukunft geäußert (Siehe Abb. 8). Auch bei Empfehlungen, die meistens umstritten sind, wie die individualisierte Offenlegung der Managergehälter, zeigen die Kapitalgesellschaften mehr Bereitschaft zur ihrer Anwendung.³⁴² Das bedeutet, dass der Kodex zur Erhöhung der Akzeptanz von „guten“ Corporate Governance Practices beiträgt.³⁴³

Ferner hat die Untersuchung von BCCG 2005 weitere Ergebnisse geliefert. Von besonderem Interesse sind diejenigen der DAX-Unternehmen, da diese oft eine Vorreiterrolle für weitere börsennotierte Gesellschaften einnehmen.³⁴⁴ Das Hauptaugenmerk in den Diskussionen zur Corporate Governance wird daher insbes. auf sie gelegt.

Was die *Akzeptanz des Gesamtkodex* angeht, so zeigte es sich, dass kein DAX-Unternehmen den Kodex ganz ablehnt. Sechs unter ihnen folgen dem Kodex sogar zur Gänze. Dies sind vier mehr als Anfang 2004. Ende 2005 wird die Zahl sogar vss. auf elf steigen.

³³⁹ Zum gleichen Ergebnis ist eine Corporate Governance-Studie der Unternehmensberatung „Ergo-Kommunikation“ 2004. Vgl. Ergo (2004), S. 4.

³⁴⁰ Vgl. Werder (2005), S. 4.

³⁴¹ Vgl. Werder (2005), S. 5.

Dieser Trend war auch in der BCCG-Untersuchung von 2003 deutlich zu erkennen. Vgl. Werder/Talaulicar/Kolat (2003), S. 1857- 1863.

³⁴² Erläuterungen dazu erfolgen im nächsten Gliederungspunkt.

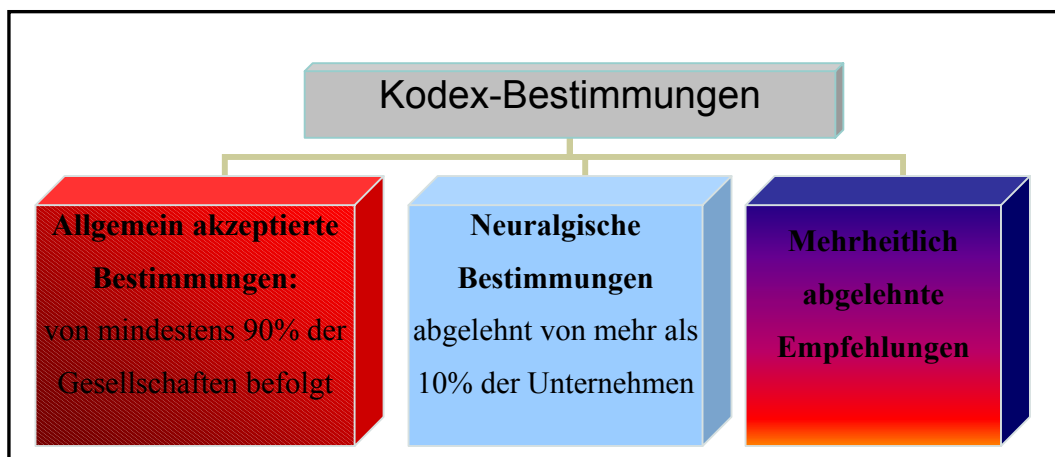
³⁴³ Vgl. Werder (2005), S. 8.

³⁴⁴ Dies betonte auch der Bundespräsident Horst Köhler in einem Interview im „BILD AM SONNTAG“ zum Thema Managervergütung in Deutschland. Vgl. Merz (2004), S. 30.

Die Ergebnisse der Untersuchung zeigten ebenfalls positive Ergebnisse. Bestimmte Standards stoßen jedoch immer noch auf große Ablehnung.

Um beurteilen zu können, in wie weit die verschiedenen Empfehlungen bzw. Anregungen des Kodex akzeptiert sind, wurden diese in drei Kategorien eingeteilt.³⁴⁵ Diese werden anhand der folgenden Grafik verdeutlicht.

Abb. 9: Kategorisierung der Kodexempfehlungen nach Akzeptanzniveau



Quelle: Eigene Darstellung.

Die Studie zeigte, dass die Zahl der neuralgischen *Empfehlungen* im Vergleich zu 2004 gesunken ist. Sie liegt heute unter allen Unternehmen bei 39. Bis Ende 2005 werden nur noch 33 der 72 Empfehlungen als neuralgisch gelten. Unter den DAX-Unternehmen hat sich die Zahl der Bestimmungen, die von weniger als 90% der Unternehmen befolgt wird, im Vergleich zu 2004 mehr als halbiert.³⁴⁶ Sie ist von 13 auf sechs gesunken. Bis Ende 2005 wird sie vss. auf fünf fallen.

Die *Kodexanregungen* stoßen dagegen auf weniger Akzeptanz als die Empfehlungen. Während 2004 17 der insgesamt 19 Anregungen von weniger als 90% der Unternehmen befolgt wurden,³⁴⁷ liegt diese Zahl heute bei 18. Unter den DAX-Unternehmen gelten zehn der 19 Anregungen als neuralgisch. Im Laufe des Jahres 2005 werden zwei DAX-Unternehmen *alle* Anregungen anwenden.

Zusammenfassend lässt sich also feststellen, dass der Kodex zunehmend an Zustimmung gewinnt. Von den 91 Kodexregelungen sind nur sieben insgesamt

³⁴⁵ Vgl. Werder (2005), S. 5.

³⁴⁶ Vgl. Werder/Talaulicar/Kolat (2004), S. 1379.

³⁴⁷ Vgl. Werder/Talaulicar/Kolat (2004), S. 1381.

(drei Empfehlungen und vier Anregungen) die von der Mehrheit der befragten Unternehmen nicht akzeptiert werden. Jedoch liefern die Ergebnisse dieser Untersuchung nur wenige Rückschlüsse darüber, wie die Kodexbestimmungen in der Praxis konkret umgesetzt werden.

4.1.2. Befunde zur Managervergütung

Insgesamt zeigt sich eine zunehmende Akzeptanz der Kodexnormen zur Managervergütung. Im gesamten Kodexabschnitt zur Ausgestaltung und Offenlegung der Vorstandsvergütung gibt es bereits nur noch drei neuralgische Empfehlungen und eine, die mehrheitlich abgelehnt wird. Die Anregungen werden alle von mehr als 90% mit Ausnahme von drei Akteuren akzeptiert. Die folgende Tabelle liefert einen Überblick über diesen problematischen Kodexnormen mit einer Zuordnung nach ihrem jeweiligen Akzeptanzniveau.

Tab. 5: Problematische Kodexbestimmungen zur Managervergütung

Regelungsart	Kodexnorm	Beschreibung	Neuralgisch	Mehrheitlich abgelehnt
Empfehlungen	Rdn. 4.2.3 Abs.2 Satz 2	Gestaltung von Aktienoptionen und vergleichbare Gestaltungen auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter	X	
	Rdn. 4.2.4 Satz 1	Offenlegung der Vorstandsbezüge aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung	X	
	Rdn. 4.2.3 Abs. 1Satz 3, 1HS	Ausschließen einer nachträglichen Änderung der Erfolgsziele oder Vergleichsparameter	X	
	Rdn. 4.2.4 Satz 2	Individualisierte Offenlegung der Managergehälter		X
Anregungen	Rdn. 4.2.3 Abs.1 Satz 2, 1 HS	einmalige und jährlich wiederkehrend variable Komponente		X
	Rdn. 4.2.3 Abs.1 Satz 2, 3 HS	Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung		X
	Rdn. 4.2.3 Abs.1 Satz 2, 4 HS	Gehaltskomponente mit Risikocharakter		X

Quelle: Eigene Darstellung.

Im Folgenden werden die verschiedenen Ergebnisse sowohl zu den Empfehlungen als auch zu den Anregungen näher dargestellt und analysiert.

4.1.2.1. Befunde zu den Empfehlungen

Die erste neuralgische Empfehlung (Rdn. 4.2.3 Abs. 2 Satz 2) betrifft die Gestaltung von Aktienoptionen und vergleichbare Gestaltungen auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter. Diese Norm wird im Durchschnitt von 76,7% der befragten Unternehmen befolgt. Diese niedrige Akzeptanzquote ergibt insbes. aufgrund des Einflusses kleiner Börsensegmenten wie dem Prime oder dem General Standard. Ihre Anwendungsquote liegt im Durchschnitt bei nur 74,2% bzw. 60%. Während alle DAX-Unternehmen diese Empfehlung befolgen. Hiermit lässt sich auch der oben erläuterte Trend der Zunahme der Akzeptanz mit der Zunahme der Unternehmensgröße erkennen.

In Anbetracht des großen Einflusses der Vergleichsparameter auf die optionsbasierte Vergütung, ist die Abweichung der Unternehmen von dieser Empfehlung bedenklich. Wenn nicht ausreichend anspruchsvolle relevante Vergleichsparameter bezogen werden, können die beiden Prinzipien Angemessenheit und Leistungsorientierung verletzt werden. Das bringt Nachteile sowohl für die Eigentümer als auch für die Gesamtwirtschaft. In der Zukunft ist aber eine Zunahme der Akzeptanz dieser Norm zu erwarten. Bis Ende 2005 soll die Anwenderquote auf 80,2% steigen.

Weiterhin gilt die Empfehlung, die Vorstandsbezüge aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung offen zu legen (Rdn. 4.2.4 Satz 1) auch als neuralgisch.³⁴⁸ Das lässt sich insbes. durch die Abweichung der relativ kleinen Unternehmen des SDAX, des Prime sowie General Standards von dieser Norm zurückführen. Diese Unternehmen begründen ihre Ablehnung mit der geringen Zahl ihrer Vorstandsmitglieder. Sie liegt im Durchschnitt bei 2,8 während die durchschnittliche Vorstandsgröße in der Stichprobe bei 3,7 beträgt. Diese geringe

³⁴⁸ Vgl. Werder/Talaulicar (2005b), S. 843.

Anzahl lässt damit Rückschlüsse auf Einzelvergütungen zu.³⁴⁹ Demzufolge betrachten sie eine Aufschlüsselung der Gesamtbezüge als nicht notwendig.

Die letzte Empfehlung, die von rund 90% der befragten Unternehmen angewendet wird, betrifft den Ausschluss einer nachträglichen Änderung der Erfolgsziele (Rdn. 4.2.3 Abs. 1 Satz 3, 1 HS). Klammert man die Gesellschaften, die keine Aktienoptionen an Managern vergeben aus, verliert diese Norm dagegen ihren neuralgischen Status.³⁵⁰ Eine Abweichung von dieser Empfehlung birgt Manipulationsversuche, um die erfolgsbezogene Vergütungsvariable zu beeinflussen. Da die Leistungswahrnehmung nach außen manipulierbar ist, verliert die erfolgsbasierte Komponente ihren Anreizcharakter für den Manager. Diese besteht darin, seine Leistung auf den Unternehmenszuwachs auszurichten. Die Folge ist eine mögliche Vernachlässigung des *Shareholder Value*.

Die Empfehlung, die von der Mehrheit der Unternehmen abgelehnt wird, betrifft die individualisierte Offenlegung der Managergehälter.³⁵¹ Diese Kodexnorm wird von 76,2% der befragten Unternehmen nicht akzeptiert. Im DAX-Segment wird sie dagegen nur noch von 30% der Unternehmen nicht angewendet. Von den 30 DAX-Gesellschaften haben bereits 21 angekündigt, die Bezüge ihrer Vorstände Ende 2005 individualisiert zu veröffentlichen.³⁵² Dazu kommen drei Unternehmen, die sich nur teilweise an die Empfehlung halten und sich auf eine individualisierte Offenlegung des Vorstandsvorsitzenden beschränken.

Diese Empfehlung bleibt heute die einzige, die von der Mehrheit aller Unternehmen abgelehnt wird. Mit der Verabschiedung des neuen Vorstandsvergütung- und Offenlegungsgesetz (VorstOG) werden Kapitalgesellschaften allerdings gezwungen sein, ihre Managergehälter individualisiert und transparent anzugeben.³⁵³

³⁴⁹ Vgl. Werder/Talaulicar (2005b), S. 843.

³⁵⁰ Vgl. Werder/Talaulicar (2005b), S. 843.

³⁵¹ Rdn. 4.2.4 Satz 2.

³⁵² Vgl. Werder (2005), S. 6.

³⁵³ Mehr zum VorstOG im Gliederungspunkt 5.1.2.1.

4.1.2.2. Befunde zu den Anregungen

Die drei neuralgischen Anregungen sind in der Randnummer 4.2.3 des Kodex zu finden.

Die erste Anregung betrifft die Gestaltungsstruktur der variablen Gehaltskomponente, die einmalig sowie jährlich wiederkehrend sein soll.³⁵⁴ Diese wird von 13,6% aller Unternehmen im Durchschnitt abgelehnt. Unter den DAX-Unternehmen haben 10,3% angegeben, dass sie diese Anregung nicht befolgen.

Bei der zweiten, wenig akzeptierten Anregung geht es um die Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung.³⁵⁵ Sie wird im Durchschnitt von 32% aller befragten Unternehmen abgelehnt. Dagegen verzichten nur 3,4% der DAX-Unternehmen auf ihre Anwendung.

Die Anregung des Kodex zur Einführung einer Gehaltskomponente mit Risikocharakter³⁵⁶ stößt dagegen auf die höchste Ablehnung.³⁵⁷ Sie wird im Mittel von 33,2% der Unternehmen verweigert. Unter den DAX-Unternehmen liegt diese Zahl bei 3,4%. Auch in der Zukunft wird die Akzeptanz dieser Norm nur geringfügig steigen: im Durchschnitt um 1,03%. Bei den DAX-Unternehmen wird sich die Akzeptanzquote vss. aber nicht ändern.³⁵⁸

Zur Akzeptanz lassen sich folgende Erkenntnisse zusammenfassen:

Mit Ausnahme des Detaillierungsgrads sowie der Individualisierung in der Offenlegung und der Einbeziehung der Risikokomponente in die Vergütungspolitik sind die meisten Kodexnormen zur Managervergütung bei börsennotierten Unternehmen bereits verankert. Vermutlich wird diese Tendenz mit dem neuen Gesetz zur Vorstandsvergütung und- offenlegung weiter anhalten.

³⁵⁴ Rdn. 4.2.3 Abs. 1 Satz 2, 1 HS.

³⁵⁵ Rdn. 4.2.3 Abs. 1 Satz 2, 3 HS.

³⁵⁶ Rdn. 4.2.3 Abs. 1 Satz 2, 4 HS.

³⁵⁷ Werder/Talaulicar (2005b), S. 845.

³⁵⁸ Vgl. Werder/Talaulicar (2005a), S. 8.

4.2. Praxisbeispiele zur Vorstandsvergütung

Dieser Abschnitt soll einen Überblick über die konkrete Umsetzung der Kodexnormen zur Managervergütung geben. Im Blickpunkt sind insbes. DAX-Unternehmen.

Die Art der Offenlegung der Managergehälter unter den DAX-Unternehmen könnte in drei Kategorien aufgeteilt werden.³⁵⁹

- **Transparent:** hierbei legen die Unternehmen ihre Vorstandsgehälter individualisiert und transparent mit ausführlichen Informationen zu den verschiedenen Gehaltskomponenten.
- **Bedeckt:** hierbei werden die Bezüge der Vorstandsmitglieder veröffentlicht aber nicht en détail.
- **Verschlossen:** das bedeutet die Vorstandsgehälter werden nicht individualisiert ausgewiesen.

Gemäß dieser Klassifizierung wird jeweils entsprechend der Reihenfolge (Transparent, bedeckt, verschlossen) ein Beispiel dargestellt.

Zu der ersten Gruppe mit einer *transparenten Offenlegung* gehört **ALTANA**, der deutsche Pharma- und Chemiekonzern. ALTANA AG ist seit dem 8. September 1977 an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Weiterhin ist die ALTANA-Aktie seit dem 23. September 2002 im DAX-30-Index notiert.

Seit seiner Veröffentlichung 2002, wird der Kodex von der ALTANA AG angewendet. Der Konzern veröffentlicht jährlich die Verpflichtungserklärung, sowie dem Jahresbericht per Webseite. Für das Jahr 2004 haben Vorstand und Aufsichtsrat bereits am 17. November eine uneingeschränkte Entsprechungserklärung abgegeben. Sie haben auf der Webseite des Unternehmens und im Geschäftsbericht bekannt gemacht, dass sie sich an die *Gesamtempfehlungen* der Kodexfassung vom 21. Mai 2003 halten werden (Siehe Abb. 10). Das stellt eine Verbesserung im Vergleich zum letzten Jahr dar. ALTANA hatte 2004 in ihrer

³⁵⁹ Vgl. Hennes (2004), S. 11.

Erklärung angekündigt, dass es von der Anregung Rdn. 2.3.4 zur Verfolgung der Hauptversammlung im Internet abweichen wird.³⁶⁰

Abb. 10: Entsprechungserklärung von ALTANA 2004

The screenshot shows the ALTANA website interface. At the top, there is a navigation bar with the ALTANA logo and links for 'ALTANA Konzern', 'ALTANA Pharma', and 'ALTANA Chemie'. Below this is a secondary navigation bar with links for 'Konzern', 'Medien', 'Investor Relations', 'F&E/Produkte', 'Karriere', 'Corporate Citizenship', and 'Termine'. The 'Investor Relations' menu is circled in red, and the 'Corporate Governance' sub-menu is also highlighted. The main content area features a section titled 'Erklärung von Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 161 AktG zum Corporate Governance Kodex'. To the left of this section, there is a sidebar with 'aktueller Aktienkurs' (17.05.2005 17:35) showing IR 48,91 (DAX) and 61,70 (NYSE), and 'aktueller Finanztermin: Mai 2005: Hauptversammlung'. The main text of the declaration states that ALTANA AG has complied with the recommendations of the German Corporate Governance Kodex (effective from May 21, 2003) and will continue to do so. It is dated Bad Homburg v. d. Höhe, den 17. November 2004, and signed by the Board of Directors and the Supervisory Board.

Quelle: ALTANA (2005).³⁶¹

Bezüglich der Offenlegung der Managergehälter, gibt ALTANA die *Gesamtvergütung* des Vorstands aber auch die Gehälter der *einzelnen Vorstandsmitgliedern* unter Namensnennung, *verschlüsselt nach Fixum sowie variablem Anteil* (Siehe Abb. 11). Somit erfüllt das Unternehmen die Kodexempfehlungen Rdn. 4.2.4. Der individualisierte Ausweis unter Namensnennung der einzelnen Vorstandsmitglieder erfolgt durch eine vereinfachte tabellarische Darstellung direkt auf ihrer Homepage (Siehe Abb. 11), aber auch im Geschäftsbericht. Somit kommt der Konzern die Kodexempfehlung Rdn. 4.2.3. Abs. 3 Satz 1 entgegen.

³⁶⁰ Die vorherige Entsprechungserklärung vom 19.11.2003 bis 16.11.2004 ist auf der Webseite von ALTANA zu finden.

³⁶¹ Siehe die Webseite von ALTANA, abrufbar unter: www.altana.de.

Abb. 11: Vergütung des Vorstands bei ALTANA

VERGÜTUNG des Vorstands			
in Tsd. EUR	Feste Vergütung	Variable Vergütung	Gesamtvergütung
Dr. Nikolaus Schweickart (Vorsitzender)	500	1.356	1.856
Dr. Hermann Küllmer	341	649	990
Dr. Hans-Joachim Lohrlich	375	781	1.156
Dr. Matthias L. Wolfgruber	306	491	797
Gesamt	1.522	3.277	4.799

Quelle: ALTANA (2005).³⁶²

Weiterhin liefert ALTANA im Geschäftsbericht ausführliche Informationen zu der konkreten Ausgestaltung der variablen Gehaltskomponente insgesamt. Sie gibt an, dass die angewendete Bemessungsgrundlage für die *klassische variable* Vergütungskomponente der EBITA und der ROCE ist.³⁶³

Bzgl. der Entlohnung durch Kapitalbeteiligungen informiert ALTANA in ihrem Bericht, dass 2004 insgesamt 130.000 Optionsrechte den Managern gewährt worden sind. Eine genaue Darstellung der Aufteilung dieser Optionsrechte auf die einzelnen Vorstandsmitglieder ist auch enthalten. Entsprechend dem Kodex wurde auch der Wert der Optionen vermittelt.³⁶⁴ Weitere ausführlichen Details zu den Aktienoptionsplänen sind im Geschäftsbericht unter dem Gliederungspunkt „Mitarbeiterbeteiligungen“ zu finden.³⁶⁵

Mit diesen Informationen kommt ALTANA der Empfehlung des Kodex zur Erläuterung der konkreten Ausgestaltung der Optionen entgegen.³⁶⁶

Im Geschäftsbericht wurde zusätzlich gesichert, dass der Personalausschuss die Festelegung einer *Obergrenze für die Optionsgewinne* im Fall einer übermäßigen Steigerung der Unternehmensaktie vornehmen wird. Das entspricht der

³⁶² Siehe die Webseite von ALTANA, abrufbar unter: www.altana.de.

³⁶³ ALTANA AG hat auch angekündigt, dass seit 2004 keine planmäßigen Abschreibungswerte anfallen werden. In diesem Fall entspricht das EBITA dem operativen Ergebnis EBIT.

³⁶⁴ Rdn. 4.2.3 Abs. 3 Satz 2.

³⁶⁵ Mehr dazu in: ALTANA (2004), S. 109 – 112.

³⁶⁶ Rdn. 4.2.3 Abs. 3. Satz 1.

Kodexempfehlung Rdn. 4.2.3 (Abs. 2 Satz 4). Diese Erklärung liefert aber einen weiteren Hinweis; Die Vorstandsvergütung wird von dem Personalausschuss bestimmt. Somit verfolgt ALTANA die Empfehlung Rdn. 4.2.2 (Abs. 1) zur Bildung eines Gremiums zur Festlegung und regelmäßige Überprüfung der Vorstandsvergütung.

Weiterhin ist zu erwähnen, dass die Kommunikation der Entsprechungserklärung sowie des Geschäftsberichts der ALTANA auf der Webseite verständlich und benutzerfreundlich sind. Die allgemeinen Informationen zu den einzelnen Vorstandsbezügen (wie Höhe und Anteil der fixen und variablen Komponente) sind direkt auf der Homepage abrufbar.³⁶⁷ Die detaillierten Angaben dagegen sind im Geschäftsbericht zu finden. Der Textumfang ist allerdings gering.³⁶⁸ Damit kommt ALTANA der Kodexempfehlung zur Bekanntmachung der Vergütungsstruktur „in allgemein verständlicher Form“ m.E. nach.³⁶⁹

Als Resümee lässt sich also festhalten, dass ALTANA die verschiedenen Kodexbestimmungen zur Managervergütung und zur Offenlegung umsetzt. Auch die umstrittenste Empfehlung, der individualisierte Ausweis der Managervergütung, wurde umgesetzt.

Weniger transparent ist dagegen die Offenlegung der Vorstandsgehälter bei der drittgrößten privaten Universalbank Deutschlands, der **COMMERZBANK AG**.

In ihrer Entsprechungserklärung vom 09. November 2004 erklärte die COMMERZBANK, dass sie den Kodex umsetzen wird. Allerdings wird sie von zwei Empfehlungen abweichen. Eine davon betrifft die Vergütung des Vorstands. Es handelt sich dabei um die Empfehlung Rdn. 4.2.2 (Abs. 1) zur Bildung des Personalausschusses. Der Konzern kommt der Kodexempfehlung zur Begründung von Abweichungen nach und erklärt, dass er über einen Präsidialausschuss verfügt, der für die Vorstandsvergütung zuständig ist. Er solle somit die gleichen Aufgaben wie der Personalausschuss erfüllen.³⁷⁰

³⁶⁷ Das stellt einen Vorteil dar, denn das Zugreifen auf den Bericht erfordert eine PDF-Software.

³⁶⁸ Die Textmenge ist auch eine Variable, welche die Corporate Governance Kommunikation beeinflusst und damit bei ihrer Beurteilung miteinbezogen werden sollte. Vgl. Ergo (2004), S. 5.

³⁶⁹ Rdn. 4.2.3 Abs. 3 Satz 1.

³⁷⁰ Vgl. COMMERZBANK (2004a), S. 1.

Weiterhin erklärt die COMMERZBANK ihre Abweichung im Geschäftsjahr 2003 von der Empfehlung Rdn. 4.2.4. (Satz 2) zum individualisierten Ausweis der Vorstandsvergütung. Allerdings gibt der Konzern an, dass er ab der Berichtssaison 2004 diese verfolgen und gesondert offen legen wird.³⁷¹

In ihrem Geschäftsbericht 2004 wird erklärt, dass die Vergütung der Vorstandsmitglieder aus einem Fixum, einer Tantieme sowie einem variablen Anteil mit langfristiger Anreizwirkung (die s.g. LTIs) besteht.³⁷² Die LTIs, die einen vierjährigen Plan von 2000 bis 2004 unterliegen, enthalten Unternehmensaktien und reelle sowie virtuelle Optionen mit einer Sperrfrist.³⁷³ Das entspricht den Kodexempfehlungen zur Struktur von Managergehältern. Eine ausführliche Beschreibung der Gestaltung der LTIs gem. Empfehlung Rdn. 4.2.3 (Abs. 1 Satz 1) erfolgt im Geschäftsbericht. Weiterhin wurde erwähnt, dass diejenigen Vorstandsmitglieder, die am LTI-Plan teilgenommen haben „bis zu 5000 COMMERZBANK-Aktie je Plan zu den jeweils geltenden Tageskursen“ erbracht haben.³⁷⁴ Durch diese Angaben kommt die COMMERZBANK den Anforderungen der Kodexempfehlung Rdn. 4.2.3 (Abs.3 Satz 2) nach.

Jedoch entsprechen diese Angaben nicht der Kodexanforderung zu einer individualisierten Offenlegung der Gehaltskomponenten.³⁷⁵ Statt einer individuellen Darstellung wurde die kumulative Anzahl der gewährten Aktien genannt. Weiterhin bleibt unklar, wie sich die Zahl der Aktien auf die Laufzeit von vier Jahren verteilt.

Eine weitere Kritik betrifft die Verletzung der Kodexempfehlung zur Angabe des Wertes der Aktienoptionen.³⁷⁶ Der Konzern gibt nur den Gesamtwert der Aktienoptionen, die aus diesem LTI-Plan 2004 erworben worden sind, an.³⁷⁷ Die Werte der Optionen des jeweiligen Managers wurden verschwiegen. Aus diesen

³⁷¹ Vgl. COMMERZBANK (2004a), S. 1.

³⁷² Vgl. COMMERZBANK (2004b), S. 15.

³⁷³ Vgl. COMMERZBANK (2004b), S. 133 f.

³⁷⁴ COMMERZBANK (2004b), S. 171.

³⁷⁵ Rdn. 4.2.4 Abs. 1 Satz 2.

³⁷⁶ Rdn. 4.2.3 Abs. 2 Satz 2.

³⁷⁷ COMMERZBANK (2004b), S. 114.

Unvollständigkeiten lässt sich also ableiten, dass die COMMERZBANK-AG die Empfehlung Rdn. 4.2.3 (Abs. 2, Satz 2) nicht vollständig erfüllt.

Im Geschäftsbereich wurde erwähnt, dass die LTIs von dem geschäftlichen Erfolg des Konzerns sowie vom Erreichen bestimmter im Voraus definierter Ziele hängen.³⁷⁸ Dabei soll der „Gewinn“ als Bezugsgröße dienen.³⁷⁹ Diese Erklärung ist weniger aussagekräftig. Es stehen keine Angaben dazu, ob die Berechnung des Gewinns bestimmte Kennzahlen berücksichtigt, wie z.B. Abschreibungen oder Zinsaufwendungen.

Zusätzlich gibt die COMMERZBANK an, dass die Vorstandsmitglieder Sachbezüge i.H.v. 843 Mio. € erhalten haben. Hier tritt der Mangel des Kodex bzgl. von Normen zur Offenlegung der Sachbezüge offen zutage. Es bleibt also bei der COMMERZBANK unklar, nach welchen Kriterien die Sachbezüge vergeben worden sind und wie diese sich auf die verschiedenen Vorstandsmitglieder aufteilen.

Angaben zur Managervergütung befinden sich nicht unmittelbar auf der Webseite. Die Gesamtinformationen sind in einem 228 Seiten langen Geschäftsbericht enthalten. Die Orientierung ist für den Nutzer nicht besonders einfach: der Geschäftsbericht steht unter dem Link „Archive“ zu finden. Zum Thema Corporate Governance wurde immerhin ein Link eingerichtet (Siehe Abb.12).

Die COMMERZBANK-AG erfüllt durch die Veröffentlichung der Grundzüge der Vorstandsgehälter die Anforderungen der Kodexempfehlung Rdn. 4.2.3 (Absatz 2, Satz 1). Allerdings nur teilweise, denn der Kodex empfiehlt eine Erläuterung „in allgemein verständlicher Form“. Im Geschäftsbericht der COMMERZBANK ist festzustellen, dass einige Erläuterungen zur Vorstandsvergütung nicht eindeutig sind. Es wurden zahlreiche Begriffe verwendet, die für den Laien nicht klar sind. Ein Glossar wurde aber angehängt. Die Kommunikation der COMMERZBANK ist darum m.E. hier noch verbesserungsbedürftig.

³⁷⁸ Vgl. COMMERZBANK (2004b), S. 15.

³⁷⁹ Vgl. COMMERZBANK (2004b), S. 114.

Abb. 12: Corporate Governance-Kommunikation bei der COMMERZBANK



Quelle: Commerzbank (2005).³⁸⁰

Zusammenfassend lässt sich also feststellen, dass die COMMERZBANK in puncto Offenlegung der Managervergütung nicht die vom Kodex erwarteten Ziele erfüllt. Die oben ausgeführten Mängel lassen einen Bedarf an zunehmender Transparenz erkennen. Dieser betrifft in erster Linie eine individualisierte Offenlegung der Managergehälter mit einer besseren Darlegung der Veröffentlichungen.

Bei dem Automobilhersteller **DAIMLER-CHRYSLER**, der auch als „Kreuzritter der Corporate Governance“ bezeichnet wird,³⁸¹ würde man die Methodik der Offenlegung der Managergehälter sogar als „verdeckt“ bezeichnen. In ihrer Entsprechungserklärung vom Dezember 2004 auf der Webseite des Unternehmens haben der Vorstand und der Aufsichtsrat erklärt, dass die Kodexbestimmungen angewendet wurden und werden. Die Ausnahme stellen allerdings vier Empfehlungen und fünf Anregungen. Unter den Empfehlungen steht die Kodexempfehlung Rdn. 4.2.4 bzgl. der individualisierten Offenlegung der

³⁸⁰ Siehe COMMERZBANK (2005).

³⁸¹ Vgl. Kopper (2004), S. 14.

Managergehälter. Begründet wird dies durch die Drohung „[...] einer Nivellierung leistungs- und aufgabenbezogener Vergütungs differenzen“ durch eine individualisierte Angabe.³⁸²

Demzufolge gibt der Konzern in seinem Geschäftsbericht 2004 nur die Gesamtbezüge des Vorstands als ganzes an. Diese lagen bei 31,6 Mio. €. Dabei fielen 11,8 Mio. € auf das Fixum und 19,8 Mio. € auf erfolgsbezogene Vergütungskomponenten.³⁸³ Die variable Komponente mit langfristiger Anreizwirkung besteht aus Unternehmensaktien sowie Optionen. Mit dieser Gestaltung entspricht DAIMLERCHRYSLER-AG die Kodexempfehlungen Rdn. 4.2.3 (Abs. 1 Satz 1), und die Anregungen Rdn. 4.2.3 (Abs. 1 Satz 2; Abs. 2 Satz 1). Das Unternehmen verfügt über eine zusätzliche variable Gehaltskomponente mit mittelfristiger Anreizwirkung (die s.g. *Medium Term Incentives*), die *Performance Based Awards* (PBAs).³⁸⁴

Es wird auch angegeben, dass 2004 insgesamt 1,265 Mio. Optionen als langfristige Vergütungskomponente, sowie 395.000 PBAs gewährt worden sind. Entsprechend der Kodexempfehlung Rdn. 4.2.3 (Abs. 3 Satz 2) wurden auch die Werte der Optionsplänen sowie der PBAs am *Grante Date* mitgeteilt.³⁸⁵

Weiterhin wird im Geschäftsbericht auch erklärt, dass die Bemessungsgrundlage der variablen Vergütung der operative Profit ist.

Diese verschiedenen Informationen zur Managervergütung stehen nicht direkt auf der Webseite. Sie sind nur im Geschäftsbericht des Unternehmens auf der Webseite zu finden. Dieser steht zum Downloaden auf der Homepage zur Verfügung und besteht aus 182 Seiten. Im Bericht insbes. im Gliederungspunkt Managervergütung werden zahlreiche Fachbegriffe verwendet. Ein Glossar im Anhang des Berichts wie bei der COMMERZBANK besteht nicht. Diese Fachbegriffe können das Verständnis der komplexen Gestaltung der Gehälter verhindern. Kodexempfehlung 4.2.3 (Abs. 3 Satz 1, Erläuterung der Vorstandsgehälter „in allgemeiner Form“) ist somit m.E. nicht erfüllt.

³⁸² DaimlerChrysler (2005a), S. 14.

³⁸³ Vgl. DaimlerChrysler (2005b), S. 91.

³⁸⁴ Vgl. DaimlerChrysler (2005b), S. 91.

³⁸⁵ Vgl. DaimlerChrysler (2005b), S. 91.

Also insgesamt lässt sich im Fall von der DAIMLERCHRYSLER-AG festhalten, dass der Konzern sämtliche Informationen bzgl. der Gestaltung des Vorstandsgehaltes offen darlegt. Allerdings mit dem großen Nachteil, dass diese sich immer auf den Gesamtvorstand beziehen. Weiterhin ist festzustellen, dass die drei Prinzipien der Vergütung nur spärlich zum Einsatz kommen.

4.3. Abschließende Bemerkungen

Die letzten BCGC-Untersuchungen zur Umsetzung des DCGK haben zwar eine zunehmende Verankerung der Standards „guter“ Corporate Governance-Regeln gezeigt, dennoch wird ein Verbesserungsbedarf offenkundig.

Die dargestellten Praxisbeispiele zur Managervergütung liefern einen Überblick über die Mängel bei der Umsetzung der Kodexempfehlungen zur Vergütungspolitik. Der freie Handlungsspielraum, den die Kodex-Kommission eingeräumt hat, wirkt somit unterschiedlich auf die Kapitalgesellschaften. Unternehmen nutzen diesen Spielraum, um sich daraus einen Vorteil zu verschaffen bzw. nur so viel Informationen offen zu legen, wie nötig. Diese Angaben dienen in manchen Fällen nicht der Information der Aktionäre. Am Ende verfehlt die Offenlegung ihr ursprüngliches Ziel, welches Erhöhung der Transparenz und das Vertrauen der Anleger ist.

5. Stand der Diskussion zur Corporate Governance und Managervergütung

Dieses Kapitel beschäftigt sich mit der Diskussion zu Corporate Governance Systemen und Managervergütung. Als erstes erfolgt eine Darstellung und Analyse der Neuerungen zu diesem Thema. Daran schließen sich die Stellungnahmen verschiedener Interessensgruppen an. Der letzte Abschnitt des Kapitels behandelt kurz die Corporate Governance aus der Sicht der EU, da das deutsche Corporate Governance-System dadurch beeinflusst wird.

5.1. Nationale Ebene in Deutschland

5.1.1. Status Quo

Wie bereits schon in den vorherigen Kapiteln dargestellt wurde, bestehen noch einen Mangel an Transparenz und Offenlegung der Managergehälter. Der Hauptgrund dafür, ist dass der Kodex nur unverbindliche Normen enthält, die keinen Gesetzescharakter haben. Bis dato haben Unternehmen die Gehälter ihrer Manager freiwillig offen gelegt. Aktiengesellschaften sind jedoch verpflichtet, über Einhaltung und Abweichungen den s.g. *Negative Bericht* einzufügen.

Nach *geltendem Recht* müssen Aktiengesellschaften lediglich das Gesamtgehalt des Vorstandes veröffentlichen. Dieses wird pauschalisiert im Anhang des Jahresabschlusses bzw. des Konzernabschlusses veröffentlicht. Weitere Vorschriften zur Transparenz sieht das Handelsgesetzbuch nicht vor. Eine pauschalisierte Nennung im Jahresabschluss lässt aber nicht erkennen, ob und wie diese Vergütung mit Erfolg oder Misserfolg des Unternehmens im Zusammenhang steht. Auch ist unklar, welche Vergütungspolitik das Unternehmen verfolgt und welche Anreize für den Vorstand gesetzt werden.

Jedoch werden die Zeiten der *Soft Laws* bzgl. Managervergütung bald der Vergangenheit angehören. Die Bundesregierung hat schon neue Gesetze verabschiedet und plant weitere, um die Transparenz bei der Vorstandsvergütung auf eine breitere Basis zu stellen und damit die Rahmenbedingungen für Investitionen in Deutschland zu verbessern.

Es stellt sich aber die Frage, ob diese gesetzlichen Normen bessere Ergebnisse als Regelungen auf Basis einer Eigenverantwortung der deutschen Wirtschaft liefern.³⁸⁶

5.1.2. Neuigkeiten zur Rechtslage der Managervergütung

Im Thema Corporate Governance und Managervergütung gab es in jüngster Vergangenheit vieler Neuerungen zu beachten. Im Folgenden werden diese kurz erläutert.

5.1.2.1. Gesetz zur Vorstandsvergütung und Offenlegung

5.1.2.1.1. Entstehung und Entwicklung

Die empirischen Untersuchungen zur Kodexumsetzung 2004 zeigten, dass eine nicht unbeachtliche Zahl von Unternehmen die unverbindlichen Normen des DCGK nicht befolgen.³⁸⁷ Insbes. die Kodexnormen zur Managervergütung zeigten eine niedrige Akzeptanz. So lehnten 21 der 30 DAX-Unternehmen die individualisierte Offenlegung ihrer Vorstandsgehälter 2004 ab. Aufgrund dessen stellte man das Prinzip der freiwilligen Selbstverpflichtung in Frage. Demzufolge stieg der Druck für einen Zwang zur Offenlegung durch das Gesetz.

So beteiligte sich das Netzwerk Berlin³⁸⁸ an dieser Initiative und trug zum Entstehen eines entsprechenden Gesetzes zur Vorstandsvergütung und Offenlegung bei. 39 SPD-Bundestagsabgeordnete legten zusammen mit Theodor Baums³⁸⁹ am 19. Januar 2005 dem Bundesministerium für Justiz einen Gesetzesentwurf vor.³⁹⁰ Dieses wollte schließlich bis zum Sommer 2005 (dem Ende der Hauptversammlungssaison) abwarten, ob eine große Mehrheit (80 bis 90%) der DAX-Konzerne die Vorstandsgehälter freiwillig veröffentlicht.³⁹¹ Ein Bemühen der Bundesregierung, die Lösung über eine Selbstregulierung zu finden, bestand somit offenbar.

³⁸⁶ Vgl. Beiner/Drobetz/Schmid/Zimmermann (2004), S. 3.

³⁸⁷ Siehe Gliederungspunkt 4.1.

³⁸⁸ Für mehr Informationen Siehe www.netzwerkberlin.de.

³⁸⁹ Theodor Baums war Leiter der Vorgänger- Kodex-Kommission. Siehe Punkt 2.2.1.2.

³⁹⁰ Vgl. Drost (2005b), S. 3.

³⁹¹ Vgl. Hoffritz/ Storn (2004), S. 32; Drost (2005a), S. 4.

Die „Androhung“ einer gesetzlichen Lösung hat offenbar einige DAX-Unternehmen veranlasst, umzudenken. Für die Hauptversammlungssaison 2005 haben im Vergleich zu 2004 elf Kapitalgesellschaften unter den DAX-30 angekündigt, Vorstandsgehälter (oder zumindest die Bezüge der Vorstandsvorsitzenden) individualisiert zu veröffentlichen.

Jedoch bleiben die sieben Unternehmen ihrer kritischen Linie treu: **BASF, BMW, DAIMLER-CHRYSLER, FRESENIUS MEDICAL CARE, HENKEL, LINDE** und die **MÜNCHENER RÜCK**. Sie lehnen weiterhin strikt die freiwillige Veröffentlichung der Bezüge im Rahmen des DCGK ab. Ihre Ablehnung kommentierten diese Firmen mit: *„wir sehen keinen Anlass, unsere Position zu ändern.“*³⁹²

Als „Antwort“ darauf wird nun ein verpflichtendes Gesetz die Offenlegung erzwingen.³⁹³ Bundesjustizministerin Zypries legte am 11. März 2005 die Eckpunkte des Gesetzesentwurfs dar.³⁹⁴

Dieser Entwurf wurde vom Bundesjustizministerium am 04. April 2005 als das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (**VorstOG**) vorgelegt. Kontroversen zwischen Wirtschaft Bundesregierung waren die Folge.³⁹⁵

5.1.2.1.2. Verabschiedung

Das Vorstandsvergütung und Offenlegungsgesetz wurde am 18. Mai 2005 von der Bundesregierung verabschiedet.³⁹⁶ Es soll Ende 2005 in Kraft treten und erstmals für das Berichtsjahr 2006 gelten.

Ziel des Gesetzes ist es, die Kontrollrechte der Aktionäre bzw. der Hauptversammlung zu stärken und Unternehmen in Vergütungsfragen zu mehr Transparenz zu verpflichten.

Dabei soll die Offenlegung der individuellen Vorstandsgehälter der Information der Aktionäre dienen. Damit soll verdeutlicht werden, dass Sinn der

³⁹² Vgl. Grass [Hrsg.] (2005).

³⁹³ Zypries begründete das Gesetz *„Wir haben eine harte Front derer, die sagen: Wir machen das auf keinen Fall. Deshalb hat es keinen Sinn, länger zu warten“*. Vgl. Grass [Hrsg.] (2005).

³⁹⁴ Der Gesetzesentwurf wurde in der „Pressemitteilung BMJ 11. März 2005“ veröffentlicht. Diese ist abrufbar unter www.bmj.bund.de.

³⁹⁵ Mehr dazu im Gliederungspunkt 5.1.3.

³⁹⁶ Das Gesetz ist auf der Webseite des Bundesministerium für Justiz abrufbar: www.bmj.bund.de.

Offenlegungspflicht nicht ein bloßer Informationswunsch sowie Neid oder Neugier der allgemeinen Öffentlichkeit ist.³⁹⁷

Zur Erreichung dieser Ziele sieht der Gesetzesvorschlag zahlreiche Maßnahmen vor. Die wichtigsten Bestimmungen des Gesetzes sind Folgende:

Tab. 6: Eckpunkte des Vorstandsvergütungs- Offenlegungsgesetzes

- Im Anhang zum Jahresabschluss *einzelne* und unter *Namensnennung* Angabe der gesamten Bezüge für jedes Vorstandsmitglied;
- Aufteilung der individuellen Bezüge nach fixen und erfolgsbezogenen Komponenten sowie nach Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung, wie Aktienoptionen;
- Angabe der Aktienoptionen mit dem beizulegenden Zeitwert zum Zeitpunkt ihrer Gewährung sowie die Berücksichtigung späterer Wertänderungen;
- Individualangaben zur Bezügen der früheren Vorstandsmitglieder in Bezug auf Abfindungen und Leistungen verwandter Art;
- Einführung eines "Opting-Out"-Regelung. Sie erlaubt Unternehmen die Abweichung vom Gesetz, wenn die Anteilseigner auf der Hauptversammlung dies mit Drei-Viertel-Mehrheit beschließen.

Das Gesetz enthält Neuregelungen, aber auch bereits im Kodex existierende Normen. Dazu zählen z.B. die Aufschlüsselung des Managergehaltes in Fixum und erfolgsbezogene Komponenten sowie Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung.

Trotz der Einführung des Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetzes bleiben der Kodex und das bisherige Prinzip der freiwilligen Selbstverpflichtung bestehen. Das neue Gesetz dient in erster Linie der Verankerung der Transparenz bei der Managervergütung. verstärkt Laut dem Bundesministerium verhilft das Gesetz „[...] dem Kodex nur in einem einzelnen Punkt zur vollständigen Beachtung - dort, wo die Widerstände einzelner besonders groß sind.“³⁹⁸

³⁹⁷ Vgl. Drost (2005a), S. 4.

³⁹⁸ Bundesministerium der Justiz (2005).

Diese Neuregelung soll jetzt jedoch nicht nur für die DAX-30 gelten, sondern für alle börsennotierten Aktiengesellschaften. Eine Verpflichtung zur individualisierten Offenlegung besteht nun ab 2007, es sei denn, es findet sich auf der Hauptversammlung einer AG eine drei Viertel Mehrheit an Stimmen gegen die Offenlegungsverpflichtung, die s.g. *Opt-Out*-Klausel.

Im Fall der Nichteinhaltung werden die einzelnen Vorstandsmitglieder, die AG insgesamt oder auch einzelne Aufsichtsratsmitglieder mit Bußgeldern bis zu 50.000 € rechnen müssen.³⁹⁹

Somit gleicht sich Deutschland mit anderen europäischen Ländern wie Großbritannien, Frankreich, Italien, den Niederlanden, Irland und Schweden an. Dort ist die individualisierte Veröffentlichung bereits Pflicht.

5.1.2.2. Gerichtsurteil zur Kündigung wegen Minderleistung

Eine gesetzliche Entscheidung, die in einem Zusammenhang mit dem Thema über Managervergütung unmittelbar bevorsteht, traf mit **Bundesarbeitsgerichtsurteil** vom 3.6.2004, **2 AZR 386/03** ein.⁴⁰⁰ Das Bundesgericht hat entschieden, dass ein **hohes Gehalt** auch eine **hohe Leistung** bedingt. Ansonsten besteht die Gefahr der Störung des Arbeitsvertragsgleichgewichts. D.h. wer die vereinbarten Ziele verfehlt, muss mit arbeitsrechtlichen Konsequenzen rechnen. Eine Minderung des Bonus oder sogar eine Kündigung ohne Abfindung kommen hier in Betracht.

In seinem Urteil betont das Gericht einen klaren Zusammenhang zwischen der absoluten Höhe des Gehaltes und dem zu erwartenden Erfolg.⁴⁰¹

Das Beispiel eines gekündigten *Business Development Executive* im Vertrieb, kann hier als Beispiel dienen. Da dieser innerhalb von fast zwei Jahren Arbeitsleistung kein Projekt akquirieren konnte, wurde ihm gekündigt. Dieser hat Klage gegen die Kündigung eingereicht.⁴⁰²

Dieses Urteil hat Konsequenzen für Manager. Diese müssen zukünftig mit mehr Kontrolle ihrer Leistungen und erreichten Ziele rechnen. V.a. Vorstände rücken in

³⁹⁹ Vgl. Fo/huh/ms (2005), S.1.

⁴⁰⁰ Das Urteil ist abrufbar unter: www.bundesarbeitsgericht.de.

⁴⁰¹ Vgl. Löw (2005), S. K01.

⁴⁰² Mehr zum Tatbestand der Klage ist auf der Webseite des Bundesarbeitsgerichtes.

das Visier von Kritikern. Gute Erfolgszahlen und ein Shareholder Value Management werden wohl künftig ein Garant für eine weitere Beschäftigung von einzelnen Top-Managern sein.

Die Entscheidung des Bundesarbeitsgerichtes unterstützt die beiden Prinzipien des Kodex „Angemessenheit“ und „Leistungserstellung“ der Vorstandsvergütung im DCGK. Sie kommt der Intention der Offenlegung der Managergehälter nahe. Dieser Sinn besteht nach ALTANA AG-Vorstandschef Schweickart in der „inneren Logik“, d.h. dem Zusammenhang zwischen Vergütung und Ertrag, der offen zu legen ist, um mögliches Ungleichgewicht zu enthüllen.⁴⁰³

Jedoch müssen die notwendigen Rahmenbedingungen zur Umsetzung des Urteils vorhanden sein. Managergehälter sind individuell und nach den drei oben genannten Komponenten aufzuschlüsseln. So könnten die Anteilseigner oder weitere Anspruchsgruppen die Relation zwischen Leistung und Entgelt adäquat feststellen.

5.1.2.3. Gesetzentwurf zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts- UMAG

Die Bundesregierung plant eine weitere gesetzliche Regelung zur Verbesserung der Corporate Governance und Transparenzerhöhung in der deutschen Wirtschaft.⁴⁰⁴ So wurde am 17. November 2004 den Entwurf für einen Zehn-Punkte-Plan für eine Initiative zum **Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtsgesetz – (UMAG)** verabschiedet.⁴⁰⁵ Dieser Plan sieht zehn verschiedene Maßnahmen zur Verankerung der Gepflogenheiten deutscher Corporate Governance. Diese können in die folgenden Punkte zusammengefasst werden:

- Strengere Haftungsregeln für Vorstände und Aufsichtsrat;
- Stärkung der Transparenz der Managervergütung, insbes. bei den anreizorientierten Komponenten;
- Verstärkung der internen sowie externen Unternehmenskontrolle;

⁴⁰³ Vgl. Eigendorf/Seidlitz (2005).

⁴⁰⁴ Rudzio/Brost (2003), S. 29.

⁴⁰⁵ Der Regierungsentwurf zum UMAG ist auf ihre Webseite zu finden. www.bmj.bund.de.

- Verstärkung des Aktionärrechtes;

Auf diese Weise wird es ersichtlich, dass das UMAG in erster Linie den Anlegerschutz anstrebt. Das Gesetz soll damit die Umsetzung der Standards zur „guten“ Corporate Governance des freiwilligen Kodex verstärken. Laut dem Justizbundesministerium soll das Gesetz zum 01. November 2005 in Kraft treten.

5.1.3. Stellungnahmen zur Vorstandsvergütung im DCGK und zum Vorstandsvergütungs- und Offenlegungsgesetz

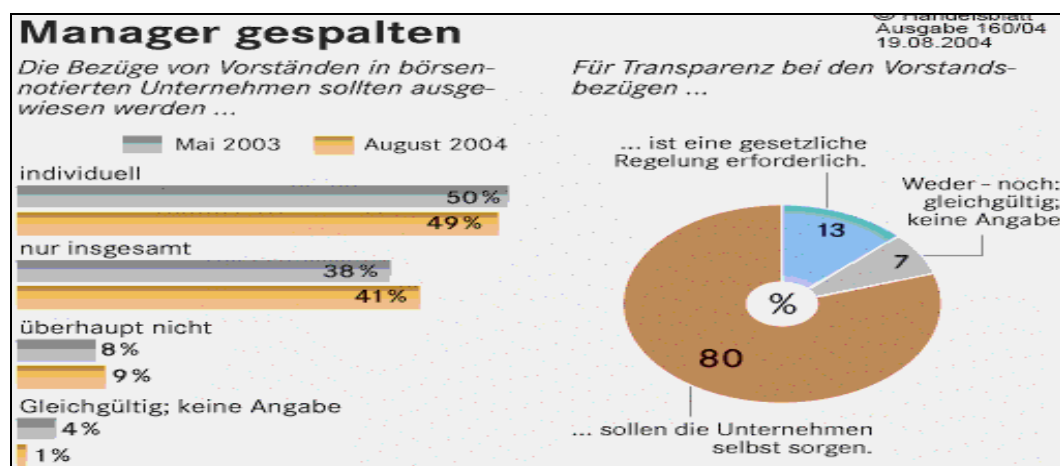
5.1.3.1. Vorstände

Die Meinungen der Vorstandschefs zu den Empfehlungen des DCGK sowie zum VorstOG sind unterschiedlich. Sie lassen sich in **zwei** Gruppen zusammenfassen:

Die erste Gruppe könnte man als die **Liberalen** bezeichnen. Diese sind für eine Transparenz der Vergütung, sehen aber keine Notwendigkeit an einem Gesetz zur Offenlegung. Auf der anderen Seite gibt es die **Hardliner** die sich gegen jegliche Transparenz der Gehälter wehren. Das sind in erster Linie Manager von DAX-Unternehmen, welche die Gehälteroffenlegung verweigern.

Die Ergebnisse einer Umfrage unter 825 Manager, die von der Zeitung „HANDELSBLATT“ durchgeführt wurde, zeigt ebenfalls eine ähnliche Spaltung unter den Managern (Siehe Abb.13).

Abb. 13: Managermeinungen zur Offenlegung der Managergehälter



Quelle: Handelsblatt-Business-Monitor⁴⁰⁶

⁴⁰⁶ Auszug aus dem Handelsblatt-Business-Monitor Erschienen in der Handelsblattausgabe Nr. 160/04 vom 19.08.2004.

Zur Gruppe der *Liberalen* gehört **Nikolaus Schweickart**. Er ist **Vorstandschef der ALTANA-AG**, das am beste bewertete Unternehmen in puncto Implementierung der Empfehlungen des Kodex.⁴⁰⁷ „*Ich halte das Gesetz zur Offenlegung der individuellen Vorstandsgehälter weiterhin für völlig überflüssig. Aber dass es nun kommt, ist logisch.*“ Schweickart sollte Recht behalten. Das entsprechende Gesetz wurde verabschiedet. Schweickart bedauerte, dass die *Selbstregulierung nicht von allen akzeptiert worden ist.*⁴⁰⁸ Dazu kommentierte er: „Die Selbstregulierung der Wirtschaft ist gescheitert.“⁴⁰⁹

Michael Frenzel, Vorstandsvorsitzende der TUI-AG, steht zwar für eine individuelle und transparente Offenlegung der Managergehälter, kritisiert aber ihren Zwang durch eine Gesetzgebung. Weiterhin zweifle er an der Glaubwürdigkeit der Gründe hinter der Einführung dieses Gesetzes. Ihn wundert es v.a., dass die Bundesjustizministerin Zypries den Gesetzentwurf vorzeitig wie vereinbart entwickelt hat, obwohl elf DAX-Unternehmen ihre Bereitschaft zur Offenlegung der Managergehälter geäußert haben.⁴¹⁰ Er betont, dass die Gründe hinter dem Gesetz eher politischer und weniger wirtschaftlicher Natur sind: „*Das ist rein politisch getrieben. Denn die Investoren verlangen das* (damit ist die Offenlegung der Managergehälter gemeint) *nicht von uns*“.⁴¹¹

Zu der Gruppe der *Hardlinern* gehört **Porsche-AG-Vorstandschef Wendelin Wiedeking**, einer der härtesten Kritikern der Gehaltstransparenz: „*Wird der Topmanager seiner Unternehmensrolle gerecht, dann muss er auch wie ein Unternehmen dotiert werden*“, so Wiedeking.⁴¹² Er betrachtet die Offenlegung der Vorstandsvergütung als einer Rückkehr des Sozialismus. „*Tatsache ist doch, dass alle Unternehmen, die heute veröffentlichen, den Sozialismus auf Vorstandsebene*

⁴⁰⁷ Altana hat in einer empirischen Untersuchung von Ergo-Kommunikation2004 in puncto Umsetzung der Kodexnormen und Offenlegung der Managergehälter am besten abgeschnitten. Siehe Ergo-Kommunikation (2004). Auch die Analyse der Veröffentlichung der Vorstandsvergütung im Gliederungspunkt 4.2 ließ ähnliche Rückschlüsse ziehen.

⁴⁰⁸ Vgl. Kurt (2005c).

⁴⁰⁹ Vgl. Eigendorf/ Seidlitz (2004).

⁴¹⁰ Immerhin haben 11 Unternehmen nach der Androhung einer gesetzlichen, verpflichtenden Lösung ihr Vorhaben zur Offenlegung der Managergehälter angekündigt. Siehe Punkt 5.1.2.1.

⁴¹¹ Vgl. Grass [Hrsg.] (2005).

⁴¹² Vgl. Ferstl (2000), S. 1.

*eingeführt haben: Sie haben weitgehend die Managergehälter auf das gleiche Niveau ausgerichtet“, so Wiedeking.*⁴¹³

Zu dem VorstoG äußert sich Wiedeking negativ. Er sieht in diesem Gesetz die Gefahr, dass Gehaltsunterschiede in Zukunft nicht mehr durchsetzbar sind.⁴¹⁴

Weiterhin beschreibt Wiedeking den Gesetzentwurf zur Gehälteroffenlegung als verfassungswidrig.⁴¹⁵ Das Gesetz soll in die informationelle Selbstbestimmung der Manager eingreifen.⁴¹⁶ Wiedeking hat ein Gutachten erstellen lassen, um die Verfassungsklage gegen die Offenlegungspflicht zu prüfen. Das Gutachten belegte, dass eine Zwangsoffenlegung gegen das Gesetz verstöße.⁴¹⁷ Das Gutachten kommt zu dem Schluss: *„Die wirtschaftlichen Verhältnisse einzelner Personen werden vom Grundrecht auf informelle Selbstbestimmung geschützt“*. Dieser Beschluss war der Grund für die Einführung der *Opt-Out*-Regelung beim VorstOG. Durch diese Maßnahme wurde verhindert, dass das neue Gesetz gegen die Verfassung verstößt.

Auch **BMW-Chef Helmut Panke** scheint nicht unter den Befürwortern eines gesetzlichen Zwangs zur Offenlegung der Vorstandsgehälter zu sein. Er ist der Meinung, das Gesetz sei *„[...] schädlich für den Standort Deutschland [...] Unternehmen und Manager werden an den Pranger gestellt“*.⁴¹⁸

5.1.3.2. Vertreter der Politik

Das Thema Managervergütung spaltet das politische Parteienspektrum und auch einzelne Politiker innerhalb der gleichen Partei. Auf der einen Seite gibt es die Gruppe, die sich für eine starke Transparenz einsetzen will und die einen Zwang zur Offenlegung durch das Gesetz unterstützt. Zu dieser Gruppe gehört auch die Bundesregierung. Auf der anderen Seite gibt es eine zweite Gruppe, die für die Offenlegung ist, aber einen gesetzlichen Zwang ablehnt.

⁴¹³ Vgl. Kurt (2005c).

⁴¹⁴ Vgl. Kurt (2005c).

⁴¹⁵ Vgl. Kurt (2005c).

⁴¹⁶ Vgl. Grass [Hrsg.] (2005).

⁴¹⁷ Vgl. O.V. (2005d).

⁴¹⁸ Vgl. Kurt (2005c).

Der höchste Vertreter Deutschlands, der **Bundespräsident** und ehemalige Banker **Horst Köhler**, gehört zur *ersten Gruppe*. Er steht für eine Offenlegung und Veröffentlichung der Managergehälter in allen Aktiengesellschaften. Er regt an, dass die DAX-30-Unternehmen zuerst diese Standards zur „guten“ Corporate Governance einsetzen. Sie sollen damit als Vorbild für die anderen Aktiengesellschaften dienen. Weiterhin erwartet Köhler von den DAX-30-Unternehmen, dass sie auch das Angemessenheitsprinzip bei der Vorstandsvergütung halten: „*Aber von Vorbildern erwarte ich, dass sie Maß und Mitte kennen*“.⁴¹⁹

Zu den Befürwortern der Offenlegung der Managervergütung gehören auch die Bundesjustizministerin **Brigitte Zypries** aus der **SPD**. Für sie ist "*Transparenz [...] das beste Mittel, um Maßlosigkeit zu verhindern*". Außerdem warnt sie: "*Jeder Aktionär soll wissen, was seine Angestellten, und zwar jedes einzelne Vorstandsmitglied, verdienen*".⁴²⁰ Ihre Überzeugung hat sie dazu bewegt, das VorstOG zu entwickeln und durchzusetzen. Durch die *Opt-Out*-Regelung bewies sie allerdings eine gewisse Toleranz. Dieser Standpunkt von Zypries sorgt für Meinungsverschiedenheiten innerhalb der im Bund regierenden SPD. Sprecher des linken Flügels der SPD, SPD-Fraktionsvorsitzender **Ludwig Stiegler** fordert schärfere Bedingungen. Er betonte, dass das Ziel des Gesetzes in erster Linie der Schutz der Minderheitsaktionäre ist. Aus diesem Grund dürfen ihre Interessen nicht überstimmt werden.⁴²¹

Die **Grünen** sind ebenfalls wie die SPD für eine individualisierte Offenlegung der Managergehälter. Sie befürworten auch die Verabschiedung des Gesetzes zur Vorstandsvergütung und Offenlegung. Allerdings übten sie scharfe Kritik bzgl. der Einführung der *Opt-Out*-Regelung. So äußerte sich **Thea Dückert**, Fraktionsvize der Grünen diesbezüglich: „*Die Frage ist, ob die Opt-out-Klausel notwendig ist und, wenn ja, ob sie so großzügig sein muss*“.⁴²²

⁴¹⁹ Das betonte der Bundespräsident in einem Interview im „BILD AM SONNTAG“. Vgl. Merz (2004), S. 30.

⁴²⁰ Vgl. Drost (2005a), S. 4.

⁴²¹ Vgl. Fo/huh/ms (2005), S. 1.

⁴²² Vgl. Fo/huh/ms (2005), S. 1.

Die CSU dagegen streitet intern darüber, Aktiengesellschaften per Gesetz zu zwingen, Managergehälter offen zu legen. So stößt das Gesetz zu Offenlegung und Transparenz beim CSU-Vorsitzenden **Edmund Stoiber** auf positive Resonanz. Stoiber hatte auch schon im Sommer 2004 angekündigt, einen ähnlichen Entschluss zu starten.⁴²³ Das Bundesland sieht die Vergütung der Vorstandsmitglieder börsennotierter Gesellschaften als ein maßgebliches Element für das Anlegervertrauen und letztlich die Glaubwürdigkeit des Wirtschaftssystems.⁴²⁴ CSU-Bundestagsabgeordnete **Stefan Müller** vertritt eine andere Meinung. Er ist der Ansicht, es bestehe keinen Bedarf für ein solches Gesetz: *"Ich halte das ordnungspolitisch für sehr fragwürdig, Unternehmen zu verpflichten, die Bezüge der Manager zu veröffentlichen."*⁴²⁵ Bei den bisherigen Diskussionen in der CSU-Landesgruppe im Deutschen Bundestag zu diesem Thema zeichne sich mehrheitlicher Widerstand bzgl. dem VorstOG ab.⁴²⁶

Bei der **FDP** herrscht Einigkeit über den Zweck der Offenlegung und Transparenz der Managergehälter sowie ihre individualisierte Darlegung. Der Stellvertretende Vorsitzende der Partei **Rainer Brüderle** sieht einen Handlungsbedarf zur Modernisierung im gesamten Corporate Governance-System in Deutschland. Dazu plädiert Brüderle für ein offenes Gesamtkonzept mit einem klaren Wertesystem, das von den verschiedenen Subjekten der Wirtschaft zu entwickeln ist.⁴²⁷ Allerdings reagierte Brüderle auf das VorstOG negativ. Er betrachtet es als *„[...] einen drastischen Eingriff in die Belange von Unternehmen."*⁴²⁸

Die **CDU**-Reaktion auf das VorstOG war dagegen positiv. CDU-Chefin Angela Merkel erklärte, dass Offenlegung in der Managervergütungspolitik Normalität werden sollte.⁴²⁹ Der CDU-Generalsekretär **Volker Kauder** bedauerte allerdings, dass die Selbstregulierung der Wirtschaft bei der Offenlegung der Vorstandsvergütung gescheitert hat.⁴³⁰

⁴²³ Vgl. Fo (2005a), S. 10.

⁴²⁴ Vgl. Drost (2005a), S. 4.

⁴²⁵ Vgl. Drost (2005a), S. 4.

⁴²⁶ Vgl. Drost (2005a), S. 4.

⁴²⁷ Vgl. Brüderle (2004), S. 1.

⁴²⁸ Vgl. O.V. (2005c), S. 1.

⁴²⁹ Vgl. O.V. (2005d).

⁴³⁰ Vgl. O.V. (2005c), S. 1.

5.1.3.3. Vertreter der Anteilseigner

Zu den Anteilseignern zählen **Institutionellen Anleger** und **Privatanleger**. Ihre Meinung ist für die Debatte über Corporate Governance aus zwei Gründen von Bedeutung:

Zum einen haben die Anleger den Status von Anteilseignern und sind somit die Eigentümer am Unternehmen. Die Gewährung von Informationsrechten, z.B. bzgl. verschiedener Bereiche des Unternehmens, dem Management und Unternehmensergebnis erscheinen legitim.⁴³¹ Weiterhin sind sie am Unternehmensgewinn beteiligt. Wichtig ist ihre Stellung aber als z.T. alleiniger Träger des unternehmerischen Risikos.⁴³² Sie sind die s.g. „*residual claimants*“⁴³³ und werden nachrangig, z.B. nach Bedienung der Fremdkapitalgeber vergütet.

Der zweite Grund ergibt sich aus der Relevanz der Einhaltung an Corporate Governance-Regeln bei der Bewertung von Unternehmen. Die Verwalter von Fondsvermögen (z.B. Pensionsfonds) orientieren sich insbes. bei ihrer Anlagepolitik an Corporate Governance-Kriterien.⁴³⁴ Investoren bevorzugen Unternehmen mit einer Organisation und Strukturen, die auf die Regeln der guten Corporate Governance basieren.⁴³⁵

Managervergütung gehört zum thematischen Hauptbereichen der Unternehmensführung, auf die Anleger ein besonderes Augenmerk haben.⁴³⁶ Die Vertreter der Shareholder sind Befürworter der Offenlegung und Transparenz der Managergehälter in Deutschland. Sie unterstützen auch die neue Gesetzesinitiative dazu. So kommentierte der **Hauptgeschäftsführer der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) Ulrich Hocker** das VorstOG: „*Wir begrüßen den Vorstoß von Frau Zypries. Ein solches Gesetz*

⁴³¹ Sie wollen z.B. wissen, wie fundiert die Entscheidungen des Managements bezüglich strategischer Ausrichtung, Restrukturierung oder Beendigung von Geschäftsfeldern sind. Vgl. Müller (2003), S. 24.

⁴³² Vgl. Cromme (2002a), S. 16 .

⁴³³ Vgl. Schmidt/Weiß (2004), S. 7.

⁴³⁴ Vgl. Wolfram (2002), S. 19; Ulw (2005), S. 25.

⁴³⁵ Vgl. Müller (2003), S. 24.

⁴³⁶ Eine von der Beratungsfirma McKinsey durchgeführte Studie zur Corporate Governance in den USA hat gezeigt, dass Anleger sich insbes. für die drei Hauptbereiche interessieren: Die Trennung zwischen **Vorstand und Aufsichtsrat**, **Verbesserung der Rechnungslegung** und **Managervergütung**. Mehr dazu in: Felton (2004a).

*ist nur konsequent.*⁴³⁷ Hocker betrachtet die transparente Offenlegung der Managergehälter als notwendig, um das Angemessenheitsprinzip entgegenkommen zu können.⁴³⁸

Auch **Bender** von der **Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK)** vertritt die Meinung, dass die Offenlegung der Managervergütung eine angemessene Entlohnung fördert. Die Publizität der Vorstandsgehälter en detail wird den Druck auf den Aufsichtsrat erhöhen, für eine angemessene Vergütung zu sorgen.⁴³⁹

Aufsichtsratsvorsitzender der **INFINEON AG**⁴⁴⁰ **Max Dietrich Kley** unterstützt zwar die Offenlegung der Gehälter, sieht aber ein Offenlegungsgesetz nur als eine Art Regulierungs- und Bürokratisierungsversuch.⁴⁴¹ Herr Kley betrachtet die Debatte über das Thema der Vergütung als „[...]Teil einer großen politischen Kontroverse über die Frage Markt oder bürokratischer Sozialismus.“⁴⁴²

Aufsichtsratsvorsitzende der **THYSSENKRUPP AG** **Cromme** betrachtet dagegen das Problem der Managervergütung als eine „gesellschaftliche Frage“.⁴⁴³ Den Schwerpunkt der Debatte legt er nicht auf die Höhe der Vorstandsgehälter, sondern auf ihre Angemessenheit. Er fordert insbes. eine starke Verknüpfung der Vergütung an die persönliche Leistung des Vorstands sowie an den Unternehmenserfolg. Weiterhin betrachtet Cromme die Offenlegung der Managergehälter gegenüber den Aktionären als eine selbstverständliche Herangehensweise: die Eigentümer sollen die Gehälter, der von ihnen angestellten Manager erfahren.⁴⁴⁴

Trotz der Kontroverse um die hohen Vorstandsgehälter sieht Cromme eine Anpassung der Höhe und Struktur an internationale Verhältnisse als notwendig an. Dies sei unerlässlich, um im Wettbewerb um Top-Manager bestehen zu

⁴³⁷ Vgl. Kurz (2005b).

⁴³⁸ Vgl. Kurz (2005b).

⁴³⁹ Vgl. Koenen (2004), S. 2.

⁴⁴⁰ Das Unternehmen INFINEON hielt in der ERGO-Studie zur Managervergütung mit einem Gesamtscore von 74 Punkten Platz 19, zusammen mit weiteren Unternehmen wie die Deutsche Post. Auf Platz eins stand Atlanta mit 86 Punkten.

⁴⁴¹ Vgl. Hoffritz/ Storn (2004), S. 32.

⁴⁴² Vgl. Hoffritz/ Storn (2004), S. 32.

⁴⁴³ Vgl. Cromme (2002a), S. 16.

⁴⁴⁴ Vgl. Cromme (2002a), S. 17 f.

können.⁴⁴⁵ Dieser Wettbewerb wird vermutlich mit der Offenlegung der Gehälter allerdings verstärkt. In der Praxis bekommen häufig Manager nach der Veröffentlichung des Geschäftsberichts und der Bekanntmachung ihrer Gehälter schon Stellenangebote mit deutlich höheren Gehältern.

Bei den verschiedenen Befürwortern der Offenlegung von Managervergütung wurde häufig das Eigentümerrecht als Argument dargelegt. Jedoch gibt es Anteilseigner, die *keinen* großen Wert auf die Offenlegung der Vorstandsbezüge legen. Das trifft bspw. bei den beiden **Familien PORSCHE und PIECH**, Großaktionäre des Sportwagenbauers, zu. So haben sie bereits angekündigt, dass sie keinen Wert auf das VorstOG legen.⁴⁴⁶ Auf der Hauptversammlung soll ein Dreiviertel Beschluss des anwesenden, stimmberechtigten Kapitals eine Veröffentlichung obsolet machen.⁴⁴⁷

5.1.3.4. Vertreter sonstiger Stakeholder

Die Diskussion über die Offenlegung der Managergehälter und Corporate Governance betrifft weitere Stakeholder ebenfalls, wie z.B. Arbeitnehmer, Industrien/Dienstleistungen sowie die Öffentlichkeit insgesamt.⁴⁴⁸ Zahlreiche Fälle von Unternehmensskandalen haben den negativen Effekt gezeigt, der die Nicht-Einhaltung an den Vorschriften der Corporate Governance auf die Stakeholder haben kann.⁴⁴⁹ Also mit der Miteinbeziehung dieser Anspruchsgruppe in dieser Diskussion ergibt sich ein Gleichgewicht zwischen ökonomischen und sozialen Zielen auf der einen Seite und Interessen der Individuen, des Unternehmens und der Gesellschaft auf der anderen Seite.⁴⁵⁰

⁴⁴⁵ Vgl. Benz/Stutzer (2001), S. 3 – 6.

⁴⁴⁶ Vgl. Kurz (2005b).

⁴⁴⁷ Vgl. O.V. (2005d).

⁴⁴⁸ Vgl. Müller (2003), S. 21.

In Deutschland gibt es drei Gruppen von Stakeholder, die einen starken Einfluss auf Unternehmen haben: **Blockholders** (die Eigentümer, die die Gesellschaft bilden, insbes. Banken, Versicherungsgesellschaften und große Unternehmensfamilien), **Arbeitnehmervertreter** und **Banken**. Siehe Gliederungspunkt 2.2.1.1; vgl. Schmidt (2003), S. 11; Mehr dazu auch in Schmidt/Grohes (1999), S. 6.

⁴⁴⁹ Beispiele solcher Einbuße sind Massenkündigungen, Mitarbeiterfluktuation, hohe Preise. etc.

⁴⁵⁰ Vgl. Müller (2003), S. 21.

Die **Arbeitnehmer** sind in der Debatte über Managervergütung stark engagiert. Ihre Vertreter fordern ebenfalls, dass ihre Arbeitgeber sich an die Empfehlungen des Corporate Governance Kodex bzgl. der Managervergütung halten.⁴⁵¹

Als Vertreter der Arbeitnehmer gilt der **Deutsche Gewerkschaftsbund (DGB)**⁴⁵². Er steht für eine leistungsgerechte Managervergütung und für Offenlegung und mehr Transparenz. Er hat 2002 eine Kommission „*Vorstands- und Aufsichtsratsvergütungen*“ gegründet.⁴⁵³ Ihre Aufgabe war die Entwicklung von umsetzungsfähigen Empfehlungen zu diesem Thema, um von Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsratsgremien zu unterstützen.⁴⁵⁴ Dafür fordert der DGB eine individuelle Ausweisung der Managervergütung mit den jeweiligen einzelnen Bestandteilen.⁴⁵⁵

Vertreter der Arbeitnehmer kämpfen für Arbeitssicherheit, mehr Chancen für Arbeitnehmer und den Schutz des Humankapitals.⁴⁵⁶

Als Vertreter der **Industrien** ist **Jürgen Thumann Präsident des Bundesverbands Deutscher Industrien (BDI)**. Beim Thumann fand das Gesetz keine positive Resonanz. Thumann bestreitet die Tatsache, dass das Gesetz die Freiwilligkeit des Kodex in Frage stellt. Die Glaubwürdigkeit der Deregulierungspolitik der Bundesregierung, sieht er aufgrund der Verabschiedung eines solchen Gesetzes in Frage gestellt. „*Wer dem Zeitgeist nach gibt und sogar noch vor Ende der Hauptversammlungssaison ein solches Gesetz durchpeitscht, kann kaum noch glaubwürdig über Deregulierung sprechen*“, kommentierte Thumann. Somit vertritt er auch die Meinung von Willi Schoppen bzgl. der Gefahr einer Überregulierung durch das Gesetz.

Ebenfalls ist **Klaus Bräunig, Mitglied der Hauptgeschäftsführung von BDI**, gegen jede individualisierte Veröffentlichung der Vorstandsbezüge. Er befürchtet,

⁴⁵¹ So hat z.B. im vergangenen Jahr 2004 der Arbeitnehmervertreter der Commerzbank den Aufsichtsrat am 9. November dazu gebracht, eine Erklärungsverpflichtung zur Anpassung an den DCGK zu unterzeichnen.

⁴⁵² Der DGB ist die Stimme der Arbeitnehmergewerkschaften gegenüber den politischen Entscheidungsträgern, Parteien und Verbänden in Bund, Ländern und Gemeinden. Siehe www.dgb.de.

⁴⁵³ Vgl. Deutscher Gewerkschaftsverband (2003b), S. 3.

⁴⁵⁴ Vgl. Deutscher Gewerkschaftsverband (2003a), S. 27.

⁴⁵⁵ Vgl. Deutscher Gewerkschaftsverband (2003b), S. 6.

⁴⁵⁶ Vgl. Schmidt (2003), S. 11.

dass dieser Ansatz zu einer Angleichung der Gehälter nach oben führen würde. Dieser Fall ist in den USA nach der Einführung der Pflicht zur Offenlegung der Vorstandsbezüge eingetreten. Deswegen übte Bräunig Kritik an der Einführung des Vorstandsvergütung und Offenlegungsgesetzes: *„Das Gesetz ist unnötig, denn schon heute erfährt der Aktionär, was der gesamte Vorstand kostet.“*⁴⁵⁷

Ebenfalls steht **Willi Schoppen, Berater** bei der **Spencer Stuart & Associates GmbH** dem neuen Gesetz skeptisch gegenüber. Obwohl er im Prinzip die Offenlegung von Managergehältern befürwortet. Er sieht in dem Versuch eine Offenlegung per Gesetz zu zwingen die Gefahr einer Überregulierung und Überbürokratisierung. Diese könnte für die Unternehmen hohe Folgekosten haben, die wiederum weitere Konsequenzen mit sich ziehen könnten. Hier ist der Fall der USA ins Auge zu fassen. Die verstärkten amerikanischen Aufsichtsregeln haben aufgrund des hohen bürokratischen Aufwands erhebliche Kosten in zweistelliger Millionenhöhe verursacht, die deutsche Konzerne zum Rückzug von der New Yorker Börse bewogen haben.⁴⁵⁸

Der **Bundesbank-Berater** und Experte für Unternehmensrecht Professor **Theodor Baums**, betont, dass das Hauptziel der individualisierten Veröffentlichung der Vorstandsvergütungen, Investoren über die Gehaltspolitik ihrer Unternehmen zu informieren. Sie bekommen damit die Möglichkeit, diese Gehaltspolitik entsprechend zu bewerten. Baums, der auch als „Papst der deutschen Corporate Governance“⁴⁵⁹ bezeichnet wird, ist allerdings der Meinung, dass die öffentliche Diskussion in eine völlig falsche Richtung, weit vom diesem Hauptziel führt. Häufig wird über Neid oder Befriedigung der Neugierde der Öffentlichkeit gesprochen.⁴⁶⁰

Herr Baums unterstützt das neue Gesetz zur Vorstandsvergütung und Offenlegung. Er bezeichnete es als *„Schritt in die richtige Richtung“*. Allerdings hat er schon einige Kritik und Verbesserungsvorschläge geäußert. Sie betreffen zum einen die Vernachlässigung der Aufnahme von Zahlungen Dritter an dem Vorstand. Dazu zählen z.B. die Aktienoptionen, die der Vorstand einer

⁴⁵⁷ Vgl. Fo/huh/ms (2005), S. 1.

⁴⁵⁸ Vgl. Schoppen (2005).

⁴⁵⁹ Vgl. Nölting (2004), S. 1.

⁴⁶⁰ Vgl. Kurz (2005b).

Tochtergesellschaft von dem Mutterkonzern bekommt. Zum anderen kritisiert Baums auch die Ausstiegsklausel: *“wenn die Mehrheitseigener keine Offenlegung wünschten, sollten sie nicht an die Börse gehen“*.⁴⁶¹

Ein weiterer Pionier von Corporate Governance in Deutschland ist **Gerhard Cromme, Vorsitzender der Kodex-Kommission**. Er betont, dass die individualisierte Offenlegung der Managergehälter im Sinne der Aktionäre und des Wohlbahens der Gesamtwirtschaft ist. Nach der Veröffentlichung des Kodex hat er mehr Engagement von den börsenorientierten Aktiengesellschaften erwartet. Jedoch war Cromme durch die Nicht-Einhaltung mehrerer DAX-30-Unternehmen an die Kodexempfehlungen überrascht.⁴⁶² Cromme unterstützt das VorstOG. Jedoch gibt es Mitglieder seiner Kommission, die das neue Gesetz nicht begrüßen. Sie sind der Meinung, dass die volle Gehaltstransparenz für die Anleger von geringer Bedeutung ist. Sie bringt Ihnen keine zusätzlichen Informationen. Sie befürchten, dass eine Nivellierung des Gehaltsniveaus stattfindet.⁴⁶³

5.1.4. Abschließende Bemerkungen

Die bereits dargestellten Neurungen zu der Rechtslage bzgl. der Vergütung von Manager zeigen den starken Willen in Deutschland, die Offenlegung und Transparenz in der Vergütungspolitik in Unternehmen zu verstärken.

Durch die Stellungnahmen verschiedener Interessensgruppen wird deutlich, dass die Debatte um die Offenlegung der Managergehälter für starke Kontroversen sorgt. Bei einem Versuch dieser verschiedenen Meinungen zu systematisieren, lassen sich zwei Gruppen darstellen:

Zum einen die „pro“ einer individualisierten und transparenten Offenlegung von Managergehältern sind; zum anderen diejenigen, die „contra“ sind.

Die Vertreter jeder Gruppe verwenden unterschiedliche Argumente, um ihre Ansichten zu begründen. Diese Meinungen sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst worden.

⁴⁶¹ Vgl. Fo/huh/ms (2005), S. 1.

⁴⁶² Vgl. Gillmann (2004), S. 3.

⁴⁶³ Vgl. Fo (2005b), S. 15.

Tab. 7: Argumente für und gegen eine Offenlegung von Managergehältern

Pro	Contra
• Schutz der Aktionäre • Stärkung der Kontrollrechte der Aktionäre • Erhöhung des Anlegervertrauens • Erhöhung der Glaubwürdigkeit des Wirtschaftssystems • Anpassung an die Anforderungen globaler Märkte • Vermeiden von möglichen finanziellen Skandalen durch Informationsasymmetrie.	• Verstärkung des Neids • Nivellierung der Gehälter nach oben • Gefährdung der Sicherheit der einzelnen Personen • Verletzung des Rechts auf informationelle Selbstbestimmung. • Einführung von Sozialismus • Erhöhung der Bürokratisierung und Regulierung • Dadurch Verringerung des Anreizes Deutschlands als Investitionsstandort

Es bleibt aber offen, in wie weit die verschiedenen Argumente der beiden Gruppen fundiert sind. Bei ALTANA werden die Kodexempfehlungen bzgl. der Managervergütung ganz befolgt. Beispielfälle wie ALTANA konnten zudem davon berichten, dass keine der befürchteten negativen „Nebenwirkungen“, wie Neid bei der Belegschaft, eingetreten ist.⁴⁶⁴

Mit der Einführung der Vorstandsvergütung und des Offenlegungsgesetzes bleibt den börsennotierten Unternehmen wenig Auswahl. Unabhängig von ihrer Einstellung zur Offenlegung, ob sie für oder gegen sind, werden sie sich dem Gesetz unterwerfen müssen. Der einzige Ausweg bleibt allerdings von der die *Opt-Out*-Klausel Gebrauch zu machen.

So sicherten auch die Vorstände der Aktiengesellschaften, die gegen die Offenlegung der Managergehälter sind, wie z.B. DAIMLERCHRYSLER, BMW oder der MÜNCHNER RÜCK, dass sie sich an das Vorstandsvergütung und Offenlegungsgesetz halten werden.⁴⁶⁵ Jedoch wenn sie die Stimmen drei Viertel der Aktionäre gewinnen, können sie auf die Umsetzung des VorstOG verzichten

⁴⁶⁴ Vgl. Kurz (2005c).

⁴⁶⁵ Vgl. Fo/huh/ms (2005), S. 1; Grass [Hrsg.] (2005).

5.2. EU-Ebene

Die Debatte über Corporate Governance findet in Europa auf nationaler Ebene schon seit mehr als zehn Jahren statt. Auf EU-Ebene ist die Diskussion jedoch erst kürzlich entflammt. Die Kommission sah keinen Bedarf für eine EU-Initiative, denn die verschiedenen nationalen Kodizes waren im Kern ähnlich. Weiterhin wollte die Kommission dadurch Regelungen zur Corporate Governance in Form von *Soft Laws* bewahren.

Finanzskandale (wie ENRON in den USA) und die vermehrte Inanspruchnahme der Kapitalmärkte sowie der Anleger haben eine Reaktion der EU hervorgerufen.⁴⁶⁶ Das Thema Corporate Governance gewann auf der Agenda der Binnenmarktpolitik eine hohe Priorität. Die Kommission ergriff verschiedene Maßnahmen zur Erreichen einer effizienten Corporate Governance.⁴⁶⁷ Diese können nationale Corporate Governance-Systeme unmittelbar beeinflussen. Aus diesem Grund widmet sich dieses Unterkapitel der Darstellung der EU-Entscheidungen zum Thema. Der Fokus wird dabei auf die Entlohnungspolitik der Manager gelegt.

5.2.1. Bisherige EU-Maßnahmen

Die EU-Kommission hat sich bereits 2001 die Verbesserung des Aktionärschutzes sowie die Erhöhung der Transparenz der Corporate Governance in der EU als Ziel gesetzt. Zu diesem Zweck traf die Kommission verschiedene Maßnahmen.

Der erste konkrete Schritt erfolgte am 4. September 2001 mit der Einberufung einer **hochrangigen Expertengruppe**.⁴⁶⁸ Diese ist international besetzt. Ihre Aufgabe ist die Unterstützung der Kommission bei der Ausarbeitung der Richtlinien bzw. Empfehlungen zu verschiedenen Aspekten der Corporate Governance, u.a. die Vorstandsvergütung. Zu diesem Thema hatte diese Expertengruppe eine Reihe von Anforderungen an eine transparente und leistungsorientierte Vergütungspolitik von Managern ausgearbeitet.

⁴⁶⁶ Vgl. Hutter (2004), S. 2; Noord/Bradley(2003), S. 27.

⁴⁶⁷ LANOO und KHACHATURYAN (2004) kritisierten das Vorgehen der der Kommission als „*over-reacting*“. Vgl. Lanoo und Khachaturyan (2004), S. 2.

⁴⁶⁸ Vgl. KOM (2001).

Diese hat sie in ihrem jährlichen Abschlußbericht „Moderne gesellschaftliche Rahmenbedingungen in Europa“ am 04. November 2002 vorgelegt. Diese sollten nach der Expertengruppe der Entwicklung von einem „Regelwerk für die Vergütung von Direktoren“ in den EU-Staaten dienen.

Die Gesamtvorschläge der Expertengruppe wurden von der Kommission in ihrem **Aktionsplan** zur „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der EU“ vom 21. Mai 2003 aufgenommen.⁴⁶⁹

Dieser Aktionsplan stellte das Gesamtkonzept vor, das die Kommission im Bereich Gesellschaftsrecht und Corporate Governance verfolgt. Die Zielsetzungen des Konzeptes waren:

- Stärkung der Aktionärsrechte und des Schutzes Dritter;
- Förderung von Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen.

Zum Erreichen dieser Ziele enthält der Aktionsplan eine Reihe von Vorschlägen für konkrete Maßnahmen, die entweder unverbindliche Normen sind, (*Soft Laws*) oder Richtlinien. Diese Regeln sollten nach ihrer Priorität umgesetzt werden. So gibt es Maßnahmen, die kurzfristig (2003-2005), mittelfristig (2006-2008) sowie langfristig (über 2009 hinausgehende) ausgerichtet sind.⁴⁷⁰

Zu den kurzfristigen Maßnahmen, die dringend umgesetzt werden sollten, gehörte die Empfehlung zu den Bezügen der Unternehmensspitze. Die Kommission erkannte in diesem Aktionsplan, den Anspruch der Aktionäre auf die Beurteilung des Zusammenhangs zwischen der Vorstandsvergütung und den Unternehmensergebnissen.⁴⁷¹

Zu diesem Zweck hat die Kommission die Empfehlungen zur Vergütungspolitik der hochrangigen Expertengruppe herausgearbeitet und weiterentwickelt. Diese basierten auf den folgenden **Grundanforderungen**:

- Offenlegung der Vergütungspolitik im Jahresabschluss;
- Detaillierte und individualisierte Offenlegung der Managergehälter im Jahresabschluss;

⁴⁶⁹ Vgl. KOM (2003).

⁴⁷⁰ Vgl. Noord/Bradley (2003), S. 27.

⁴⁷¹ Vgl. Noord/Bradley (2003), S. 27 f.

- Vorherige Genehmigung der Hauptversammlung für aktien- und optionsbasierte Gehaltskomponente;
- Ordnungsmäßiger Ausweis der Kosten dieser *Incentive*-Pläne im Jahresabschluss.

Anschließend wurden diese Empfehlungen zur Vergütungspolitik im Februar 2004 in einem Konsultationsverfahren in 14 europäischen Ländern (darunter 12 EU-Länder) zur Diskussion gestellt. Die Vorschläge stoßen insgesamt auf positive Resonanz.⁴⁷²

Die endgültige Fassung der Empfehlung zur Vergütung von Managern wurde von der Kommission am 14. Dezember 2004 verabschiedet.⁴⁷³

Die Empfehlung „zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften“ enthält eine Reihe von Regeln zur Vergütungspolitik. Sie sind unverbindlich und richten sich an alle börsennotierten Gesellschaften der EU-Länder.

Die Empfehlung der Kommission enthält die Normen zur Managervergütung, die bereits im DCGK enthalten sind. Neuerungen betreffen insbes. die folgenden Maßnahmen:

- Vorlage einer Erklärung zur Vergütungspolitik, die s.g. „Vergütungserklärung“;
- Abstimmung der Vergütungserklärung in der Jahreshauptversammlung;
- Offenlegung der Abfindungszahlungen;
- Angabe der nicht-finanziellen Vergütungsleistungen;
- Detaillierte Ankünfte zur den *Incentive*-Leistungen.

Diese Neuen Empfehlungen sind zu dem DCGK komplementär. Sie ergänzen die Mängel, die der DCGK aufweist.

⁴⁷² Die Konsultation wurde von den Dienststellen der Generaldirektion Binnenmarkt (GD MARKT) durchgeführt. Für die Zusammenfassung der Konsultation siehe GD MARKT (2004).

⁴⁷³ Vgl. KOM (2004b).

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Empfehlung der Kommission für mehr Transparenz bei der Gestaltung und Offenlegung der Vergütungspolitik für Manager sorgt. Das soll zur Steigerung des Anlegervertrauens beitragen und die Sicherheit der Finanzmärkte erhöhen. Da sie aber nur *Soft Law*-Charakter darstellen, bleibt es fraglich, inwieweit sie von den Unternehmen aufgenommen wird. Die Rolle der Regierungen hierbei ist entscheidend.

In Deutschland wird sich nun diese Frage insbes. nach der Umsetzung der Abstimmungsregelung in der Hauptversammlung stellen. Diese Regelung ist nicht in dem neuen Vorstandsvergütungs- und Offenlegungsgesetz enthalten.

5.2.2. Zukunftsperspektiven

Die EU-Kommission wird in der Zukunft die Umsetzung des Aktionsplans weiterführen. Zu diesem Zweck hat die Kommission im Rahmen der niederländischen Präsidentschaft ein **Europäisches Forum** am 18. Oktober 2004 gegründet. Es besteht aus fünfzehn Sachverständigen, die für drei Jahre ernannt wurden. Die Mitglieder des Forums verfügen über Erfahrung und Kompetenz auf dem Gebiet der Corporate Governance, die gemeinschaftsweit anerkannt ist.⁴⁷⁴ Das Forum soll zur Förderung der **Konvergenz der nationalen Corporate Governance Kodizes** in Europa beitragen. Seine Mitglieder treffen unter Leitung der Kommission zwei- bis dreimal jährlich zusammen und legen einen Jahresbericht mit ihren Empfehlungen vor.⁴⁷⁵ Das Forum solle auch das *comply-or explain*-Prinzip fördern.⁴⁷⁶

Eine Konvergenz der europäischen Corporate Governance Kodizes sollte aber nicht auf den Entwurf eines einheitlichen Kodex hindeuten. Das betonte der damalige Binnenmarkt-Kommissar Frits Bolkestein bei der Einrichtung des Forums ausdrücklich: *“Diese Maßnahme ist kein Vorläufer für einen Europäischen Corporate Governance-Kodex, sondern eine Initiative für insgesamt höhere Standards. Das Forum wird uns in diesem Vorhaben*

⁴⁷⁴ Dem fünfzehnköpfigen Forum gehören u. a. Gerhard Cromme, Aufsichtsratsvorsitzender der THYSSENKRUPP AG, und Roland Oetker, Präsident der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), an. Für die Gesamtliste der Forumsmitglieder vgl. KOM (2004 a), S. 3.

⁴⁷⁵ Vgl. KOM (2004 a).

⁴⁷⁶ Vgl. Sundeep (2004), S. 3.

unterstützen, ohne nationale Traditionen beiseite zu schieben oder uns etwas aufzuzwingen."⁴⁷⁷

Die Einführung eines einheitlichen EU-Kodex ist nicht notwendig. Das war der Entschluss der Kommission nach den Ergebnissen einer komparativen Studie zu den Corporate Governance Kodizes in den EU-Staaten 2002.⁴⁷⁸ Diese Untersuchung hat gezeigt, dass die nationalen Corporate Governance Kodizes in den EU-Ländern sich *im Grunde* ähneln.⁴⁷⁹

Aber es besteht eine große Divergenz zwischen den verschiedenen nationalen Kodizes. Der Versuch sie zu einem einheitlichen Kodex zu verarbeiten könnte scheitern. Anderen Falls könnte es zur Entwicklung eines komplexen Kodex führen, denn er müsse die verschiedenen Besonderheiten der zahlreichen nationalen Kodizes enthalten.⁴⁸⁰

Der jetzige Binnenmarkt-Kommissar McCreevy, dessen Haltung zu regelbasierten Corporate Governance Vorstößen durch die EU als reserviert gilt, verfolgt die Schritte seines Amtsvorgängers.⁴⁸¹ Er lehnt auch einen europäischen Verhaltenskodex ab. Er würde auf einen wenig hilfreichen politischen Kompromiss hinauslaufen, der den Investoren keine Vorteile brächte, begründet McCreevy seine Stellung.⁴⁸² Er wird sich weiterhin auf „Koordinierung“ beschränken und einige Minimalstandards festlegen.⁴⁸³ Das sollte auch für die Vergütungspolitik gelten.

⁴⁷⁷ KOM (2004 a).

⁴⁷⁸ Diese Untersuchung wurde im Auftrag der Kommission von Weil Gotthard & Menges durchgeführt. Mehr dazu in: GD MARKT [Hrsg.] (2002).

⁴⁷⁹ Vgl. Sundeep (2004), S. 3.

⁴⁸⁰ Vgl. Sundeep (2004), S. 3.

⁴⁸¹ Vgl. JH (2005), S. 14.

⁴⁸² Vgl. JH (2005), S. 14.

⁴⁸³ Vgl. Heilmann/Hoenig (2004), S. 2.

6. Fazit

6.1. Zusammenfassung

Seit der Etablierung von Kapitalgesellschaften ist die Trennung von Eigentum (Aktionäre) und Unternehmensführung (angestellte Manager, Geschäftsführer oder Vorstände) Ursache von Problembereichen und Anregung von Diskussion in Wirtschaft, Gesellschaft und Politik. Die Principal Agent-Beziehung ist damit der Hauptauslöser der Notwendigkeit, Begründung und Diskussion von s.g. Corporate Governance Regeln. Diese sollen dazu angetan sein, die spannungsbehaftete Beziehung mittels geeigneter Regeln transparent und fair zu gestalten. Das Mitwirken an diesem Prozess, insbes. die Befolgung der „Fair Play“-Regeln hat für alle Beteiligten signifikante Vorteile.⁴⁸⁴ Unternehmenseigner, insbes. (Klein-) Aktionäre bekommen für Ihre Investments die Chance auf eine angemessene Rendite. Unternehmenslenker erhalten für Spitzenleistungen „gutes Geld“, für mittelmäßige und schlechte Leistungen gibt es entsprechend weniger. Mitarbeiter und die breite Öffentlichkeit partizipiert an einem „ehrlicheren“ Prozess, der Leistung und Kompensationen sowie die Metriken hinter den Vergütungsschemata offen legt. Damit kann auch hier durch die Unternehmen um Vertrauen für eine z.T. sehr hohe Vergütung von Einzelpersonen geworben werden.

Empirische Studien haben einige in der Diskussion schon länger vorherrschende Meinungen bestätigt und gezeigt, dass Unternehmen, welche Corporate Governance-Vorschriften verfolgen, Vorteile bei der Generierung von Shareholder Value besitzen.⁴⁸⁵ Dadurch werden Investoren und Fondsmanager motiviert. Weiterhin erhöht Corporate Governance durch die Transparenz- und Informationsregel das Vertrauen von Fremdkapitalanlegern.⁴⁸⁶ Das Vertrauen ist unabdingbar für die Versorgung der Unternehmen mit Kapital und für die

⁴⁸⁴ Vgl. Müller (2003), S. 21.

⁴⁸⁵ Vgl. Lee (2003), S. 19 f.

⁴⁸⁶ Eine im 2002 veröffentlichte Studie der Unternehmensberatung McKinsey ist zu dem Ergebnis gekommen, dass die Berücksichtigung der Corporate Governance in einem genau so zählt bei der Bewertung eines Unternehmens wie seine Erfolgsergebnisse. Vgl. McKinsey & Company [Hrsg.] (2002).

Stabilität der Finanzmärkte.⁴⁸⁷ Langfristig ist dies günstig für steigende Aktienkurse.⁴⁸⁸

Damit steigt die Attraktivität des Landes für Investoren insgesamt. Investitionen sind entscheidend für die Wirtschaft eines Landes, denn sie schaffen Arbeitsplätze, erhöhen die Kaufkraft und führen damit zu mehr Wirtschaftswachstum und Prosperität.

Kapitalgesellschaften müssen ihrer Verantwortung, die sie im wirtschaftlichen sowie sozialen Umfeld eines Landes haben, nachkommen. Sie müssen die bereits etablierten Standards zur Corporate Governance umsetzen und so das Vertrauen von Mitarbeitern und der breiten Öffentlichkeit gewinnen. Die Vergütungspolitik ist ein sensibles Feld, welches klare Handlungen, solide praxisorientierte Regeln und eine verstärkte Transparenz benötigt.

Zur Erfüllung dieses Zweckes wurden die Regelungen des DCGK zur Vorstandsvergütung festgelegt. Ihre Analyse im Rahmen dieser Arbeit hat gezeigt, dass sie praxisorientierte Lösungen enthalten, die bei ihrer Umsetzung zur hohen Transparenz beim Thema Managervergütung führen können. Allerdings hat diese Arbeit auch eine Reihe von Schwächen identifiziert, die noch verbesserungsbedürftig sind. Die Ursachen von Schwächen oder dem Nichtbeachten von Kann-Vorschriften sind umfangreich. Zudem beinhalten Kann-Vorschriften und die freie Selbstverpflichtung der Wirtschaft die Möglichkeit für manche Akteure, auszuscheren. Dies muss aber nicht immer sofort als Boykott bewertet werden. Der aktuelle Eindruck ist, dass Unternehmen eine gewisse Zeit für eine Diskussion, Akzeptanz und Implementierung der Standards benötigen. Gerade deutsche Unternehmen weisen diese abwartende, aber keineswegs unbedingt ablehnende Haltung auf.

Allerdings gibt es auch eine Minderheit an deutschen Unternehmen, welche sich dem Thema sehr *voreingenommen* widmen. Die Kritik einer Überbürokratisierung scheint reflexartig vorgetragen zu sein. Dies könnte eben einen voreiligen Schluss für die Sollseite darstellen. Ist doch auf der Habenseite der „Bilanz“ des

⁴⁸⁷ Vgl. Helmis (2002), S. 5.

⁴⁸⁸ Vgl. Wolfram (2000), S. 10; Wolfram (2002), S. 6.

„Projektes“ Optimierung der Corporate Governance von Unternehmen ein stark verbessertes Verhältnis zu Investoren zu vermuten.

Wer den Erfolg des „Projektes“ mit einer 100%igen und raschen Befolgung der Regelungen gleichsetzt, muss allerdings ein Scheitern der bisherigen Vorgehensweise konstatieren. Rufe nach dem Scheitern der Selbstregulierung der privaten Wirtschaft in Deutschland machen die Runde. Die Verabschiedung eines Gesetzes zur vollen Regulierung war offenbar erforderlich, um Unternehmen zu einer individualisierten und transparent offen gelegten Vergütungspolitik zu bewegen. Trotz dem hart erscheinenden Gesetzesentwurf ist fraglich, ob die Erwartungen an das Gesetz eingelöst werden können. Die *Opt-Out*-Regelung könnte weiterhin eine umfassende Offenlegung blockieren. Trotz einem *harten* Gesetz gibt es somit Auswege für die Unternehmensleitung aus der s.g. und viel befürchteten Bürokratiefalle. Der „Schwarze Peter“ wurde so an die Hauptversammlung und das *gros* der Aktionäre weitergegeben. Diese müssen nun in einer wahrlich nicht einfachen Dilemmasituation entscheiden: wird ihnen das *Mehr* an Transparenz ein *Weniger* an Rendite wert sein? Schließlich müssen die Aktionäre die Zeche des Mehraufwandes bezahlen. Da von Seiten institutioneller Anleger eher Zurückhaltung bis hin zu schwacher Zustimmung auszumachen ist und sogar die Schutzgemeinschaft der Kleinanleger in Deutschland ein glühender Verfechter der neuen Regeln zu sein scheint, dürfte eine Zustimmung auf Hauptversammlungen zum „Weiter so“, will sagen zur Weiterführung eines weniger transparenten Vorgehens nicht zu befürchten sein. Unternehmen wie die PORSCHE AG werden dann erleben, ob sie ihre Aktionäre richtig einschätzen (was sie i.a. zu tun vermögen).

Mit der Verabschiedung der EU-Empfehlung zur Vergütungspolitik, stellt sich nun die Frage, ob diese Empfehlung nicht das gleiche Schicksal ereilt, wie das des DCGK. In diesem Fall könnte die EU auch zu zwingenden Maßnahmen durch verbindliche Richtlinien greifen, um die Offenlegung bei der Managervergütung zu fördern. Entsprechend dem aktuellen Stand der Agenda der amtierenden Kommission wird dies soweit ersichtlich zumindest nicht in unmittelbarer Zukunft eintreten.

Die nationalen Regierungen bekommen darum auch hier wieder den Ball zugespielt. Sie sollen selber Maßnahmen ergreifen und die börsenorientierten Unternehmen zur Anwendung der Empfehlungen und Regeln bewegen. Angesichts der doch diffizilen Problematik und der z.T. angeratenen unternehmensspezifischen Lösungswege, könnte dies ein guter Weg zu einer besseren Corporate Governance für Unternehmen und ihre Stakeholder in Europa bedeuten.

6.2. Rückblick und Kritische Würdigung

Neben den Bemühungen um eine Offenlegung von Managervergütungssystemen und der Integration eines *Best-practice* in Unternehmensführung und- kontrolle bleibt aber die Kernfrage: wie kann eine effektive Managervergütung durchgeführt werden? Dabei gibt es mehrere Problembereiche.

Zum einen ist das Thema technisch komplex (z.B. Bewertung von Optionsprogrammen, u.a. für einen bilanziellen Ansatz). Zum zweiten kann diese Komplexität den Informationsvorsprung der angestellten Manager (Agent) vergrößern. Die breite Öffentlichkeit, z.T. auch nicht jeder Aktionär durchdringt die verschiedenen Wirkungszusammenhänge und Wertfindungen.

Der letztgenannte Themenkomplex betrifft den Charakter von *Stock Options*-Plänen als „Trojanisches Pferd“ der s.g. Agents. Mit komplexen Regelungen könnten diese die Investorengemeinde „verwirren“. Institutionellen Anlegern mag das nicht passieren, doch sind mehr als die Hälfte der Kapitalanleger in Deutschland Privatleute. Diesen könnte es an Zeit und Know how fehlen, um Detailfragen zu klären und letztlich eine fundierte Entscheidung zu treffen. Auf dieser Basis wären detailliertere Empfehlungen doch eine gute Herangehensweise. Es sollten somit Anlegern Empfehlungen zur „guten“ Corporate Governance für ihre persönliche Urteilsfindung und schließlich ihr Abstimmungsverhalten auf der Hauptversammlung an die Hand gegeben werden. Davon ist der Corporate Governance Prozess in Deutschland und Europa aber weit entfernt. Zumindest die Öffentliche Diskussion wird von wenigen Dauerbrennerthemen ausgemacht. Europa muss in puncto Kapitalmärkte und Corporate Governance dem

Jungendalter entwachsen, um Wirtschaft und Gesellschaft nicht das Wasser abzugraben.

Der erstgenannte Themenkomplex ist v.a. von gesamtgesellschaftlicher Bedeutung. Hier lässt sich sagen, dass in den vergangenen Jahren eine hohe Entwicklungsdynamik zu erkennen war. Getrieben durch den *New Economy* Boom und das „Überschwappen“ von US-Finanzierungsstrukturen (Auftreten von *Venture Capital* und *Buy-out* Firmen) hat sich im „verschlafenen“ Europa viel geändert. Aktienoptionen und zugehörige Programme sind heute weitestgehend bekannt und werden auch zur Incentivierung eingesetzt. Die Werkzeuge (gerne auch als *Tools* bezeichnet) zur Konstruktion von Shareholder value orientierten Kompensationsplänen sind also vorhanden. Ihre Anwendung erscheint jedoch zaghaft. Wohl auch, weil eine breite Öffentlichkeit Gehälter im US-Stil von u.U. mehreren 10 Mio. € nicht tolerieren würde. Die Vorstellung ist nicht abwegig, dass Gehälter von Vorständen von 10 Mio. € und gleichzeitige Entlassungen von 1000en von Mitarbeitern durch globale Konzerne soziale Unruhen in Europa auslösen könnte. 10 Mio. € sind für US-Verhältnisse ein durchaus realistisches Gehalt eines Spitzen-CEO (z.B. von New Yorker Wall Street Banken). In Europa ist dies bisher noch nicht denkbar. Allerdings ist Europa keine Insel der Seligen. Auswege müssen hier gefunden werden. Es muss aber damit gerechnet werden, dass Europäer (weiterhin) gerne besser bezahlte Top-Stellen im Ausland annehmen, als für einen Konzern in Europa zu arbeiten. Gleichzeitig könnten europäische Konzerne Probleme haben, Führungskräfte aus ihren außereuropäischen Niederlassungen und Tochterfirmen in ihre europäischen Kernmärkte zu holen. Die Schere der Einkommen europäischer Bürger könnte in Zukunft weiter auseinander gehen. Soziale Spannungen könnten daraus resultieren. Eine komplette Abschottung von Gehaltsstrukturen für Top-Manager würde Europas Wirtschaft aber einen empfindlichen Dämpfer verabreichen.

Anhang

Abb. 14: Rangliste der 30 DAX-Unternehmen

1 SAP	11 Schering	21 Tui
2 BASF	12 Continental	22 Volkswagen
3 Daimler-Chrysler	13 Eon	23 BMW
4 Deutsche Telekom	14 Siemens	24 Allianz
5 Infineon	15 Deutsche Börse	25 Metro
6 Deutsche Bank	16 Deutsche Post	26 RWE
7 Adidas-Salomon	17 Henkel	27 Thyssen-Krupp
8 Bayer	18 Commerzbank	28 MAN
9 Altana	19 Lufthansa	29 Hypo-Vereinsbank
10 Linde	20 FMC	30 Münchener Rück

Quelle: Institutional Shareholder Services (ISS).⁴⁸⁹

⁴⁸⁹ Siehe Institutional Shareholder Services (2005).

Tab. 8: Vergütung der 30 DAX-Vorstände im Geschäftsjahr 2004 in Euro

Gesamtvorstand DAX 30	Fixe Vergütung	Variable Vergütung	Vergütung gesamt
ADIDAS-SALOMON	3,14 Mio.	11,84 Mio. [1]	14,98 Mio.
ALLIANZ	6,48 Mio.	12,30 Mio.	18,78 Mio.
ALTANA	1,52 Mio.	3,28 Mio.	4,80 Mio.
BASF	4,8 Mio.	9,2 Mio. [4]	14 Mio.
BAY. HVB	4 Mio.	4 Mio.	8 Mio.
BMW	1,9 Mio.	10 Mio.	11,9 Mio.
BAYER	1,94 Mio.	4,56 Mio. [5]	6,50 Mio.
COMMERZBANK	3,46 Mio.	1,83 Mio.	5,3 Mio.
CONTINENTAL	3,11 Mio.	4,15 Mio.	7,26 Mio.
DAIMLER- CHRYSLER	11,8 Mio.	19,8 Mio.	31,6 Mio.
DEUTSCHE BANK	3,55 Mio.	21,55 Mio.	25,10 Mio.
DEUTSCHE BOERSE	2,89 Mio. [6]	5,84 Mio.	8,73 Mio.
DEUTSCHE POST	6,27 Mio.	6,30 Mio.	12,57 Mio.
DEUTSCHE TELEKOM	4,97 Mio.	6,05 Mio.	11,02 Mio. [7]
EON	4,15 Mio.	8,8Mio. [9]	13,8 Mio.
FRESENIUS MEDICAL CARE	3,31 Mio.	4,07 Mio.	7,38 Mio.
HENKEL	3,34 Mio.	9,51 Mio.	12,85 Mio.
INFINEON	4,1 Mio.	1,3 Mio.	5,4 Mio.
LINDE	2,70 Mio.	5,74 Mio.	8,44 Mio.
LUFTHANSA	1,50 Mio.	1,45 Mio.	2,95 Mio.
MAN	3,77 Mio.	3,68 Mio.	7,45 Mio.
METRO	3,17 Mio.	5,71 Mio.	8,89 Mio.
MUENCHENER RUECK	5,37 Mio.	9,39 Mio. [11]	14,76 Mio.
RWE	4,14 Mio.	9,52 Mio. [12]	13,66 Mio.
SAP	3,08 Mio.	12,10 Mio.	15,18Mio.
SCHERING	3,60 Mio.	10,07 Mio. [13]	13,67 Mio.
SIEMENS	8,51 Mio.	24,89 Mio. [14]	33,40 Mio.
THYSSEN- KRUPP	3,98 Mio.	7,46 Mio. [15]	11,44 Mio.
TUI	3,03 Mio.	4,94 Mio.	7,97 Mio.
VOLKSWAGEN	4,21 Mio.	7,4 Mio.	11,61 Mio.

[1] dazu gehören ein Performance Bonus, ein Bonus im Rahmen von Long Term Incentive Plan und Aktienoptionen, [2] enthält einen jährlichen Bonus und eine Rückstellung für einen Drei-Jahres-Bonus, [3] bemisst sich anhand der Entwicklung des operativen Ergebnisses EBITA sowie der Verzinsung des operativ eingesetzten Kapitals (ROCE -Return on capital employed), [4] Bemessungsgrundlage ist die Gesamtkapitalrendite, [5] Tantieme, die sich am Erreichen definierter Brutto-Cashflow-Ziele orientiert und Konzernzulage, [6] enthält das Fixgehalt und andere Bestandteile wie Firmenwagen, Versicherung, [7] inklusive Vergütung für zwei ausgeschiedene Vorstandmitglieder, [8] nur Tantieme, [9] Gewinne aus der Ausübung von virtuellen Aktienoptionen (SAR) inklusive, [10] Tantieme und Sonstiges wie Dienstwagen, [11] inklusive Jahresbonus, mittelfristigem und langfristigem Incentive-Plan, [12] inklusive Aktienoptionsprogramm, [13] inklusive Gewährung von Optionsrechten, [14] dazu gehört ein Jahresbonus, Zuschüsse für Versicherung , aktienbasierte Vergütung, [15] inklusive Tantieme und Anreizsystem wie Wertezuwachsrecht

Quelle: Financial Times Deutschland (2005).⁴⁹⁰

⁴⁹⁰ Siehe Financial Times Deutschland (2005).

Literaturverzeichnis

- Adam-Müller, Axel (2002): Stock Option Plans für das Topmanagement. In: Siegwart/Mahari [Hrsg.] (2002), S. 333 ff.
- Achleitner, Ann-Kirstin; Wollmert, Peter [Hrsg.] (2000): Stock Options. Schäffer Poeschel Verlag. Stuttgart 2000.
- Achleitner, Ann-Kirstin; Wichels, D (2000): Stock Options, Finanzwirtschaft, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Unternehmensbewertung. In: Achleitner/Wollmert [Hrsg.] (2000), S. 1- 25.
- Aktiengesetz - GmbH-Gesetz (2004). 37. Auflage. Deutscher Taschenbuch Verlag. München 2004.
- ALTANA (2004): Geschäftsbericht 2004 URL: <http://gb2004.altana.com/files/de/konzernabschluss.pdf>. 25.04.2005.
- Bamberg, Günther; Spremann, Klaus [Hrsg.] (1989): Agency-Theory, Information and Incentives. Springer-Verlag Berlin. Heidelberg 1989.
- Barbier, Lauric (2001): Vernachlässigtes strategisches Controlling- Ein Führungssysteme für die Unternehmensspitze. In: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 299 vom 24.12.2001, S. 18.
- Bassen, Alexander (2000): die Einführung von Stock Options aus Aktionärsicht. In: Achleitner/Wollmert [Hrsg.] (2000), S. 279-278.
- Bassen, Alexander (2005): Großer Schritt nach vorne. In: Das Börsen- Journal, Nr. 09 vom 28.04.2005. Elektronische Ausgabe. URL: <http://www.wertpapier.de>. 10.04.2005.
- Baums, Theodor; Fraune, C. (1995): 'Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung'. In: Die Aktiengesellschaft 3/95, 40. Jahrgang., S. 97-112.
- Baums, Theodor (1998): Corporate Governance in Germany – System and Current Developments – Arbeitspapier Nr. 70. Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht. Osnabrück 1998.
- Baums, Theodor (2002): Corporate Governance Aktuelle Entwicklungen. 24.6.2002, Vortrag im Rahmen des Rechtspolitischen Kolloquiums,

- veröffentlicht als IRP – Rechtspolitisches Forum Nr. 12. URL:
http://www.irp.uni-trier.de/12_Baums.pdf. 10.03.2005.
- Bayer, Tobias (2005): Dossier Darf's ein bisschen mehr sein? In : Financial Times Deutschland, vom 12.5. 2005, S. 36.
- Bebchuck, Lucian Arye; Fried, Jesse (2003): Executive compensation as an agency problem, Centre for economic policy research, London 2003
- Bebchuk Lucian Arye; Fried Jesse (2004): Pay without Performance- The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Havard University Press 2004.
- Becker, Fred G. (1990): Anreizsysteme für Führungskräfte. Verlag C.E. Poeschel. Stuttgart 1990.
- Beiner, Stefan; Drobetz, Wolfgang; Schmid, Markus; Zimmermann Heinz (2004): Corporate Governance, Unternehmensbewertung und Wettbewerb – eine Untersuchung für die Schweiz. Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum Universität Basel. 30. 08. 2004. Diskussionsbeitrag für das Ottobeuren-Seminar, 13.–15. September 2004.
- Benz, Matthias; Stutzer, Alois (2001): Was erklärt die steigenden Managerlöhne? Ein Diskussionsbeitrag. In: Die Unternehmung 57 (1), S. 5 -19.
- Berle, A.; Means, G. (1932): The Modern Corporation and Private Property, New York: World Inc 1932.
- Berrar Carsten (2001): Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich. 1. Aufl. Baden-Baden 2001.
- Berglöf, Erik (1997): "A Note on the Typology of Financial Systems". In: Hopt/Wymeersch [Hrsg.] (1997), S. 151 ff.
- Beyer, Jürgen (1998): Managerherrschaft in Deutschland? - Corporate Governance unter Verflechtungsbedingungen. Wiesbaden 1998.
- Biedermann, von Dominique; Müller, Kaspar (2002): Anlagestiftungen als Corporate Governance-Akteure - Pensionskassen üben Aktionärs-rechte aus. In: Neue Zürcher Zeitung ANLAGEFONDS vom 29.01.2002, Nr. 23 81 / B15.
- Blaß, Bettina (2002): Gläserne Unternehmensleitung erhofft 04.07.02. <http://www.capital.de/mg/art/152477.html?PAGE=2>. 12.04.2005

- Boehmer, E. (1998): 'Who controls Germany? An exploratory analysis', Institut für Bank- und Versicherungswesen. Arbeitspapier der Humboldt-Universität zu Berlin. Berlin 1998.
- Brown Courtney C. (1976): Putting the Corporate Board to Work. New York 1976.
- Brüderle, Rainer (2004): Positionspapier zu Corporate Governance vom 10.08.2004. Hrsg. FDP im Deutschen Bundestag 2004.
- Bundesministerium für Justiz (2005): Kabinett beschließt individualisierte Offenlegung der Managergehälter. Pressebericht vom 18.05.2005 URL: http://www.bmj.bund.de/enid/80e2ffccb8dc0944dd802356c00b60e9,0/Agenda/Corporate_Governance_j2.html. 20.05.2005.
- Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.; PriceWaterhouseCoopers Deutsche Revision [Hrsg.] (2000): Corporate Governance in Germany. Berlin 08/2002.
- Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.; PriceWaterhouseCoopers Deutsche Revision [Hrsg.] (2000): Corporate Governance in Deutschland. Berlin 10/2000.
- Cadbury Report (1992).URL: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> 10.01.2005.
- Canyon, Martin J.; Schwalbach Joachim (1999): Corporate Governance, executive pay and performance in Europe. In: Carpenter/Yermack [Hrsg.] (1999), S. 13 - 33
- Carpenter, Jennifer; Yermack, David [Hrsg.] (1999): Executive Compensation and Shareholder Value - Theory and Evidence. Kluwer Academic Publishers 1999.
- Gillmann, Barbara (2004): Streit um Offenlegung von Top-Gehältern. In: Handelsblatt, Nr. 182 vom 20.09.04, S. 3.
- Clarke, Thomas [Hrsg.] (2004): Theories of Corporate Governance - the philosophical Foundations of Corporate Governance. New York 2004.
- Coenenberg, Adolf G. (1999): Kostenorientierte Instrumente des Controlling, Loseblattsammlung der Universität Augsburg. Augsburg 1999.

- Coenenberg, Adolf G. (2000): Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse- Betriebswirtschaftliche, handelsrechtliche, steuerliche und internationale Grundlagen- HGB, IAS, US-GAAP. 17., völlig neu bearbeitete und erweiterte Aufl. mi-Verlag. Augsburg 2000.
- Coffee, John C. Jr (2004): "What caused Enron - A capsul social and Economic History of the 1990s".In: Clarke [Hrsg.] (2004), S. 333 – 358.
- COMMERZBANK (2005). URL:<http://www.commerzbank.de>.12.05.2005.
- COMMERZBANK (2004a): Entsprechungserklärung zum DCGK gem. §161. AktG.URL:<https://www.commerzbank.de/aktionaere/governance/entsprechenserklaerung.pdf>. 12.04.2005.
- COMMERZBANK (2004b): Geschäftsbericht 2004.
- Coombes Paul (2004): Agenda of a shareholder activist. In: McKinsey on Finance, Summer 2004, S. 5-10.
- Cromme, Gerhard (2002a): Aktuelle Fragen der Corporate Governance. Referat im Rahmen der Vortragsreihe „Rechtsfragen der europäischen Integration.“ Bonn, den 09.12.2002. Vorträge und Berichte, Nr. 133. Hrsg.: Zentrum für europäisches Wirtschaftsrecht. Bonn 2002.
- Cromme, Gerhard [Hrsg.] (2003): Corporate Governance Report 2003 - Vorträge und Diskussionen der 2. Konferenz DCGK. Schäffer Poeschel Verlag. Stuttgart 2003.
- Crone, von Hans Caspar (2001): Corporate Governance und Reputation - Vom Nutzen eines guten Rufes für Manager und Unternehmen. In: Neue Zürcher Zeitung vom Samstag 27.01.2001, S. 29.
- Crone, von Hans Caspar (2004): Risiko und Corporate Governance. Dieser Aufsatz beruht auf einem Vortrag, der zur Öffnung des Center of Competence Finance in Zürich (CCFZ) am 25 März 2004 gehalten wurde, abrufbar unter: <http://www.ccfz.ch>. 12.05.2005.
- DAIMLERCHRYSLER (2005a): Bericht des Aufsichtsrats. URL: http://www.daimlerchrysler.com/Projects/c2c/channel/documents/629791_corporate_governance.pdf. 12.05.2005.

- DAIMLERCHRYSLER (2005b): Innovationen für unsere Kunden - Geschäftsbericht 2005. URL: http://www.daimlerchrysler.com/Projects/c2c/channel/documents/628999_dcx_gb_2004.pdf. 12.05.2005.
- Dechow Patricia M. ; Sloan, Richard G. (1991): Executive incentives and the horizon problem- An empirical investigation. In: Journal of Accounting and Economics 14 (1991), S. 51 – 89.
- Deutscher Aktien Institut (2001):– Factbook. 2001. Hrsg. Deutsches Aktieninstitut e.V. Frankfurt a.M. 2001.
- Deutscher Anwaltverein (DAV) (2002): Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins zum Entwurf eines Deutschen Corporate Governance-Kodex. Stellungnahme Nr. 07/02 durch den Handelsrechtsausschuss. Berlin, Januar 2002. URL:<http://www.anwaltverein.de/03/05/2002/index.html>. 02.02.2005.
- Deutscher Gewerkschaftsverbund (2003a): Bericht zur gewerkschafts- und gesellschaftspolitischen Lage Sitzung des DGB-Bundesausschusses am 3. März 2004. URL:<http://www.dgb.de>. 12.03.2005.
- Deutscher Gewerkschaftsverbund (2003b): Angemessene Vorstands- und Aufsichtsratsvergütungen<http://www.dis-ag.com/cms/disag/de/investor/shares/glossary.html#C>. 12.05.2005.
- Drost, Frank Matthias (2005a): CSU streitet über Managergehälter Gesetz über Offenlegung von Bezügen in der Kritik. In: Handelsblatt, Nr. 004 vom 06.01.05, S. 4.
- Drost, Frank Matthias (2005b): SPD-Politiker fordern den gläsernen Manager-Vorstandsbezüge sollen individuell offen gelegt werden. In: Handelsblatt, Nr. 014 vom 20.01.05, S. 3.
- Economiesuisse (2002): Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance“. Economiesuisse (2002) URL: <http://www2.economiesuisse.ch>. 12.01.2005.
- Eigendorf, Jörg; Seidlitz, Frank (2005): „Das ist starker Tobak“. In: Die Welt. Donnerstag vom 7. April 2005. Elektronische Ausgabe. In: URL:<http://www.manager-magazin.de>. 20.04.2005.

- Eisenhardt, Kathleen M. (2004): Agency-Theory: an Assessment and Review. In: Clarke [Hrsg.] (2004), S. 78 – 92.
- Engeser, Manfred (2003): Vertreibung aus dem Paradies- Vorstände: Bezahlung nach Erfolg- In: Der Wirtschaftswoche, Nr. 40/03, vom 23.09.2003. Elektronische Ausgabe. URL: http://www.wiwo.de/pswiwo/fn/ww2/sfn/bm_artikel/bmpara/1012/bmpara/415254205374616e64617264/id/257/id/35816/fm/0/artprint/1/SH/0/depot/0/. 12.02.2005.
- Ergo (2004): Corporate Governance Survey 2004. Eine Studie von Ergo Kommunikation, Köln/Frankfurt am Main, Juni 2004.
- Fama, Eugene F.; Jensen, Michael C. (2004):“Separation of Ownership and Control”. In: Clarke [Hrsg.] (2004), S. 64 - 77.
- Fälschle, Christian (2005): Was verdienen US-Manager - Jenseits von Gut und Böse. In: Das Börsen Journal, Nr.09 vom 28.04.2005. Elektronische Ausgabe.URL:<http://www.wertpapier.de>. 12.05.2005.
- Felton, Robert F. (2004): What directors and investors want from governance reform. In: The McKinsey Quarterly, Nr. 2, 2004.
- Ferstl J. (2000): Managervergütung und Shareholder Value - Konzeption einer wertorientierten Vergütung für das Topmanagement. 2000.
- Financial Times Deutschland (2005): vom 01.04.2005. URL: <http://www.ftd.de/div/1635.html>. 12.05.2005.
- Fo (2005a): Manager lehnen Zwang zur Offenlegung von Gehältern ab. In: Handelsblatt, Nr. 025 vom 04.02.2005, S. 10.
- Fo (2005b): Cromme-Kommission berät neue Regeln. In: Handelsblatt, Nr. 099 vom 25.05.05, S. 15.
- Fo/huh/ms (2005): Regierung erzwingt umfassende Offenlegung der Managergehälter. In: Handelsblatt, Nr. 095 vom 19.05.2005. S. 1.
- Fockenbrock, Dieter (2005): Managergehälter eilen Gewinnen voraus. In: Handelsblatt, Nr. 065 vom 05.04.05. S. 2.
- Frese, E. (1992): Handwörterbuch der Organisation. Stuttgart 1992.
- Garen, John E. (1994): Executive Compensation and Pricipal-Agent Theory. In: Journal of Political Economy, Volumen 102, Nr. 6, S. 1175 ff. Chigago 1994.

- GD MARKT [Hrsg.] (2002): Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its member States. GD-Binnenmarkt. Brüssel 2002.
- GD MARKT [Hrsg.] (2004): Zusammenfassung der Kommentare zum Konsultationspapier „Förderung einer geeigneten Regelung für die Vergütung von Direktoren“ der Dienststellen der GD-Binnenmarkt. Ein Arbeitspapier der GD-Binnenmarkt. Brüssel 2004.
- Gillmann, Barbara (2004): Streit um Offenlegung von Top-Gehältern. In: Handelsblatt, Nr. 182 vom 20.09.04, S. 3.
- Grass, Doris; Smolka Klaus Max; Genger, Jenny; Gorgs, Claus (2005): DAX-Firmen wetten gegen Zypries-Verstoß. In: Financial Times Deutschland. Elektronische Ausgabe. URL:<http://www.ftd.de>. 20.05.2005.
- Gregory, Holly J. (2002): Comparative Matrix Of Corporate Governance Codes Relevant To The European Union And Its Member States. Studie von Weil, Gotshal & Manges LLP. URL:http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part3_en.pdf. 30.12.2005.
- Hackethal, Andreas; Schmidt, Reinhard H.; Tyrell, Marcel (2005): Banks and German Corporate Governance: On the way to a capital market-based System? Finance and Accounting- Working Paper, Nr. 146 vom 13.2.2005. Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main. Fachbereich Wirtschaftswissenschaften. Frankfurt am Main, 2005.
- Hall, Brian J. (1999): A better Way to pay CEOs? In: Carpenter/Yermack [Hrsg.] (1999), S. 35 – 46.
- Hallock, Kevin F.; Murphy, Kevin J. [Hrsg.] (1999): The economics of Executive Compensation-Volumen I 1999.
- Hayn, Marc; Ostheim, Stefan; Sulzbach, Klaus (2000): Optionsorientierte Vergütungssysteme in der Unternehmensbewertung. In: Achleitner/Wollmert [Hrsg.] (2000). S. 233 – 258.
- He (2004): Drei Verstöße, ein Ziel: Mehr Kontrolle. In: Handelsblatt, Nr. 119 vom 23.06.04, S. 2.

- Heilmann, D. H.; Hoenig, J.(2004): "EU ist noch nicht reif für einen Kodex". In: Handelsblatt, Nr. 119 vom 23. Juni 2004, S. 2.
- Heinrich, Ralph P. (1999): A model of corporate Governance as a system. Arbeitspapier Nr. 931. Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel. 1999.
- Helmis, Sven (2002): Corporate Governance in Deutschland: Eigentums- und Kontrollstrukturen und rechtliche Rahmenbedingungen in der „Deutschland AG“. Arbeitsberichte aus dem „Institute for Mergers & Acquisitions „(IMA), Nr. 03/02. September 2002.
- Hennes, Markus (2004): Großkonzerne mauern bei Gehältern. In: Handelsblatt, Nr. 148 vom 03.08.04, S. 11.
- Hickel, Rudolf (2004): Sind die Manager ihr Geld wert? – Thesen zu den Hintergründen und Reformvorschläge gekürzte Fassung. In: Blätter für deutsche und internationale Politik 10/2004.
- Hilb/Müller/Wehrli (2004): Auszug aus der CD-ROM "VR-Praxis"- Haufe-Verlag 2004.
- Hoffritz, Jutta; Storn, Arne (2004): „Ich lege die Bezüge offen“ Soll der Staat die Chefs zur Transparenz zwingen? Ein Gespräch mit Infineons Aufsichtsratsvorsitzenden Max Dietrich Kley über Managergehälter und die Ämterhäufung in Aufsichtsräten. In: Die Zeit, Nr.42, vom 07.10.2004, S. 32.
- Holmström, Bengt (1999): Moral hazard in teams. In: Hallock/Murphy [Hrsg.] (1999), S. 122- 137.
- Hommelhoff, Peter; Hopt, Klaus J.; Werder, von Axel [Hrsg.] (2003): Handbuch Corporate Governance. Köln/Stuttgart 2003.
- Hopt, Klaus J.; Wymeersch, Eddy [Hrsg.] (1997): Comparative Corporate Governance. Berlin, New York 1997.
- Hucke, Anja; Ammann, Helmut (2003): Der deutsche Corporate Governance Kodex. Ein Praktiker-Leitfaden für Unternehmen und Berater. Herne/Berlin 2003.

- Hutter, Hans (2004): Interview – Wie und seit wann geht die Europäische Kommission das Ziel „Corporate Governance“ an? In: Finanzplatz, Nr.2 vom März 2004, S. 2 f.
- Huynh-Quan-Suu, Corinne (2005): Étymologie du terme "gouvernance". Service de Traduction. Abrufbar unter URL: http://europa.eu.int/comm/governance/docs/doc5_fr.pdf .17.11.2004.
- Institutional Shareholder Services (2005). In: Handelsblatt, Nr.008/05, vom 12.01.2005. Elektronische Ausgabe (zugänglich nur für Abonnenten), URL:<http://www.handelsblatt.de>. 30.01.2005.
- Jensen, Michael C.; Meckling, William H. (1976): Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and ownership structure. In: Journal of Financial Economics 3 (1976), S. 305 – 360.
- Jensen, Michael C. (1993): The modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. In: The Journal of Finance, Volumen XLVIII, Nr. 3 vom Juli 1993, S. 831-880.
- JH (2005): Brüssel will neue Regeln vorab eingehend prüfen. In: Handelsblatt, Nr. 046 vom 07.03.2005. S. 14.
- Jürgens, Ulrich; Rupp, Joachim; Vitols, Katrin (2000): Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland. Veröffentlichungsreihe der Abteilung Regulierung von Arbeit des Forschungsschwerpunkts Technik-Arbeit-Umwelt des Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung Nr. FS II 00-202, Berlin 2000.
- Kang, Jun-Koo; Stulz, René M. (1997): Is bank-centered corporate Governance worth it? A cross-sectional analysis of the performance of Japanese firms during the asset price deflation. OECD-Schrift vom 17.06.1997.
- Kaplan, Steven N. (1997): Corporate Governance and corporate Performance: a comparaison of Germany, Japan and the USA. In: Hopt/Wymeersch (1997), S. 195 ff.
- Kaplan, Steven N. (1999): Top executive incentives in Germany, Japan and The USA: a comparison. In: Carpenter/Yermack [Hrsg.] (1999), S. 3 – 12.
- Kenneth, Martin; Randall, Thomas, S. (2005): When is enough, enough? Market reaction to highly dilutive stock option plans and the subsequent impact on

- CEO compensation. In: Journal of Corporate Finance, Nr.11/2005, S. 61-83.
- KIENBAUM (2004): Vergütungsstudie 2003/2004 -Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder, 28. Ausgabe. 2004.
- Koenen, Jens (2004): DAX-Vorstände fürchten Imageverlust. In: Handelsblatt, vom 19.08.2004, S. 3.
- Koller, Timothy M. (2003): Accounting: Now for something completely different - It's not the bottom line, but how the bottom line is calculated, that really counts. In: McKinsey on Finance, Summer 2003, S. 16 - 21.
- KOM (2001): Gesellschaftsrecht: Kommission setzt hochrangige Expertengruppe ein. Pressebericht der Kommission Nr. IP/01/1237 vom 04.09.2001, Brüssel.
- KOM (2003): Gesellschaftsrecht und Corporate Governance: Kommission legt Aktionsplan vor. Pressebericht der Kommission Nr. IP/03/716 vom 21.05.2003, Brüssel.
- KOM (2004a): Corporate Governance: Kommission richtet Europäisches Forum zur Förderung der Konvergenz in Europa ein. Pressebericht der Kommission Nr. IP/04/1241 vom 18. Oktober 2004, Brüssel
- KOM (2004b): Empfehlung der Kommission vom 14.12.2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (2004/913/EG). Amtsblatt der EU, Nr. L 385/55, Brüssel 2004.
- Kopper, Hilmar (2004): Kreuzritter der Corporate Governance. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 118 vom 22.05. 2004, S. 14.
- Kramer, Roderick Moreland; Tyler, Tom R. [Hrsg.] (1996): Trust in Organizations Frontiers of Theory and Research. New York 1996.
- Kübler (1994): in Gebauer/Rudolph (1994)
- Küpp (2005): Vorstandsgehälter sind deutlich gestiegen. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 7, vom 26.03.2005, S. 55.
- Kurz, Jürgen (2005a): Managervergütung- Erzwungene Transparenz. In: das Börsen- Journal. Elektronische Ausgabe URL:<http://www.wertpapier.de>.20.05.2005.

- Kurz, Jürgen (2005b): Vorstandsgehälter- Gesetz soll zur Transparenz zwingen. In: das Börsen-Journal, Heft 7, Elektronische Ausgabe. URL:<http://www.wertpapier.de>. 20.05.2005.
- Kurz, Jürgen (2005c): Transparenz gefährdet den Standort Deutschland. In: das Börsen-Journal, Elektronische Ausgabe URL:<http://www.wertpapier.de>. 20.05.2005.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Schleifer, Andrei [Hrsg.] (1999): Corporate Ownership. Around the world. In: Journal of Finance, 53/1999, S. 471 ff.
- Lanoo, Karel; Khachaturyan, Arman (2004): Reform of Corporate Governance in the EU. Working Paper. Amsterdam 2004.
- Lazear, Edward P.; Rosen, Sherwin (1981): Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts. In: Journal of Political Economy, 1981, Volumen 8, Nr. 51, S. 842 – 864.
- Lawrence, P. (1980): Managers and management in West-Germany. London Croomhelm 1980.
- Lee, Paul (2003): The need for and value of Good Governance: An Institutional Investor's View. In UNITED NATIONS [Hrsg.] (2003), S. 11 - 20.
- Löw, Hans Peter (2005): Sind Sie Ihr Geld wert? In: Handelsblatt vom 14.01.2005, S. K01.
- Löwe, Claus; Sieber, Ulich D. (2000): Erfahrungen mit dem Einsatz von Stock Option-Plänen. Die Reaktion des Kapitalmarktes. In: Achleitner/Wollmert [Hrsg.] (2000). S. 47 – 60.
- Lutter, Marcus (1995): Das dualistische System der Unternehmensverwaltung. In: Scheffler, Eberhard [Hrsg.] (1995), S. 5 – 26.
- Malik, Fredmund (1999): Wirksame Unternehmensaufsicht - Corporate Governance in Umbruchzeiten. 2. Aufl. Frankfurter Allgemeine Buch. 1999.
- McKinsey & Company [Hrsg.] (2002): Global Investor Opinion Survey: Keyfindings. London, Juli 2002.
- Merz, Friedrich (2004): Maß und Mitte In: Financial Times Deutschland, vom Dienstag, 23.03.2004, S. 30.

- Müller Kaspar (2003): Corporate Governance and Globalization: The Role and Responsibilities of Investors. In: UNITED NATIONS [Hrsg.] (2003), S. 21 – 35.
- Myron S. Scholes (1991): Stock and Compensation. In: The journal of Finance, vom Juli 46/1991. S. 803.
- NetLexikon (2005). URL:<http://www.lexikon-definition.de/Korporation.html>. 20.01.2005.
- Nölting, Andreas (2004): Von gierigen Vorständen und albernen Vergleichen. In: Manager-Magazin vom 24.06.2004. Elektronische Ausgabe. URL:<http://www.manager-magazin.de>. 25.04.2005.
- Noord, de Gerben; Bradley, Nick (2003): The EU-Action Plan Company Law and Corporate Governance. In: TMI, vom Juni 2003, S. 27- 30.
- Nowak, Eric; Rott, Roland; Il G. Mahr (2004): Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt? Finance and Accounting- Working Paper, Nr. 143 der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main. Fachbereich Wirtschaftswissenschaften. November 2004.
- OECD (2004):OECD-Grundsätze der Corporate Governance- Neufassung 2004. <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>. 20.05.2005.
- O.V. (2003a): Konservativere Microsoft. In: NZZ vom Juli 2003, S. 24.
- O.V. (2003b): Ergänzende Informationen zum Kodex Report 2003 in: Der Betrieb, 56. Jahrgang. (2003), Heft 35 vom 29.08.2003.
- O.V. (2005a): Eckpunkte eines Gesetzesentwurfs "Individualisierte Offenlegung der Gehälter von Vorstandsmitgliedern von Aktiengesellschaften" vorgestellt. In: Finanz Betrieb, vom 15.03.2005.
- O.V. (2005b): Die Reaktionen der Top-Manager im Wortlaut. In: Handelsblatt vom Freitag, 06.05.2005. Elektronische Ausgabe. URL:<http://www.handelsblatt.de>. 07.05.2005.
- O.V. (2005c): SPD-Politiker kritisiert Gesetz zu Managergehältern. In: Handelsblatt vom 18.05.2005, S.1.
- O.V. (2005d): Porsche-Chef darf sein Gehalt weiter geheim halten. In: Netzzeitung vom 12.03.2005. URL: <http://netzzeitung.de>. 15.03.2005.

- O.V. (2005e): Union will Managergehälter aufdecken. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 23.05.2005. Elektronische Ausgabe. URL:<http://www.faz.net>. 25.05.2005.
- Peltzer, Martin (2004): Deutsche Corporate Governance: Ein Leitfaden. 2. Aufl. Verlag C.H. Beck. München 2004.
- Perridon, Louis; Steiner, Manfred (1997): Finanzwirtschaft der Unternehmung. 9. Aufl. Vahlen Verlag. München 1997.
- Pertl, Markus; Koch, Maximilian; Santorum, Fabio (2000): Aktienoptionspläne und EVA. In: Achleitner/Wollmert [Hrsg.] (2000), S. 259 – 278.
- Pohl, Klaus; Werder, V., Axel (2001): Die Einschätzung der Kernthesen des German Code of Corporate Governance (GCCG) durch die Praxis. In: Der Betrieb vom 25.05.2001, S. 1101 -1107.
- Potthoff, Christian (2002): Der Vorstand denkt - der Rest lenkt. In: Handelsblatt, Nr. 023 vom 01.02.2002, S. 2.
- Rappaport, Alfred (1999): Shareholder Value. 2. Aufl., 1999.
- Reinholz, Stefan (1997): Aktive Beteiligungsgesellschaften- Investmentvehikel zur Reduktion der Corporate Governance Problematik. Bamberg 1997.
- Ringleb, Henrik-Michael [Hrsg.] (2003): Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex: Kodex-Kommentar. Verlag CH Beck. München 2003.
- Rudzio, Kolja (2002): „Drei Jahre Haft sind zu wenig" Kurz vor der Wahl: Die Justizministerin droht betrügerischen Managern - Ein Interview. In: Die Zeit, Nr. 37/2002, S. 26.
- Rudzio, Kolja; Brost, Marc (2003): Neue Spielregeln für Manager und ihre Kontrolleure. In: Die Zeit, Nr. 23/2003, S. 29.
- Schätzle, Rainer J. (2002): Sind Manager ihr Geld wert- Wie wertorientierte Unternehmensführung funktioniert. Frankfurter Allgemeine Buch 2002.
- Scheffer, Eberhard [Hrsg.] (1995): Corporate Governance, Schriften zur Unternehmensführung Band 56. Gabler Verlag. Wiesbaden 1995.
- Schmidt, Reinhard H.; Grohs, Stefanie (1999): Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa -ein Forschungsprogramm Arbeitspapier Nr. 43 vom November 1999. Johann Wolfgang Goethe-

- Universität Frankfurt am Main. Fachbereich Wirtschaftswissenschaften. Frankfurt am Main 1999.
- Schmidt, Reinhardt, H. (2003): Corporate Governance in Germany: An economic Perspective. Finance and Accounting- Arbeitspapier Nr. 118 vom August 2003. Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main. Fachbereich Wirtschaftswissenschaften. Frankfurt am Main 2003.
- Schmidt, Reinhardt, H.; Weiß, Marco (2003): Shareholder vs. Stakeholder: Ökonomische Fragestellungen. Finance and Accounting-Arbeitspapier Nr. 104 vom Januar 2003. Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main. Fachbereich Wirtschaftswissenschaften. Frankfurt am Main 2003.
- Schneider-Lenné, Ellen, R. (1995): Das Angloamerikanische Board-System. In: Scheffler, Eberhard [Hrsg.] (1995), S. 27 – 56.
- Schoppen, Willi (2005): Kontrolle der Kontrolle ist Unsinn. In: Handelsblatt, vom 08.02.2005. Elektronische Ausgabe. URL:<http://www.handelsblatt.de>. 20.04.2005.
- Schupp, Jürgen; Wagner, Gert G. (2004): Vertrauen in Deutschland: Großes Misstrauen gegenüber Institutionen. In Wochenbericht des DIW Berlin vom 21/2004. Berlin. 2004.
- Sieglwart, Hans; Mahari, Julian [Hrsg.] (2002): Corporate Governance, Shareholder Value and Finance. Basel 2002.
- Sigmund, Thomas; Kort, Katharina(2005): Experten fordern mehr Transparenz Politikwissenschaftler kritisieren "Hexenjagd" auf einzelne Abgeordnete und schlagen unabhängiges Gremium vor. In: Handelsblatt, Nr. 008 vom 12.01.05, S. 2.
- Spremann, Klaus. (1989): Agent and Principal. In: Bamberg/Spremann [Hrsg.] (1989), S. 3 – 38.
- Stiglitz, Joseph (1998): „The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy“, Address to the Chicago Council on Foreign Relations, 7.02.98.URL:<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:20024294~menuPK:34474~pagePK:34370~piPK:42770~theSitePK:4607,00.html>. 10.05.2005.

- Sundeeep, Tucker (2000): The big Picture- Europe finds divergent solutions to governnac eproblems. In: Financial Times London, vom 25.10.2004, S. 3.
- Tödtmann, Claudia (2005): Wie fühlt man sich eigentlich....Hr. Claassen. In: Handelsblatt, Nr. 087 vom 06.05.05, S. k01.
- Tyrell, Marcel; Schmidt, Reinhard H. (2001): Pensions- und Finanzsysteme in Europa: Ein Vergleich unter dem Gesichtspunkt der Komplementarität. Finance and Accounting- Arbeitspapier Nr. 65 vom Februar 2001. Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main. Fachbereich Wirtschaftswissenschaften. Frankfurt am Main 2001.
- UNITED NATIONS [Hrsg.] (2003): Selected issues in corporate governance: Regional and country experiences. UNITED NATIONS. New York 2003.
- Ulw (2005): Finanzexperten fordern klare Regeln für Großinvestoren. In: Handelsblatt, Nr. 092 vom 13.05.2005, S. 25.
- Varian, Hal R. (1995) : Grundzüge der Mikroökonomik. 3. Aufl. Oldenburg 1995.
- Viénot, Marc (1995) : Les rapports Viénot I: „Le conseil d’administration des sociétés cotées." Juni 1995.
- Viénot, Marc (1999) : Les rapports Viénot II : „Rapport du comité sur le gouvernement d’entreprise." Juli 1999.
- Vitols, Sigurt (1995): Corporate Governance Versus Economic Governance: Banks and Industrial Restructing in the U.S. and Germany. Veröffentlichungsreihe der Abteilung Regulierung von Arbeit des Forschungsschwerpunkts Technik-Arbeit-Umwelt des Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung Nr. FS I 95- 310. Berlin 1995.
- Weber, Max (2000): Formen und Ausgestaltungsmöglichkeiten von Stockoptionen in der internationalen Praxis. In: Achleitner/Wollmert [Hrsg.] (2000). S. 27 – 46.
- Weimer, Jereon; Pape, Joost C. (1999): Taxonomy of Systems of Corporate Governance. Rotterdam.1999.
- Weiß, Daniel M. (1999): Aktienoptionspläne für Führungskräfte. Verlag Schmidt, Köln 1999.

- Werder, von Axel (2002): Der deutsche Corporate Governance Kodex-Grundlagen und Einzelbestimmungen. In: Der Betrieb, Heft 16 vom 19.04.2002, Jahrgang 55, S. 801 – 810.
- Werder, von Axel; Talaular, Till; Kolat, Georg, L. (2003): Kodex Report 2003: Die Akzeptanz der Empfehlungen des deutschen Corporate Governance Kodex. In: Der Betrieb. Heft 35 vom 29.08.2003, Jahrgang 56, S. 1857 – 1863.
- Werder, von, Axel (2003): Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance. In: Hommelhoff/Hopt/Werder [Hrsg.] (2003).
- Werder, von, Axel (2003). In: Ringleb [Hrsg.] (2003).
- Werder, von Axel; Talaular, Till; Kolat, Georg, L. (2004): Kodex Report 2003/4 Die Akzeptanz der Empfehlungen des deutschen Corporate Governance Kodex. In: Der Betrieb, Heft 26 vom 25.06.2004, Jahrgang 57, S. 1377 – 1382.
- Werder, von Axel (2005): Ausführungen anlässlich der Pressekonferenz am 11 März 2005. Pressebericht des BCCG. Berlin 2005.
- Werder, von Axel; Talaular, Till (2005a): Umsetzung der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. Eine empirische Erhebung der DAX-, MDAX- und SDAX-Gesellschaften. Executive Summary vom 11.03.2005. Berlin 2005.
- Werder, von Axel; Talaular, Till (2005): Kodex Report 2005: Die Akzeptanz der Empfehlungen des deutschen Corporate Governance Kodex. In: Der Betrieb. Heft 16 vom 22.04.2005, Jahrgang 58, S. 841 – 846.
- Winter, Stefan (1996): Möglichkeiten der Gestaltung von Anreizsystemen für Führungskräfte. Arbeitspapier Nr. 96-6, vom 14.11.1996. Humboldt Universität zu Berlin. Berlin 1996.
- Winter, Stefan (1998): Zur Eignung von Aktionsplänen als Motivationsinstrument für Manager. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Heft 50 vom Dezember 1998.
- Winter, Stefan (2000): Optionspläne als Instrument wertorientierter Managementvergütung. Peter Lang. Europäischer Verlag der Wissenschaften. Frankfurt am Main 2000.

- Wolfram, Jens (2000): Corporate Governance in Deutschland. Hrsg. Bundesverband der Deutschen Industrie e.V./ PriceWaterhouseCoopers Deutsche Revision. Drucksache Nr. 322 vom Oktober 2000. Berlin 2000.
- Wolfram, Jens (2002): Corporate Governance in Germany. Hrsg. Bundesverband der Deutschen Industrie e.V./ PriceWaterhouseCoopers Deutsche Revision vom August 2002. Berlin 2002.