

## **Vergütungssysteme für Vorstände – Eine Analyse mehrjähriger Bemessungsgrundlagen und Caps**

The design of executive compensation –  
An analysis of long-term compensation components and caps

**Version: Jul 2018**

**Dipl.-Ök. Philip Michels**

Doktorand / PhD. student

Lehrstuhl für Human Resource Management, Fakultät für Wirtschaftswissenschaft, Ruhr-Universität Bochum

## **Abstract**

In reaction to the financial crisis German legislative authorities enacted "The Appropriateness of Executive Board Compensation Act (VorstAG)" in 2009. This paper focuses on the question whether the legislative objectives can be met with the VorstAG. For this purpose, the new legal regulation criteria performance, customariness of remuneration, and sustainability will be critically analyzed, as well as the statutory use of long-term compensation components and caps. It will be shown that compensation systems of all German DAX30 companies meet the legal regulations. This leads to the economic question if long-term compensation components and caps can contribute to a prevention of high-risk decisions, and thus incentivize the executive board towards a long-term orientated sustainable corporate management.

Two steps are taken to answer this question. In a first step, recommendations for the design of executive compensation will be drawn from basic compensation design requirements and from (behavioral) economic theories, Principal-Agency-Theory and Prospect Theory. Based on this findings, the legislative objectives, the new legal regulation criteria, and three exemplary compensation systems from DAX30-executives will analyzed in a second step. The analysis shows that the legal regulation itself is very questionable, because it offers a massive scope for interpretation thereby impeding practicability. Although the compensation systems meet all legal regulations, the implemented long-term compensation components and caps do neither imply that high-risk decisions can be prevented nor that the executive board will be incentivized towards a long-term orientated sustainable corporate management.

## **Keywords**

Corporate Governance; Executive compensation; Pay for performance; Compensation design; Agency Theory; Prospect Theory

## **Abstract**

Als Reaktion auf die Finanzkrise hat der deutsche Gesetzgeber im Jahr 2009 das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) eingeführt. In diesem Paper wird analysiert, ob sich die vom Gesetzgeber intendierten Zielsetzungen durch das VorstAG erreichen lassen. Hierzu werden die neu aufgenommenen Angemessenheitskriterien Leistung, Üblichkeit und Nachhaltigkeit und die gesetzlichen Vorgaben zur Vergütungsstruktur, nach der Vergütungssysteme zukünftig mehrjährige Bemessungsgrundlagen und Vergütungsbegrenzungen (Caps) aufweisen müssen, kritisch bewertet. Da alle DAX30-Unternehmen die Vorgaben zur Vergütungsstruktur umsetzen, ist aus ökonomischer Sicht die Frage zu beantworten, ob Vergütungssysteme mit mehrjährigen Bemessungsgrundlagen und Vergütungsbegrenzung (Cap) das Eingehen unverantwortlicher Risiken vermeiden können und tatsächlich Anreize zu einer nachhaltigen, langfristig orientierten Unternehmensführung setzen.

Zur Beantwortung dieser Fragestellung werden zuerst Ausgestaltungsempfehlungen für Vergütungssysteme abgeleitet, die sich aus den grundlegenden Anforderungen an Vergütungssysteme und den modelltheoretischen Erkenntnissen der Prinzipal-Agenten-Theorie sowie der Prospect Theory zum Entscheidungs- und Risikoverhalten ableiten lassen. Die nachfolgende Analyse zeigt, dass die Regelungen des VorstAG aus ökonomischer Perspektive insgesamt kritisch zu beurteilen sind und erheblichen Interpretationsspielraum aufweisen, was die praktische Umsetzbarkeit erschwert. In den betrachteten Vergütungssystemen werden zahlreiche der hergeleiteten Ausgestaltungsempfehlungen berücksichtigt, allerdings resultiert aus der Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen und Vergütungsbegrenzungen nicht automatisch der Anreiz zu einer langfristig orientierten Unternehmensführung.

## **Keywords**

Corporate Governance; Vorstandsvergütung; Vergütungsgestaltung; Pay for performance; Prinzipal-Agenten-Theorie; Prospect Theory

## 1. Einleitung

Seit Jahrzehnten ist die Vergütung von Managern Gegenstand einer kontrovers geführten Debatte in Wissenschaft, Politik und Öffentlichkeit. Diese Debatte wurde durch den Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007, die im Zusammenbruch der amerikanischen Großbank Lehman Brothers im September 2008 gipfelte, weiter befeuert. Während in der Öffentlichkeit die Höhe der Gesamtvergütung und deren Verhältnis zum durchschnittlichen Arbeitnehmerinkommen im Mittelpunkt standen<sup>1</sup>, gerieten in der Politlandschaft die variablen Vergütungselemente in den Fokus.<sup>2</sup>

Durch diese variablen Vergütungselemente fließen leistungs- und erfolgsabhängige Komponenten in die Vergütung ein, durch deren induzierte Verhaltensanreize der modelltheoretische Prinzipal-Agenten-Konflikt gelöst werden soll.<sup>3</sup> Nach Ansicht der damaligen Bundesregierung haben die implementierten variablen Vergütungssysteme durch fehlerhafte Verhaltensanreize kurzfristiges Denken sowie überhöhte Risikobereitschaft gefördert. Daher wurden sie als einer der Auslöser der Finanzkrise eingestuft. Die damalige Bundesregierung sah sich deswegen zum Handeln gezwungen und hat im Jahr 2009 das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) erlassen. Ziel des Gesetzes ist die Sicherstellung einer nachhaltigen, langfristig orientierten Unternehmensführung. Zugleich soll die Verantwortlichkeit des Aufsichtsrats bei der Festsetzung einer angemessenen Vergütung gestärkt werden. Zur Beurteilung der Angemessenheit sind zudem fortan weitere neue Kriterien heranzuziehen.<sup>4</sup>

Um Vorständen Anreize für eine nachhaltige, langfristig orientierte Unternehmensführung zu setzen, hat der Gesetzgeber explizite Vorschriften zur Gestaltung der Vergütungsstruktur erlassen. Variable Vergütungsbestandteile sollen künftig an eine mehrjährige Bemessungsgrundlage gekoppelt werden, zudem soll eine Vergütungsbegrenzung – nachfolgend auch Cap genannt – vereinbart werden. Die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen impliziert die zeitliche Verschiebung von Vergütungsauszahlungen und die Koppelung der variablen Vergütungsbestandteile an positive und negative Entwicklungen im Bemessungszeitraum. Die genaue vertragliche Umsetzung wird vom Gesetzgeber nicht konkretisiert, exemplarisch genannt werden aber Bonus-Malus-Systeme oder Performancebetrachtungen über den gesamten Bemessungszeitraum. Durch die Vergütungsbegrenzung soll die Vergütung im Fall außerordentlicher Entwicklungen begrenzt werden. Deren konkrete Ausgestaltung und die Verantwortung für die

---

<sup>1</sup> Vgl. Drefahl (2013), S. 111ff.

<sup>2</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/12278 (2009), S. 1.

<sup>3</sup> Vgl. Crasselt/Fründ (2014), S. 165.

<sup>4</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/13433 (2009), S. 1ff.

vertragliche Umsetzung der Vorgaben zur Vergütungsstruktur legt das Gesetz explizit in den Verantwortungsbereich des Aufsichtsrats.<sup>5</sup>

Die Verwendung mehrjähriger, im Wesentlichen zukunftsbezogener Bemessungsgrundlagen und die Begrenzungsmöglichkeit der Vergütung werden auch in der aktuellsten Fassung des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) empfohlen. Mit Inkrafttreten der aktuellen Fassung des DCGK wurde zudem erstmalig die Empfehlung aufgenommen, mehrjährige variable Vergütungsbestandteile nicht mehr vorzeitig auszuzahlen.<sup>6</sup>

In diesem Paper sollen die Neuregelungen des VorstAG, die sich auf die Bemessung und Festsetzung einer angemessenen Vorstandsvergütung beziehen, analysiert werden. Als Einstieg werden im zweiten Kapitel zunächst die Regelungen des VorstAG und die ergänzenden Empfehlungen des DCGK dargestellt. Die Umsetzung der gesetzlichen Vorschriften zur Vergütungsstruktur wird anhand der aktuellen Vergütungssysteme der DAX30-Unternehmen überprüft. Es zeigt sich, dass alle DAX30-Unternehmen den Vorschriften Folge leisten und mehrjährige Bemessungsgrundlagen und Caps bei der Vergütung berücksichtigen.

Aus ökonomischer Sicht ist daher die grundlegende Frage zu beantworten, ob durch Vergütungssysteme mit mehrjährigen Bemessungsgrundlagen und einer Vergütungsbegrenzung das Eingehen unverantwortlicher Risiken vermieden wird und tatsächlich Anreize zu einer nachhaltigen, langfristig orientierten Unternehmensführung gesetzt werden. In diesem Zusammenhang sind auch die gesetzlichen Kriterien Leistung, Üblichkeit und Nachhaltigkeit kritisch zu analysieren.

Um diese Frage zu beantworten, sind einige begriffliche Eingrenzungen und theoretische Überlegungen notwendig. Im dritten Kapitel werden daher die Begriffe Risiko, Anreiz, Anreizsystem und Vergütungssystem abgegrenzt. Basierend auf dieser Abgrenzung werden die allgemeinen Funktionen von Vergütungssystemen und die Anforderungen an diese Systeme herausgearbeitet. Im vierten Kapitel werden anhand der Prinzipal-Agenten-Theorie und der Prospect Theory modelltheoretische Implikationen für die Gestaltung von Vergütungssystemen hergeleitet. Auf Basis der Funktionen, Anforderungen und Modelltheorien werden die Ausgestaltungsempfehlungen für Vergütungssysteme im fünften Kapitel konkretisiert.

Im sechsten Kapitel erfolgt eine umfassende Analyse der Regulierung der Vorstandsvergütung, die der Gesetzgeber durch die Einführung des VorstAG vorgenommen hat. Im ersten Teil der Analyse wird untersucht, ob eine Regulierung volkswirtschaftlich grundsätzlich notwendig war. Der zweite Teil der Analyse beurteilt die Neuregelungen des VorstAG, die die Bemessung

---

<sup>5</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/13433 (2009), S. 10.

<sup>6</sup> Vgl. Regierungskommission DCGK (2017), S. 7.

und Festsetzung der Vorstandsvergütung tangieren. Im dritten und letzten Teil der Analyse werden die Vergütungssysteme der drei DAX30-Unternehmen bewertet, deren Vorstandsvorsitzende im abgelaufenen Geschäftsjahr am höchsten dotiert waren. Die drei Systeme werden vor dem Hintergrund der Erfüllung der gesetzlichen Angemessenheitskriterien und auf Basis der im fünften Kapitel hergeleiteten Ausgestaltungsempfehlungen bewertet. Im siebten Kapitel werden die gewonnenen Erkenntnisse zusammengefasst und die formulierte grundlegende Frage beantwortet.

## **2. Die Regulierung der Vorstandsvergütung**

Die Einführung des VorstAG hat diverse Ergänzungen und Veränderungen in mehreren bestehenden Gesetzen induziert, durch die der Gesetzgeber das Erreichen der intendierten Ziele sicherstellen möchte. Nachfolgend sollen die Neuerungen des VorstAG in einem ersten Schritt beschrieben werden. Im zweiten Schritt erfolgt dann die Analyse, ob die gesetzlichen Vorgaben zur Vergütungsstruktur in den aktuellen Vergütungssystemen der DAX30-Unternehmen berücksichtigt werden.

### **2.1 VorstAG und DCGK**

Die Einführung des VorstAG zog Ergänzungen und Veränderungen im Aktiengesetz (§ 87, § 93, § 100, § 107, § 116, § 120, § 193, § 288), im Einführungsgesetz zum Aktiengesetz (§ 23), im Handelsgesetzbuch (§ 285, § 286, § 314, § 315), im Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch (Dreißigster Abschnitt) und des Gesetzes betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (§ 52) nach sich.<sup>7</sup> Thematischer Schwerpunkt dieses Papers ist die Ausgestaltung von (variablen) Vergütungssystemen für Vorstände, weshalb sich die weitere Untersuchung auf § 87 und § 193 des Aktiengesetzes (AktG) fokussiert.<sup>8</sup>

Gemäß § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG hat der Aufsichtsrat „bei der Festsetzung der Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds [...] dafür zu sorgen, dass diese in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben und Leistungen des Vorstandsmitglieds sowie zur Lage der Gesellschaft stehen und die übliche Vergütung nicht ohne besondere Gründe übersteigen.“ Die Vergütungsstruktur ist § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG folgend „bei börsennotierten Gesellschaften auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten.“ Variable Vergütungsbestandteile sollen

---

<sup>7</sup> Vgl. Bundesgesetzblatt (2009), S. 2509ff.

<sup>8</sup> Die folgenden Zitationen der Paragraphen beziehen sich auf die Fassung nach Bundesgesetzblatt (2009), S. 2509ff.

daher nach § 87 Abs. 1 Satz 3 AktG „eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben; für außerordentliche Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit vereinbaren.“ Bezogen auf die variable Vergütung kommt dem Erfordernis der Nachhaltigkeit demnach eine besondere Bedeutung zu. Dies zeigt sich auch in § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG, nach dem die Ausübungsfrist für Aktienoptionen von zwei auf vier Jahre verlängert wurde. Die Neuregelungen zeigen zudem, dass der Aufsichtsrat bei der Gestaltung der Vergütung ausdrücklich in die Verantwortung genommen wird.

Im Vergleich zur alten Fassung des § 87 Abs. 1 AktG wurden folgende Kriterien, die für die Gestaltung von Vorstandsvergütungssystemen und somit für die weitere Analyse besonders relevant sind, neu aufgenommen:

- Leistungskriterium
- Üblichkeit der Vergütung
- Nachhaltigkeit der Vergütung und variable Vergütungsbestandteile

Das Leistungskriterium und die Üblichkeit der Vergütung sind nun als weitere Kriterien für die Angemessenheit der Vergütung zu berücksichtigen. Die Nachhaltigkeit der Vergütung soll durch die vorgeschriebene Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen und die Vereinbarung einer Begrenzungsmöglichkeit (Cap) sichergestellt werden.

Diese Kriterien sind auch in den aktuellen Empfehlungen des DCGK, in der Fassung vom 7. Februar 2017 unter den Ziffern 4.2.2 (Leistungskriterium und Üblichkeit der Vergütung) und 4.2.3 (Nachhaltigkeit und variable Vergütungsbestandteile), verankert.<sup>9</sup>

Unter Ziffer 4.2.2 wird, im Vergleich zu § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG, der Begriff Üblichkeit etwas konkretisiert. Nach Ansicht des DCGK ist ein Kriterium für die Angemessenheit der Vergütung „die Üblichkeit der Vergütung unter Berücksichtigung des Vergleichsumfelds und der Vergütungsstruktur, die ansonsten in der Gesellschaft gilt. Hierbei soll der Aufsichtsrat das Verhältnis der Vorstandsvergütung zur Vergütung des oberen Führungskreises und der Belegschaft insgesamt auch in der zeitlichen Entwicklung berücksichtigen, wobei der Aufsichtsrat für den Vergleich festlegt, wie der obere Führungskreis und die relevante Belegschaft abzugrenzen sind.“<sup>10</sup> Offen bleibt hierbei die Abgrenzung des Begriffs Vergleichsumfeld.

Unter Ziffer 4.2.3 des DCGK erfolgen einige konkrete Empfehlungen zur Vergütungsgestaltung, um die Vergütungsstruktur auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurich-

---

<sup>9</sup> Vgl. Regierungskommission DCGK (2017), S. 6f.

<sup>10</sup> Regierungskommission DCGK (2017), S. 6.

ten. So empfiehlt der DCGK bei variablen Vergütungsbestandteilen grundsätzlich „eine mehrjährige Bemessungsgrundlage, die im Wesentlichen zukunftsbezogen sein soll.“ Bei der Ausgestaltung der variablen Vergütung soll „sowohl positiven als auch negativen Entwicklungen [...] Rechnung getragen werden.“ Insbesondere soll die Vergütung „nicht zum Eingehen unangemessener Risiken verleiten“ und „betragsmäßige Höchstgrenzen aufweisen.“ Dabei soll „eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele oder der Vergleichsparameter [...] ausgeschlossen sein.“ Zudem wird seitens des DCGK angeregt, dass „mehrjährige, variable Vergütungsbestandteile [...] nicht vorzeitig ausbezahlt werden“ sollten.<sup>11</sup>

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass weder dem Gesetzestext noch den Begleitmaterialien oder dem DCGK präzise Definitionen der Begriffe Leistung, Üblichkeit, Nachhaltigkeit und Mehrjährigkeit zu entnehmen sind. Dies eröffnet einen erheblichen Interpretationsspielraum für die Ausgestaltung der Vergütung.

Die hier betrachteten Regelungen zur Bemessung und Festsetzung der Vorstandsvergütung beziehen sich auf börsennotierte Unternehmen. Daher fokussiert sich die nachfolgende Analyse ausschließlich auf Unternehmen des DAX30.

## 2.2 Umsetzung in den DAX30-Unternehmen

Wie im vorangegangenen Kapitel beschrieben, fordert der Gesetzgeber von börsennotierten Unternehmen die Vergütungsstruktur, durch die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen und die Vereinbarung von Begrenzungsmöglichkeiten, auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten. Daher soll nachfolgend am Beispiel der DAX30-Unternehmen untersucht werden, ob diese beiden Vorgaben bei den implementierten Vergütungssystemen berücksichtigt worden sind. Basis für die Untersuchung bilden die Vergütungssysteme, die in den aktuellen Geschäftsberichten ausgewiesen werden.

### *Umsetzung der Vergütungsbegrenzung*

*Adidas* begrenzt die kurz- und langfristigen variablen Vergütungsbestandteile jeweils auf 150% des Bonus- bzw. des Long-Term Incentive- Zielbetrags. Der Zielbetrag wird vom Aufsichtsrat für jedes Vorstandsmitglied individuell festgelegt.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Vgl. Regierungskommission DCGK (2017), S. 7.

<sup>12</sup> Vgl. Adidas (2017), S. 32ff.

Bei der *Allianz* ist die kurz- und mittelfristige Vergütung jeweils auf 150% des Zielwertes begrenzt und die langfristige aktienbasierte Vergütung auf 200% des Zuteilungskurses. Die Zielwerte der kurz- und mittelfristigen Vergütung leiten sich aus dem Erreichen qualitativer und quantitativer Ziele ab, die auf dem internen Ansatz zur „integrativen Leistungskultur“ basieren.<sup>13</sup>

Die Begrenzung der kurzfristigen variablen Vergütung (Jahrestantieme) bei *BASF* liegt bei 150% der jährlichen variablen Zielvergütung, die vom Aufsichtsrat festgelegt wird. Die langfristige aktienbasierte Vergütung ist auf das 5-fache des Eigeninvestments begrenzt. Ein Eigeninvestment in Höhe von mindestens 10% der Jahrestantieme ist für Vorstandsmitglieder verpflichtend.<sup>14</sup>

*Bayer* deckelt die kurzfristige variable Vergütung auf 200% und die aktienkursbasierte langfristige Komponente auf 250% des jeweiligen Zielbetrags. Dieser resultiert aus einem vertraglich festgelegten Prozentsatz der Fixvergütung.<sup>15</sup>

Der vertraglich fixierte variable Bonusgrundbetrag (kurzfristig), den *Beiersdorf* an seine Vorstände ausschüttet, kann sich ab einer Zielerreichung von 200% nicht weiter erhöhen. Beim langfristigen Bonus gilt ebenfalls eine Grenze von 200% des erreichten Zielbetrags. Der Zielbetrag basiert auf der Wertentwicklung der Unternehmensanteile, die dem Vorstandsmitglied bei Bestellung fiktiv zugeteilt werden.<sup>16</sup>

Bei *BMW* sind betragsmäßige Obergrenzen für die Gesamtvergütung verankert, die sich aus den Obergrenzen der variablen Vergütungskomponenten ergeben. Für Vorstandsmitglieder gilt eine absolute Obergrenze von 4,925 Mio. € (1. Bestellperiode) bzw. 5,5 Mio. € (ab 2. Bestellperiode), beim Vorsitzenden des Vorstands eine von 9,85 Mio. €.<sup>17</sup>

Die variable Vergütung des Vorstands der *Commerzbank* kann maximal 150% eines fixierten Zielbetrags erreichen. Der Zielbetrag ist für den Vorsitzenden des Vorstands auf 1,64 Mio. € fixiert und für die übrigen Mitglieder auf je 1 Mio. €.<sup>18</sup> Als absolute Vergütungsobergrenze für die variablen Vergütungsbestandteile ergeben sich 2,44 Mio. € für den Vorstandsvorsitzenden und 1,5 Mio. € für ein Vorstandsmitglied.

Bei *Continental* ist der (kurzfristige) Performance Bonus auf maximal 150% des Zielbonus, der vom Aufsichtsrat festgelegt wird, begrenzt. Die Entwicklung des als Defferal einbehaltenen Bonusanteils ist auf 250% des Ausgangsbetrags limitiert. Für die langfristige Vergütung gilt eine Deckelung auf 200% des Zielbetrags, der ebenfalls vom Aufsichtsrat festgelegt wird.<sup>19</sup>

---

<sup>13</sup> Vgl. Allianz (2017), S. 24ff.

<sup>14</sup> Vgl. BASF (2017), S. 138ff. und S. 217.

<sup>15</sup> Vgl. Bayer (2017), S. 187ff.

<sup>16</sup> Vgl. Beiersdorf (2017), S. 13ff.

<sup>17</sup> Vgl. BMW (2017), S. 212ff.

<sup>18</sup> Vgl. Commerzbank (2017), S. 26ff.

<sup>19</sup> Vgl. Continental (2017), S. 23ff.

*Daimler* deckelt den Zielbetrag des Jahresbonus, den der Aufsichtsrat individuell je Vorstandsmitglied festlegt, auf 235%. Die langfristige aktienbasierte Vergütungskomponente ist auf das 2,5-fache des Ausgabekurses begrenzt. Zusätzlich zu den Höchstgrenzen für diese variablen Vergütungsbestandteile hat *Daimler* eine Höchstgrenze der Gesamtvergütung festgelegt. Diese Grenze liegt für den Vorsitzenden des Vorstands beim 1,5-fachen der Zielvergütung und bei den übrigen Vorstandsmitgliedern beim 1,9-fachen. Die Zielvergütung ist definiert als Summe aus Grundvergütung, Zielbonus und Zuteilungswert der aktienbasierten Vergütungsanteile.<sup>20</sup>

Die *Deutsche Bank* hat ein Vergütungssystem implementiert, das eine absolute Vergütungsobergrenze in Höhe von 9,85 Mio. € vorsieht. Die variable Vergütung wird aufgrund regulatorischer Vorgaben auf 200% der Fixvergütung beschränkt. Die Fixvergütung selbst ist individualvertraglich geregelt. Für außerordentliche Entwicklungen sind darüber hinaus vertragliche Begrenzungsmöglichkeiten vereinbart, die nicht weiter spezifiziert werden.<sup>21</sup>

Bei der *Deutschen Börse* ist der kurzfristig ausgelegte Performance-Bonus auf 240% des individuell festgelegten Ausgangswertes begrenzt. Die langfristige Vergütung basiert auf virtuellen Performance Shares. Die endgültige Anzahl zugeteilter virtueller Performance Shares basiert auf zwei Kennzahlen, deren Zielerreichung auf 250% beschränkt ist.<sup>22</sup> Durch die Begrenzung der Anzahl an zugeteilten Performance Shares resultiert eine indirekte Deckelung des Zahlungsbetrags dieser Vergütungskomponente.

Die kurzfristige variable Vergütung, die die *Deutsche Post* gewährt, wird vom Aufsichtsrat anhand der Geschäftsentwicklung festgelegt und darf maximal den Betrag der Grundvergütung erreichen. Die Auszahlung der langfristigen aktienbasierten Vergütung ist auf einen individuellen Höchstbetrag beschränkt, der bei außerordentlichen Entwicklungen durch den Aufsichtsrat weiter beschränkt werden kann.<sup>23</sup>

Den Angaben im Geschäftsbericht der *Deutschen Telekom* folgend enthalten die variablen Vergütungsbestandteile und die Gesamtvergütung eindeutige betragsmäßige Höchstgrenzen. Die absoluten Werte sind im Geschäftsbericht nicht ausgewiesen. Ausgewiesen ist allerdings, dass die Zahlungsbeträge, die durch die kurz- und langfristige variable Vergütung generiert werden können, auf 150% des zugrundeliegenden Zielbetrags begrenzt sind.<sup>24</sup>

Bei *E.ON* ist die kurzfristige variable Vergütung (jährliche Tantieme) auf 200% der vertraglich vereinbarten Zieltantieme begrenzt. Die Summe der Auszahlungen aus der langfristigen

---

<sup>20</sup> Vgl. *Daimler* (2017), S. 142ff.

<sup>21</sup> Vgl. *Deutsche Bank* (2017), S. 238ff.

<sup>22</sup> Vgl. *Deutsche Börse* (2017), S. 113ff.

<sup>23</sup> Vgl. *Deutsche Post* (2017), S. 38ff.

<sup>24</sup> Vgl. *Deutsche Telekom* (2017), S. 115ff.

aktienbasierten Vergütungskomponente ist auf 200% des rechnerischen Gesamtzielwertes begrenzt. Ergänzend hat E.ON einen prozentualen Gesamt-Cap aufgenommen, der die Summe der Vergütungsbestandteile auf 200% der vertraglich vereinbarten Zielvergütung beschränkt. Die Zielvergütung ist hier als Summe aus Grundvergütung, Zieltantieme und Zuteilungswert der langfristigen variablen Vergütung definiert.<sup>25</sup>

Dem Geschäftsbericht von *Fresenius* ist zu entnehmen, dass die kurzfristige Vergütung der Höhe nach begrenzt ist. Zudem gibt es bei der aktienbasierten Vergütung eine vertraglich geregelte Begrenzungsmöglichkeit. Weitere Details sind dem Bericht nicht zu entnehmen.<sup>26</sup>

Ähnliches gilt auch für den Geschäftsbericht der *Fresenius Medical Care*. Es sind Begrenzungsmöglichkeiten bei der kurz- und langfristigen Vergütung vorgesehen, um außerordentliche Entwicklungen zu berücksichtigen. Weitere Details hierzu sind nicht aufgeführt. Einzig zu Performance Shares ist eine Begrenzung derart beschrieben, dass sich die zugeteilte Anzahl aufgrund der Performanceentwicklung des Unternehmens maximal verdoppeln kann.<sup>27</sup>

Die variablen Vergütungselemente bei *Heidelberg Cement* werden prozentual limitiert. Der Jahresbonus ist für die Vorstandsmitglieder auf 160% des vertraglich fixierten Jahresgehalts begrenzt und für den Vorsitzenden auf 200%. Bei der langfristigen Vergütung basiert die Auszahlung auf zwei Komponenten: der Management-Komponente und der Kapitalmarkt-Komponente. Erstgenannte ist genauso wie der Jahresbonus gedeckelt und die Kapitalmarkt-Komponente ist auf das 2-fache des vom Aufsichtsrat festgelegten Zielwertes begrenzt.<sup>28</sup>

Im Vergütungssystem von *Henkel* sind betragsmäßige Höchstgrenzen der Vergütung festgelegt. Für den Vorstandsvorsitzenden (ordentliche Vorstandsmitglieder) gelten folgende Obergrenzen: Grundgehalt 1,2 Mio. € (0,75 Mio. €), kurzfristige variable Barvergütung 3,315 Mio. € (1,95 Mio. €), langfristige variable Barvergütung 1,785 Mio. € (1,05 Mio. €), bedingte Long-Term Incentive Ansprüche 2,1 Mio. € (1,2 Mio. €).<sup>29</sup>

*Infineon Technologies* deckelt die kurz- und langfristige Vergütung auf 250% des Zielbetrags und die mittelfristige auf 200%. Der Zielbetrag wird auf Basis der vertraglich geregelten Grundvergütungen individuell ermittelt.<sup>30</sup>

Die Konstruktion, die bei der *Linde Group* verwendet wird, ist etwas komplexer ausgestaltet. Auf Basis der Erreichung definierter Ziele werden 60% der variablen Barvergütungsansprü-

---

<sup>25</sup> Vgl. E.ON (2017), S. 82ff.

<sup>26</sup> Vgl. Fresenius (2017), S. 87ff.

<sup>27</sup> Vgl. Fresenius Medical Care (2017), S. 118ff.

<sup>28</sup> Vgl. Heidelberg Cement (2017), S. 147ff.

<sup>29</sup> Vgl. Henkel (2017), S. 39ff.

<sup>30</sup> Vgl. Infineon Technologies (2017), S. 106ff.

che ausgezahlt, wobei der Betrag auf maximal 250% der Grundvergütung begrenzt ist. Die restlichen 40% müssen unmittelbar nach Auszahlung in Aktien investiert werden, die vier Jahre zu halten sind. Die nach vier Jahren folgende Auszahlung ist auf 165% der Grundvergütung begrenzt. Die langfristigen Komponenten werden im Falle außerordentlicher Entwicklungen durch den Aufsichtsrat ganz oder teilweise begrenzt.<sup>31</sup>

Die *Lufthansa* begrenzt den maximalen Auszahlungsbetrag der gesamten jährlichen variablen Vergütung auf 150% der (vertraglich fixierten) Jahresgrundvergütung. Die Jahresgrundvergütung der Vorstandsmitglieder liegt bei 0,83 Mio. €, die des Vorsitzenden um ein 1,6-faches höher bei 1,38 Mio. €. Als absolute Obergrenze folgt somit ein Betrag von 1,25 Mio. € bzw. 2,07 Mio. €. Die Auszahlung der aktienbasierten langfristigen Vergütung weist, in Abhängigkeit der Performance und Outperformance der Lufthansa-Aktie, eine Beschränkung auf einen festgelegten Betrag auf. Der Übersicht gewährter Zuwendungen folgend liegt der Betrag aktuell bei 1,2 Mio. € für die Mitglieder des Vorstands und bei 1,8 Mio. € für den Vorsitzenden.<sup>32</sup>

Bei den Vorständen von *Merck* wird nur bei der aktienbasierten langfristigen variablen Vergütung eine Begrenzung vorgenommen. Diese beläuft sich auf das 2-fache des Basiskurses der gewährten virtuellen Aktien zum Zuteilungszeitpunkt. Die Auszahlung der (kurzfristigen) jährlichen variablen Vergütung ergibt sich durch eine Gewinnbeteiligung mit Promillesätzen, über die der Personalausschuss individuell entscheidet.<sup>33</sup>

Bei der *Munich Re* wird die variable Vergütung bei der kurz- und langfristigen Komponente auf 200% des Grundbetrags gedeckelt. Der Grundbetrag wird individuell für jedes Vorstandsmitglied auf Basis seiner Grundvergütung ermittelt.<sup>34</sup>

Die *ProSieben Sat1 Media* hat ebenfalls eine prozentuale Begrenzung der Vergütungselemente aufgenommen. Die kurzfristige erfolgsabhängige Vergütung ist auf 200% des Zielbonus begrenzt und die mittelfristige auf 250% des Zielbonus. Die Beträge sind individualvertraglich geregelt. Die langfristige aktienbasierte Vergütung ist auf zwei Arten gedeckelt. Entweder durch einen erfolgsbezogenen Faktor, der maximal 175% des Aktienkurses am Ende der Performancebetrachtung betragen kann, oder durch eine kursbezogene Deckelung, bei der eine Aktienkurssteigerung um mehr als 200% die Obergrenze bildet.<sup>35</sup>

*RWE* begrenzt die Tantieme auf 150% des Tantiemebudgets. In Verbindung mit der multiplikativen Verknüpfung mit einem individuellen Leistungsfaktor, der maximal 1,2 betragen kann,

---

<sup>31</sup> Vgl. Linde Group (2017), S. 22.

<sup>32</sup> Vgl. Lufthansa (2017), S. 79ff. und S. 140ff.

<sup>33</sup> Vgl. Merck (2017), S. 160ff.

<sup>34</sup> Vgl. Munich Re (2017), S. 29ff.

<sup>35</sup> Vgl. ProSieben Sat1 Media (2017), S. 48ff.

ergibt sich also ein Maximum von 180%. Der Auszahlungsbetrag der aktienbasierten variablen Vergütung ist auf 200% des individuellen Zuteilungsbetrags begrenzt.<sup>36</sup>

*SAP* verwendet prozentuale Obergrenzen der Vergütung. Die aktienbasierte Vergütung darf das 3-fache des Aktienkurses zum Zuteilungszeitpunkt nicht überschreiten, wobei die Anzahl zugeteilter (virtueller) Aktien auf Basis des Betriebsergebnisziels erfolgt, das der Aufsichtsrat festgelegt hat. Die kurzfristig variable Vergütung bemisst sich anhand von finanziellen und ermessensabhängigen Zielen. Ziele und Zielbetrag werden ebenfalls vom Aufsichtsrat festgelegt. Die Auszahlung aus finanziellen Zielen ist auf 175% des anteiligen Zielbetrags gedeckelt und die aus ermessensabhängigen Zielen auf 200%.<sup>37</sup>

Die Vorstandsvergütung von *Siemens* weist prozentuale Begrenzungen auf. Die kurzfristige variable Vergütung (Bonus) ist auf 240% des Zielbetrags begrenzt, die langfristige aktienbasierte auf 300% des Zielbetrags. Der Zielbetrag der kurzfristigen Vergütungskomponente orientiert sich am Grundgehalt. Der Zielbetrag der langfristigen Komponente ist für jedes Vorstandsmitglied im Geschäftsbericht aufgeführt und liegt zwischen 2,12 und 1,04 Mio. €. Zusätzlich hat *Siemens* eine Höchstgrenze der Gesamtvergütung festgelegt, die beim 1,7-fachen der Zielvergütung liegt. Die Zielvergütung ist als Summe aus Grundvergütung, Bonus und aktienbasierten Vergütungsanteilen definiert.<sup>38</sup>

Bei *thyssenkrupp* sind prozentuale Obergrenzen für die variablen Vergütungsbestandteile fixiert. Bei der kurzfristigen variablen Vergütung liegt diese bei 200% des Zielwertes, der aus der Unternehmensplanung abgeleitet wird. Bei der aktienbasierten langfristigen Vergütung liegt die Grenze bei 250% des in der individuellen Vergütungszusage festgelegten Ausgangswertes. Zusätzlich gilt eine betragsmäßige Obergrenze für die Gesamtvergütung, die 4,5 Mio. € für einfache Vorstandsmitglieder und 9,5 Mio. € für den Vorstandsvorsitzenden beträgt.<sup>39</sup>

*Volkswagen* verwendet absolute Höchstgrenzen für die variablen Vergütungskomponenten. Das maximal erreichbare Bonusvolumen beträgt 6,5 Mio. € für den Vorstandsvorsitzenden und je 2,5 Mio. € für die übrigen Vorstandsmitglieder. Bei der aktienbasierten Vergütung erfolgt eine Beschränkung auf 4,5 Mio. € (Vorsitzender) bzw. 2,5 Mio. € (übrige Mitglieder).<sup>40</sup>

*Vonovia* verwendet prozentuale und absolute Höchstgrenzen. Bei den kurzfristigen variablen Vergütungselementen (Tantiemen) ist ein Höchstbetrag von 0,7 Mio. € für den Vorstandsvorsitzenden festgelegt und von 0,44 Mio. € für die übrigen Mitglieder. Die langfristig orientierte aktienbasierte Vergütung ist auf 250% des Zuteilungswertes begrenzt. Die Zuteilung erfolgt auf

---

<sup>36</sup> Vgl. RWE (2017), S. 62ff.

<sup>37</sup> Vgl. SAP (2017), S. 29ff.

<sup>38</sup> Vgl. Siemens (2017), S. 43ff.

<sup>39</sup> Vgl. thyssenkrupp (2017), S. 22ff.

<sup>40</sup> Vgl. Volkswagen (2017a), S. 67ff.

Basis vom Aufsichtsrat festzulegender Zielwerte. Ergänzend gelten für amtierende Vorstandsmitglieder betragsmäßige Obergrenzen der Gesamtvergütung in Höhe von 5,6 Mio. € für den Vorsitzenden und je 3,5 Mio. € pro Vorstandsmitglied.<sup>41</sup>

Insgesamt ist festzuhalten, dass alle DAX30-Unternehmen den gesetzlichen Vorgaben folgen und eine Vergütungsbegrenzung vorsehen. Die Ausgestaltungsvarianten unterscheiden sich zwar deutlich, sind aber mit dem Gesetz vereinbar, da der Gesetzgeber dem Aufsichtsrat die konkrete Ausgestaltung überlässt.<sup>42</sup>

#### *Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen*

Auf die Beschreibung aller im DAX30 verwendeten mehrjährigen Bemessungsgrundlagen der Vorstandsvergütung soll aufgrund der Komplexität der Vergütungssysteme und der Vielzahl verwendeter mehrjähriger Bemessungsgrundlagen in den kurz- und langfristigen variablen Vergütungselementen an dieser Stelle verzichtet werden. Der resultierende Umfang der Beschreibung würde nicht in Relation zum Aussagegehalt stehen, der hier abgeleitet werden soll. In diesem Kapitel geht es um die Überprüfung der Umsetzung der gesetzlichen Vorgaben der Vergütungsbegrenzung und der Mehrjährigkeit. Dem Gesetzgeber folgend gilt die Umsetzung der letztgenannten Vorgabe als erfüllt, wenn mehrjährige Bemessungsgrundlagen verwendet werden, die langfristige Verhaltensanreize setzen. Eine Mischung aus kurzfristigen und langfristigen Anreizen ist demnach möglich, wenn im Gesamtergebnis überwiegend langfristige Verhaltensanreize erzeugt werden. Die konkrete vertragliche Umsetzung lässt der Gesetzgeber offen.<sup>43</sup>

Alle DAX30-Unternehmen verwenden Vergütungssysteme mit mehrjährigen Bemessungsgrundlagen, die überwiegend langfristige Verhaltensanreize setzen. Da verschiedene mehrjährige Bemessungsgrundlagen zur Anwendung kommen, die zur Bemessung der langfristigen und stellenweise auch der kurzfristigen variablen Vergütungskomponenten verwendet werden, liegt der Bemessungszeitraum je nach Kennzahl zwischen 2 und 5 Jahren.<sup>44</sup>

Somit ist festzuhalten, dass beide Vorgaben des VorstAG in der aktuellen Vergütungsstruktur der DAX30-Unternehmen berücksichtigt sind und folglich als erfüllt anzusehen sind. In der nachfolgenden Tabelle werden die Ergebnisse für jedes Unternehmen zusammengefasst. In der Spalte „Bemessungszeitraum“ ist die Zeitspanne angegeben, die für die verwendeten mehrjährigen Bemessungsgrundlagen zur Anwendung kommt.

---

<sup>41</sup> Vgl. Vonovia (2017), S. 78ff.

<sup>42</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/13433 (2017), S. 10.

<sup>43</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/13433 (2017), S. 10.

<sup>44</sup> Vgl. hierzu die im Zuge der Vergütungsbegrenzung zitierten Geschäftsberichte (2017) aller DAX30-Unternehmen.

Unternehmen	Begrenzungsmöglichkeit der Vergütung (Cap)	Mehrjährige Bemessungsgrundlage	Bemessungszeitraum
Adidas	✓	✓	3 Jahre
Allianz	✓	✓	3 bis 4 Jahre
BASF	✓	✓	2 bis 4 Jahre
Bayer	✓	✓	4 Jahre
Beiersdorf	✓	✓	Bonusperiode (k. A. zur Dauer)
BMW	✓	✓	3 bis 4 Jahre
Commerzbank	✓	✓	5 Jahre
Continental	✓	✓	3 bis 4 Jahre
Daimler	✓	✓	2 bis 4 Jahre
Deutsche Bank	✓	✓	3 Jahre
Deutsche Börse	✓	✓	4 bis 5 Jahre
Deutsche Post	✓	✓	3 bis 4 Jahre
Deutsche Telekom	✓	✓	4 Jahre
EON	✓	✓	4 Jahre
Fresenius	✓	✓	2 bis 4 Jahre
Fresenius Medical Care	✓	✓	3 bis 4 Jahre
Heidelberg Cement	✓	✓	3 bis 4 Jahre
Henkel	✓	✓	3 Jahre
Infineon Technologies	✓	✓	3 bis 4 Jahre
Linde	✓	✓	4 Jahre
Lufthansa	✓	✓	3 bis 4 Jahre
Merck	✓	✓	3 Jahre
Munich Re	✓	✓	2 bis 4 Jahre
ProSieben Sat1 Media	✓	✓	3 bis 4 Jahre
RWE	✓	✓	4 Jahre
SAP	✓	✓	4 Jahre
Siemens	✓	✓	4 Jahre
thyssenkrupp	✓	✓	3 Jahre
Volkswagen	✓	✓	2 bis 4 Jahre
Vonovia	✓	✓	3 bis 4 Jahre

**Tabelle 1:** Umsetzung der Vergütungsbegrenzung und der Mehrjährigkeit in DAX30-Unternehmen<sup>45</sup>

Da die gesetzlichen Vorgaben zur Vergütungsstruktur – die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen und die Möglichkeit der Vergütungsbegrenzung – umgesetzt sind, ist zu

<sup>45</sup> Eigene Darstellung basierend auf den zuvor zitierten Geschäftsberichten (2017) aller DAX30-Unternehmen.

klären, ob die resultierende Vergütung im Sinne der vom Gesetzgeber festgelegten Kriterien angemessen ist. Hierzu wird auch die grundsätzliche Ausgestaltung und Eignung dieser Kriterien kritisch bewertet. Zudem wird die grundlegende Frage beantwortet, ob aus den gesetzlich vorgegebenen Vergütungsstrukturen Anreize zu einer langfristig orientierten Unternehmensführung resultieren können. Für diese Analyse sind zunächst einige theoretische Überlegungen anzustellen, die Gegenstand der nächsten Kapitel sind.

### **3. Risiko, Anreize und Vergütungssysteme**

Für den Gesetzgeber ist es eine der Lehren aus der Finanzmarktkrise, dass von kurzfristig ausgerichteten Vergütungskomponenten fehlerhafte Verhaltensanreize ausgingen, die unter anderem zum Eingehen unverantwortlicher Risiken verleitet haben. Dies soll zukünftig durch die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen verhindert werden.<sup>46</sup> Um zu beurteilen, ob dies gelingen kann, sollen zunächst die Begriffe Risiko, Anreiz und Vergütungssysteme abgegrenzt werden. Darauf basierend wird herausgearbeitet, welche Funktionen Vergütungssysteme grundsätzlich erfüllen sollten und welche Anforderungen sich daraus ergeben.

#### **3.1 Risiko und Risikoverhalten**

Weder dem Gesetzestext noch den Begleitmaterialien ist zu entnehmen, was der Gesetzgeber unter dem Begriff Risiko versteht. Um die Frage zu beantworten, ob das Eingehen von (unverantwortlichen) Risiken durch das VorstAG zukünftig vermieden werden kann, ist eine genauere Abgrenzung des Begriffs zielführend.

Risiko beschreibt eine Entscheidungssituation, in der ein Ergebnis nicht mit Sicherheit eintritt, sondern von unterschiedlichen Umweltzuständen abhängt, die mit bestimmten Wahrscheinlichkeiten eintreten können.<sup>47</sup> Dies gilt insbesondere für Entscheidungen, die einen Zukunftsbezug und somit unsichere Erwartungen bezüglich des Eintritts eines Ergebnisses aufweisen. Im allgemeinen Sprachgebrauch weist der Begriff eher eine negative Konnotation auf, in der Ökonomie beschreibt er hingegen Chancen und Risiken, die durch ein positives oder negatives Abweichen von Zielwerten entstehen. Übertragen auf Vergütungssysteme wird das individuelle Leistungsverhalten durch die Variabilität der Vergütung und das potenzielle Verlustrisiko bei negativen Abweichungen beeinflusst.<sup>48</sup>

---

<sup>46</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/12278 (2009), S. 1.

<sup>47</sup> Vgl. Werners (2013), S. 22.

<sup>48</sup> Vgl. Tuschke (2011), S. 308f.

Aus ökonomischer Sicht wird das Leistungs- und Entscheidungsverhalten zudem durch die Risikoneigung eines Individuums determiniert. Bei einem risikoaversen Individuum sinkt der Nutzen mit zunehmendem Risiko, daher fordert es immer höhere Risikoprämien als Entschädigung. Bei einem risikofreudigen Individuum hingegen steigt der Nutzen mit zunehmendem Risiko überproportional. Ein risikoneutrales Individuum handelt unabhängig von der jeweiligen Risikosituation.<sup>49</sup>

Welche Rolle Risiko und Risikoverhalten für die Ausgestaltung von Vergütungssystemen spielen, wird in den theoretischen Grundlagen ausführlich diskutiert. Zunächst müssen jedoch die Begriffe Anreiz und Anreizsystem für die Analyse abgegrenzt werden.

### 3.2 Anreize und Anreizsysteme

Anreize werden eingesetzt, um die individuelle Verhaltensbereitschaft zu aktivieren und so die Motivation für die gewünschte Handlung auszulösen.<sup>50</sup> Die Wirksamkeit des Anreizes hängt davon ab, inwieweit der Anreiz mit der Verhaltensbereitschaft des Anreizempfängers übereinstimmt.<sup>51</sup>

Die Regulierungen des VorstAG und die Empfehlungen des DCGK beziehen sich explizit auf die Vergütung von Vorständen, insbesondere auf die variablen Vergütungskomponenten. Im Fokus dieses Papers steht folglich extrinsisch motiviertes Verhalten, bei dem ein Individuum durch seine Handlung Belohnungen anstrebt. Die Motivation wird im Gegensatz zu intrinsisch motiviertem Verhalten nicht durch die Handlung selbst ausgelöst, sondern durch die Aussicht auf eine Belohnung. Die Belohnung kann dabei grundsätzlich einen materiellen oder immateriellen Charakter aufweisen und wird dem Anreizempfänger bei Ausführung der gewünschten Handlung gewährt.<sup>52</sup> Die in diesem Paper untersuchten Belohnungen weisen einen materiellen Charakter auf, weil die Ausführung der gewünschten Handlung durch die (variable) Vergütung finanziell belohnt wird.

Ein Anreizsystem entsteht aus dem Zusammenwirken einer Menge von Anreizen (Belohnung, Bestrafung) und einer Menge von Kriterien (Bezugsobjekte, Bemessungsgrundlagen der Vergütung). Hinzu kommt eine Struktur aus Relationsvorschriften, die auf der Gesamtmenge von Anreizen und Kriterien definiert wird. Die sogenannten Kriteriums-Anreiz-Relationen sind ein- oder mehrdeutige Zuordnungen zwischen der Menge von Kriterien und der Menge von Anreizen.

---

<sup>49</sup> Vgl. Erlei/Leschke/Sauerland (2016), S. 96ff.

<sup>50</sup> Vgl. Rosenstiel (1975), S. 38f.

<sup>51</sup> Vgl. Rosenstiel (1999), S. 64.

<sup>52</sup> Vgl. Becker (1985), S. 28ff.

Zudem beschreiben sie in zeitlich differenzierter Form die Abhängigkeitsbeziehung zwischen Kriterienausprägungen (Ausprägung der Bemessungsgrundlage) und Anreizausprägungen (Konsequenzen). Darüber hinaus wird die (künstliche) Verkoppelung bestimmter Kriterien und Anreize unter Berücksichtigung der Zeit zum Ausdruck gebracht.<sup>53</sup>

Auf Basis dieser Überlegungen soll der Begriff Anreizsystem im Kontext der Vorstandsvergütung definiert werden als:

- Die Menge der materiellen (also finanziellen) Anreize.
- Die Menge der Kriterien der Leistungsbewertung (Bemessungsgrundlagen).
- Die Relation zwischen Leistungskriterien und Anreizen.<sup>54</sup>

### **3.3 Vergütungssysteme als materielle Anreizsysteme**

Basierend auf dieser Definition sind Vergütungssysteme folglich als materielle Anreizsysteme zu klassifizieren. Das Vergütungssystem selbst entsteht durch die Verbindung der Bemessungsgrundlagen mit der Ausgestaltung der Vergütungsfunktion. Die Bemessungsgrundlagen bilden dabei die Kriterien der Leistungsbewertung ab. Die Vergütungsfunktion beschreibt die Relation zwischen Leistungskriterien und Anreizen, aus der die Menge der finanziellen Anreize resultiert.

Im VorstAG und im DCGK wird gefordert, dass Vergütungssysteme durch die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen Anreize für ein langfristig orientiertes Verhalten setzen sollen. Es bleibt allerdings offen, was als Bemessungsgrundlage – und somit als Kriterium der Leistungsbewertung – dienen soll, ebenso offen bleibt die Ausgestaltung der Kriteriums-Anreiz-Relationen. Um die Anreizwirkung von Vergütungssystemen zu untersuchen und Gestaltungsempfehlungen abgeben zu können, ist es zielführend, die Funktionen von Vergütungssystemen herauszuarbeiten und daraus resultierende Anforderungen abzuleiten.

#### **3.3.1 Vergütungselemente**

Die aus einem Vergütungssystem resultierende Gesamtvergütung ergibt sich aus drei Elementen: der Fixvergütung, der variablen Vergütung und den Nebenleistungen.<sup>55</sup>

Die Fixvergütung ist eine nicht variable Basisvergütung, die im Regelfall monatlich ausbezahlt wird. Die Höhe der Fixvergütung ergibt sich aus den Anforderungen an die Position und

---

<sup>53</sup> Vgl. Kossbiel (1994), S. 78.

<sup>54</sup> Vgl. Winter (1996), S. 19.

<sup>55</sup> Vgl. Kramarsch (2004), S. 9.

durch eine externe Vergleichbarkeit auf dem Arbeitsmarkt.<sup>56</sup> Die Fixvergütung wird faktisch unabhängig von der Leistung bezahlt und schafft eine gewisse monetäre Grundabsicherung.<sup>57</sup>

Variable Vergütungskomponenten dienen dazu, den Begünstigten zu einem gewünschten Verhalten zu motivieren. Die variablen Vergütungsbestandteile können dabei in kurz- und langfristige Komponenten unterteilt werden. Die kurzfristige variable Vergütung orientiert sich an kurzfristig zu realisierenden, zumeist operativen Zielen. Die langfristige variable Vergütung orientiert sich dementsprechend an langfristigen, zumeist strategischen Zielen.<sup>58</sup> Um zu verhindern, dass beide Komponenten gegenläufige Motivationseffekte generieren, sollten sich die kurzfristigen Ziele idealerweise aus den langfristigen ableiten.<sup>59</sup> Die variable Vergütung ist für die weitere Betrachtung und Bewertung des VorstAG besonders relevant, da dessen Regelungen unmittelbar auf dieses Vergütungselement und die damit verbundenen Verhaltensanreize abzielen.

Nebenleistungen sind Vergütungselemente, die zusätzlich zum Fixgehalt und zur variablen Vergütung gewährt werden. Hierzu zählen materielle Leistungen wie Versicherungen, Altersvorsorgesysteme und Firmenwagen (mit Privatnutzung), aber auch immaterielle Leistungen, wie bspw. Arbeitszeitflexibilität.<sup>60</sup> Auch wenn diese Nebenleistungen eine große Anreizwirkung entfalten können, werden sie in der weiteren Analyse nicht berücksichtigt.

### 3.3.2 Funktionen von Vergütungssystemen

Wie bereits ausgeführt, dienen Anreize dazu, die Motivation eines Individuums zu aktivieren und so eine gewünschte Handlung auszulösen. Um dies sicherzustellen, muss ein Vergütungssystem so konstruiert werden, dass es die folgenden Funktionen erfüllt: die Motivationsfunktion, die Selektionsfunktion und die Koordinationsfunktion.<sup>61</sup>

Die *Motivationsfunktion* ist gleichbedeutend damit, dass Vergütungssysteme zur Leistungserbringung motivieren sollen, indem gute Leistung belohnt und schlechte sanktioniert wird. Motivation beschreibt dabei die Kraft, die notwendig ist, um einen Vorstand zu einem zielorientierten Verhalten zu bewegen. Ziel eines Vergütungssystems muss daher die Erzeugung dieser Kraft sein. Das System muss folglich so ausgestaltet werden, dass es zu einem auf die Unternehmenszielerreichung ausgerichteten Verhalten motiviert. Die Motivationsfunktion wird dabei

---

<sup>56</sup> Vgl. Becker/Kramarsch (2006), S. 24f.

<sup>57</sup> Vgl. Guthof (1995), S. 79f.

<sup>58</sup> Vgl. Becker/Kramarsch (2006), S. 25.

<sup>59</sup> Vgl. Riegler (2000), S. 153ff.

<sup>60</sup> Vgl. Hahn/Willers (2006), S. 367ff.

<sup>61</sup> Vgl. Winter (1996), S. 40ff.

umso besser erfüllt, je höher der Grad der Variabilität der Vergütung als Reaktion auf eine Verhaltensänderung ist. Dafür ist die Auswahl der Bemessungsgrundlage von besonders hoher Bedeutung, denn Fehler bei der Auswahl können kontraproduktives Verhalten induzieren.<sup>62</sup>

Die *Selektionsfunktion* von (Vorstands-)Vergütungssystemen soll darin bestehen, die geeignetsten Vorstände für das Unternehmen zu gewinnen und im Unternehmen zu halten. Durch die Gestaltung des Vergütungssystems lässt sich folglich ein Auswahlmechanismus generieren, der entscheidend dafür ist, welche Kandidaten ein Unternehmen rekrutieren kann. Ein leistungsreagibles Vergütungssystem mit niedrigerem Fixgehalt und hohem variablen Vergütungsanteil kann einen Beitrag zur Selektion talentierter, guter Kandidaten leisten.<sup>63</sup> Einer hohen Variabilität der Vergütung sind aufgrund der Übertragung des Einkommensrisikos allerdings Grenzen gesetzt. Nichtsdestotrotz kann ein Vergütungssystem, das die Selektionsfunktion erfüllt, tendenziell dazu beitragen, dass gute Vorstände nicht von der Konkurrenz abgeworben werden und schlechte nicht weiter im Unternehmen verbleiben wollen.<sup>64</sup>

Gemäß der *Koordinationsfunktion* sollen Vergütungssysteme dazu beitragen, die Kooperationsbereitschaft innerhalb des Unternehmens zu fördern und Ressortegoismen zu unterdrücken. Vergütungssysteme müssen folglich den Anreiz setzen, den Einfluss der eigenen Handlung auf andere Unternehmensbereiche zu berücksichtigen.<sup>65</sup> Für die hier betrachtete Vorstandsebene ist die Koordinationsfunktion von untergeordneter Bedeutung, weil der Handlungsfokus von Vorständen im Regelfall auf die Entwicklung des Gesamtunternehmens ausgerichtet ist und nicht auf die einzelner Unternehmensbereiche oder Ressorts.

### 3.3.3 Anforderungen an Vergütungssysteme

Vergütungssysteme und die zugrundeliegenden Bemessungsgrundlagen können diese drei Funktionen nur erfüllen, wenn sie verschiedenen Anforderungen gerecht werden, die im Folgenden abgeleitet werden. In der Literatur existieren zahlreiche Anforderungskataloge für Anreiz- und Vergütungssysteme, in denen verschiedenste Anforderungen definiert sind.<sup>66</sup> Hier werden nur die skizziert, die für die weitere Analyse relevant sind. Hierzu zählen die Folgenden:

---

<sup>62</sup> Vgl. Winter (1997), S. 617.

<sup>63</sup> Vgl. Winter (1997), S. 619f.

<sup>64</sup> Vgl. Winter (1996), S. 64f.; Fama (1980), S. 292f.

<sup>65</sup> Vgl. Winter (1997), S. 617ff.

<sup>66</sup> Vgl. hierzu Becker (1990), S. 18ff.; Hahn/Willers (2006), S. 365ff.; Winter (1996), S. 71ff.

- |                           |                           |
|---------------------------|---------------------------|
| (1) Anreizkompatibilität  | (6) Transparenz           |
| (2) Manipulationsfreiheit | (7) Leistungsorientierung |
| (3) Beeinflussbarkeit     | (8) Risikoreduktion       |
| (4) Wirtschaftlichkeit    | (9) Akzeptanz             |
| (5) Gerechtigkeit         |                           |

Vergütungssysteme sollten so ausgestaltet werden, dass sie der Anforderung der *Anreizkompatibilität* gerecht werden. Ein anreizkompatibles Vergütungssystem sollte nur Leistungsverhalten belohnen, das den Interessen und Zielsetzungen der Eigentümer folgt.<sup>67</sup> Dem Shareholder Value Ansatz folgend sind Eigentümer primär an der Entwicklung ihres Vermögens interessiert, also am Marktwert ihrer Kapitalanteile und den Ausschüttungen.<sup>68</sup> Im Kontext der Vorstandsvergütung sollte sich demzufolge die Vergütung nur dann erhöhen, wenn der Marktwert der Kapitalanteile der Eigentümer nach Abzug der Vergütung ebenfalls gestiegen ist.<sup>69</sup> Anders ausgedrückt, ein anreizkompatibles Vergütungssystem sollte zu einer wertorientierten Unternehmensführung motivieren, die auf eine langfristige Marktwertmaximierung ausgelegt ist.<sup>70</sup> Diese Ausrichtung an den Interessen der Eigentümer erscheint auf den ersten Blick interessentonomisch. Bei näherer Betrachtung ist sie es aber nicht, denn eine auf Marktwertmaximierung ausgelegte Unternehmensführung hat die Interessen anderer Gruppen implizit als Nebenbedingung zu beachten.<sup>71</sup>

Festzuhalten bleibt, dass das Wachstum des Eigentümervermögens eine ideale Bemessungsgrundlage für ein anreizkompatibles (wertorientiertes) Vergütungssystem bildet.<sup>72</sup> Allerdings weist die Frage danach, welche Bemessungsgrundlage dieses Wachstum adäquat abbildet und die Beurteilung, ob das Vermögen der Eigentümer tatsächlich gestiegen ist, in der Praxis einige Probleme auf.<sup>73</sup> Diese Probleme werden bei der Ausgestaltung variabler Vergütungssysteme in Kapitel 5 detailliert analysiert.

Zudem sollten Vergütungssysteme so konzipiert werden, dass sie die Anforderungen der *Beeinflussbarkeit* und *Manipulationsfreiheit* erfüllen. *Beeinflussbarkeit* meint dabei, dass die Bemessungsgrundlage des Vergütungssystems durch das Leistungsverhalten des Vorstands beeinflussbar sein muss. Ist dies nicht gewährleistet, sind die Anreize wirkungslos und die intendierte Steuerung des Leistungsverhaltens ist nicht möglich. Unter *Manipulationsfreiheit* ist zu

---

<sup>67</sup> Vgl. Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 14; Winter (1996), S. 90f.

<sup>68</sup> Vgl. Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 1ff.; Rappaport (1998), S. 112ff.

<sup>69</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 25; Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 14.

<sup>70</sup> Vgl. Schwetzler (1999), S.332f.; Winter (2000), S. 5.

<sup>71</sup> Vgl. Winter (2000), S. 24ff.

<sup>72</sup> Vgl. Winter (2001), S. 503f.

<sup>73</sup> Vgl. Winter (1996), S. 90f.

verstehen, dass eine Manipulation der Bemessungsgrundlage durch den Vorstand ausgeschlossen sein sollte. Die Höhe der Vergütung sollte folglich nur durch das erbrachte Leistungsverhalten beeinflussbar sein.<sup>74</sup>

Der Einsatz eines Vergütungssystems unterliegt dem Gebot der *Wirtschaftlichkeit*, da dessen Einsatz ökonomisch nur dann lohnenswert ist, wenn die Kosten des Systems den Nutzen nicht übersteigen. Auch wenn die Kosten-Nutzen-Analyse schwierig durchführbar und problembehaftet ist, sollten sich langfristig positive wirtschaftliche Effekte zeigen.<sup>75</sup> Dem Shareholder Value Ansatz folgend sollte die Beurteilung der Wirtschaftlichkeit des Vergütungssystems grundsätzlich aus Sicht der Eigentümer (Aktionäre) erfolgen.<sup>76</sup>

Ferner unterliegen Vergütungssysteme dem Postulat der *Gerechtigkeit*, wobei zwischen Markt- und Leistungsgerechtigkeit zu differenzieren ist. Ein Vergütungssystem ist marktgerecht, wenn die Vergütung im Unternehmen der marktüblichen Vergütung für eine vergleichbare Leistung entspricht. Marktgerechtigkeit ist notwendig, um Anreize zum Eintritt in das Unternehmen und dem Verbleib im Unternehmen zu setzen. Wird ein Vergütungssystem nicht marktgerecht gestaltet, besteht die Gefahr der Abwanderung guter Vorstände. Die Leistungsgerechtigkeit eines Vergütungssystems kann auf zwei unterschiedliche Arten interpretiert werden. Einerseits meint Leistungsgerechtigkeit, dass die Anreize in angemessenem Verhältnis zur Leistung stehen müssen. Andererseits aber auch, dass vergleichbare Leistungen vergleichbar entlohnt werden müssen. Eine Unterschiedlichkeit von Leistungen lässt sich tendenziell nach dem Beitrag zum Unternehmenserfolg bewerten. Folglich ist ein Vergütungssystem, das nach Leistung differenziert, vereinbar mit dem Postulat der Gerechtigkeit. Die Entlohnungsdifferenzierung nach Leistung motiviert die Mitarbeiter zudem zu einer hohen Leistungserbringung.<sup>77</sup> Eine Missachtung der Leistungsgerechtigkeit hingegen kann zu Demotivation führen und langfristig zu einer inneren Kündigung, also der mentalen Verweigerung von Leistung. Grundsätzlich ist die Gerechtigkeit eines Vergütungssystems, aufgrund der Vielzahl subjektiver Faktoren bei der Fremd- und Selbstwahrnehmung, kaum objektiv bewertbar.<sup>78</sup> Abhilfe kann hier eine transparente Kommunikation der Bewertungsmaßstäbe für die Vergütung schaffen.<sup>79</sup>

*Transparenz* ist notwendig, um die gewünschte Motivationswirkung zu erzielen und ist wesentliche Voraussetzung für die Beurteilung der Gerechtigkeit des Vergütungssystems.<sup>80</sup> Der

---

<sup>74</sup> Vgl. Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 14; Fründ (2015), S. 25.

<sup>75</sup> Vgl. Winter (1996), S. 73.

<sup>76</sup> Vgl. Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 14.

<sup>77</sup> Vgl. Winter (1996), S. 75f.

<sup>78</sup> Vgl. Guthof (1995), S. 37f.

<sup>79</sup> Vgl. Winter (1996), S. 76.

<sup>80</sup> Vgl. Winter (1996), S. 73.

begünstigte Vorstand sollte das Vergütungssystem durchschauen und die Anwendungsbedingungen nachvollziehen können.<sup>81</sup> So kann er einen Zusammenhang zwischen Leistung und Entlohnung wahrnehmen, was maßgeblich für die Motivationswirkung des Anreizes ist. Des Weiteren kann ein nachvollziehbares Vergütungssystem dazu beitragen, das Gefühl ungerechter Behandlung zu vermeiden.<sup>82</sup> Folglich besteht eine negative Korrelation zur Komplexität dieser Systeme.<sup>83</sup>

Vergütungssysteme erfüllen die Anforderung der *Leistungsorientierung*, wenn die individuelle Leistung eines Vorstands honoriert wird.<sup>84</sup> Zudem sollten bei einer Leistungsorientierung Leistungsunterschiede durch angemessene Belohnungsunterschiede belohnt bzw. sanktioniert werden.<sup>85</sup> Becker (1990) unterscheidet bei der Leistungsorientierung drei Teilaspekte: Leistungsergebnis, Leistungsverhalten und Leistungsbedingungen. Das Leistungsergebnis ist das Resultat der erbrachten Leistung, das im Regelfall durch quantitative Größen objektivierbar ist. Bei festgelegten Zielen können Soll-Ist-Vergleiche und Abweichungsanalysen vorgenommen werden. Unter Leistungsverhalten wird die individuelle Leistungsfähigkeit und Leistungsmotivation verstanden. Bei den Leistungsbedingungen erfolgt eine Unterscheidung zwischen personellen und sachlichen. Erstere werden im Wesentlichen durch die individuellen Fähigkeiten beschrieben, letztere hingegen durch Variablen, die außerhalb des individuellen Einflussbereichs liegen.<sup>86</sup> Die personellen Leistungsbedingungen sind also als Resultat des Leistungsverhaltens interpretierbar, die sachlichen als Umwelteinfluss. Folglich ergibt sich das Leistungsergebnis als Summe aus Leistungsverhalten und Umwelteinfluss.<sup>87</sup> Eine zu einseitige Orientierung am Leistungsergebnis oder am Leistungsverhalten kann in Konsequenz zu unerwünschten Effekten führen. Eine primäre Orientierung am Leistungsergebnis kann zu einer Belohnung für positive Umwelteinflüsse führen oder zu einer Bestrafung für negative, obwohl diese unabhängig vom Leistungsverhalten sind. Die einseitige Orientierung am Leistungsverhalten hingegen belohnt zwar die Anstrengung des Vorstands, vernachlässigt aber das Leistungsergebnis als relevante Größe. Der Fokus der Leistungsorientierung sollte demzufolge situationsbezogen festgelegt werden.<sup>88</sup> Eine weitere Möglichkeit das Leistungsverhalten bei der Vergütung zu berücksichtigen, ist die relative

---

<sup>81</sup> Vgl. Bleichler (1992), S. 19.

<sup>82</sup> Vgl. Winter (1996), S. 73f.

<sup>83</sup> Vgl. Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 14.

<sup>84</sup> Vgl. Becker (1985), S. 66ff.

<sup>85</sup> Vgl. Winter (1996), S. 76.

<sup>86</sup> Vgl. Becker (1990), S. 22f.; Guthof (1995), S. 36f.

<sup>87</sup> Vgl. Winter (1996), S. 76f.

<sup>88</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 17.

Leistungsbewertung. Bei dieser indirekten Form der Leistungsbewertung wird durch den Vergleich des Leistungsverhaltens mehrerer Vorstände, die dem gleichen Umwelteinfluss ausgesetzt sind, der Umwelteinfluss auf das Leistungsergebnis vermindert oder völlig ausgeschaltet.<sup>89</sup>

Eine solche Verminderung von Zufallseinflüssen wird *Risikoreduktion* genannt. Risiko wirkt nur auf variable Vergütungsbestandteile ein, da nur bei diesen der Wert der Bemessungsgrundlage, der die Höhe des variablen Vergütungsanteils bestimmt, erst nachträglich ermittelt wird. Das Risiko greift hierbei an der Stelle der Bewertung der Bemessungsgrundlage und somit bei der Messung des Leistungsergebnisses an.<sup>90</sup>

Ein Vergütungssystem kann die vorgestellten Anforderungen und intendierten Funktionen nur erfüllen, wenn eine *Akzeptanz* von den begünstigten Vorständen sichergestellt ist. Die Akzeptanz des Vergütungssystems ist folglich von grundlegender Bedeutung, wobei der Akzeptanzgrad von den vertraglichen Regelungen, dem Entlohnungsrisiko und den gewählten Bemessungsgrundlagen abhängt.<sup>91</sup>

Grundsätzlich müssen bei der Konzeption eines Vergütungssystems die vorgestellten Anforderungen gewichtet und entsprechend priorisiert werden, denn nicht alle Anforderungen können gleichermaßen erfüllt werden.<sup>92</sup>

Im folgenden Kapitel sollen anhand von modelltheoretischen Theorien erste Gestaltungsempfehlungen für Vergütungssysteme abgeleitet werden, die dazu beitragen, die vorgestellten Funktionen und Anforderungen zu erfüllen.

#### **4. Modelltheoretische Implikationen für die Vergütungsgestaltung**

In der betriebswirtschaftlichen Forschung ist die Prinzipal-Agenten-Theorie das dominierende theoretische Konstrukt zur Analyse von vertraglichen Auftragsbeziehungen zwischen Auftragnehmern (Agenten) und Auftraggebern (Prinzipalen). Daher werden nachfolgend erste Implikationen für die Vertragsgestaltung anhand dieser Theorie abgeleitet. Im Verlauf der Betrachtung wird gezeigt, dass die Theorie nicht frei von Kritik ist. Ein Kritikpunkt richtet sich gegen das zugrundeliegende Risikokonzept und daraus resultierend gegen das Entscheidungsverhalten unter Risiko. Als alternatives theoretisches Modell wird daher die Prospect Theory analysiert, der ein

---

<sup>89</sup> Vgl. Winter (1996), S. 76ff.

<sup>90</sup> Vgl. Winter (1996), S. 91f.

<sup>91</sup> Vgl. Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 14; Winter (1996), S. 89.

<sup>92</sup> Vgl. Becker (1990), S. 18.

anderes Risikokonzept zur Erklärung von Entscheidungsverhalten unter Risiko zugrunde liegt. Basierend auf dieser Theorie werden ebenfalls Ausgestaltungsempfehlungen abgeleitet.

## 4.1 Die Prinzipal-Agenten-Theorie

Der erste Teil der modelltheoretischen Analyse wird im Folgenden anhand der Prinzipal-Agenten-Theorie vorgenommen. Ausgangspunkt dieser Theorie sind Konflikte, die durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle entstehen können, wie Berle und Means bereits 1932 erkannten.<sup>93</sup> Jensen und Meckling (1976) haben diesen Konflikt erstmals formal analysiert, Holmström (u. a. 1979; 1982) hat diesen formalen Ansatz weiter vertieft.<sup>94</sup>

### 4.1.1 Grundmodell

Im Mittelpunkt des Grundmodells steht die arbeitsteilige Vertragsbeziehung zwischen Prinzipal und Agent, bei der beide Akteure ihren eigenen (erwarteten) Nutzen maximieren wollen.<sup>95</sup> Für das individuelle Verhalten wird angenommen, dass es auf stabilen Präferenzen beruht und sich am (erwarteten) Nutzen orientiert. Die Annahme der beiderseitigen (Erwartungs-)Nutzenmaximierung impliziert, dass sich beide bei Auswahlentscheidungen opportunistisch und (zweck-)rational verhalten. Die rationale Handlungsorientierung macht das Verhalten von Prinzipal und Agent dabei grundsätzlich antizipierbar und durch vertragliche Regelungen steuerbar.<sup>96</sup>

In der Grundversion des Modells treten beide in direkte Vertragsverhandlungen miteinander und die Zusammenarbeit erstreckt sich nur auf eine Periode. Für den Prinzipal wird Risikoneutralität unterstellt, für den Agenten Risikoaversion. Diese Annahme ist damit begründbar, dass der Agent mit seinem Humankapital an das Unternehmen gebunden ist und ihm, im Gegensatz zum Prinzipal, die Möglichkeit der Diversifikation des Risikos über andere Märkte fehlt.<sup>97</sup>

Der Interessenkonflikt nach Abschluss des Vertrags besteht darin, dass die Handlung des Agenten einerseits den Unternehmenserfolg positiv beeinflusst, aber für den Agenten andererseits mit Arbeitsleid verbunden ist. Folglich ist eine höhere Arbeitsleistung für den Prinzipal ceteris paribus vorteilhaft. Der Agent hingegen hat kein Interesse an einer steigenden Arbeitsleistung, da dies gleichbedeutend mit steigendem Arbeitsleid ist. Vertragsprobleme entstehen nun durch Informationsasymmetrien, weil der Prinzipal schlechter über die Handlungen des Agenten

---

<sup>93</sup> Vgl. Berle/Means (1932).

<sup>94</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976); Holmström (1979); Holmström (1982).

<sup>95</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308f.

<sup>96</sup> Vgl. Ebers/Gotsch (2014), S. 209.

<sup>97</sup> Vgl. Winter (2002), S. 337f.; Winter (2001), S. 493f.

informiert ist als dieser selbst. Die Handlung des Agenten wird als nicht beobachtbar angenommen, daher könnte dieser bestrebt sein, den Informationsvorsprung durch opportunistisches Verhalten zum eigenen Vorteil auf Kosten des Prinzipals auszunutzen.<sup>98</sup> Diese Gefahr der Schlechterfüllung von Verträgen wird auch als Moral Hazard bezeichnet.<sup>99</sup>

Vor diesem Hintergrund ist es notwendig, dass der Prinzipal sich durch die Vertragsgestaltung vor Ausbeutung schützt, indem er versucht, den Agenten in eine Situation zu bringen, in der es für diesen rational ist, im Sinne des Prinzipals zu agieren. Dies lässt sich durch eine Beteiligung des Agenten am Unternehmenserfolg realisieren. Eine reine Fixvergütung, als einziger Anreiz, reicht in der Regel nicht dazu aus, den Interessenkonflikt zwischen Prinzipal und Agent zu lösen.<sup>100</sup>

Der modelltheoretisch resultierende Anreizvertrag für den Agenten setzt sich folglich aus einer Fixvergütung und einer Beteiligung am Unternehmenserfolg zusammen. Für den Unternehmenserfolg wird angenommen, dass dieser sowohl von der Arbeitsleistung des Agenten abhängt als auch von nicht kontrollierbaren Umwelteinflüssen. Das resultierende Problem ist, dass der risikoaverse Agent am Umweltrisiko beteiligt wird. Dies führt zu einer suboptimalen Risikoallokation, denn der Prinzipal könnte das Risiko aufgrund seiner Risikoneutralität kostenlos tragen.<sup>101</sup> Es liegt also ein Trade-Off zwischen Risikoteilung und Motivation vor.<sup>102</sup> Der unter diesen Aspekten resultierende Anreizvertrag wird als Second-Best-Vertrag bezeichnet, weil aufgrund der Risikoteilung ein Wohlfahrtsverlust entsteht. Ein First-Best-Vertrag – ohne Wohlfahrtsverlust – wäre nur dann erreichbar, wenn die Handlung des Agenten direkt beobachtbar wäre. In diesem Fall könnte er direkt für seine Handlung belohnt werden, ohne ein Umweltrisiko zu tragen. Die Wohlfahrtsdifferenz zwischen First-Best- und Second-Best-Vertrag wird auch Agencykosten genannt.<sup>103</sup> Der optimale Anreizvertrag zeichnet sich somit dadurch aus, dass der Agent in der Form am Unternehmenserfolg beteiligt wird, dass die Agencykosten minimiert werden.<sup>104</sup>

Übertragen auf den hier betrachteten Kontext der Vorstandsvergütung sind die Eigentümer oder Aktionäre als Prinzipale und die Vorstände als Agenten aufzufassen. Zur Überwindung des beschriebenen Interessenkonflikts zwischen beiden Parteien bedarf es eines monetären Vergütungsvertrags, der neben einem Fixgehalt ergänzende variable Vergütungsbestandteile bein-

---

<sup>98</sup> Vgl. Winter (2002), S. 337f.

<sup>99</sup> Vgl. Meinhövel (2004), S. 68.

<sup>100</sup> Vgl. Winter (2002), S. 337f.

<sup>101</sup> Vgl. Winter (2001), S. 493f.

<sup>102</sup> Vgl. Gillenkirch (2000), S. 347; Gillenkirch (2008), S. 8.

<sup>103</sup> Vgl. Holmström (1979), S. 74ff.

<sup>104</sup> Vgl. Gillenkirch (2008), S. 8.

haltet, die an den Unternehmenserfolg gekoppelt sind (bspw. Bilanzkennzahlen oder Aktienkurs).<sup>105</sup> Aus modelltheoretischer Sicht ist diese Form des Vertrags optimal und somit zielführend, um die intendierten Verhaltensanreize setzen zu können.

#### 4.1.2 Modellerweiterungen

Nach Auffassung der Politik sind die gesetzten Verhaltensanreize fehlerhaft, da diese zu kurzfristigem Denken und überhöhter Risikobereitschaft motivieren. Die intendierte Langfristorientierung und Nachhaltigkeit wird nicht erreicht, weshalb für variable Vergütungsbestandteile mehrjährige Bemessungsgrundlagen verwendet werden sollen. Um deren Eignung aus anreiztheoretischer Perspektive zu beurteilen, ist eine Erweiterung des Grundmodells notwendig. Zur Beurteilung der Eignung werden daher im Folgenden *mehrperiodige Prinzipal-Agenten-Modelle* herangezogen.

Lambert (1983) hat ein Modell entwickelt, aus dem er einen optimalen langfristigen Vertrag ableitet, wenn Prinzipal und Agent über mehrere Perioden zusammenarbeiten. In diesem Modell ist eine Diskontierung der Nutzen beider Akteure berücksichtigt. Im ersten Schritt modellierte Lambert die Zusammenarbeit über ein endliches Maximum von T Perioden, bei dem der Agent einen langfristigen Vertrag annimmt, der die Zusammenarbeit bis zur Periode T garantiert. Ein vorzeitiges Aussteigen aus dem Vertrag ist folglich nicht möglich. Der resultierende optimale langfristige Vertrag kennzeichnet sich dadurch, dass die Vergütung des Agenten in einer Periode vom Unternehmenserfolg in dieser Periode und von dem Erfolg in den vorangegangenen Perioden abhängt. Im zweiten Schritt lockerte Lambert die Annahme der langfristigen Zusammenarbeit, indem der Agent aus dem Vertrag aussteigen kann, wenn es in seinem Interesse ist. Die Lockerung der Annahme führt dazu, dass die Bestrafungsmöglichkeiten des Prinzipals für eine schlechte Unternehmensperformance in vorangegangenen Perioden limitiert werden. Nichtsdestotrotz kennzeichnet sich der optimale langfristige Vertrag auch in diesem Fall dadurch, dass die Vergütung des Agenten sowohl auf dem Unternehmenserfolg der aktuellen Periode als auch auf denen der vorherigen Perioden beruht.<sup>106</sup>

Eine Erkenntnis, die durch das Modell von Rogerson (1985) untermauert wird. Rogerson hat basierend auf der zweiperiodigen Kooperation von Prinzipal und Agent einen optimalen Vertrag abgeleitet. Dieser kennzeichnet sich dadurch, dass die Vergütung der zweiten Periode vom

---

<sup>105</sup> Vgl. Becker/Kunz (2008), S. 290ff.

<sup>106</sup> Vgl. Lambert (1983), S. 441ff.

Unternehmenserfolg der ersten Periode abhängt. Anders ausgedrückt, wenn der Unternehmenserfolg die aktuelle Vergütung beeinflusst, beeinflusst er auch die zukünftige Vergütung.<sup>107</sup>

Ergänzend dazu ist auch das Modell von Radner (1981) zu nennen. Er hat gezeigt, dass die T-fache, aber endliche, Wiederholung einer einperiodigen Vertragsbeziehung zwischen Prinzipal und Agent dazu führt, dass beide Akteure im Durchschnitt das Auszahlungsniveau erzielen, das der First-Best-Lösung beliebig nahe kommt. Dies gilt unter der Voraussetzung, dass die Anzahl der Wiederholungen (T) ausreichend groß ist und beide Akteure ihren Nutzen nicht diskontieren.<sup>108</sup> Bei einer unendlichen Wiederholung des Spiels lässt sich hingegen pro Periode exakt das First-Best-Niveau erreichen. In diesem Fall wird das Vergütungsrisiko des Vertrags komplett eliminiert.<sup>109</sup>

Die drei vorgestellten Modelle legen nahe, dass langfristige Verträge bei einer mehrperiodigen Zusammenarbeit zwischen Prinzipal und Agent vorteilhaft sind. Dies liegt im Ausgleich der Umwelteinflüsse begründet, der das Vergütungsrisiko vermindert. Ferner ist auch die mehrperiodige Bemessungsgrundlage für variable Vergütungskomponenten aus anreiztheoretischer Perspektive zu befürworten, da der Prinzipal dem Agenten so optimale Leistungsanreize setzen kann. Den Modellen liegt zugrunde, dass langfristige Verträge eine Art von Gedächtnis besitzen. Dies ist elementar für die Vertragsgestaltung, denn nur so können aktuelle oder zukünftige Auszahlungen von zurückliegenden Ergebnissen abhängen.<sup>110</sup> Die Vorteilhaftigkeit solcher langfristigen Verträge wird durch das Ergebnis eines Experiments von Nieken und Schmitz (2012) weiter fundiert. Ausgangspunkt des Experiments war eine zweiperiodige Zusammenarbeit zwischen Prinzipal und Agent. Die Teilnehmer wurden per Zufall auf eine der beiden Rollen verteilt. Die Prinzipale konnten den Agenten entweder einen Vertrag mit Gedächtnis anbieten oder einen ohne. Eine vertragstheoretische Analyse des experimentellen Designs prognostizierte eine Vorteilhaftigkeit des Vertrags mit Gedächtnis, die durch die Ergebnisse des Experiments unterstützt wurde.<sup>111</sup>

Vor dem Hintergrund des Aspekts der Risikoreduktion, als eine der Anforderungen an Vergütungssysteme, ist eine Erweiterung des Grundmodells der Prinzipal-Agenten-Theorie um die Idee der *relativen Leistungsbewertung* sinnvoll. Bei dieser Form der Leistungsbewertung werden die Handlungsergebnisse mehrerer Agenten miteinander verglichen. Die Vergütung jedes einzel-

---

<sup>107</sup> Vgl. Rogerson (1985), S. 69ff.

<sup>108</sup> Vgl. Radner (1981), S. 1128ff.

<sup>109</sup> Vgl. Radner (1981), S. 1147.

<sup>110</sup> Vgl. Rogerson (1985), S. 69.

<sup>111</sup> Vgl. Nieken/Schmitz (2012), S. 1000ff.

nen Agenten ist dabei so zu gestalten, dass sie abhängig von diesem Ergebnisvergleich festgesetzt wird.<sup>112</sup> Unterliegen die verglichenen Handlungsergebnisse dem gleichen Umwelteinfluss, ist der Vergleich selbst frei von diesem Einfluss. Hierdurch lässt sich die Bewertung der Arbeitsleistung des Agenten präzisieren, da die Differenz der Handlungsergebnisse lediglich auf der Differenz der Arbeitsleistung beruht. Bei absolut identischen Umwelteinflüssen kann auch bei risikoaversen Agenten das Niveau des First-Best-Vertrags erreicht werden. Bei nicht identischen, aber hoch korrelierten Umwelteinflüssen wird zwar nicht das First-Best-Niveau erreicht, aber es kommt zu einer erheblichen Verringerung der Agencykosten aufgrund der Reduktion des Risikos. Die Wirkungen der Verhaltensanreize eines solchen Vertrags sind unverändert gegenüber denen des Grundmodells.<sup>113</sup>

Die Prinzipal-Agenten-Theorie wird hinsichtlich ihrer Übertragbarkeit auf die Realität aufgrund einiger restriktiver Annahmen kritisiert. Diese Kritikpunkte und die resultierenden Implikationen für variable Vergütungssysteme werden in den nächsten beiden Abschnitten diskutiert.

#### 4.1.3 Grenzen der Modellwelt

Ein Kritikpunkt richtet sich gegen das hohe Maß an Informationsverfügbarkeit, dass in der Prinzipal-Agenten-Theorie vorausgesetzt wird und in der Realität nicht gegeben ist. Im Modell wird unterstellt, dass der Prinzipal exaktes Wissen über den Zusammenhang zwischen der Arbeitsleistung des Agenten und dem Unternehmenserfolg hat und die Nutzenfunktion des Agenten kennt.<sup>114</sup> In Verbindung mit der Nutzenfunktion des Prinzipals, ergibt sich die optimale Beteiligung am Unternehmenserfolg – und damit der optimale Trade-Off zwischen Risikoteilung und Motivation – rechnerisch als eindeutige Lösung der Nutzenmaximierung. Da sich die Nutzenfunktion des Prinzipals als Differenz aus Unternehmenserfolg und Vergütung des Agenten ergibt, ist eine Nutzenmaximierung folglich nur möglich, wenn der Unternehmenserfolg als Bemessungsgrundlage eindeutig mess- und kontrahierbar ist. Im Grundmodell ist diese Bedingung per Annahme erfüllt. In der betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis hingegen wird die Auswahl geeigneter Bemessungsgrundlagen sehr kontrovers diskutiert.<sup>115</sup> Gleiches gilt für die unterstellte Beeinflussbarkeit der Bemessungsgrundlage durch die Leistung des Agenten, die für die Wirksamkeit eines Anreizsystems hochgradig relevant ist. Im Modell wird dieses Problem ebenfalls

---

<sup>112</sup> Vgl. Holmström (1982), S. 325ff.

<sup>113</sup> Vgl. Winter (2001), S. 501f.

<sup>114</sup> Vgl. Meinhövel (2005), S. 77f.

<sup>115</sup> Vgl. Winter (2001), S. 503.

wegdefiniert, indem die Nutzenfunktion des Prinzipals als direkt durch den Agenten beeinflussbar angenommen wird.<sup>116</sup>

Trotz dieser Kritik sind die anhand des Grundmodells und der Modellerweiterungen abgeleiteten Erkenntnisse zur Vergütungsgestaltung weiterhin gültig. Für die hier betrachtete Gruppe der Vorstände kapitalmarktnotierter Unternehmen ist am ehesten zu erwarten, dass eine Beeinflussbarkeit der Bemessungsgrundlage durch Leistung gegeben ist. Vor dem Hintergrund der Anforderungen der Anreizkompatibilität eines Vergütungssystems bildet das Wachstum des Eigentümervermögens dabei eine ideale Bemessungsgrundlage für die Vergütung. Es ist anzunehmen, dass die Entwicklung des Marktwertes des Unternehmens für die Eigentümer besonders relevant ist. Daher gilt diese Entwicklung in der betriebswirtschaftlichen Theorie bei kapitalmarktnotierten Unternehmen als geeigneter Indikator für das Wachstum des Eigentümervermögens. Die Marktwertentwicklung hängt massiv von Umwelteinflüssen ab, weswegen sich eine ungünstige Risikoallokation ergibt. Eine Risikoreduktion lässt sich allerdings, wie zuvor erörtert, durch eine relative Bewertung der Leistung realisieren.<sup>117</sup> Auf die Probleme, die in der Praxis bei der Auswahl geeigneter Bemessungsgrundlagen zur Beurteilung des Vermögenszuwachses entstehen, wird im Rahmen der Gestaltung variabler Vergütungssysteme noch detailliert eingegangen.

Ein weiterer Kritikpunkt richtet sich gegen das Risikokonzept, das innerhalb der Prinzipal-Agenten-Theorie verwendet wird. Nach Ansicht von Wiseman und Gomez-Mejia (1998) ist dieses Konzept, aufgrund der restriktiven und unbedarften Risikoannahmen, unausgereift. Ein Grund dafür liegt in der Annahme der Risikoaversion des Agenten, was die Möglichkeit eines risikosuchenden Verhaltens per se ausschließt. Einen weiteren Grund sehen die Autoren in der angenommenen Stabilität der Risikopräferenzen der Akteure. Diese Annahme limitiert den Erklärungsbeitrag der Theorie zur Frage, wie das Risikoverhalten eines Agenten den Unternehmenserfolg (die Unternehmensperformance) beeinflussen kann, massiv. Des Weiteren schließt die Annahme eines linearen und rekursiven Zusammenhangs zwischen Risiko und Unternehmensperformance bei mehrperiodigen Modellen eine komplexere Relation zwischen diesen beiden Parametern definitorisch aus.<sup>118</sup>

Dieser Kritikpunkt lässt sich argumentativ anhand des theoretischen Modells weder bestätigen noch entkräften, da eine grundlegende Modellannahme infrage gestellt wird. Zur Über-

---

<sup>116</sup> Vgl. Winter (2002), S. 339.

<sup>117</sup> Vgl. Winter (2001), S. 503ff.

<sup>118</sup> Vgl. Wiseman/Gomez-Mejia (1998), S. 133f.

prüfung der Relevanz dieses Kritikpunkts sowie der Validität der grundsätzlichen Modellannahmen und den darauf basierend abgeleiteten Aussagen zur Vergütungsgestaltung, werden im folgenden Kapitel die Ergebnisse empirischer Studien zur Prinzipal-Agenten-Theorie analysiert.

#### 4.1.4 Empirische Validität und Implikationen für Vergütungsverträge

Wie in den vorangegangenen Kapiteln gezeigt, empfiehlt die Prinzipal-Agenten-Theorie, Vergütungssysteme erfolgsabhängig auszugestalten. Die empirische Validität der Theorie hängt maßgeblich davon ab, ob die Modellannahmen auch in der Realität erfüllt sind. Sind diese Annahmen erfüllt, ist empirisch ein positiver Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Unternehmenserfolg zu erwarten. Sollten sich die Aussagen der Theorie als empirisch valide erweisen, lässt sich zudem folgern, dass Unternehmen erfolgreicher werden sollten, wenn sie auf die Vergütungsverträge der Vorstände entsprechend der Ideen des Modells umstellen. Darüber hinaus folgt aus den Argumenten zur Risikoteilung, dass mit zunehmendem Risiko der Bemessungsgrundlage eine niedrigere variable Vergütung zu erwarten ist. Der Idee der relativen Leistungsbewertung folgend sollte auf Vorstandsebene eine Vergütung auf Basis des relativen Unternehmenserfolgs erfolgen.<sup>119</sup> In den nachfolgenden Abschnitten werden daher ausgewählte empirische Studien vorgestellt, die diese Zusammenhänge und damit die empirische Validität der Theorie untersuchen.

##### *Zusammenhang zwischen absolutem Unternehmenserfolg und Vorstandsvergütung*

Eine der bekanntesten und meistzitierten Studien, die diesen Zusammenhang untersucht, stammt von Murphy (1985). Er hat die Vergütungsdaten der Vorstände von Fortune 500-Unternehmen über einen Zeitraum von 1964 bis 1981 erhoben. Als Maßstab für den Unternehmenserfolg wurde die Marktrendite des Eigenkapitals herangezogen. Als wesentliches Ergebnis zeigt sich, dass die Vergütung stark und signifikant vom Unternehmenserfolg abhängt, wobei die unterschiedlichen Vergütungskomponenten mit unterschiedlicher Sensitivität auf den Unternehmenserfolg reagieren.<sup>120</sup> In einer weiterführenden Studie, in der Vergütungsdaten aus den Jahren 1970 bis 1996 analysiert wurden, gelangt Murphy (1999) zu dem Ergebnis, dass die Sensitivität der Vergütung auf die Entwicklung des Unternehmenserfolgs in den USA im Zeitablauf zugenommen hat.<sup>121</sup>

---

<sup>119</sup> Vgl. Winter (2001), S. 492ff.

<sup>120</sup> Vgl. Murphy (1985), S. 13ff.

<sup>121</sup> Vgl. Murphy (1999), S. 2525.

Jensen und Murphy (1990) haben, basierend auf Forbes-Vergütungsdaten von 2.213 amerikanischen Vorstandsvorsitzenden im Zeitraum von 1974 und 1986 den Zusammenhang zwischen Veränderungen der Vorstandsvergütung und des Aktionärsvermögens (Shareholder Value) untersucht. Die Auswertung zeigt, dass eine Erhöhung des Aktionärswertes um 1.000 US-Dollar im Mittel eine Erhöhung der Vergütung um 3,25 US-Dollar bewirkt.<sup>122</sup> Dies ist kompatibel mit den Aussagen, die aus der Prinzipal-Agenten-Theorie abgeleitet wurden. Trotzdem folgern die Autoren, dass die Vergütung amerikanischer Vorstandsvorsitzender zu wenig von der Veränderung des Aktionärswertes abhängt und sehen darin einen Widerspruch zu den Vorhersagen der Prinzipal-Agenten-Theorie.<sup>123</sup> Diese Argumentation erscheint nicht schlüssig, da das Ergebnis durchaus konsistent mit den Modellannahmen ist. Auf Basis der spezifischen Modellannahmen und Parameter erlaubt die entsprechende Kalibrierung des Modells es, nahezu jede beliebige Anreizintensität als optimale Lösung des Agency-Problems darzustellen.<sup>124</sup>

Hall und Liebman (1998) kommen auf Basis der Vergütungsdaten der Vorstandsvorsitzenden für den Zeitraum 1980 bis 1994 zu dem Ergebnis, dass die Vergütung hochgradig auf die Unternehmensperformance reagiert. Dies ist auf die Vergütung des Vorstandsvorsitzenden mit Aktien und Aktienoptionen zurückzuführen, die einen signifikanten Einfluss auf das Vermögen des Vorstandsvorsitzenden hat.<sup>125</sup> Einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Unternehmenserfolg konnten auch Velitay und Bishop (1995) nachweisen. Die Autoren haben die Vergütungsdaten der Vorstandsvorsitzenden von 47 amerikanischen Pharmazieunternehmen von 1986 bis 1990 erhoben und den Zusammenhang zwischen Vergütung und der Marktrendite des Eigenkapitals als Erfolgsindikator untersucht.<sup>126</sup> Ein vergleichbares Ergebnis zeigt sich auch für die amerikanische IT-Industrie. Anderson, Banker und Ravindran (2000) haben die Vergütungsdaten der fünf bestbezahlten Vorstandsmitglieder von 316 IT-Unternehmen über einen Zeitraum von 1992 bis 1996 ermittelt, um unter anderem den Zusammenhang zwischen Vergütung und Unternehmenserfolg zu untersuchen. Der Unternehmenserfolg wurde durch die Aktienrendite gemessen. Die Autoren weisen eine steigende Vergütung durch Bonus und Aktienoption bei steigender Aktienrendite nach.<sup>127</sup>

Ergänzend seien noch die Ergebnisse von drei Studien angeführt, die sich auf Deutschland beziehen. Elston und Goldberg (2003) können, basierend auf einer Analyse von 91 deutschen

---

<sup>122</sup> Vgl. Jensen/Murphy (1990), S. 228ff.

<sup>123</sup> Vgl. Jensen/Murphy (1990), S. 242ff.

<sup>124</sup> Vgl. Göx (2016), S. 324.

<sup>125</sup> Vgl. Hall/Liebman (1998), S. 685.

<sup>126</sup> Vgl. Velitay/Bishop (1995), S. 278f.

<sup>127</sup> Vgl. Anderson/Banker/Ravindran (2000), S. 545.

Aktiengesellschaften über den Zeitraum von 1970 bis 1986 einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen Vergütung und Unternehmenserfolg – gemessen als Eigenkapitalrendite – nachweisen.<sup>128</sup> Conyon und Schwalbach (2000) weisen ebenfalls einen positiven Einfluss zwischen Vergütung und Unternehmenserfolg in deutschen Unternehmen nach. Die Autoren kommen auf Basis von Vergütungsdaten aus 48 Unternehmen im Zeitraum von 1968 bis 1994 zu dem Ergebnis, dass die Vergütung des Vorstands positiv von der Aktienrendite als Erfolgsmaß beeinflusst wird.<sup>129</sup> Kraft und Niederprüm (1999) haben die Daten von 170 Firmen der Fertigungsindustrie ausgewertet und festgestellt, dass die Vorstandsvergütung positiv vom Unternehmenserfolg, gemessen als Eigenkapitalrendite, abhängt.<sup>130</sup>

### *Zusammenhang zwischen relativem Unternehmenserfolg und Vorstandsvergütung*

Im vorangegangenen Abschnitt wurde der Zusammenhang zwischen der Vergütung und dem absoluten Unternehmenserfolg betrachtet. Basierend auf der Idee der relativen Leistungsbewertung ist aber zu erwarten, dass auf Vorstandsebene eine Vergütung auf Basis des relativen Unternehmenserfolgs sinnvoll ist, da Umwelteinflüsse so aus der Vergütungsfindung ausgeklammert werden können.

Eine Studie, in der dieser Zusammenhang untersucht wird, ist die von Murphy (1985), die bereits im vorherigen Abschnitt vorgestellt wurde. Murphy untersuchte in dieser Studie nicht nur den Zusammenhang zwischen Vergütung und absolutem Unternehmenserfolg, sondern auch den zum relativen Erfolg. Dazu verwendete er eine Relativierung auf Branchenbasis und eine auf Basis von Risikoklassen. Auf Basis der Regressionsergebnisse schlussfolgert er, dass Unternehmen mit formellen Bonusregelungen den Bonus explizit oder implizit an der relativen Erfolgsentwicklung ausrichten.<sup>131</sup> Die ebenfalls schon vorgestellte Studie von Murphy (1999) belegt ebenso, dass durch eine relative Erfolgsmessung die den Vergütungsverträgen inhärenten Marktrisiken teilweise reduziert werden. Der Autor kann anhand der Ergebnisse auch eine zunehmende Bedeutung der relativen Leistungsbewertung in bestimmten Branchen nachweisen, bspw. im Finanzsektor.<sup>132</sup>

Gibbons und Murphy (1990) untersuchen in ihrer Studie den Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und der relativen Marktwertentwicklung. Dazu haben die Autoren Daten von 1.668 Vorstandsvorsitzenden aus 1.049 Unternehmen über einen Zeitraum von 1974 bis 1986 erhoben. Gibbons und Murphy konnten bestätigen, dass die Vorstandsvorsitzenden auf Basis des

---

<sup>128</sup> Vgl. Elston/Goldberg (2003), S. 1406f.

<sup>129</sup> Vgl. Conyon/Schwalbach (2000), S. 518ff.

<sup>130</sup> Vgl. Kraft/Niederprüm (1999), S. 22ff.

<sup>131</sup> Vgl. Murphy (1985), S. 37ff.

<sup>132</sup> Vgl. Murphy (1999), S. 2535ff.

relativen Unternehmenserfolgs entlohnt werden, wobei die Relativierung auf Gesamtmarktbasis signifikanter ist als die auf Basis der Branche.<sup>133</sup>

Eine Studie, die diesen Zusammenhang für den amerikanischen Bankensektor untersucht, stammt von Crawford (1999). Die Analyse der Daten von 239 Vorstandsvorsitzenden von 124 Banken über die Jahre 1976 bis 1988 konnte ebenfalls einen Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und der relativen Marktwertentwicklung nachweisen. Im Bankensektor ist die Relativierung auf Branchenbasis allerdings signifikanter als die auf Gesamtmarktbasis.<sup>134</sup>

Antle und Smith (1986) konnten hingegen nur eine schwache Evidenz der relativen Leistungsbewertung nachweisen. Die Auswertung einer kleineren Stichprobe von 39 Unternehmensdaten über einen sehr langen Zeitraum von 30 Jahren konnte nur bei 16 Unternehmen ein Zusammenhang zwischen Vergütung und relativer Leistungsbewertung nachweisen. Und das auch nur für die rechnungswesensorientierte Kennzahl Eigenkapitalrendite. Bei der ebenfalls untersuchten marktorientierten Kennzahl Aktienrendite konnte dieser Zusammenhang nicht bestätigt werden.<sup>135</sup>

In diesem Zusammenhang sind auch die Erkenntnisse eines Experimentes von Frederickson (1992) interessant. Der Autor versucht die Wirkungsweise der relativen Leistungsbewertung anhand ökonomischer und verhaltenswissenschaftlicher Theorien zu erklären. Bei einer rein ökonomischen Betrachtung resultiert die Leistungssteigerung bei der relativen Leistungsbewertung aus der Risikoreduktion. Aus verhaltenswissenschaftlicher Perspektive hingegen resultiert die Leistungssteigerung aus der Signalwirkung, dass wettbewerbsorientiertes Verhalten angemessen ist. Aus den abgeleiteten Hypothesen und den resultierenden Befunden folgt, dass verhaltenswissenschaftliche Ansätze das beobachtbare Verhalten besser erklären.<sup>136</sup>

#### *Abhängigkeit des Unternehmenserfolgs von der Vorstandsvergütung*

Nachdem die vorgestellten Studien den Zusammenhang zwischen Vergütung und Unternehmenserfolg empirisch belegen konnten, sollen nun Studien dargestellt werden, die untersuchen, ob Unternehmen erfolgreicher sind, wenn Vergütungsverträge entsprechend der Ideen der Prinzipal-Agenten-Theorie umgestellt werden.

Bei der bereits vorgestellten Studie von Anderson, Banker und Ravindran (2000) wurden die Vergütungsdaten von 316 IT-Unternehmen über einen Zeitraum von 1992 bis 1996 ausge-

---

<sup>133</sup> Vgl. Gibbons/Murphy (1990), S. 48f.

<sup>134</sup> Vgl. Crawford (1999), S. 49ff.

<sup>135</sup> Vgl. Antle/Smith (1986), S. 32.

<sup>136</sup> Vgl. Frederickson (1999), S. 665ff.

wertet. In ihrer Studie haben die Autoren nicht nur den Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und Vergütung untersucht, sondern auch die Abhängigkeit des Erfolges von der Vergütung des Vorstands. Auch hier wurde der Erfolg durch die Aktienrendite gemessen. Die Autoren zeigen, dass die Veränderungen in der absoluten Vergütungshöhe und die Ausweitung variabler (erfolgsabhängiger) Vergütungsbestandteile die zukünftige Aktienrendite positiv beeinflussen.<sup>137</sup>

Stammerjohann (2004) untersucht in seiner Studie die Abhängigkeit des Unternehmenserfolges von der Vorstandsvergütung. Der Autor hat die Daten von 137 Vorstandsvorsitzenden 56 amerikanischer Unternehmen über einen Zeitraum von 1977 bis 1992 ausgewertet. Als Erfolgsmaßstab wurde die Kapitalrendite herangezogen. Der Autor kommt zu dem Resultat, dass Aktienoptionen als Form der variablen Vorstandsvergütung langfristige Anreize bieten und positiv mit dem zukünftigen Unternehmenserfolg korreliert sind.<sup>138</sup>

#### *Zusammenhang zwischen Risiko und variablem Vergütungsanteil*

Nachdem Studien vorgestellt wurden, die einerseits einen Zusammenhang zwischen Vergütung und Unternehmenserfolg empirisch validiert haben und andererseits die Abhängigkeit des Unternehmenserfolgs von der Vorstandsvergütung, stehen nun Studien im Mittelpunkt, die den Zusammenhang zwischen Risiko und variablem Vergütungsanteil untersuchen.

Hier sei auf die bereits vorgestellte Studie von Kraft und Niederprüm (1999) verwiesen. Die Autoren konnten nicht nur einen Zusammenhang zwischen Vergütung und Unternehmenserfolg nachweisen, sondern auch einen zwischen Risiko und variablem Vergütungsanteil. Als Risikomaß wurde in der Untersuchung die Varianz der Eigenkapitalrendite verwendet. Unternehmen, die eine höhere Varianz bei dieser Rendite aufweisen, zahlen Vorständen einen höheren Anteil der Vergütung als Fixkomponenten und ergo einen geringeren variablen Vergütungsanteil.<sup>139</sup> Diese Ergebnisse werden durch eine Studie von Aggarwal und Samwick (1999) auch für amerikanische Unternehmen bestätigt. Auf Basis der Vergütungsdaten der fünf bestbezahlten Vorstandsmitglieder aller S&P-Unternehmen aus den Jahren 1993 bis 1996, haben die Autoren eine abnehmende Performancesensitivität der Vergütung bei hoher Varianz der Aktienrendite des Unternehmens nachgewiesen. Die Varianz der Aktienrendite wurde in dieser Studie als Maß für das Risiko herangezogen.<sup>140</sup>

Bloom und Milkovich (1998) haben im Zeitraum von 1981 bis 1988 Daten von über 500 amerikanischen Firmen erhoben. Die Studie belegt einen empirischen Zusammenhang zwischen

---

<sup>137</sup> Vgl. Anderson/Banker/Ravindran (2000), S. 545.

<sup>138</sup> Vgl. Stammerjohann (2004), S. 101f.

<sup>139</sup> Vgl. Kraft/Niederprüm (1999), S. 24.

<sup>140</sup> Vgl. Aggarwal/Samwick (1999), S. 103.

Risiko und variablem Vergütungsanteil, wobei Risiko auf zwei Wegen gemessen wird, als Variabilität der Aktienrendite und als Schwankungen der Einnahmen des Unternehmens. Als Resultat zeigt sich eine Erhöhung des Fixgehaltes und ein Absinken der erfolgsabhängigen Vergütung bei Firmen mit hohem Risiko. Aus diesem Grund sind Firmen mit niedrigem Risiko bei der Vergütungsgestaltung flexibler.<sup>141</sup>

Abschließend werden die Ergebnisse von zwei Studien vorgestellt, die die Verwendung von Aktienoptionen als variable Vergütungskomponente bei Risiko analysieren. Beatty und Zajac (1994) untersuchen Daten von 435 amerikanischen IPO-Unternehmen (Initial Public Offering) aus dem Jahr 1984. Sie definieren vier IPO-spezifische Risikomaße, die zeigen, dass das unternehmensspezifische Risiko bei IPO-Unternehmen größer ausfällt als bei großen und etablierten Unternehmen. Die Autoren weisen nach, dass Entlohnungssysteme mit riskanten Vergütungskomponenten keine Akzeptanz finden, wenn das unternehmensspezifische Risiko als hoch eingestuft wird. Daher erhalten Vorstände von risikoreichen IPO-Unternehmen deutlich seltener Aktienoptionen als in etablierten und weniger riskanten Unternehmen.<sup>142</sup> Zajac und Westphal (1994) kommen für Vorstandsvorsitzende von 405 Fortune 500-Unternehmen zu einem ähnlichen Ergebnis. Die Autoren definieren drei unterschiedliche firmenspezifische Risikomaße: die Standardabweichung der Kapitalrendite, die Standardabweichung der wöchentlichen Kapitalrendite und den Verschuldungsgrad. Für alle drei Risikomaße zeigt sich eine negative Korrelation der Verwendung von Aktienoptionen bei steigendem Risiko.<sup>143</sup>

### *Kritische Würdigung der empirischen Ergebnisse*

Obwohl die vorgestellten empirischen Ergebnisse die Annahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie stützen, kann die Theorie trotzdem nicht als vollständig und konsistent belegt eingestuft werden. Dies liegt darin begründet, dass es zu einigen der vorgestellten Zusammenhänge ebenfalls Studien mit gegenläufigen Ergebnissen gibt, die die empirische Validität des Modells und der Modellannahmen infrage stellen.

Der Zusammenhang zwischen Vergütung und absolutem Unternehmenserfolg kann auf Basis der vorgestellten Ergebnisse als relativ robust eingestuft werden. Eine Abhängigkeit des Unternehmenserfolgs vom implementierten erfolgsorientierten Vergütungssystem lässt sich hingegen nicht konsistent nachweisen. Winter (2001) gibt einen Überblick über empirische Stu-

---

<sup>141</sup> Vgl. Bloom/Milkovich (1998), S 292f.

<sup>142</sup> Vgl. Beatty/Zajac (1994), S. 325.

<sup>143</sup> Vgl. Zajac/Westphal (1994), S. 138.

dien, die einen eher begrenzten Einfluss der Einführung von Aktienoptionen auf die Unternehmensperformance nachweisen.<sup>144</sup> Dieser niedrige Effekt kann allerdings nicht als Beweis für die Unbrauchbarkeit von erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten eingestuft werden, da in den vorgestellten Studien alle Vergütungssysteme gleich behandelt werden. Der Versuch einer Unterteilung in „gute“ und „schlechte“ Systeme wird nicht vorgenommen, was allerdings für eine verlässliche Beurteilung der Erfolgswirkung entscheidend wäre. Es ist naheliegend, anzunehmen, dass „schlechte“ Vergütungssysteme Fehlanreize verursachen, die zu einer Vernichtung von Unternehmenswert führen, während „gute“ zu einer Steigerung des Unternehmenswertes motivieren. Der durchschnittliche Effekt auf die Entwicklung des Unternehmenswertes muss dann zwangsweise unterhalb dem von „guten“ Systemen liegen.<sup>145</sup>

Auch die Ergebnisse zur relativen Leistungsbewertung sind gemischt. Sowohl Aggarwal und Samwick (1999) als auch Garen (1994) kommen in ihren Studien zu der Erkenntnis, dass diese in der Praxis kaum eine Rolle spielt.<sup>146</sup> Da die zuvor analysierten Studien den Zusammenhang zwischen Vergütung und relativem Unternehmenserfolg belegen und zudem eine theoretische Vorteilhaftigkeit nachgewiesen werden konnte, kann unterstellt werden, dass die relative Leistungsbewertung zumindest auf die Anreizsituation des Vorstands einwirkt.<sup>147</sup>

Aus den Studien, die den Zusammenhang zwischen Risiko und variablem Vergütungsanteil untersuchen, resultiert zwar ein Rückgang der variablen Vergütungskomponenten bei steigendem Risiko, was im Einklang zu den Erkenntnissen der Prinzipal-Agenten-Theorie steht. Kritiker monieren allerdings die zugrundeliegenden restriktiven Risikoannahmen, die den Erklärungsbeitrag der Theorie limitieren. Hoskisson, Chirico, Zyung und Gambeta (2017) zeigen beispielsweise, dass eine übermäßige Risikoübertragung durch erfolgsabhängige Vergütungskomponenten die Risikoaversion eines Managers verstärkt, obwohl diese Ergebnisbeteiligung eigentlich zur Überwindung des Interessenkonfliktes beitragen soll. Diese Veränderung der Risikoeinstellung steht im Widerspruch zu der grundlegenden Modellannahme stabiler Risikopräferenzen.<sup>148</sup>

Vor dem Hintergrund, dass der Aspekt Risikoverhalten bei der Einführung des VorstAG besonders relevant war und somit für eine adäquate Verhaltensanalyse von elementarer Bedeutung ist, soll im folgenden Kapitel die Prospect Theory als alternativer Ansatz zur Analyse von

---

<sup>144</sup> Vgl. Winter (2001), S. 525ff..

<sup>145</sup> Vgl. Winter (2000), S. 61ff.

<sup>146</sup> Vgl. Aggarwal/Samwick (1999), S. 104; Garen (1994), S. 1196.

<sup>147</sup> Vgl. Winter (2001), S. 521.

<sup>148</sup> Vgl. Hoskisson/Chirico/Zyung/Gambeta (2017), S. 141.

Entscheidungsverhalten herangezogen werden. Die Prospect Theory ist eine verhaltenswissenschaftliche Theorie, die ein anderes Risikokonzept und Risikoverhalten von Akteuren unterstellt und daher beobachtbares Risiko- und Entscheidungsverhalten besser erklären kann.<sup>149</sup>

## 4.2 Die Prospect Theory

Die Prinzipal-Agenten-Theorie basiert auf der Erwartungsnutzentheorie, die individuelle Entscheidungen unter Risiko allgemein analysiert und erwartungsnutzenmaximierendes Verhalten unterstellt.<sup>150</sup> Kahneman und Tversky (1979) haben in einer Reihe empirischer Untersuchungen Ergebnisse beobachtet, die diesem Konzept widersprechen. Darauf basierend entwickelten die beiden Autoren die Prospect Theory als alternativen theoretischen Ansatz zur Erklärung der beobachteten Verhaltensmuster. Die entwickelte Theorie befasst sich ebenfalls mit der individuellen Entscheidung unter Risiko, berücksichtigt allerdings verschiedene psychologische Komponenten bei der Entscheidungsfindung.<sup>151</sup>

### 4.2.1 Theoretisches Modell

In der Prospect Theory wird der Prozess zur Auswahl einer Alternative in zwei Phasen unterteilt: in die *Bearbeitungsphase* (editing phase) und in die *Bewertungsphase* (evaluation phase). In der Bearbeitungsphase erfolgt eine vorläufige Analyse und Simplifizierung der vorliegenden Alternativen. In der Bewertungsphase werden die zuvor bearbeiteten (editierten) Alternativen bewertet. Letztlich wird die Alternative mit dem höchsten Wert ausgewählt. Der Wert der Alternativen ergibt sich mathematisch aus der Multiplikation der *Wertfunktion* (value function) mit der *Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion* (probability-weighting function).<sup>152</sup>

#### *Die Wertfunktion*

Die Wertfunktion kennzeichnet sich durch einen s-förmigen Funktionsverlauf, der in Abbildung 1 dargestellt ist. Er resultiert aus vier charakteristischen Merkmalen der Wertfunktion:

- (1) Die Wertfunktion ist definiert als positive oder negative Abweichung (Gewinn oder Verlust) von einem Referenzpunkt.
- (2) Die Wertfunktion verläuft oberhalb des Referenzpunkts konkav (Gewinnbereich) und unterhalb konvex (Verlustbereich).

---

<sup>149</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1979).

<sup>150</sup> Vgl. Levy (1992), S. 172f.

<sup>151</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1979).

<sup>152</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 274ff.; Levy (1992), S. 179ff.

- (3) Der Funktionsverlauf ist unterhalb des Referenzpunkts (Verlustbereich) erheblich steiler, als oberhalb (Gewinnbereich).
- (4) Die Wertfunktion weist eine abnehmende Sensitivität auf, je weiter sich der Wert vom Referenzpunkt entfernt (abnehmender Grenznutzen).<sup>153</sup>

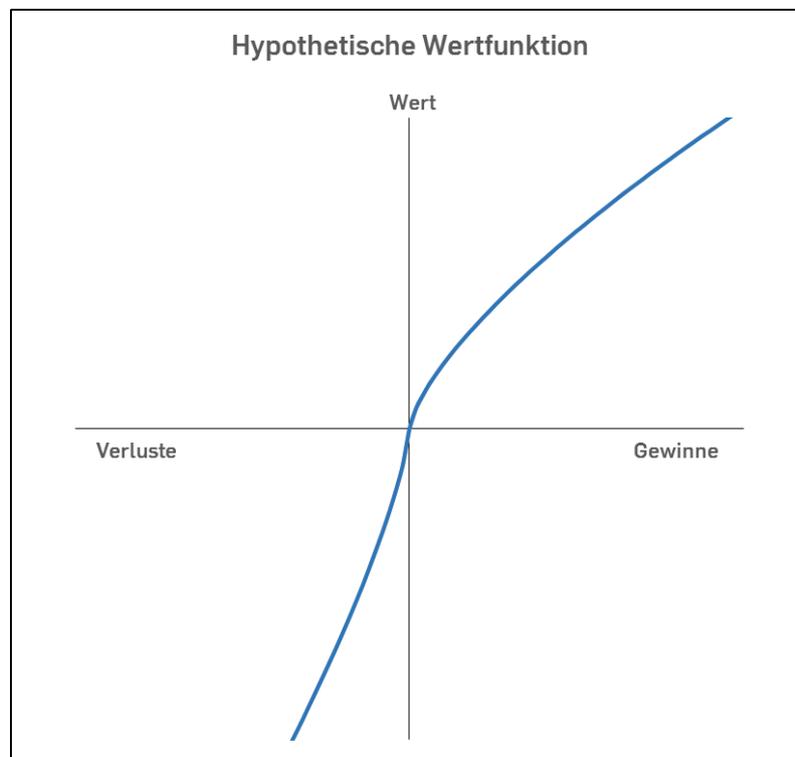


Abbildung 1: Hypothetische Wertfunktion<sup>154</sup>

Elementar für die Bewertung einer Alternative ist dabei, dass Individuen diese nicht anhand von absoluten finanziellen Werten bewerten, sondern als positive oder negative Abweichungen – also als Gewinne oder Verluste – von einem Referenzpunkt aus, der üblicherweise durch den individuellen Status Quo abgebildet wird. Durch den konkaven Funktionsverlauf im Gewinnbereich und den konvexen im Verlustbereich zeigt sich die abnehmende Sensitivität der Abweichungen, je weiter man sich vom Referenzpunkt entfernt.<sup>155</sup>

Gewinne und Verluste werden von den Individuen bei der Bewertung einer Alternative unterschiedlich behandelt. Der Verlauf der Wertfunktion zeigt, dass Verluste stärker ins Gewicht fallen als Gewinne. Dieses Prinzip der Verlustaversion (loss aversion) impliziert den Status Quo Bias. Nach diesem Bias präferieren Individuen den Status Quo gegenüber einer ökonomisch

<sup>153</sup> Vgl. Holmes et al. (2011), S. 1075f.; Kahneman/Tversky (1979), S. 277ff.

<sup>154</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Kahneman/Tversky (1979), S. 279.

<sup>155</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 274; Tversky/Kahneman (1986), S. S258.

gleichwertigen Alternative mit einer 50/50-Chance auf einen Gewinn oder einen Verlust. Individuen bewerten also Elemente in ihrem Besitz höher als „ökonomisch vergleichbare“ Elemente, die sie nicht besitzen. Dieses Phänomen wird auch als Besitztumseffekt (endowment effect) bezeichnet.<sup>156</sup> Anhand der Konvexität der Wertfunktion im Verlustbereich und der Konkavität im Gewinnbereich lassen sich Aussagen über ein situatives Risikoverhalten ableiten. Individuen tendieren dazu, sich im Gewinnbereich risikoavers zu verhalten, wohingegen sie sich im Verlustbereich risikosuchend verhalten (reflection effect).<sup>157</sup>

Dem Referenzpunkt kommt bei der Auswahlentscheidung eine elementare Bedeutung zu, da er Ausgangspunkt für die Bewertung einer Alternative ist. Wie zuvor beschrieben, hat es einen signifikanten Einfluss auf die Entscheidungsfindung und das Risikoverhalten, ob eine Alternative als Verlust oder als Gewinn wahrgenommen wird. Der Darstellung einer Alternative – auch Framing genannt – kommt somit eine besonders kritische Bedeutung zu.<sup>158</sup> Das Framing einer Alternative kann darüber hinaus auch einen Einfluss auf die Lage des Referenzpunkts haben. Die Erwartungshaltung eines Individuums kann einen neuen Referenzpunkt generieren, der vom Status Quo – also dem ursprünglichen Referenzpunkt – abweicht und in Konsequenz zu einer veränderten Bewertung führt. Erwartet ein Individuum beispielsweise einen Gewinn, verschiebt sich der Referenzpunkt nach oben, bei einem erwarteten Verlust hingegen nach unten. Alternativen werden infolgedessen nicht mehr relativ zum Status quo (dem alten Referenzpunkt) bewertet, sondern basierend auf dem neuen (verschobenen) Referenzpunkt.<sup>159</sup>

### *Die Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion*

Der Wert einer Alternative, der sich anhand der Wertfunktion ergibt, wird vom Individuum mit einem Entscheidungsgewicht multipliziert. Das Entscheidungsgewicht gibt für jede Eintrittswahrscheinlichkeit an, wie vorteilhaft diese für das Individuum ist. Die Entscheidungsgewichte selbst sind allerdings keine Wahrscheinlichkeiten. Der resultierende funktionale Zusammenhang wird durch eine monoton steigende, nicht-lineare Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion im Intervall von 0 bis 1 beschrieben<sup>160</sup>, wie in Abbildung 2 dargestellt.

---

<sup>156</sup> Vgl. Kahneman/Knetsch/Thaler (1991), S. 194ff.; Thaler (1980), S. 43ff.

<sup>157</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 268; Levy (1992), S. 174f.

<sup>158</sup> Vgl. Tversky/Kahneman (1981), S. 454f.; Tversky/Kahneman (1986), S. S258ff.

<sup>159</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 287f.; Lehner (2000), S. 64f.; Tversky/Kahneman (1986), S. S258ff.

<sup>160</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 268; Levy (1992), S. 181f.

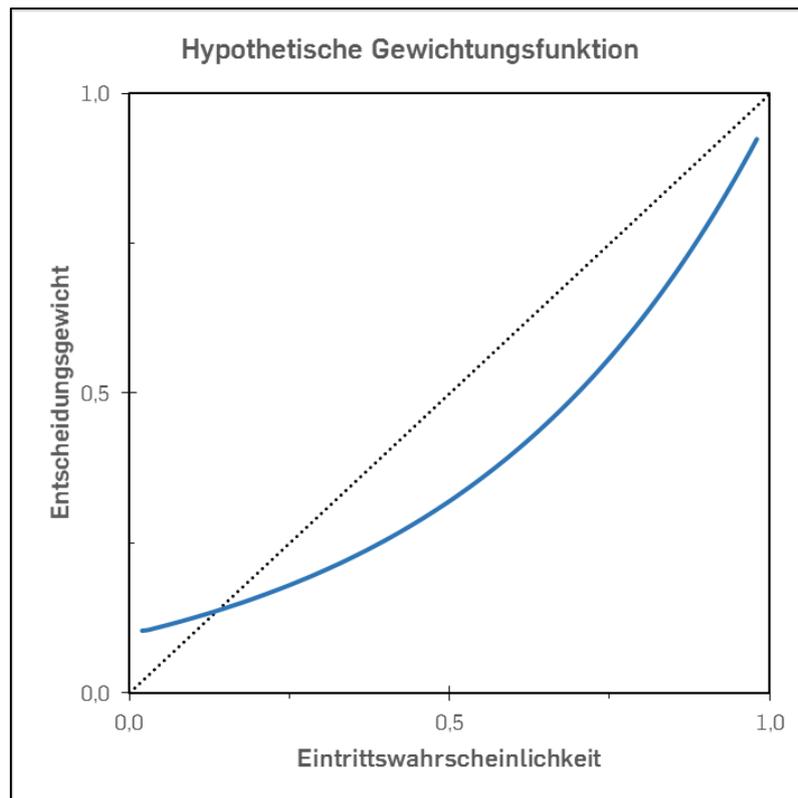


Abbildung 2: Hypothetische Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion<sup>161</sup>

Die Nichtlinearität resultiert daraus, dass sich das Entscheidungsgewicht im funktionalen Verlauf gegenüber der Eintrittswahrscheinlichkeit regressiv verhält. Das bedeutet, dass ein Individuum bei einer Steigerung der Gewinnwahrscheinlichkeit von 5% einen Wertzuwachs von weniger als 5% empfinden wird. Die Steigung der Funktion kann somit als Sensitivitätsmaß der Präferenzen hinsichtlich der Veränderung der Eintrittswahrscheinlichkeiten interpretiert werden. In Konsequenz ist die Summe der Entscheidungsgewichte bei unsicheren Alternativen geringer, als die mit sicheren Alternativen verbundene Gewichtung. Diese Übergewichtung sicherer Alternativen erklärt, warum Individuen sichere Alternativen im Vergleich zu unsicheren Alternativen mit gleichem Erwartungswert bevorzugen (certainty effect).<sup>162</sup>

Die Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion weist in der Nähe der beiden Endpunkte 0 und 1 Sprungstellen auf. Diese Sprungstellen begründen Kahneman und Tversky damit, dass Individuen dazu neigen, sehr geringe Wahrscheinlichkeiten entweder zu ignorieren oder deutlich zu hoch zu gewichten. Bei der Bewertung einer sehr wahrscheinlichen und einer sicheren Alter-

<sup>161</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Kahneman/Tversky (1979), S. 283.

<sup>162</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 282; Kahneman/Tversky (1984), S. 344f.

native wird die Differenz entweder vernachlässigt oder völlig überbewertet. Diese limitierten Fähigkeiten der Wahrnehmung und Bewertung sehr geringer und sehr hoher Wahrscheinlichkeiten führen dazu, dass die Funktion an ihren Endpunkten nicht exakt definierbar ist.<sup>163</sup>

Die situative Risikoneigung des Individuums ergibt sich nicht nur aus der Wertfunktion, sondern aus dem Zusammenwirken der Wertfunktion und der Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion. Die Untergewichtung hoher (höherer) Wahrscheinlichkeiten und der konkave Wertfunktionsverlauf im Gewinnbereich führen zu einer Unterbewertung von unsicheren Alternativen im Vergleich zu sicheren, was die Risikoaversion fördert. Der konvexe Wertfunktionsverlauf im Verlustbereich führt, in Verbindung mit der Untergewichtung der Wahrscheinlichkeit, zu einer Reduzierung der Gewichtung riskanter Projekte, was diese weniger unattraktiv erscheinen lässt und risikosuchendes Verhalten fördert. Die Effekte beider Funktionen verstärken sich. Die Übergewichtung bei geringen Wahrscheinlichkeiten führt hingegen zu einer Erhöhung des Wertes gewinnbringender Alternativen und zu einer weiteren Reduzierung des Wertes verlustbringender Alternativen, was ein risikosuchendes Verhalten im Gewinnbereich und ein risikoaverses im Verlustbereich fördert. In diesem Fall sind die Effekte von Wert- und Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion gegenläufig. Der Gesamteffekt ist abhängig vom präzisen Verlauf der Funktionen im Bereich geringer Wahrscheinlichkeiten.<sup>164</sup>

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Prospect Theory einen Gegenpart zur Prinzipal-Agenten-Theorie darstellt. Während Letztgenannte unterstellt, dass Individuen ihre Entscheidungen als reine Erwartungsnutzenmaximierer treffen und stabile Risikopräferenzen aufweisen, geht die Prospect Theory von verlustaversen Individuen aus und berücksichtigt verschiedene psychologische Komponenten, die das individuelle Entscheidungs- und Risikoverhalten beeinflussen.

#### 4.2.2 Grenzen der Theorie

Die vorangegangene Analyse hat gezeigt, dass der Vorteil der Prospect Theory darin liegt, individuelles Entscheidungsverhalten, das dem Konzept der ökonomischen Erwartungsnutzentheorie widerspricht, deskriptiv erklären zu können. Dennoch unterliegt auch diese Theorie einigen Restriktionen und Annahmen, die in der wissenschaftlichen Forschung kritisiert werden.

Ein wesentlicher Kritikpunkt richtet sich gegen das Konzept des Framings, dem nach Tversky und Kahneman eine elementare Bedeutung zukommt. Die Autoren weisen zwar darauf

---

<sup>163</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 282f.

<sup>164</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1984), S. 344f.; Levy (1992), S. 183f.

hin, wie viele Erkenntnisse über die Repräsentation von Handlungen, Ergebnissen und Wahrscheinlichkeiten bereits gewonnen werden konnten<sup>165</sup>, allerdings liegt diesem Konzept keine formale Theorie zugrunde. In Konsequenz bleiben Zusammenhänge zwischen einzelnen Einflussgrößen und ihrer relativen Bedeutung für die Festlegung eines Referenzpunkts weitgehend unklar.<sup>166</sup> Das Konzept des Framings ist informal und unvollständig, da es abhängig von der sprachlichen Formulierung, dem Wahlkontext und der Darstellungsform der Alternativen ist.<sup>167</sup> Dieser Nachteil ist insbesondere deshalb bedeutsam, weil das Framing und damit das Festlegen eines Bezugssystems (Referenzpunkts) ein Kernelement der Prospect Theory ist.<sup>168</sup>

Zudem wird die konstruierte Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion kritisch hinterfragt, da die Entscheidungsgewichte gleichermaßen auf Gewinne und Verluste angewendet werden, obwohl die Wertfunktion für Gewinne und Verluste unterschiedlich verläuft.<sup>169</sup> Tversky und Kahneman (1992) haben daher die Prospect Theory durch die Erkenntnisse der rangplatzabhängigen Nutzentheorie erweitert und die Cumulative Prospect Theory entwickelt. Bei dieser werden die Wahrscheinlichkeiten nicht mehr einzeln transformiert, das Modell transformiert die gesamte kumulierte Wahrscheinlichkeitsverteilungsfunktion. Die resultierende Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion ist somit keine monotone Transformation der einzelnen Wahrscheinlichkeiten mehr, sondern weist einen invers s-förmigen Verlauf mit konvexen und konkaven Regionen auf.<sup>170</sup> Die resultierenden Aussagen zum Risikoverhalten sind daher im Vergleich zum vorherigen Modell etwas präziser. Bei hohen Eintrittswahrscheinlichkeiten ergibt sich im Bereich von Gewinnen ein risikoaverses Verhalten, bei Verlusten hingegen ein risikosuchendes. Umgekehrt verhält es sich bei geringen Eintrittswahrscheinlichkeiten, hier ergibt sich risikosuchendes Verhalten bei Gewinnen und risikoaverses bei Verlusten.<sup>171</sup> Dem Framingkonzept liegt auch in der Cumulative Prospect Theory keine formale Theorie zugrunde.

Trotz der Modellerweiterung gibt es weitere Kritik am Konzept der Prospect Theory und der Cumulative Prospect Theory. So stellt beispielsweise Nwogugu (2005) das Gesamtkonzept beider Theorien infrage. Er verweist auf ungenaue Definitionen und ein ungeeignetes methodologisches Vorgehen. Nwogugu argumentiert, dass beide Theorien auf Basis fragwürdiger Experimente abgeleitet worden sind. Seiner Ansicht nach sind die Experimente fragwürdig, weil sie in

---

<sup>165</sup> Vgl. Tversky/Kahneman (1981), S. 454f.; Tversky/Kahneman (1986), S. S258ff.

<sup>166</sup> Vgl. Theil (1997), S. 28.

<sup>167</sup> Vgl. Tversky/Kahneman (1986), S. S273.

<sup>168</sup> Vgl. Theil (1997), S. 28.

<sup>169</sup> Vgl. Theil (1997), S. 29.

<sup>170</sup> Vgl. Tversky/Kahneman (1992), S. 299.

<sup>171</sup> Vgl. Tversky/Kahneman (1992), S. 316.

vielen Dimensionen limitiert sind, etwa hinsichtlich des Stichprobenumfangs, der gestellten Fragen und des experimentellen Settings.<sup>172</sup> Zur Überprüfung der Relevanz dieser Kritik, der Validität der Theorie und den abgeleiteten Aussagen zum individuellen Verhalten, werden im folgenden Kapitel die Ergebnisse empirischer Studien zur Prospect Theory analysiert.

#### 4.2.3 Empirische Validität und Implikationen für Vergütungsverträge

Die empirischen Untersuchungen zur Prospect Theory, die für die Analyse der Verhaltensanreize des VorstAG besonders relevant sind, lassen sich in zwei Gruppen unterteilen. Einerseits in Studien, die den Zusammenhang zwischen Vergütung und Risikoverhalten untersuchen und andererseits in solche, die die Auswirkungen von Bonus-Malus-Regelungen in Vergütungsverträgen auf das Leistungsverhalten der Begünstigten erforschen.

##### *Zusammenhang zwischen Vergütung und Risikoverhalten*

March und Zapira (1986) verweisen auf Interviews mit (Top-)Managern, die gezeigt haben, dass das Risikoverhalten von der aktuellen Situation, in der sich das Unternehmen befindet, abhängt. So gaben die Befragten an, dass sie in Situationen, in denen das Unternehmen erfolgreich ist, weniger riskant agieren, als in erfolglosen Situationen. Die aktuelle Situation bestimmt folglich einen Referenzpunkt, der Auswirkungen auf das Entscheidungs- und Risikoverhalten hat, was wiederum konform mit den Erkenntnissen der Prospect Theory ist.<sup>173</sup>

Payne, Laughhunn und Crum (1984) haben das Entscheidungsverhalten 128 amerikanischer Manager untersucht. In einem experimentellen Setting mussten die Teilnehmer aus Paaren sich gegenseitig ausschließender Investitionsmöglichkeiten auswählen. Die Ergebnisse des Experiments entsprachen den Verhaltensprognosen der Prospect Theory. Im Verlustbereich war die Mehrzahl der Entscheider risikofreudig, im Gewinnbereich hingegen risikoavers.<sup>174</sup>

Feigenbaum und Thomas (1988) haben empirische Studien ausgewertet, die einen negativen Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite nachgewiesen haben. Die Auswertung basiert auf amerikanischen Unternehmen im Zeitraum von 1960 bis 1979. Die Autoren konnten ein referenzpunktabhängiges Risikoverhalten nachweisen, dass im Einklang mit der Prospect Theory steht. Unternehmen verhielten sich im Gewinnbereich, also oberhalb des Referenzpunkts, risikoavers und im Verlustbereich, also unterhalb des Referenzpunkts, risikofreudig.<sup>175</sup>

---

<sup>172</sup> Vgl. Nwogugu (2005), S. 151ff.

<sup>173</sup> Vgl. March/Zapira (1986), S. 1409.

<sup>174</sup> Vgl. Payne/Laughhunn/Crum (1984), S. 1354ff.

<sup>175</sup> Vgl. Feigenbaum/Thomas (1988), S. 97ff.

Wiseman und Gomez-Meija (1998) haben den Zusammenhang zwischen Vergütung und Risikoverhalten von Vorständen untersucht. Dazu haben die Autoren ein Modell entwickelt, in das die Erkenntnisse von Prospect Theory und Agencytheorie integriert wurden. Wiseman und Gomez-Meija gehen von verlustaversen Vorständen aus, weswegen der Wunsch der Minimierung von Verlusten den nach einer Maximierung der Zuwächse übersteigt. Die Vergütungssysteme schaffen dabei Referenzpunkte, die die Risikoübernahme und damit das Risikoverhalten beeinflussen.<sup>176</sup> Antizipierte zukünftige Vermögenszuwächse durch variable Vergütungskomponenten (bspw. abgeleitet aus nicht ausgeübten Aktienoptionen) werden durch den Besitztumseffekt unmittelbar dem persönlichen Vermögen zugerechnet. Riskante Entscheidungen, die dieses Vermögen gefährden, werden durch weniger riskante ersetzt.<sup>177</sup>

Larraza-Kitana, Wiseman, Gomez-Meija und Welbourne (2007) konnten diesen Zusammenhang empirisch bestätigen. Die Stichprobe umfasst 108 Vorstandsvorsitzende amerikanischer IPO-Unternehmen, die zwischen 1993 bis 1995 erstmalig an der Börse gehandelt wurden. Die Autoren haben nachgewiesen, dass Vorstandsvorsitzende ihr Vermögen (bspw. nicht ausgeübte in-the-money Aktienoptionen) durch weniger riskante Entscheidungen schützen, auch wenn sie dadurch ein potentiell höheres Einkommen verpassen.<sup>178</sup>

Devers, McNamara, Wiseman und Arrfelt (2008) haben Daten von 794 Produktionsfirmen über einen Zeitraum von 1992 bis 2005 ausgewertet und konnten für die Vorstandsvorsitzenden einen negativen Zusammenhang zwischen dem Eingehen strategischer Risiken und dem Wert der gewährten Restricted Stock Options nachweisen. Der wahrgenommene Wert der Restricted Stock Options wird dem persönlichen Vermögen zugerechnet. Um Vermögensverluste zu vermeiden, werden risikoaversere Entscheidungen getroffen.<sup>179</sup> Einen ähnlichen Zusammenhang können auch Souder und Shaver (2010) in ihrer Studie nachweisen. Auf Basis der Daten von Kabelfernsehunternehmen aus den Jahren 1972 bis 1996 fanden die Autoren heraus, dass Manager weniger gewillt sind, risikoreiche langfristige Investitionen zu tätigen, wenn sie einen hohen Anteil ausübbarer Aktienoptionen halten.<sup>180</sup>

### *Auswirkungen von Bonus-Malus-Regelungen*

Unternehmen können variable Bestandteile von Vergütungsverträgen generell als Bonuszahlung oder als Strafzahlung (Malus) formulieren, wie die beiden folgenden sehr simplen Verträge exemplarisch zeigen sollen. Im ersten Vertrag (Bonusvertrag) ist ein Fixgehalt in Höhe von

---

<sup>176</sup> Vgl. Wiseman/Gomez-Meija (1998), S. 135ff.

<sup>177</sup> Vgl. Pepper/Gore (2015), S. 1054; Wiseman/Gomez-Meija (1998), S. 146.

<sup>178</sup> Vgl. Larraza-Kintana et. al. (2007), S. 1013f.

<sup>179</sup> Vgl. Devers et. al. (2008), S. 559ff.

<sup>180</sup> Vgl. Souder/Shaver (2010), S. 1320ff.

800.000 € und eine Bonuszahlung in Höhe von 200.000 € bei Zielerreichung fixiert, im zweiten (Strafvertrag) ein Fixgehalt in Höhe von 1.000.000 € und eine Strafzahlung in Höhe von 200.000 €, wenn die Ziele verfehlt werden. Beide Verträge sind ökonomisch identisch, daher sollte ein Individuum bei rein ökonomischer Betrachtung indifferent zwischen den beiden Optionen sein. Es sollte folglich keinen Unterschied machen, ob die Vergütung als Bonus oder als Strafe formuliert wird.<sup>181</sup> Folgt man hingegen dem Konzept der Prospect Theory können ökonomisch gleichwertige Vergütungsverträge aufgrund ihrer Ausgestaltung und Formulierung erhebliche Auswirkungen auf das Entscheidungs- und Risikoverhalten entfalten, wie auch die folgenden Studien zeigen.

Luft (1994) hat in einer Studie mit zwei kontrollierten Experimenten nachgewiesen, dass die Teilnehmer (Arbeitnehmer) Bonusverträge gegenüber Strafverträgen signifikant präferieren. Eine mögliche Erklärung sieht die Autorin in der positiven Assoziation des Begriffs Bonus, der für Arbeitnehmer gleichbedeutend mit einem Gewinn ist. Der Begriff Strafe ist negativ konnotiert, weil er mit einem Verlust gleichgesetzt wird. Darüber hinaus impliziert ein Bonus eine zukünftige zusätzliche Auszahlung.<sup>182</sup> Eine weitere Erkenntnis der Studie ist die, dass ein Strafvertrag nur akzeptiert wird, wenn dieser eine höhere Auszahlung als der Bonusvertrag erwarten lässt. Die Akzeptanz eines Strafvertrags muss demnach erkaufte werden.<sup>183</sup>

Hannan, Hoffman und Moser (2005) haben die Studie von Luft (1994) aufgegriffen und das experimentelle Design modifiziert. Das Ergebnis von Hannan und ihren Co-Autoren ist konsistent mit dem von Luft; die Teilnehmer (Arbeitnehmer) präferieren Bonusverträge gegenüber ökonomisch identischen Strafverträgen. Die Erweiterung der Studie ist die Untersuchung der Arbeitsleistungsniveaus, die je nach Vertragsart erbracht werden. Die Autoren konnten nachweisen, dass der Strafvertrag zu einer höheren Arbeitsleistung führt, als der Bonusvertrag. Letztgenannter wird als fairer wahrgenommen, was die Arbeitnehmer zu einer höheren Arbeitsleistung motiviert als bei einem Strafvertrag. Allerdings wird dieser Fairnesseffekt vom Effekt der Verlustaversion, die der Strafvertrag induziert, dominiert. Die Zahlung einer Strafe fällt stärker ins Gewicht, als das Verpassen einer Bonuszahlung. Die Arbeitnehmer wollen die Strafzahlung folglich vermeiden, indem sie eine höhere Arbeitsleistung erbringen als bei einem Bonusvertrag. Hannan und ihre Co-Autoren resümieren daher, dass ein Bonusvertrag zwar von den Arbeitnehmern präferiert wird, aber nicht immer den Unternehmensgewinn maximiert.<sup>184</sup>

---

<sup>181</sup> Vgl. Luft (1994), S. 182.

<sup>182</sup> Vgl. Luft (1994), S. 183ff.

<sup>183</sup> Vgl. Luft (1994), S. 199.

<sup>184</sup> Vgl. Hannan/Hoffman/Moser (2005), S. 166f.

Brink und Rankin (2013) untersuchen in ihrer Studie verschiedene ökonomisch identische Vertragsarten, die primär auf oberen Managementebenen zum Einsatz kommen. Die Autoren differenzieren dabei Verträge mit Bonuszahlung, Verträge mit Strafzahlung, Verträge mit Rückforderungen sowie Verträge mit einer Mischung aus Bonus- und Strafzahlung. Die Ergebnisse der Studie lassen darauf schließen, dass Bonusverträge gegenüber allen anderen Vertragsarten präferiert werden. Strafverträge sind für die Teilnehmer (Arbeitnehmer) genauso akzeptabel wie Verträge mit einer Mischung aus Bonus- und Strafzahlung. Am wenigsten attraktiv sind Verträge mit Rückzahlungsverpflichtungen, was nach Ansicht der Autoren konsistent mit dem Besitztumseffekt ist. Für Brink und Rankin sind diese Ergebnisse insofern besonders wichtig, als die vertragliche Implementierung von Strafen und Rückforderungen ungewollte Konsequenzen auslösen können. Sie heben zudem hervor, dass die Formulierung des Vertrags und die Bezeichnung einzelner Vergütungskomponenten starken Einfluss auf das individuelle Verhalten ausüben und dementsprechend sorgfältig bedacht werden sollten.<sup>185</sup>

Church, Libby und Zhang (2008) erweitern die Arbeiten von Hannan, Hoffman, Moser (2005) und von Luft (1994) unter anderem durch die Analyse der induzierten Arbeitsleistung eines realen und damit praxisnahen Vergütungsvertrags. Ein solcher Vertrag kennzeichnet sich durch einen Incentive-Bereich, der durch die Formulierung eines minimalen und eines maximalen Ziels entsteht. Innerhalb dieses Bereichs sind die Anreize der variablen Vergütungskomponenten effektiv, weil eine erhöhte Arbeitsleistung zu einer höheren Vergütung führt. Unterhalb des minimalen Ziels wird keine variable Vergütung gezahlt und ab Erreichen des maximalen Ziels wird die Vergütung gedeckelt (Cap). Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass im Incentive-Bereich ein Strafvertrag vorteilhafter ist, weil dieser eine höhere Arbeitsleistung sicherstellt. Außerhalb des Incentive-Bereichs hat das Framing des Vertrags als Bonus- oder Strafvertrag keinen Einfluss auf das Leistungsniveau.<sup>186</sup> Die Ergebnisse zeigen aber auch, dass die Arbeitsleistung ab Erreichen des Caps von der intrinsischen Motivation abhängt. In diesem Fall resultiert eine Vorteilhaftigkeit des Bonusvertrags, weil dieser generell von den Arbeitnehmern präferiert wird.<sup>187</sup>

Die Ergebnisse der bisherigen Studien haben gezeigt, dass Bonusverträge zu bevorzugen sind. Zudem sollte die Formulierung des Vertrags und die Bezeichnung einzelner Vergütungskomponenten sorgfältig bedacht werden, da ein starker Einfluss auf das individuelle Verhalten zu erwarten ist. Die Befunde zu den Auswirkungen der Vertragsgestaltung auf die Arbeitsleistung sind gemischt. Allerdings scheint der Strafvertrag aufgrund der resultierenden höheren Arbeitsleistung vorteilhafter zu sein.

---

<sup>185</sup> Vgl. Brink/Rankin (2013), S. 165f.

<sup>186</sup> Vgl. Church/Libby/Zhang (2008), S. 154ff.

<sup>187</sup> Vgl. Church/Libby/Zhang (2008), S. 166.

Diese Vorteilhaftigkeit wird durch eine Studie von Christ, Sedatole und Towry (2012) widerlegt. Christ und seine Co-Autoren stellen infrage, warum die meisten Unternehmen Bonusverträge verwenden, wenn Strafverträge angeblich vorteilhafter sind. Die Autoren gehen im Gegensatz zu den bisherigen Studien davon aus, dass die abgeschlossenen Verträge unvollständig sind, weil sie nicht alle Aufgaben des Agenten abbilden und regeln können. Eine Annahme, die vor dem Hintergrund der extrem vielschichtigen Arbeitsaufgaben von Vorständen sehr realitätsnah ist. Die Autoren leiten her, dass bei Abschluss eines unvollständigen Vertrags das Vertrauen zwischen Prinzipal und Agent eine entscheidende Determinante ist. Der Prinzipal hat einen Ermessensspielraum bei der Vergütung von Aufgaben, die nicht vertraglich geregelt sind. Dieser Ermessensspielraum ist entscheidend für den Agenten, da er hiervon die Auswahl der Arbeitsanstrengung für nicht geregelte Arbeitsaufgaben abhängig macht. In diesem Kontext schafft ein Bonusvertrag mehr Vertrauen, was einen positiven Einfluss auf die Erfüllung dieser Arbeitsaufgaben hat und somit auch auf die Arbeitsanstrengung. Ein Bonusvertrag führt somit in einer Welt unvollständiger Verträge zu einer höheren Arbeitsleistung als der Strafvertrag.<sup>188</sup>

#### *Kritische Würdigung der empirischen Ergebnisse*

Übertragen auf den Kontext der Vorstandsvergütung ist auf Basis der bisherigen Ergebnisse davon auszugehen, dass die Ausgestaltung des Vergütungsvertrags einen (massiven) Einfluss auf das individuelle Entscheidungsverhalten ausüben wird. Die Studien konnten einige Erkenntnisse der Prospect Theory belegen, die für die Gestaltung von Vergütungssystemen relevant sind. So konnten die Studien die Annahmen der Verlustaversion und des Besitztumseffekts belegen. Die Formulierung und Ausgestaltung des individuellen Vergütungsvertrags schafft das Framing, das die Lage des Referenzpunkts bestimmt. Bei unvollständigen Verträgen führt die Implementierung eines Bonusvertrags zu mehr Vertrauen und einer höheren Arbeitsleistung, weswegen er vorteilhafter als ein Strafvertrag (Malus) ist. Das Risikoverhalten hängt stark davon ab, ob der Entscheider sich in der Gewinn- oder Verlustregion befindet. Die untersuchten Studien haben gezeigt, dass im Gewinnbereich ein risikoaverses Verhalten auftreten kann.

Zusammenfassend zeigt sich auch auf Basis der Prospect Theory, dass Vergütungsverträge das Entscheidungsverhalten beeinflussen, wenn auch in einer komplexeren Weise als in der Prinzipal-Agenten-Theorie. So können variable Vergütungsbestandteile in Abhängigkeit ihres Wertes und der Lage des Referenzpunkts ein unterschiedliches Entscheidungs- und Risikoverhalten hervorrufen.<sup>189</sup>

---

<sup>188</sup> Vgl. Christ/Sedatole/Towry (2012), S. 1914ff.

<sup>189</sup> Vgl. Devers et al. (2007), S. 1032.

### 4.3 Bewertung der gesetzlichen Vorgaben zur Vergütungsstruktur

Wie in Kapitel 2.1 beschrieben, hat der Gesetzgeber die (Angemessenheits-)Kriterien Leistung, Üblichkeit und Nachhaltigkeit neu in den Gesetzestext aufgenommen und schreibt ferner für variable Vergütungsbestandteile die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen und die Vereinbarung von Vergütungsbegrenzungen vor.

Eine modelltheoretische Bewertung der neuen (Angemessenheits-)Kriterien ist auf Basis der Prinzipal-Agenten-Theorie und/oder der Prospect Theory nicht möglich, da deren Integration in die Theorien spekulativ wäre oder erst gar nicht möglich ist.

So ist beispielsweise das Kriterium der vertikalen Üblichkeit, nach dem bei der Vergütungsgestaltung das Gehaltsgefüge innerhalb eines Unternehmens zu berücksichtigen ist, nicht in die Prospect Theory integrierbar. Der Prinzipal-Agenten-Theorie folgend kann es ignoriert werden. Die Untersuchung von Auftragsbeziehungen zwischen Prinzipal und Agent impliziert zum einen, dass keine vertraglichen Zusammenhänge zwischen Agenten untersucht werden. Zum anderen ist davon auszugehen, dass die Mindestnutzenforderung eines Vorstands die anderer Mitarbeitergruppen übersteigt. Modelltheoretisch muss der Prinzipal zur Vertragsannahme durch den Agenten exakt dessen Mindestnutzenforderung erfüllen, eine darüberhinausgehende Vergütung ist nicht notwendig. Die vertikale Üblichkeit wird also implizit durch die Mindestnutzenforderung ausgeschlossen. Vergleichbare Argumentationsstrukturen lassen sich auch für die anderen (Angemessenheits-)Kriterien ableiten. Daher werden diese erst in Kapitel 6.1 aus rechtsökonomischer Perspektive abschließend bewertet.

Die gesetzlichen Vorgaben zur Gestaltung der variablen Vergütungsbestandteile können hingegen, anhand der Erkenntnisse der Prinzipal-Agenten-Theorie und der Prospect Theory, einer ersten modelltheoretischen Bewertung unterzogen werden.

Dem Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie folgend ist ein Vergütungsvertrag mit variablen Vergütungsbestandteilen grundsätzlich zielführend. Anhand der mehrperiodigen Modelle konnte gezeigt werden, dass mehrjährige Bemessungsgrundlagen und die resultierende Beteiligung des Managements an positiven und negativen Geschäftsergebnissen anreiztheoretisch zu befürworten sind. Aufbauend auf der Idee der relativen Leistungsbewertung sollte als Bemessungsgrundlage der variablen Vergütung nicht der eigene Unternehmenserfolg herangezogen werden, sondern ein Vergleich des eigenen Unternehmenserfolgs mit dem anderer Unternehmen, um den Umwelteinfluss auf die Vergütung zu reduzieren oder sogar komplett zu eliminieren.

Eine Vergütungsbegrenzung lässt sich weder anhand des Grundmodells noch anhand der Modellerweiterungen begründen. Es ist aber zu vermuten, dass eine Begrenzung der Vergütung

einen negativen Einfluss auf die intendierten Verhaltensanreize haben wird, da ab Erreichen der Grenze weitere Steigerungen der Arbeitsleistung und des Unternehmenserfolgs nicht belohnt werden.

Auf Basis der Prospect Theory ist eine Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen hingegen nicht grundsätzlich zu befürworten. Die Beteiligung des Managements an Gewinnen und Verlusten kann unerwünschte Verhaltensanreize setzen. Das Vergütungssystem schafft Referenzpunkte, die die Risikoübernahme und das Risikoverhalten beeinflussen. Aufgrund der unterstellten Verlustaversion ist das Entscheidungsverhalten davon abhängig, ob und wie weit der Entscheider sich im Gewinn- oder Verlustbereich befindet. Im Gewinnbereich kann ein (stark) risikoaverses Entscheidungsverhalten auftreten. Der Gesetzgeber würde dies begrüßen, da seiner Auffassung nach in der Vergangenheit zum Eingehen unverantwortlicher Risiken verleitet wurde.<sup>190</sup> Aus ökonomischer Sicht kann ein zu risikoaverses Entscheidungsverhalten die Existenz des Unternehmens gefährden<sup>191</sup>, was weder im Interesse der Politik noch in dem der Eigentümer sein dürfte. Im Verlustbereich kann hingegen ein (stark) risikosuchendes Verhalten resultieren, was der Gesetzgeber durch die Einführung des Gesetzes vermeiden möchte und auch nicht im Interesse der Eigentümer ist. Auf Verträge mit Malus-Regelungen sollte verzichtet werden, da diese die Akzeptanz und bei unvollständigen Verträgen die Arbeitsleistung sowie das Vertrauen negativ beeinflussen.

Die Prospect Theory unterstellt, dass Individuen Entscheidungen als Abweichung (Gewinn oder Verlust) von einem Referenzpunkt aus bewerten. Dieser Argumentation folgend ist ab Erreichen des Caps durch eine Entscheidung kein Gewinn mehr zu erzielen. Basierend auf der Verlustaversion und dem Besitztumseffekt ist davon auszugehen, dass ein Individuum ab Erreichen des Caps nur noch risikoaverse Entscheidungen zur Vermeidung von Verlusten treffen. Dies widerspricht der Anreizwirkung, die ein Vergütungssystem entfalten sollte und damit auch der Motivations- und Selektionsfunktion. Eine Vergütungsbegrenzung ist somit aus Sicht der Prospect Theory ebenfalls abzulehnen.

Die theoretischen Erkenntnisse ermöglichen es, Aussagen über die Struktur und Anreizwirkungen eines Vergütungsvertrags abzuleiten, aber nicht über die absolute Vergütungshöhe oder die zu verwendenden Bemessungsgrundlagen. Im folgenden Kapitel sollen daher die Aus-

---

<sup>190</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/12278 (2009), S. 1.

<sup>191</sup> Vgl. Gassmann (2006), S. 4ff.; Staahe (2012), S. 17.

wahl geeigneter Bemessungsgrundlagen und die Gestaltung der Vergütungsfunktion näher analysiert werden. Die Basis für die Analyse bilden die theoretischen Erkenntnisse und die hergeleiteten Anforderungen, die an ein Vergütungssystem gestellt werden.

## 5. Ausgestaltungsempfehlungen für Vergütungssysteme

Vor dem Hintergrund der dargestellten Funktionen von Vergütungssystemen, den daraus resultierenden Anforderungen und den modelltheoretischen Erkenntnissen sollen nachfolgend Ausgestaltungsempfehlungen abgeleitet werden. Dies ist notwendig, um die gesetzlichen Vorgaben zur Vergütungsstruktur und die Erreichbarkeit der intendierten Zielsetzung des Gesetzgebers kritisch zu bewerten.

Bei der Konzeption eines Vergütungssystems geht es primär um die Frage, wie viel für was gezahlt wird. Im nächsten Abschnitt steht daher das „für was“ im Fokus, also die Frage nach der Auswahl der Bemessungsgrundlage als Kriterium für die Leistungsbewertung. Danach rückt das „wie viel“ in den Mittelpunkt und somit die Frage nach den Relationen zwischen Leistungskriterien und Anreizen, aus der die Menge der finanziellen Anreize resultiert.

### 5.1 Auswahl geeigneter Bemessungsgrundlagen

Entsprechend der in Kapitel 3.3.3 herausgearbeiteten Anforderungen ist für die Auswahl geeigneter Bemessungsgrundlagen entscheidend, dass diese die Anforderungen der Beeinflussbarkeit, Manipulationsfreiheit und Anreizkompatibilität erfüllen. Als Bemessungsgrundlagen für variable Vergütungskomponenten werden Kennzahlen bzw. Indikatoren eingesetzt, die die individuelle Leistung (Leistungsverhalten) des Vorstands und/oder den Erfolg (Leistungsergebnis) des Vorstands abbilden sollen. Hierdurch soll eine Leistungsorientierung des Vergütungssystems sichergestellt werden. Grundsätzlich können entweder finanzielle oder nicht-finanzielle Bemessungsgrundlagen herangezogen werden. Bei den hier betrachteten börsennotierten Aktiengesellschaften kann bei den finanziellen Bemessungsgrundlagen nach kennzahlenorientierten und aktienkursorientierten differenziert werden.<sup>192</sup>

Zu den *kennzahlenorientierten Bemessungsgrundlagen* zählen Ergebnisgrößen, Kapitalrenditen und Residualgewinne, die im Folgenden hinsichtlich ihrer Eignung analysiert werden.

---

<sup>192</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 24f.; Pellens/Grasselt/Rockholtz (1998), S. 11ff.

*Ergebnisgrößen* lassen sich in Cash-Größen (Brutto-Cashflow, Free-Cashflow etc.) und buchhalterische Ergebnisgrößen (Jahresüberschuss, Gewinn, Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) etc.) unterteilen. Beide vernachlässigen die Kosten des Kapitaleinsatzes, was einen Anreiz zur Durchführung wertvernichtender Projekte setzen könnte. Somit ist die Anforderung der Anreizkompatibilität nicht erfüllt. Die Anforderung der Beeinflussbarkeit ist hingegen erfüllt, da die Leistung des Vorstands einen unmittelbaren Einfluss auf diese Größen hat. Die buchhalterischen Ergebnisgrößen weisen aufgrund diverser Bilanzierungswahlrechte eine hohe Manipulationsanfälligkeit auf. Ein Problem, das bei den Cash-Größen weniger ausgeprägt ist, da die buchhalterischen Gestaltungsmöglichkeiten ausgeschaltet sind.<sup>193</sup>

Das Problem der fehlenden Berücksichtigung der Kosten des Kapitaleinsatzes wird bei der Verwendung von *Kapitalrenditen* (Return on Equity (ROE), Return on Capital Employed (ROCE), Return on Invest (ROI) etc.) als Bemessungsgrundlage gelöst, das Problem der fehlenden Anreizkompatibilität nicht. Kapitalrenditen bilden zwar die Relation zwischen der entsprechenden Ergebnisgröße und dem eingesetzten Kapital ab, liefern aber den (Fehl-)Anreiz, die Kapitalbasis gering zu halten. So wird nicht jedes wertschaffende Projekt durchgeführt, sondern nur eines, das die Kapitalrendite erhöht. Alternativ können bei stark defizitären Gesellschaften im Extremfall Investitionen in Projekte mit einer Rendite von Null gefördert werden. Analog zu den buchhalterischen Ergebnisgrößen ist die Beeinflussbarkeit der Bemessungsgrundlage gegeben, die Manipulationsfreiheit hingegen nicht.<sup>194</sup>

Festzuhalten bleibt, dass ein anreizkompatibles (wertorientiertes) Vergütungssystem nicht auf Ergebnisgrößen und Kapitalrenditen basieren sollte. Diese sind als Instrumente für eine wertorientierte Unternehmensführung ungeeignet, da sie Verhaltensanreize zur Manipulation und Fehlsteuerung hervorrufen können. Die Ergebnisgrößen vernachlässigen die Eigenkapitalkosten und die Risikopräferenzen der Investoren, die Kapitalrenditen tendenziell den Zusammenhang zur Wertrechnung der Investoren.<sup>195</sup> Dies widerspricht dem Grundgedanken des Shareholder Value Ansatzes. Bei Residualgewinnkonzepten wird diesem hingegen Rechnung getragen, weil die Opportunitätskosten der Kapitalnutzung explizit in der Erfolgsrechnung berücksichtigt werden.<sup>196</sup>

Ein *Residualgewinn* – auch Übergewinn genannt – ist der Betrag, der über die Gesamtkapitalkosten hinaus mit dem investierten Kapital verdient wird. Bei der Ermittlung werden Rendite, eingesetztes Kapital und Kapitalkosten berücksichtigt.<sup>197</sup> Ein Mehrwert wird für die Shareholder

---

<sup>193</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 26f.; Plaschke (2003), S. 134f.

<sup>194</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 27; Koch/Pertl (2009), S. 4f.

<sup>195</sup> Vgl. Plaschke (2003), S. 141f.; Winter (2000), S. 5ff.

<sup>196</sup> Vgl. Winter (2003), S. 122.

<sup>197</sup> Vgl. Plaschke (2003), S. 133f.

nur dann geschaffen, wenn die tatsächlich erreichte Rendite über den Eigenkapitalkosten liegt.<sup>198</sup> Diese Bemessungsgrundlage ist grundsätzlich in der Lage, die Anforderungen der Beeinflussbarkeit und der Anreizkompatibilität zu erfüllen. Je nach Ausgestaltung kann es allerdings zu Fehlansätzen kommen. Bei buchwertbasierten Netto-Residualgewinnkonzepten (Economic Value Added (EVA)<sup>199</sup>) ist die Art der Abschreibung bedeutsam. Je nach Abschreibungsart können unterschiedliche Zeitpräferenzen von Vorstand und Eigentümer Fehlansätze zur Folge haben. In Konsequenz könnte der Vorstand Projekte mit positivem Kapitalwert nicht durchführen oder Projekte mit negativem Kapitalwert anstreben. Eine Problematik, die bei Brutto-Residualgewinnen (Cash Value Added (CVA)) vermieden wird, weswegen die Manipulationsfreiheit hier eher gegeben ist.<sup>200</sup>

Der Nachteil der Verwendung von Residualgewinnkonzepten als Bemessungsgrundlage liegt in deren reiner Vergangenheitsbezogenheit. Die Kennzahlen werden auf Basis einperiodiger Daten errechnet und vernachlässigen somit Periodeninterdependenzen und Zukunftserwartungen. Das wiederum kann für einen Vorstand mit kurzem Planungshorizont den Anreiz schaffen, Investitionen zu vermeiden, die erst langfristig die gewählte Kennzahl erhöhen.<sup>201</sup> Dies widerspricht einer wertorientierten, auf langfristige Marktwertmaximierung ausgelegten, Unternehmensführung und somit der Anforderung der (langfristigen) Anreizkompatibilität.

*Aktienkursorientierte Bemessungsgrundlagen* der Vergütung sind bei börsennotierten Unternehmen naheliegend und folgen dem Shareholder Value Gedanken, da eine Kurssteigerung gleichbedeutend mit einer Erhöhung des Eigentümervermögens ist. Für Vorstände börsennotierter Unternehmen wird die Anforderung der Anreizkompatibilität erfüllt.<sup>202</sup> Die Anforderung der Beeinflussbarkeit der Bemessungsgrundlage durch die individuelle Leistung, ist auf Vorstandsebene ebenfalls als erfüllt anzusehen. Kurzfristige Manipulationsspielräume lassen sich durch eine gezielte Gestaltung der Vergütung einschränken. So können kurzfristige Kursschwankungen neutralisiert werden, indem sich die Vergütung an einem langfristigen Durchschnittskurs orientiert. Grundsätzlich bietet sich eine am Aktienkurs orientierte Vergütung daher insbesondere für langfristig orientierte Vergütungssysteme an<sup>203</sup>, da langfristig davon ausgegangen wird, „dass der Aktienkurs eine vom Markt objektivierte Kenngröße für die Unternehmensperformance darstellt“<sup>204</sup>. Dies steht im Einklang mit der Forderung nach einer Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen seitens des Gesetzgebers und des DCGK.

---

<sup>198</sup> Vgl. Winter (2003), S. 122.

<sup>199</sup> EVA ist ein eingetragenes Warenzeichen von Stern Stewart & Co. (New York).

<sup>200</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 27f.

<sup>201</sup> Vgl. Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 18f.; Winter (1996), S. 111.

<sup>202</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 29; Plaschke (2003), S. 134.

<sup>203</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 29.

<sup>204</sup> Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 16.

Eine völlige Manipulationsfreiheit ist allerdings auch beim Aktienkurs als Bemessungsgrundlage nicht gewährleistet. Dies haben zum einen diverse Bilanzskandale in der Vergangenheit gezeigt, bei denen Topmanager den Aktienkurs durch gezielte Bilanzmanipulationen in die Höhe getrieben haben, um so ihre eigene Vergütung zu erhöhen. Das Aufdecken der Skandale führte letztlich zu massiven Aktienkursverlusten oder zur völligen Wertlosigkeit der betroffenen Unternehmen.<sup>205</sup> Zum anderen hat das Topmanagement im Regelfall die Möglichkeit, den Aktienkurs durch eine gezielte Dividendenpolitik zu beeinflussen. Einen Ausweg könnten hier aktienkursorientierte Bemessungsgrundlagen bilden, die um Dividendenausschüttungen korrigiert werden.<sup>206</sup>

Eine solche Korrektur wird bei der *Aktienrendite* (Total Shareholder Return (TSR)) als Bemessungsgrundlage berücksichtigt. Die Aktienrendite bildet die Rendite ab, die ein Eigenkapitalgeber für seine Investition in die Unternehmensaktie erhält und stellt somit auf die tatsächlich erzielte Wertschaffung ab. Diese Kennzahl spiegelt die Sichtweise externer Investoren am Kapitalmarkt wider.<sup>207</sup> Für Vorstände börsennotierter Unternehmen sind die Anforderungen der Anreizkompatibilität und Beeinflussbarkeit erfüllt.<sup>208</sup> Insgesamt hängt die Anreizwirkung einer aktienkursorientierten variablen Vergütung allerdings stark von deren konkreter Ausgestaltungsform ab und ist daher im Einzelfall zu beurteilen.<sup>209</sup>

Anstelle finanzieller Kennzahlen können auch *nicht-finanzielle Kennzahlen* zur Vergütungsbemessung herangezogen werden. Hierdurch können Vorstandsleistungen belohnt werden, die sich nicht unmittelbar in finanziellen Kennzahlen niederschlagen. Beispiele für nicht-finanzielle Kennzahlen sind Produktivität, Qualitätsmerkmale, Kundenzufriedenheit und Marktanteile. Während viele finanzielle Kennzahlen die Auswirkungen vergangener Entscheidungen darstellen, bilden nicht-finanzielle Kennzahlen die direkte Auswirkung einer Entscheidung ab.<sup>210</sup> Der Verwendung solcher Kennzahlen liegt die implizite Annahme zugrunde, dass Leistungen die Qualität, Innovation oder Kundenzufriedenheit erzeugen, den zukünftigen finanziellen Unternehmenserfolg positiv beeinflussen.<sup>211</sup> Finanzielle Kennzahlen der aktuellen Periode bilden den Wert dieser langfristig orientierten Entscheidungen nicht ab. Daher können nicht-finanzielle Kennzahlen Anreize zu einem langfristig orientierten Handeln setzen.<sup>212</sup> Sie beziehen sich auf Erfolgspotenziale und somit auf die Ursachen für die zukünftige Performance. Eine Beurteilung hinsichtlich

---

<sup>205</sup> Vgl. Zimmermann (2002), S. 537.

<sup>206</sup> Vgl. Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 16.

<sup>207</sup> Vgl. hierzu und zur Berechnung der Aktienrendite Plaschke (2003), S. 115ff.

<sup>208</sup> Vgl. Plaschke (2003), S. 195.

<sup>209</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 29.

<sup>210</sup> Vgl. Ewert/Wagenhofer (2014), S. 549ff.

<sup>211</sup> Vgl. Hauser/Simisiter/Wernerfelt (1994), S. 330; Kaplan/Norton (1992), S. 71.

<sup>212</sup> Vgl. Hemmer (1996), S. 87f.

der Anforderungen Anreizkompatibilität, Manipulationsfreiheit und Beeinflussbarkeit ist stark abhängig von den individuell verwendeten Kennzahlen. Die Eignung als Bemessungsgrundlage zur Vergütung ist daher individuell abzuwägen.<sup>213</sup> Grundsätzlich können auch nicht-finanzielle Kennzahlen als Bemessungsgrundlagen zu einer wertorientierten Unternehmensführung motivieren, was der Anforderung der Anreizkompatibilität entspricht. Hierzu sollte ein starker Zusammenhang zwischen Kennzahl und dem gewählten Maß für die Unternehmenswertsteigerung bestehen.<sup>214</sup>

Basierend auf den bisherigen Ausführungen ist zu konstatieren, dass die vorgestellten Bemessungsgrundlagen die Anforderung der Beeinflussbarkeit erfüllen. Die Anforderung der Anreizkompatibilität ist hingegen nur bei Residualgewinnkonzepten und aktienkursbasierten Kennzahlen gegeben, wobei Erstgenannte Fehlanreize auslösen können. Einzig die Anforderung einer (völligen) Manipulationsfreiheit scheint schwer umsetzbar. Manipulations- und Interpretationsspielräume lassen sich allerdings weitestgehend ausschließen, wenn die Ermittlung der Bemessungsgrundlage eindeutig geregelt ist.<sup>215</sup>

Dem Ansatz der relativen Leistungsbewertung und der Anforderung der Risikoreduktion folgend sollte die Entwicklung der Bemessungsgrundlage nicht absolut, sondern relativ gemessen werden. Einflüsse, die nicht durch den Vorstand verantwortet werden, lassen sich durch relative Indizes größtenteils eliminieren und erlauben so einen (indirekten) Rückschluss auf die Leistung des Vorstands.<sup>216</sup>

Es kann bei der Gestaltung der variablen Vergütung grundsätzlich zielführend sein, diese an mehrere Bemessungsgrundlagen zu knüpfen, um eine Ausrichtung der Anreize auf die Erreichung verschiedener Ziele zu realisieren. Je mehr Bemessungsgrundlagen verwendet werden, desto geringer wird dann allerdings die Anreizwirkung der jeweils einzelnen Bemessungsgrundlage.<sup>217</sup>

## 5.2 Berücksichtigung der Mehrjährigkeit

Wie der vorangegangene Abschnitt gezeigt hat, ist die Auswahl geeigneter Bemessungsgrundlagen bei der praktischen Ausgestaltung eines Vergütungssystems von elementarer Be-

---

<sup>213</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 30.

<sup>214</sup> Vgl. Ewert/Wagenhofer (2014), S. 549ff.

<sup>215</sup> Vgl. Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 19.

<sup>216</sup> Vgl. Plaschke (2003), S. 195; Winter (1996), S. 117ff.

<sup>217</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 24; Becker/Kramarsch (2006), S. 27.

deutung für die intendierten Anreiz- und Motivationseffekte. Da der Gesetzgeber explizit die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen fordert<sup>218</sup>, wird im Folgenden der Aspekt Mehrjährigkeit bei der Gestaltung von Vergütungssystemen analysiert.

Basierend auf den in Kapitel 4.1.2 vorgestellten mehrjährigen Prinzipal-Agenten-Modellen wurde hergeleitet, dass sich bei einer unendlich langen Zusammenarbeit pro Periode exakt das First-Best-Niveau erreichen lässt, was eine Elimination des Vergütungsrisikos bedeutet.<sup>219</sup> In der Unternehmenspraxis ist diese Modellannahme nicht erfüllt. Die Laufzeit von Vorstandsverträgen wird seit 1965 unverändert in § 84 Abs. 1 AktG geregelt, nach dem die Bestellung von Vorstandsmitgliedern und damit die Vertragslaufzeit auf fünf Jahre begrenzt ist. Dies gilt sowohl für die erstmalige Bestellung als auch für die wiederholte Bestellung oder die Verlängerung der Amtszeit, wobei der DCGK bei der Erstbestellung einen kürzeren Zeitraum empfiehlt.<sup>220</sup> Die durchschnittliche Verweildauer der Vorstandsvorsitzenden von Aktiengesellschaften lag im deutschsprachigen Raum im Jahr 2014 bei 6,3 Jahren und 2015 bei 7,8 Jahren.<sup>221</sup>

In der Modellwelt erweisen sich bei endlicher Zusammenarbeit langfristige Verträge, bei denen die aktuellen oder zukünftigen Auszahlungen von zurückliegenden Ergebnissen abhängen, als vorteilhaft.<sup>222</sup> Die gesetzlich vorgeschriebene Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen ist also konform mit den modelltheoretischen Erkenntnissen. Allerdings lässt der Gesetzgeber offen, wie die konkrete vertragliche Umsetzung erfolgen soll. In der Beschlussempfehlung zum VorstAG wird vom Rechtsausschuss aber auf Bonus-Malus-Systeme und Performancebetrachtungen über die Gesamtlaufzeit als denkbare Gestaltungsoptionen verwiesen.<sup>223</sup>

Grundsätzlich bietet die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen für die langfristige variable Vergütung zunächst den Vorteil, dass die Entwicklung des Unternehmens über einen längeren Zeitraum betrachtet wird.<sup>224</sup> Die Auszahlung der Vergütung erfolgt bei dieser Form der Bemessung erst am Ende des Betrachtungszeitraums und somit mehrere Jahre nach der Implementierung des Vergütungsbestandteils. Es kommt folglich zu einer verzögerten Bonusauszahlung.<sup>225</sup> Der Vorstand kann so dazu bewegt werden, Periodeninterdependenzen in seinen Entscheidungen zu berücksichtigen.<sup>226</sup> Durch die mehrjährige Betrachtung kann auch bei der Verwendung vergangenheitsorientierter Bemessungsgrundlagen wie den Residualgewinnkonzepten eine (langfristige) Anreizkompatibilität erreicht werden.

---

<sup>218</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/13433 (2009), S. 10.

<sup>219</sup> Vgl. Radner (1981), S. 1147.

<sup>220</sup> Vgl. Bundesgesetzblatt (1965), S. 1106f.; Regierungskommission DCGK (2017), S. 9.

<sup>221</sup> Vgl. Strategy& (2016); Strategy& (2017).

<sup>222</sup> Vgl. Rogerson (1985), S. 69.

<sup>223</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/13433 (2009), S. 10.

<sup>224</sup> Vgl. Elosge (2016), S. 117ff.

<sup>225</sup> Vgl. Büttel (2011), S. 397.

<sup>226</sup> Vgl. Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 18f.

Diesem Vorteil stehen allerdings auch Nachteile gegenüber. Die verzögerte Bonusauszahlung ist insofern kritisch zu beurteilen, als Individuen eine (hohe) Gegenwartspräferenz aufweisen. Zukünftige Belohnungen werden daher individuell (extrem stark) diskontiert, was die Anreizwirkung langjähriger Vergütungskomponenten negativ beeinflusst.<sup>227</sup> Die Anreizwirkung wird dabei umso geringer, je weiter Handlung und Belohnung auseinanderliegen. Ein zu langer Zeitraum zwischen der (incentivierten) Handlung des Vorstands und dem Zeitpunkt der Bonusauszahlung kann somit die Motivationswirkung verringern oder komplett vernichten.<sup>228</sup> Um dies zu verhindern, erweist es sich als zielführend, wenn auch bei der Verfügbarkeit mehrjähriger Bemessungsgrundlagen eine ergänzende periodenbezogene, kurzfristigere Vergütung erfolgt. Dabei sollten sich die kurzfristigen Beurteilungsgrößen idealerweise aus den langfristigen ableiten, um sicherzustellen, dass sich beide Beurteilungsgrößen nicht konterkarieren.<sup>229</sup>

Ein weiteres Argument für eine Kombination von kurz- und langfristigen Vergütungskomponenten lässt sich auf Basis des zugrundeliegenden Beurteilungszeitraums ableiten. Ein Vergütungssystem kann nur dann eine Motivationswirkung entfalten, wenn durch die Entscheidungen des Vorstands ein Einfluss auf den Unternehmenserfolg gegeben ist. Folglich sollte der Beurteilungszeitraum enden, wenn der Erfolgseinfluss von Entscheidungen anderer Vorstände zu dominieren beginnt.<sup>230</sup> So wird ein auf langfristige Verhaltensanreize ausgelegtes Vergütungssystem, dessen Beurteilungszeitraum über den Verbleib des Vorstands auf seinem Posten hinausgeht, seine Anreizwirkung weitestgehend verlieren. Dies liegt darin begründet, dass die weitere Entwicklung des Unternehmenserfolgs, und somit die Bemessungsgrundlage der Vergütung, nach dem Ausscheiden eines Vorstandsmitglieds nur noch von der Leistung des Nachfolgers abhängt. Eine derartige Leistungsbemessung wirft die Frage auf, ob ein Vorstand einen solchen Vertrag überhaupt annehmen würde. Schließlich muss er davon ausgehen, dass seine Vergütung ab einem bestimmten Zeitpunkt von der Leistung eines anderen abhängt. Selbst bei Abschluss eines solchen Vertrags ist eine (negative) Auswirkung auf das Anstrengungsniveau und das Risikoverhalten zu erwarten. So ist anzunehmen, dass sich das ausscheidende Vorstandsmitglied im Jahr des Ausscheidens allein auf die Erreichung der kurzfristigen Ziele fokussiert.<sup>231</sup>

Wie bereits erörtert, verweist der Rechtsausschuss auf Bonus-Malus-Systeme und Performancebetrachtungen über die Gesamtlaufzeit als denkbare Gestaltungsoptionen für die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen. Unabhängig vom verwendeten System besteht

---

<sup>227</sup> Vgl. Pepper/Gore (2015), S. 1049.

<sup>228</sup> Vgl. Becker/Kunz (2008), S. 293f.

<sup>229</sup> Vgl. Riegler (2000), S. 153ff.

<sup>230</sup> Vgl. Suchan/Winter (2009), S. 2536.

<sup>231</sup> Vgl. Rieckhoff (2010), S. 621f.

bei der Berücksichtigung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen die Gefahr der Motivationsvernichtung und der Verzerrung der Risikobereitschaft. Bonus-Malus-Systeme und Performancebetrachtungen sind bei der Verwendung gleicher Bemessungsgrundlagen und Bemessungszeiträume ökonomisch identisch. Sie induzieren die gleichen Verhaltensausswirkungen und müssen daher diesbezüglich nicht weiter unterschieden werden. Bei der Performancebetrachtung wird am Ende des Beurteilungszeitraums ein Durchschnittswert der Bemessungsgrundlage gebildet, beim Bonus-Malus-System wird ein Konto geführt. In erfolgreichen Geschäftsjahren werden die Boni auf das Konto eingezahlt und in schlechten Geschäftsjahren wird das Konto mit einem Negativbetrag (Malus) belastet, der mit eventuellen Boni aus anderen Jahren verrechnet wird. Entsprechend der modelltheoretischen Erkenntnisse können nun zwei Szenarien resultieren, in denen ein verzerrtes Risikoverhalten entsteht. Weist das Konto einen hohen Bonusbetrag auf, kann die Verlustaversion des Vorstands zu einem stark risikoaversen Verhalten führen, das nicht im Sinne der Eigentümer ist. Ein Konto mit hohem Negativbetrag hingegen kann ein stark risikoreiches Verhalten fördern, um das Konto noch in den positiven Bereich zu bringen. Aufgrund der identischen Verhaltensausswirkungen gilt die Argumentation auch für die Performancebetrachtungen. Ist die Performance in den ersten Jahren so schlecht, dass die Ziele nicht mehr erreicht werden können, entsteht die Gefahr eines stark risikoreichen Verhaltens und bei extrem guter Performance, die eines stark risikoaversen Verhaltens.<sup>232</sup> Diese Argumentation wird durch die Ergebnisse einer experimentellen Studie von Fründ (2015) weiter untermauert. In einem experimentellen Setting mit 120 Teilnehmern zeigt sich, dass versucht wird, einen negativen Kontostand durch hohe Risikobereitschaft auszugleichen.<sup>233</sup>

Unabhängig vom Risikoverhalten des Vorstands kann ein Konto mit hohem Negativbetrag oder einer extrem schlechten Performance in den ersten Jahren des Betrachtungszeitraums die Motivationswirkung des Vergütungssystems aushebeln, falls der Vorstand keine realistische Chance mehr sieht, einen Bonus zu erzielen. Falls der aufgelaufene Negativbetrag aus einer „ungeeigneten“ Bemessungsgrundlage resultiert, die die Leistung des Vorstands nicht abbildet, besteht zudem die Gefahr, dass die Selektionsfunktion des Vergütungssystems ebenfalls versagt. Insbesondere dann, wenn die Vergütungskomponente einen entsprechend hohen Anteil an der Gesamtvergütung aufweist. Sieht der Vorstand keine realistische Aussicht auf einen Bonus und somit auf ein im Marktvergleich attraktives Gehalt, besteht die Gefahr der Abwanderung. Das Vergütungssystem wäre nicht mehr marktgerecht.<sup>234</sup>

---

<sup>232</sup> Vgl. Suchan/Winter (2009), S. 2536.

<sup>233</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 133.

<sup>234</sup> Vgl. Suchan/Winter (2009), S. 2536.

Nach Einführung des VorstAG sind verstärkt Bonus-Malus-Systeme in den Fokus der wissenschaftlichen Diskussion gerückt, insbesondere die Bonusbank als typisches Beispiel für solche Systeme.<sup>235</sup> Bei diesen Systemen werden Boni über mehrere Jahre gesammelt, verzinst und mit möglichen Verlusten verrechnet.<sup>236</sup> Es ist allerdings zu konstatieren, dass sich dieses Vergütungsinstrument in der Unternehmenspraxis dauerhaft nicht durchsetzen konnte. Ein möglicher Grund dafür könnte in der Vielzahl zu berücksichtigender Gestaltungsparameter liegen<sup>237</sup>, die zu einer hohen Komplexität des Vergütungssystems führen, was die Anforderung der Transparenz konterkariert.

Festzuhalten bleibt also, dass die Koppelung der Vergütung an mehrjährige Bemessungsgrundlagen Vorteile bietet, aber auch mit teils erheblichen Nachteilen und Risiken verbunden ist. Die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen führt demnach nicht automatisch zu einer nachhaltigen langfristig orientierten Unternehmensführung. Auf eine Verwendung kurzfristiger Vergütungskomponenten sollte aus motivationalen Aspekten nicht verzichtet werden.

### 5.3 Die Vergütungsfunktion

Nachdem in den letzten beiden Abschnitten das „für was“ im Fokus stand, rückt nun das „wie viel“ in den Mittelpunkt und somit die Frage nach der Vergütungshöhe, die durch die Ausgestaltung der Vergütungsfunktion bestimmt wird. Die Vergütungsfunktion bildet dabei die Relationen zwischen den Ausprägungen der Bemessungsgrundlagen und den finanziellen Anreizen ab. Die Frage nach dem „wie viel“ ist dabei auch vor dem Hintergrund der vorgeschriebenen Vergütungsbegrenzung zu analysieren.

Die Ausgestaltung des Vergütungssystems bestimmt die Höhe der variablen Vergütung in Abhängigkeit von der Entwicklung der Bemessungsgrundlagen. Konzeptionell ist vor dem Beurteilungszeitraum ein bestimmter Zielgrößenwert zu definieren, den die gewählte Bemessungsgrundlage am Ende des Beurteilungszeitraums erreichen sollte. Wird dieser Wert erreicht, ist ein ebenfalls vor dem Beurteilungszeitraum vereinbarter Zielbonus auszuzahlen. Es ergibt sich ein Referenzwert für die Höhe der variablen Vergütung bei einem Zielerreichungsgrad von 100%, was einem Bonusfaktor von 1,0 entspricht.<sup>238</sup> Form und Steigung der Vergütungsfunktion sind dann

---

<sup>235</sup> Vgl. zum Vergütungskonzept Bonusbank u. a. Koch/Pertl (2009), Plaschke (2003), Stewart (1991).

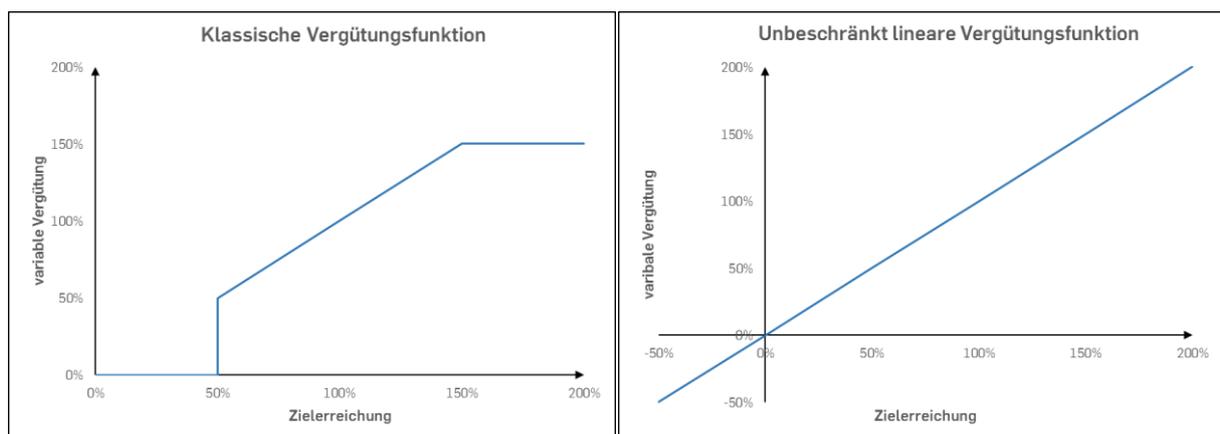
<sup>236</sup> Vgl. Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 18f.

<sup>237</sup> Vgl. Crasselt/Fründ (2014), S. 165ff.

<sup>238</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 30; Plaschke (2006), S. 566.

abhängig von der Anpassung des Bonusfaktors bei Zielabweichungen und von Kappungsgrenzen.<sup>239</sup> Die resultierende Vergütungsfunktion determiniert letztlich die Höhe der variablen Vergütung in Abhängigkeit vom Zielerreichungsgrad und damit den Grad der Anreizintensität. Eine höhere Intensität der Anreize wird im Regelfall eine verstärkte Motivation zur Folge haben.<sup>240</sup>

Für die weitere Analyse wird ein proportionaler Funktionsverlauf unterstellt, bei dem sich eine Veränderung der Bemessungsgrundlage grundsätzlich in gleichem Maße in einer Veränderung der variablen Vergütung niederschlägt.<sup>241</sup> Um die gewünschten Steuerungsimpulse zu setzen, reicht dieser Vergütungsfunktionstyp in den meisten Fällen aus.<sup>242</sup> Für die Analyse sollen drei Vergütungsfunktionstypen unterschieden werden: die klassische Vergütungsfunktion mit Mindestschwelle und Cap, die unbeschränkt lineare Vergütungsfunktion und die lineare Vergütungsfunktion mit Cap. Letztgenannte ist eine Mischform aus den beiden Erstgenannten, da keine Mindestschwelle existiert, aber ein Cap. Dieser Funktionstyp wird daher zuletzt analysiert. Mögliche Funktionsverläufe der klassischen und unbeschränkt linearen Vergütungsfunktion sind Abbildung 3 zu entnehmen.



**Abbildung 3:** Klassische und unbeschränkt lineare Vergütungsfunktion<sup>243</sup>

In der Praxis werden oftmals klassische Vergütungsfunktionen eingesetzt. Die Mindestschwelle ist der Zielerreichungsgrad, der mindestens erreicht werden muss, um eine variable Vergütung zu erhalten. Es wird keine variable Vergütung gezahlt bis der Schwellenwert erreicht ist, danach steigt die Vergütung proportional bis zum Erreichen des Caps an. Ist die Deckelung erreicht, wird eine weitere Steigerung der Bemessungsgrundlage nicht belohnt. Folglich gibt es

<sup>239</sup> Vgl. Plaschke (2006), S. 566ff.

<sup>240</sup> Vgl. Hirsch (2006), S. 353.

<sup>241</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 31.

<sup>242</sup> Vgl. Plaschke (2003), S. 281.

<sup>243</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Murphy (1999), S. 2499; Stewart (1991), S. 234f.

kein Vergütungsrisiko bei Zielverfehlung und keine Belohnung für außerordentliche Leistung.<sup>244</sup> Dies kann massive Fehlanreize induzieren. Erkennt der Vorstand, dass die Mindestschwelle im Beurteilungszeitraum nicht erreichbar ist, hat er keinen Leistungsanreiz mehr, da keine variable Vergütung zur Auszahlung kommen wird. Es entsteht vielmehr der Anreiz zu leistungsmindernden Maßnahmen und zeitlichen Leistungsverschiebungen in den nächsten Beurteilungszeitraum, die ein zukünftiges Erreichen der Mindestschwelle erleichtern.<sup>245</sup> Eine analoge Argumentationskette ergibt sich für die Vergütungsdeckelung. Ab dem Erreichen des Caps hat der Vorstand keinen Anreiz mehr, weitere Leistung zu erbringen. Auch in dieser Situation entsteht der Anreiz, die Leistung zeitlich in den nächsten Beurteilungszeitraum zu verschieben, um das Erreichen der Mindestschwelle in der nächsten Periode zu vereinfachen.<sup>246</sup> Die Verwendung dieses Funktionstyps ist aus Sicht der Anreizsetzung folglich kritisch zu beurteilen.

Derartige Fehlanreize können bei Verwendung einer unbeschränkt linearen Vergütungsfunktion ausgeschlossen werden. Wenn weder Mindestschwelle noch Cap existieren, entsteht kein Anreiz zu einer zeitlichen Leistungsverschiebung. Die Vorstände werden an Gewinnen und Verlusten beteiligt und haben aufgrund des unmittelbaren Einflusses auf die Vergütung bei jedem Zielerreichungsgrad einen Anreiz, ihre Leistung zu steigern.<sup>247</sup> Die Verlustbeteiligung ist allerdings umstritten. Im Fall einer schlechten Leistung müsste der Vorstand eine Zahlung an das Unternehmen leisten, was der Akzeptanz des Vergütungssystems massiv schaden kann und hinsichtlich des Risikoverhaltens äußerst kritisch zu beurteilen ist. Der Prinzipal-Agenten-Theorie folgend ist ein stark risikoaverses Verhalten zu erwarten. Zudem könnte der Agent eine hohe Risikoprämie für die Übernahme des (Verlust-)Risikos fordern oder risikodiversifizierende Maßnahmen ergreifen, die nicht im Eigentümerinteresse sind. Der Prospect Theory folgend ist im Gewinnbereich ein stark risikoaverses und im Verlustbereich ein stark risikosuchendes Verhalten die Folge. Ein Verzicht auf die Beteiligung an Verlusten ist hier ein möglicher Ausweg. Die Vergütungsfunktion wäre dann nur im positiven Bereich unbeschränkt linear.<sup>248</sup>

Die Mischform ohne Mindestschwelle und mit Vergütungsbegrenzung entspricht den Forderungen des Gesetzgebers und des DCGK. Bei diesem Vergütungsfunktionstyp wird das Management an positiven und negativen Ergebnisentwicklungen beteiligt. Die fehlende Mindestschwelle ist gleichbedeutend mit einer Verlustbeteiligung. Durch die Vergütungsdeckelung soll

---

<sup>244</sup> Vgl. Stewart (1991), S. 233f.

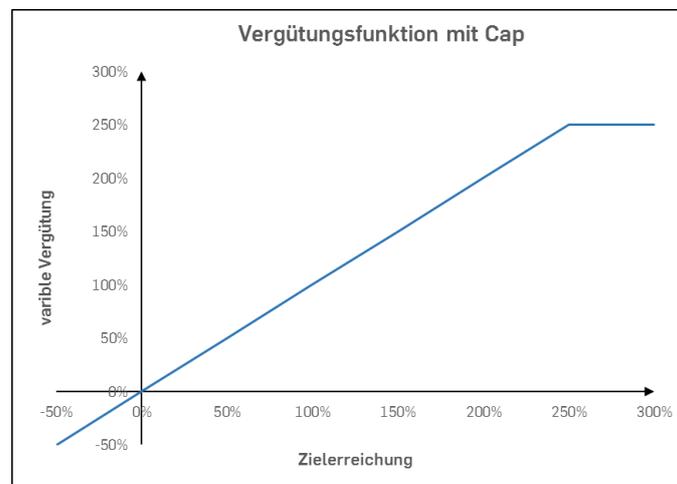
<sup>245</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 31f.; Stewart (1991), S. 233f.

<sup>246</sup> Vgl. Plaschke (2006), S. 573; Stewart (1991), S. 233f.

<sup>247</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 32f.; Stewart (1991), S. 234f.

<sup>248</sup> Vgl. Plaschke (2006), S. 573ff.

eine Begrenzung bei außerordentlichen Entwicklungen der Bemessungsgrundlage gewährleistet werden.<sup>249</sup> Einen möglichen Funktionsverlauf skizziert die folgende Abbildung 4.



**Abbildung 4:** Vergütungsfunktion mit Cap<sup>250</sup>

Ziel des Gesetzgebers ist es, die Vergütung bei außerordentlichen Entwicklungen zu begrenzen. Die Ausgestaltung des Caps bleibt dabei dem Aufsichtsrat überlassen. Exemplarisch wird in Abbildung 4 eine Zielerreichung von 250% als außerordentliche Entwicklung angenommen, ab der eine Vergütungsbegrenzung erfolgt.

Setzt die Begrenzung der Vergütung erst ab einem Zielerreichungsgrad ein, der durch eine „normale“ Leistung des Vorstands nicht erreichbar ist, kann angenommen werden, dass die Anreizwirkung der Vergütung nicht tangiert wird.<sup>251</sup> Es erscheint aus ökonomischer und anreiztheoretischer Sicht allerdings fragwürdig, warum ein Vorstand nicht an außerordentlichen Entwicklungen der Bemessungsgrundlage partizipieren sollte, wenn diese auf seiner Leistung beruhen. In diesem Fall würde die Anreizwirkung des Vergütungssystems verloren gehen. Wird der Cap zu niedrig angesetzt, gelten die gleichen Argumente wie bei der klassischen Vergütungsfunktion. Ab Erreichen des Caps, hat der Vorstand keinen Anreiz mehr, weitere Leistung zu erbringen und es entsteht ein Anreiz zur zeitlichen Leistungsverschiebung.<sup>252</sup>

Wie bei der unbeschränkt linearen Vergütungsfunktion erläutert, führt die Verlustbeteiligung dazu, dass der Anreiz zur zeitlichen Leistungsverschiebung gemindert wird. Dies geht allerdings zu Lasten der Akzeptanz und kann massive Fehlanreize bezüglich des Risikoverhaltens induzieren, wie die modelltheoretische Analyse gezeigt hat. Wird die Leistung, wie vom Gesetzgeber gefordert, über mehrere Jahre betrachtet, könnten die erzielten Vergütungsbeträge über

<sup>249</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/13433 (2009), S. 10.

<sup>250</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Murphy (1999), S. 2499; Stewart (1991), S. 234f.

<sup>251</sup> Vgl. Fründ (2015), S. 143f.; Stelter/Kammer (2001), S. 82.

<sup>252</sup> Vgl. Rappaport (1998), S. 132f.

den gesamten Betrachtungszeitraum miteinander verrechnet werden. Das kann zu einer Glättung der Vergütungszahlungen führen<sup>253</sup>, kann aber auch, wie im vorangegangenen Kapitel beschrieben, der Motivations- und Selektionsfunktion des Vergütungssystems entgegenwirken.

Zusammenfassend ist für die Gestaltung der Vergütungsfunktion festzuhalten, dass eine Vergütungsbegrenzung aus Anreizperspektive nicht sinnvoll ist. Wird eine Bemessungsgrundlage gewählt, die Wertsteigerungen korrekt abbildet, werden die Kosten für die zusätzliche Vergütung durch die geschaffene Wertsteigerung finanziert. Fehlanreize zur Leistungsverschiebung können so vermieden werden. Eine unbegrenzte Verlustbeteiligung könnte Vorstände in ihrer Basisabsicherung bedrohen. Aufgrund des erhöhten Einkommens- und Vermögensrisikos könnten diese risikodiversifizierende Maßnahmen ergreifen, die nicht kompatibel mit den Interessen der Eigentümer sind. Eine Begrenzung des Verlustpotenzials oder ein Verzicht auf die Verlustbeteiligung erscheint sinnvoll.<sup>254</sup>

#### 5.4 Zusammenfassung

Die hergeleiteten Erkenntnisse zur Ausgestaltung eines Vergütungssystems für Vorstände lassen sich wie folgt zusammenfassen. Dem Shareholder Value Ansatz folgend sind die Unternehmenseigentümer primär an der Entwicklung ihres Vermögens interessiert. Daher sind nur Bemessungsgrundlagen zustimmungsfähig, die langfristig zu einer Maximierung des Unternehmenswertes (Marktwert der Kapitalanteile) motivieren. Nur so kann das konzipierte Vergütungssystem der Anforderung der Anreizkompatibilität gerecht werden. Die Ausführungen zur Auswahl geeigneter Bemessungsgrundlagen haben gezeigt, dass eine Anreizkompatibilität bei kapitalmarktbasierten Kennzahlen und Residualgewinnkonzepten gegeben ist. Nachteilig bei Letztgenannten ist allerdings deren reine Vergangenheitsbezogenheit, wodurch Zukunftserwartungen vernachlässigt werden könnten.

Bei der Verwendung kennzahlenorientierter Bemessungsgrundlagen tritt das Problem der eindeutigen Definition auf. Oftmals werden diese Kennzahlen in umfassenden Korrekturen aus dem Jahresabschluss abgeleitet, was die Komplexität erhöht und der Transparenz entgegenwirkt. Im Gegensatz dazu bilden sich Aktienkurse auf dem Kapitalmarkt und bilden somit langfristig eine vom Markt objektivierbare Kennzahl der Unternehmensperformance ab, die einfach verfügbar ist und damit die Anforderung nach Transparenz ausreichend erfüllt. Der Anforderung der Risikoreduktion folgend sollte die Entwicklung der Bemessungsgrundlage relativ gemessen werden, um den Einfluss von Umweltfaktoren zu reduzieren.

---

<sup>253</sup> Vgl. Plaschke (2006), S. 574.

<sup>254</sup> Vgl. Plaschke (2006), S. 573ff.

Wird die gewählte (anreizkompatible) Bemessungsgrundlage über mehrere Jahre betrachtet, bietet das den Vorteil, dass die Entwicklung des Unternehmens über einen längeren Zeitraum betrachtet wird. Durch die längere Bemessungsdauer kann der Vorstand dazu bewegt werden, Periodeninterdependenzen in seinen Entscheidungen zu berücksichtigen. Allerdings wird die Anreizwirkung umso geringer, je weiter Handlung und Vergütung auseinanderliegen. Die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen kann somit die Motivationsfunktion des Vergütungssystems konterkarieren und zudem die Risikobereitschaft verzerren. Aus motivationalen Gesichtspunkten sollte daher auch bei der Verfügbarkeit eine Kombination von kurz- und langfristigen Vergütungskomponenten gewährt werden, um die Motivationsfunktion des Anreizsystems aufrechtzuerhalten.

Hinsichtlich der Gestaltung der Vergütungsfunktion konnte gezeigt werden, dass aus Motivationsgründen auf eine Vergütungsbegrenzung und auf eine unbegrenzte Verlustbeteiligung verzichtet werden sollte.

## **6. Analyse der Regulierung der Vorstandsvergütung**

Basierend auf den ausgearbeiteten theoretischen Grundlagen und den daraus abgeleiteten Ausgestaltungsempfehlungen folgt nun eine Analyse der Regulierungsmaßnahmen in drei Schritten. Im ersten Schritt wird analysiert, ob der staatliche Markteingriff aus volkswirtschaftlicher Perspektive grundsätzlich zu rechtfertigen war. Danach wird im zweiten Schritt bewertet, ob sich die intendierten Ziele der Bundesregierung durch die getroffenen Regulierungsmaßnahmen erreichen lassen. Im dritten und letzten Schritt werden Vergütungssysteme ausgewählter DAX30-Unternehmen analysiert.

### **6.1 Volkswirtschaftliche Bewertung des Regulierungsansatzes**

Aus volkswirtschaftlicher Perspektive ist ein staatlicher Markteingriff nur dann gerechtfertigt, falls ein Marktversagen vorliegt. Hierbei beschreibt der Begriff Marktversagen eine Situation, in der es einem Markt nicht gelingt, die Ressourcen effizient zu verteilen, wenn er sich selbst überlassen ist.<sup>255</sup> Generell kann es für ein Versagen von Märkten unterschiedliche Ursachen geben.<sup>256</sup> Eine dieser Ursachen sind negative externe Effekte, unter denen die negative Auswirkung der ökonomischen Handlung eines Individuums auf die Wohlfahrt eines unbeteiligten

---

<sup>255</sup> Vgl. Mankiw (2016), S. 8ff.

<sup>256</sup> Einen Überblick über potentielle Gründe für das Versagen von Märkten geben u. a. Boadway/Wildasin (1984), S. 55ff. und Stiglitz (2000), S. 76ff.

Dritten verstanden wird. In der volkswirtschaftlichen Literatur wird hierfür sehr häufig das Beispiel der Umweltverschmutzung herangezogen. Die Abgasemission von PKW stellt beispielsweise einen negativen externen Effekt dar, weil sie Smog verursacht, der Umwelt und Individuen belastet.<sup>257</sup>

Zur Internalisierung externer Effekte werden in der volkswirtschaftlichen Literatur verschiedenste staatliche Regulierungsinstrumente diskutiert. Nach Shavell (2004) sind die fünf wichtigsten Formen staatlicher Eingriffe die direkte Regulierung, Unterlassungsrechte, Haftungsrechte, korrigierende Steuern und Subventionen.<sup>258</sup> Eine Empfehlung, welche dieser fünf Regulierungsformen die Geeignetste ist, lässt sich nicht pauschal ableiten. Die Eignung des gewählten Instruments hängt letztlich immer von der spezifischen Situation und den verfügbaren Informationen ab. Grundsätzlich ist eine staatliche Regulierung nur zu rechtfertigen, wenn ein Marktversagen vorliegt und zudem die angemessene Regulierungsform ausgewählt wurde.<sup>259</sup>

Bei einer direkten Regulierung wie dem VorstAG<sup>260</sup> erlässt der Staat Vorschriften, die die Handlungsmöglichkeiten der Akteure einschränken, beispielsweise durch die Auferlegung von Emissionsgrenzen oder die Vorgabe technischer Vorschriften. Für diese Form des Eingriffs müssen zwei Voraussetzungen erfüllt sein. Zum einen muss der Staat den Schaden und dessen Ausmaß ermitteln können, zum anderen braucht er das Wissen darüber, welche Vorschrift zur Internalisierung die Geeignete ist.<sup>261</sup>

Im Zuge der Finanzkrise wurden durch Rettungspakete für Banken weltweit staatliche Eingriffe in den Finanzmarkt vorgenommen.<sup>262</sup> Das Ausmaß und die Auswirkungen der Finanzkrise legen nahe, dass ein Versagen auf dem Finanzmarkt vorlag. Bei der Analyse der Auslöser der Finanzkrise rückten, wie bereits erörtert, insbesondere die Vergütungssysteme für Vorstände und Topmanager in den Fokus der politischen Regulierungsaktivitäten. Das wirft zwei Fragen auf: die Frage danach, ob die ausgehandelten Vergütungsverträge auf dem Arbeitsmarkt für Vorstände und Topmanager Resultat eines Marktversagens waren und die Frage, ob die negativen (Anreiz-)Effekte der Vergütungsverträge letztlich ein Versagen des Finanzmarkts verursacht bzw. maßgeblich zum Versagen beigetragen haben.

Durch das VorstAG werden den Unternehmen (technische) Vorschriften zur Vergütungsgestaltung gemacht, um mögliche Schäden durch fehlerhafte Verhaltensanreize zukünftig zu

---

<sup>257</sup> Vgl. Mankiw (2016), S. 334f.

<sup>258</sup> Vgl. Shavell (2004), S. 93ff.

<sup>259</sup> Vgl. Boadway/Wildasin (1984), S. 56.

<sup>260</sup> Der Fokus dieses Papers liegt auf der Analyse des VorstAG, daher wird nur die direkte Regulierung detaillierter betrachtet. Zur Abgrenzung der weiteren Regulierungsformen vgl. Shavell (2004), S. 93ff.

<sup>261</sup> Vgl. Shavell (2004), S. 93f.

<sup>262</sup> Vgl. Sinn (2012), S. 240ff.

vermeiden.<sup>263</sup> Aus volkswirtschaftlicher Perspektive ist dieser regulatorische Eingriff aus zwei Gründen kritisch zu beurteilen.

Erstens bestehen erhebliche Zweifel am Vorliegen eines Marktversagens auf dem Arbeitsmarkt für Vorstände und Topmanager. Von staatlicher Seite aus werden keine Belege für ein solches Marktversagen geliefert, ebenso wenig wie für den unterstellten Zusammenhang, dass die Vergütungssysteme ein (Mit-)Auslöser der Finanzmarktkrise waren. Ein Zusammenhang, der sich auch empirisch nicht belegen lässt, wie Maug und Albrecht (2011) in einer Auswertung verschiedener empirischer Studien zeigen.<sup>264</sup> Die Behauptungen der damaligen Bundesregierung müssen folglich als unbelegt gelten.

Zweitens ist anzunehmen, dass bei der Regulierung von Vergütungssystemen ein erhebliches Wissensdefizit hinsichtlich der Eignung, Wirksamkeit und Auswirkungen der getroffenen Maßnahmen besteht. Seit Jahrzehnten wird die Vergütung von Vorständen und Topmanagern in der wissenschaftlichen Forschung kontrovers diskutiert, ohne einheitliche Erkenntnisse hinsichtlich einer Regulierungsnotwendigkeit zu generieren, wie nachfolgend kurz skizziert wird.

Bebchuk und Fried (2004) haben als Erklärungsansatz für die Vergütungsdynamik und die starken Vergütungssteigerungen den Managerial Power Approach konzipiert. Sie sehen die Entwicklung der Vorstandsvergütung als Indiz für ein Versagen der Corporate Governance und vertreten die These, dass Manager Macht besitzen, die diese zu ihrer eigenen Bereicherung einsetzen. In Konsequenz fordern die beiden Autoren daher tiefgreifende Corporate Governance Reformen.<sup>265</sup> Dieser Ansatz wird wiederum von Core, Guay und Thomas (2005) kritisiert, die argumentieren, dass Macht tatsächlich einen Einfluss auf die Vergütung hat, was aber nicht impliziert, dass die Verträge suboptimal sind. In der Praxis werden Verträge vielmehr so ausgestaltet, dass die Kosten der Managementmacht minimiert werden, weswegen Reformen nicht notwendig sind.<sup>266</sup> Ein Ergebnis, das auch von Winter und Michels (2011b) untermauert wird. Die beiden Autoren zeigen, dass die von Bebchuk und Fried geforderten Reformen auf einer massiven Missdeutung der empirischen Literatur beruhen und folglich nicht zu rechtfertigen sind.<sup>267</sup> Ein alternativer Erklärungsansatz für die zu beobachtende Vergütungsdynamik ist der verstärkte Wettbewerb um (Führungs-)Talente. Nach diesem Ansatz hat sich der Wettbewerb um allgemeine Managementfähigkeiten zwischen den Unternehmen und Branchen in den letzten Jahrzehnten

---

<sup>263</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/12278 (2009), S. 1.

<sup>264</sup> Vgl. hierzu und zum Überblick der empirischen Studien Maug/Albrecht (2011), S. 873ff.

<sup>265</sup> Vgl. Bebchuk/Fried (2004), S. 61ff.

<sup>266</sup> Vgl. Core/Guay/Thomas (2005), S. 1144.

<sup>267</sup> Vgl. Winter/Michels (2011b), S. 121ff.

intensiviert. Dies hat sich letztlich erhöhend auf die Vergütung von Topmanagern und Vorständen ausgewirkt.<sup>268</sup> Auch dieser Argumentation folgend sind Reformen ebenfalls nicht notwendig.

Dieser sehr kurze Abriss der kontroversen Diskussion innerhalb der wissenschaftlichen Forschung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Die vorgestellten unterschiedlichen Erklärungsansätze reichen allerdings als Beleg dafür, dass es keine einheitlichen Erkenntnisse zur Erklärung der Vergütungsdynamik und somit auch zur Vergütungsregulierung gibt. Es erscheint daher fragwürdig, wieso auf politischer Ebene bekannt sein sollte, ob eine Regulierung notwendig ist und welcher Regulierungsansatz der geeignete ist. Der Verdacht eines Wissensdefizits hinsichtlich der Eignung von Regulierungsmaßnahmen soll im Folgenden exemplarisch durch einen Regulierungsversuch aus den Vereinigten Staaten untermauert werden, der die intendierten Ziele deutlich verfehlt hat.

Im Jahr 1993 unternahm der US-amerikanische Gesetzgeber den Versuch, die exzessive Vergütung von Vorständen und Topmanagern durch die Einführung des Million-Dollar Caps zu begrenzen (Section 162(m), Internal Revenue Code).<sup>269</sup> Bei dieser Regulierung wurde die steuerliche Abzugsfähigkeit der nicht performanceabhängigen Vergütung des Vorstandsvorsitzenden und der weiteren vier bestverdienenden Manager auf jeweils 1 Mio. US-\$ limitiert. Es wurden allerdings einige Ausnahmen definiert, so greift der Million-Dollar Cap nicht, wenn die Vergütung das Kriterium der Performanceabhängigkeit erfüllt.<sup>270</sup> Empirische Untersuchungen belegen, dass die Regulierung das Ziel der Vergütungsbegrenzung verfehlt hat und sogar Auslöser für einen massiven Vergütungsanstieg war. Zahlreiche Unternehmen, in denen das Fixgehalt der Vorstände und Topmanager unter 1 Mio. US-\$ lag, haben nach Einführung der Vorschrift das Fixgehalt auf eben diese Grenze erhöht, um die steuerliche Abzugsfähigkeit komplett auszuschöpfen. Weitere Vergütungserhöhungen wurden dann in Form von variablen performanceabhängigen Vergütungskomponenten gewährt. In Unternehmen, die eine Fixvergütung über 1 Mio. US-\$ gezahlt haben, wurde die Fixvergütung zugunsten von variablen performanceabhängigen Vergütungskomponenten substituiert, insbesondere durch die Gewährung von Aktienoptionen.<sup>271</sup> Das massive Wachstum des Aktienmarkts in den 1990er Jahren hat dazu geführt, dass sich die Werte der zugeteilten Aktienoptionspakete vervielfacht haben und den US-amerikanischen Vorständen Rekordgehälter beschert haben.<sup>272</sup> Mit der Einführung der Regulierung wurde demnach das Gegenteil der ursprünglichen Zielsetzung erreicht.

---

<sup>268</sup> Vgl. Maug/Albrecht (2011), S. 861ff.; Murphy/Zabojnik (2004), S. 193.

<sup>269</sup> Vgl. Conway (2008), S. 385.

<sup>270</sup> Vgl. Hall/Liebmann (2000), S. 3; Rose/Wolfram (2000), S. 197.

<sup>271</sup> Vgl. Hall/Liebmann (2000), S. 42; Rose/Wolfram (2000), S. 201.

<sup>272</sup> Vgl. Conway (2008), S. 407.

Abschließend ist festzuhalten, dass der staatliche Eingriff in den Arbeitsmarkt für Vorstände und Topmanager nicht legitimiert war, da der Gesetzgeber keinen Nachweis für ein Marktversagen erbracht hat. Eine Analyse, ob sich das postulierte Marktversagen durch die Einführung des VorstAG beseitigen lässt, kann daher nicht vorgenommen werden. Basierend auf dem dargelegten Wissensdefizit bei der Auswahl von Regulierungsmaßnahmen und möglichen ungewollten Konsequenzen fokussiert sich die weitere Analyse auf die Frage, ob sich durch das VorstAG zumindest die intendierten Ziele erreichen lassen.

## **6.2 Bewertung der Regulierungsmaßnahmen**

In Kapitel 2.1 wurden aus den Paragrafen des AktG und den ergänzenden Empfehlungen des DCGK die Kriterien herausgearbeitet, die für die Gestaltung von Vorstandsvergütungssystemen besonders relevant sind. Diese sollen nun hinsichtlich ihrer Eignung zur Erreichung der intendierten Ziele bewertet werden.

### **6.2.1 Leistungskriterium**

Der Gesetzgeber hat die Kriterien zur Beurteilung einer angemessenen Vergütung im § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG mit Einführung des VorstAG explizit um den Begriff Leistung erweitert, wie es zuvor bereits der DCGK als Empfehlung vorsah. Eine präzise Definition, was unter Leistung zu verstehen ist oder nach welchen Kriterien diese zu bewerten ist, bleibt sowohl im VorstAG als auch im DCGK offen.

Aus ökonomischer Perspektive stellt sich die Frage, ob die Berücksichtigung des Leistungskriteriums zu einer qualitativen Verbesserung von Vergütungssystemen für Vorstände führt. Basierend auf den Annahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie hängt der Unternehmenserfolg von der Leistung des Vorstands ab und von einem Umwelteinfluss, den der Vorstand nicht beeinflussen kann. Aus modelltheoretischer Sicht ist in dieser Situation ein Vergütungsvertrag zielführend, der variable Vergütungsbestandteile beinhaltet, die an den Unternehmenserfolg gekoppelt sind. Daher ist zu analysieren, ob eine Vergütung auf Basis des Unternehmenserfolgs zweckmäßiger ist oder eine auf Basis der Leistung des Vorstands, wie vom Gesetzgeber gefordert.

Die Verwendung des Unternehmenserfolgs als Bemessungsgrundlage der Vergütung hat den Vorteil, dass keine Kriterien zur Leistungsmessung definiert werden müssen. Die Ausführungen in Kapitel 6.1 haben gezeigt, dass sich der Unternehmenserfolg durch Kennzahlen abbilden lässt, die zur Steuerung des Unternehmens und zur Berichterstattung benötigt werden. Dies wird

durch den Nachteil erkaufte, dass der Unternehmenserfolg zufälligen Umwelteinflüssen ausgesetzt ist, die das Vergütungsrisiko des Vorstands beeinflussen. Die Analyse in Kapitel 4.1 hat aber gezeigt, dass das Vergütungsrisiko durch eine relative Leistungsbewertung eliminiert oder zumindest reduziert werden kann. Eine Vergütung auf Basis des Unternehmenserfolgs ist aus ökonomischer Sicht folglich als zielführend einzustufen.

Ein Vergütungssystem, das die Leistung – also den ökonomischen Inputfaktor – zur Bemessungsgrundlage macht, eliminiert den Umwelteinfluss, impliziert aber die Festlegung adäquater Leistungskriterien. Dabei sind Kriterien, die beispielsweise auf geleistete Arbeitsstunden oder Konstrukte wie Führungsstil abstellen, nicht zweckmäßig.<sup>273</sup> Zum einen sind Vorstände im Regelfall einer hohen Arbeitsbelastung und extrem langen Arbeitszeiten ausgesetzt.<sup>274</sup> Zum anderen gibt es den einen perfekten und somit anzustrebenden Führungsstil nicht.<sup>275</sup> Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass Leistungskriterien gewählt werden, die ungeplantes Fehlverhalten induzieren und zur Schädigung des Unternehmens führen.

Brickley, Smith und Zimmerman (2016) zeigen dies anhand verschiedener Beispiele. Durch die Umstellung der Vergütung der Moskauer Taxifahrer in Zeiten der ehemaligen Sowjetunion von einem Zeitlohn auf eine Vergütung, die von der Anzahl gefahrener Kilometer abhängt, sollte verhindert werden, dass die Taxifahrer ihre Autos nur parken und keine Passagiere befördern. Als Reaktion auf die Umstellung der Vergütung waren fortan keine parkenden Taxis mehr zu finden, da die Taxifahrer mit Höchstgeschwindigkeit und ebenfalls ohne Passagiere durch das Moskauer Umland fuhren, um so ihre Vergütung zu maximieren. Als weiteres Beispiel sei eine Regelung der amerikanischen Krankenversicherung Medicare angeführt. Vor einigen Jahren erlaubte eine Rückerstattungsregel, dass Ärzte Medikamente zur Behandlung für ihre Patienten einkaufte und dann Medicare in Rechnung stellten. So sollte eine bestmögliche Behandlung der Patienten sichergestellt werden. Aufgrund dieser Regelung haben zahlreiche Ärzte hunderttausende US-Dollar an Zusatzgewinn generiert, indem sie die Medikamente mit der höchsten Gewinnspanne verschrieben haben, die aber nicht zwingend der bestmöglichen Therapie entsprechen.<sup>276</sup>

Diese Beispiele sollen verdeutlichen, dass sich individuelles Verhalten im Regelfall danach ausrichtet, eine möglichst hohe Vergütung unter der gewählten Bemessungsgrundlage zu erzielen. Das bedeutet wiederum, dass die Leistungskriterien besonders sorgfältig ausgewählt

---

<sup>273</sup> Vgl. Kling (2010), S. 223; Suchan/Winter (2009), S. 2532.

<sup>274</sup> Vgl. Finkelstein/Hambrick (1988), S. 552; Gedenk (1998), S. 25.

<sup>275</sup> Vgl. Suchan/Winter (2009), S. 2532.

<sup>276</sup> Vgl. Brickley/Smith/Zimmerman (2016), S. 30ff.

werden sollten.<sup>277</sup> Dies erscheint vor dem Hintergrund einer fehlenden Definition adäquater Leistungskriterien problematisch und spricht eher dafür den Unternehmenserfolg als Bemessungsgrundlage zu verwenden.

Suchan und Winter (2009) nennen die Entscheidungsqualität und die Umsetzungsqualität als potentielle Kriterien zur Leistungsbeurteilung. Es ist allerdings zweifelhaft, ob diese beiden Kriterien praktisch handhabbar und somit umsetzbar sind. Die Beurteilung der Entscheidungs- und Umsetzungsqualität auf Vorstandsebene fällt nach dem Aktienrecht in den Aufgabenbereich des Aufsichtsrats. Das Problem liegt darin, dass ein Informationsvorsprung des Vorstands bezüglich der getroffenen Entscheidungen und ihrer Umsetzung gegenüber dem Aufsichtsrat anzunehmen ist. In Konsequenz wird eine Fokussierung auf diese beiden Kriterien dazu führen, dass Vorstandsmitglieder erhebliche Unternehmensressourcen für überzeugende Begründungen getroffener Entscheidungen und deren Umsetzung aufwenden, wenn ihre Vergütung davon abhängt. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass im Falle einer nachträglichen Überprüfung von Misserfolgen im Nachhinein leicht Gründe gefunden werden, warum mögliche Probleme aufgetreten sind oder Misserfolge nicht abzuwenden waren. Letztlich würde dann wieder der Erfolg und nicht die Leistung belohnt, was wiederum dafür spricht, direkt den Erfolg zur Bemessungsgrundlage der Vergütung zu machen.<sup>278</sup>

Nach Ansicht verschiedener juristischer Autoren ist die fehlende Definition des Leistungsbegriffs aus rechtlicher Perspektive von untergeordneter Bedeutung, da das Leistungskriterium an sich keine Neuerung darstellt.<sup>279</sup> Deswegen ergibt sich auch keine Änderung der bisherigen Rechtslage.<sup>280</sup> Die Autoren argumentieren, dass das Leistungskriterium bereits vor Einführung des VorstAG durch das Kriterium Aufgaben gesetzlich berücksichtigt wurde und in der Praxis durch die Verankerung des Leistungsbegriffs in der ersten Fassung des DCGK aus dem Jahr 2002 bedeutsam war.<sup>281</sup> Nach Peltzer (2003) umfasst das Kriterium Aufgaben im DCGK nicht nur die Art und den Schwierigkeitsgrad, sondern vor allem die Qualität der Aufgabenerfüllung. Deshalb ist eine individuelle Leistungsbeurteilung erforderlich.<sup>282</sup> Diese Argumentation rückt wieder die Qualität der getroffenen Entscheidungen in den Fokus der Bewertung und damit das Problem des Informationsdefizits auf Seiten des Aufsichtsrats. Das spricht wiederum dafür, den Erfolg zur Bemessungsgrundlage der Vergütung zu machen.

---

<sup>277</sup> Vgl. Suchan/Winter (2009), S. 2532.

<sup>278</sup> Vgl. Suchan/Winter (2009), S. 2532f.

<sup>279</sup> Vgl. hierzu u. a. Fleischer (2009), S. 802; Lingemann (2009), S. 1919; Thüsing (2009), S. 518.

<sup>280</sup> Vgl. Bauer/Arnold (2009), S. 718; Hohenstett (2009), S. 1350.

<sup>281</sup> Vgl. hierzu u. a. Fleischer (2009), S. 802; Lingemann (2009), S. 1919; Thüsing (2009), S. 518.

<sup>282</sup> Vgl. Peltzer (2003), S. 46.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass der Gesetzgeber offen lässt, was konkret unter Leistung zu verstehen ist und wie das Leistungskriterium umzusetzen ist. Unabhängig von der fehlenden Definition liefert der Gesetzgeber auch keine Begründung dafür, warum der ökonomische Inputfaktor Leistung als Bemessungsgrundlage herangezogen werden sollte und nicht direkt der Output in Form des Unternehmenserfolgs. Vor dem Hintergrund der diskutierten Schwierigkeiten, die das Leistungskriterium mit sich bringt, erscheint es zielführender anstelle der Leistung, den Unternehmenserfolg zur Bemessungsgrundlage der Vergütung zu machen. Eine solche Bemessung ist zudem durch die Prinzipal-Agenten-Theorie theoretisch besser fundiert und in der Unternehmenspraxis einfacher zu handhaben.

### 6.2.2 Üblichkeit der Vergütung

Die Neuregelung des § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG sieht bei der Vergütungsfestsetzung als weiteres Angemessenheitskriterium eine Orientierung an der üblichen Vergütung vor. Die Negativformulierung im Gesetzestext, nach der die übliche Vergütung nicht ohne besondere Gründe überschritten werden soll, dient dazu, einen Aufschaukelungseffekt zu vermeiden.<sup>283</sup> Demzufolge bildet die übliche Vergütung zukünftig die Obergrenze für die Festsetzung der Vorstandsvergütung.

Im Gegensatz zum Leistungskriterium hat der Gesetzgeber beim Kriterium Üblichkeit eine begriffliche Konkretisierung vorgenommen. So unterscheidet er zwischen horizontaler Vergleichbarkeit und Vertikalität. Horizontale Vergleichbarkeit meint dabei die Branchen-, Größen- und Landesüblichkeit. Es sind folglich Unternehmen der gleichen Branche, Größe und Komplexität in die Bemessung einzubeziehen. Zudem wird explizit auf die Üblichkeit im Geltungsbereich des Gesetzes abgestellt. Vertikalität zielt auf das Lohn- und Gehaltsgefüge innerhalb des Unternehmens ab. So soll die Vergütungsstaffelung innerhalb eines Unternehmens bei den Vorstandsmitgliedern nicht Maß und Bezug zu den Vergütungsgepflogenheiten und dem unternehmensinternen Vergütungssystem verlieren.<sup>284</sup>

Unklar bleibt, welchem der beiden Begriffe Vorrang einzuräumen ist. Was unüblich für die Arbeitnehmer eines Unternehmens ist, kann aber auf Vorstandsebene eine marktübliche Vergütung sein. In diesem Fall streben beide Begriffe auseinander.<sup>285</sup> Seibt (2010) interpretiert daher

---

<sup>283</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/13433 (2009), S. 10.

<sup>284</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/13433 (2009), S. 10.

<sup>285</sup> Vgl. Thüsing (2009), S. 518.

die horizontale Vergleichbarkeit als Muss-Berücksichtigung und die Vertikalität als Kann-Berücksichtigung, weswegen der Erstgenannten eine höhere Bedeutung zukommt.<sup>286</sup> In der Gesetzesbegründung bleibt offen, wie genau Maß und Bezug zu den Vergütungsgepflogenheiten und dem Vergütungssystem im Unternehmen (Vertikalität) sichergestellt werden sollen.

In der öffentlichen Diskussion rückt beim Aspekt Vertikalität oftmals das Verhältnis zwischen Vorstandsvergütung zur Durchschnittsvergütung der beschäftigten Arbeitnehmer in den Fokus. Die durchschnittliche Gesamtvergütung aller Vorstandsmitglieder der deutschen DAX30-Unternehmen im Geschäftsjahr 2016 war 50-mal höher als der durchschnittliche Personalaufwand pro Mitarbeiter. Betrachtet man nur die durchschnittliche Gesamtvergütung aller Vorstandsvorsitzenden im Vergleich zum durchschnittlichen Personalaufwand pro Mitarbeiter ergibt sich ein Verhältnis von 82:1. In acht der DAX30-Unternehmen verdienten die Vorstandsvorsitzenden mehr als das 100-fache ihrer Mitarbeiter.<sup>287</sup>

Die Öffentlichkeit reagiert häufig mit Unverständnis auf solche Verhältnisse, weswegen bereits mehrfach Forderungen nach der Begrenzung auf ein bestimmtes Vielfaches aufgekommen sind. Die Partei „Die Linke“ hat bereits 2009 eine Begrenzung der Vorstandsbezüge auf ein Vielfaches von 20:1 im Verhältnis zur untersten Lohngruppe im Unternehmen vorgeschlagen. Eine Anhebung der Vergütung der unteren Lohngruppe würde dann auch zur Erhöhung der Vorstandsvergütung führen. Das ist auf den ersten Blick plausibel, übersehen wird dabei allerdings, dass auch andere Anpassungsreaktionen aus Vorstandssicht sinnvoll sein könnten. Etwa eine Auslagerung von Tätigkeiten unterer Lohngruppen aus dem Unternehmen in Niedriglohnländer oder die Abwicklung von Servicedienstleistungen durch Fremdfirmen. Wenn dann alle unteren Ebenen eliminiert und nur noch Top-Führungskräfte und Vorstände übrig sind, eröffnet die Vorgabe des 20-fachen der niedrigsten Vergütung wieder ordentliche Gehaltsspielräume nach oben.<sup>288</sup>

Aus ökonomischer Perspektive ist die Berücksichtigung der Vertikalität bei der Vergütungsbemessung problematisch. Zum einen ist die Auswahl eines Maßstabs völlig willkürlich, weil sich die Frage stellt, wieso das 20-fache und nicht das 25- oder 50-fache angemessen ist. Zum anderen ist nicht ersichtlich, wieso die Vergütung des Vorstands und die der niedrigsten Lohngruppe oder der Durchschnittslohn eines Unternehmens überhaupt durch einen Vervielfältigungsfaktor voneinander abhängen sollten. Für Arbeitnehmer in niedrigen Lohngruppen gelten völlig andere Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt als für Vorstände. Zahlreiche Unternehmen haben in den letzten Jahren Produktionstätigkeiten in Niedriglohnländer verlagert, wodurch sich

---

<sup>286</sup> Vgl. Seibt (2010), II.2 Rz. 9.

<sup>287</sup> Vgl. DSW (2017), S. 4 und eigene Berechnung auf Basis der Angaben des DSW (2017), S. 4f.

<sup>288</sup> Vgl. Winter/Michels (2011a), S. 26.

der Lohndruck auf Arbeitnehmer in diesem Tätigkeitsbereich massiv erhöht hat. Vorstandstätigkeiten hingegen sind einem solchen zusätzlichen Konkurrenzdruck nicht ausgesetzt. Die Marktbedingungen sind folglich völlig andere, weswegen die Lohnentwicklung auch anderen Gesetzmäßigkeiten folgen dürfte. In Konsequenz haftet der Berücksichtigung der Vertikalität die Gefahr an, Bedingungen eines Marktes ohne inhaltliche Rechtfertigung auf einen anderen zu übertragen.<sup>289</sup> Folgerichtig sollte daher prinzipiell von der Verwendung des Kriterium Vertikalität abgesehen werden.<sup>290</sup>

Auch die horizontale Vergleichbarkeit, die auf Branchen-, Größen- und Landesüblichkeit abstellt, ist kritisch zu beurteilen. Der geographische Aspekt der Landesüblichkeit ist deutlich zu eng gefasst, da globalisierte Märkte und der internationale Geschäftsverkehr eine Berücksichtigung internationaler Vergütungsstrukturen und -höhen erfordern. Nur so können deutsche Unternehmen im weltweiten Konkurrenzkampf um die besten Führungskräfte bestehen.<sup>291</sup> Die Berücksichtigung von Branchen- und Größenüblichkeit kann die Selektions- und Motivationsfunktion, die Vergütungssysteme erfüllen sollen, konterkarieren und zu Qualitätseinbußen führen. Wie bereits in Kapitel 3.3.2 erörtert, dient der prozentual hohe Anteil der variablen Vergütung bei Vorstandsmitgliedern der Motivation. Ein relativ hohes Gehaltsniveau trägt tendenziell dazu bei, gute Vorstände zu rekrutieren und im Unternehmen zu halten. Suchan und Winter (2009) folgend könnte Üblichkeit im ökonomischen Kontext als durchschnittliche Vorstandsvergütung am Markt interpretiert werden. Die Bezahlung einer durchschnittlichen Vergütung kann zu einer Negativauslese führen, da bei Bezahlung einer Durchschnittsvergütung auch nur durchschnittliche Qualität eingekauft werden kann. Unternehmen werden folglich nicht die besten Vorstände rekrutieren können, sondern nur die, die bereit sind, für ein Durchschnittsentgelt zu arbeiten. Infolgedessen erscheint es sinnvoller, die Vergütung auf individuelle Qualitätsmerkmale einer Position abzustellen, wobei diese wiederum schwierig zu beurteilen sind.<sup>292</sup>

Bauer und Arnold (2009) argumentieren zudem, dass es in Deutschland keine übliche Vergütung für Vorstände geben kann, da der Markt zu klein ist und die Aufgaben zu unterschiedlich sind. Durch die Unterschiedlichkeit der Aufgaben und Organisationsstrukturen sowie unternehmensspezifische Besonderheiten sind Vorstandsämter kaum vergleichbar.<sup>293</sup>

Insgesamt erweisen sich die horizontale Vergleichbarkeit und die Vertikalität als wenig praktikabel. In Konsequenz weist das Kriterium der Üblichkeit der Vergütung zur Beurteilung der

---

<sup>289</sup> Vgl. Suchan/Winter (2009), S. 2534; Winter/Michels (2011a), S. 26f.

<sup>290</sup> Vgl. Annuß/Theusinger (2009), S. 2435.

<sup>291</sup> Vgl. Hohenstett (2009), S. 1351.

<sup>292</sup> Vgl. Suchan/Winter (2009), S. 2534.

<sup>293</sup> Vgl. Bauer/Arnold (2009) S. 719f.

Angemessenheit bei der praktischen Umsetzung erhebliche Schwierigkeiten auf. Aus ökonomischer Perspektive ist eine Bemessung der Vergütung anhand des Kriteriums Üblichkeit nicht zielführend, da elementare Funktionen von Vergütungssystemen konterkariert werden.

### 6.2.3 Nachhaltigkeit der Vergütung und variable Vergütungsbestandteile

Der Gesetzgeber verpflichtet den Aufsichtsrat börsennotierter Unternehmen gemäß § 87 Abs. 1 Satz 2 und 3 AktG dazu, die Vergütungsstruktur auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten, weswegen variable Vergütungsbestandteile nun an mehrjährige Bemessungsgrundlagen zu knüpfen sind.<sup>294</sup> Zudem soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit der variablen Vergütung für außerordentliche Entwicklungen vereinbaren. Den Empfehlungen des Rechtsausschusses folgend ist eine Mischung von kurz- und langfristigen Vergütungskomponenten nicht ausgeschlossen, solange im Ergebnis langfristige Verhaltensanreize generiert werden.<sup>295</sup> Eine präzise Definition des Begriffs Nachhaltigkeit ist weder dem Gesetzestext, noch den Begleitmaterialien zu entnehmen. Ebenso wenig ist präzisiert, wie viele Jahre eine mehrjährige Bemessungsgrundlage abdecken soll, was außerordentliche Entwicklungen sind und wie in einem solchen Fall eine Vergütungsbegrenzung auszugestalten ist.

#### *Nachhaltigkeit der Vergütung*

Der Begriff Nachhaltigkeit geht ursprünglich auf die Forstwirtschaft und somit auf nachwachsende Rohstoffe zurück. Im betriebswirtschaftlichen Kontext ist der Begriff mit ökologischen Entwicklungskonzepten (Sustainable Development) von Unternehmen konnotiert und nicht mit der Gestaltung von Vergütungsstrukturen.<sup>296</sup> Wird das ökologische Verständnis von Nachhaltigkeit auf den Unternehmenskontext übertragen, bedeutet Nachhaltigkeit im weitesten Sinne die langfristige Bestands- und Ertragssicherung. Einem Vorstandsmitglied sollen folglich durch die Vergütungsstruktur keine finanziellen Anreize zum Eingehen unverantwortlicher und existenzbedrohender Risiken gegeben werden.<sup>297</sup> Grundsätzlich ist es schwierig zu beurteilen, ab wann eine Risikoneigung als unverantwortlich einzustufen ist. Schließlich ist eine ausreichende Risikoneigung des Vorstands für die Übernahme unternehmerischer Risiken erforderlich.<sup>298</sup> Daher ist ein prinzipielles Ablehnen von (hohen) Risiken auch nicht zielführend. Ein zu risikoaverses Verhalten des Vorstands kann die Existenz des Unternehmens gefährden, wie Gassmann (2006)

---

<sup>294</sup> Vgl. Bundesgesetzblatt (2009), S. 2509.

<sup>295</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/13433 (2009), S. 10.

<sup>296</sup> Vgl. Fleischer (2009), S. 802f.; Thüsing (2009), S. 519f.

<sup>297</sup> Vgl. Annuß/Theusinger (2009), S. 2435.

<sup>298</sup> Vgl. Maug/Albrecht (2011), S. 871.

und Staake (2012) am Beispiel von Innovationen zeigen. Innovationen sind die wichtigste Voraussetzung für unternehmerisches Wachstum und in Westeuropa zwingend erforderlich, um gegen die massive Kostenkonkurrenz aus Osteuropa und dem asiatischen Wirtschaftsraum zu bestehen. Ein hoher Grad an Innovationen erhöht die Chancen auf hohe Margen, bedeutet aber auch, dass das Risiko eines Innovationsflops steigt. Innovation ist also ohne Risiko nicht möglich.<sup>299</sup> Eine Vergütungsstruktur, die den Vorstand zum Eingehen unverantwortlicher und existenzbedrohender Risiken verleitet, ist in diesem Fall ebenso wenig zielführend, wie eine, die ein zu stark risikoaverses Verhalten fördert. Werden Innovationen unterlassen, reduziert sich das Risiko, aber es besteht die Gefahr, dass der Anschluss an die Konkurrenz verloren geht. Das wiederum gefährdet die Unternehmensexistenz und kann kaum im Sinne einer nachhaltigen Unternehmensführung sein.

Entscheidend ist nun die Frage, wie das Nachhaltigkeitskriterium bei der Gestaltung eines Vergütungssystems berücksichtigt werden kann. Ein möglicher Ansatz besteht darin Nachhaltigkeit als Konkretisierung der bereits vorgestellten Anforderung der Anreizkompatibilität zu interpretieren. Gesucht wäre dann eine Bemessungsgrundlage, die nur Leistungen belohnt, die auf den langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtet sind. Schädigende Leistungen und kurzfristige Effekte, die zulasten der Zukunft erzielt werden, sollten nach diesem Verständnis unbelohnt bleiben. Bei einer solchen Berücksichtigung des Nachhaltigkeitskriteriums stellt sich die elementare Frage, zu welchem Zeitpunkt die Nachhaltigkeit der Leistung beurteilt werden sollte. Ein Ansatz wäre der oben beschriebene Weg der Beurteilung der Entscheidungs- und Umsetzungsqualität durch den Aufsichtsrat. Dieser müsste prüfen, ob die Entscheidungen der Vorstände den langfristigen Unternehmenserfolg (nachhaltig) steigern können und ob die Entscheidungen adäquat umgesetzt werden. Hier resultieren aber wieder die oben diskutierten Bewertungsprobleme. Zudem wäre die zu bewertende Nachhaltigkeit so lediglich eine geplante und keine tatsächliche. Ein alternativer Ansatz zur Beurteilung der Nachhaltigkeit ist das Abwarten des langfristigen Unternehmenserfolgs. Für diesen Ansatz spricht etwa die Verlängerung der Sperrfrist von Aktienoptionen, die gemäß § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG von zwei auf vier Jahre erhöht wurde.<sup>300</sup> Eine solche Beurteilung der Nachhaltigkeit impliziert allerdings die Notwendigkeit, einen Erfolgsbezug der Vergütung herzustellen und keinen Leistungsbezug. Dies steht, wie oben beschrieben, im direkten Widerspruch zum Leistungskriterium, da bei der Vergütung entweder auf den Inputfaktor Leistung abgestellt werden kann oder auf den Output Erfolg. Diesem Ansatz folgend wäre die Nachhaltigkeit keine Konkretisierung der Anreizkompatibilität, sondern als Korrekturfaktor der

---

<sup>299</sup> Vgl. Gassmann (2006), S. 4ff.; Staake (2012), S. 17.

<sup>300</sup> Vgl. Bundesgesetzblatt (2009), S. 2509.

Leistungsbemessung zu interpretieren. Dieser Ansatz spricht wiederum dafür, den Erfolg zur Bemessungsgrundlage der Vergütung zu machen und nicht die Leistung.<sup>301</sup>

### *Variable Vergütungsbestandteile*

Neben der Umsetzung des Nachhaltigkeitskriteriums ist auch die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen bei variablen Vergütungsbestandteilen problembehaftet. Dies liegt insbesondere darin begründet, dass nicht eindeutig geregelt ist, welchen Zeitraum eine mehrjährige Bemessungsgrundlage umfassen sollte. Die Vierjahresfrist gemäß § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG<sup>302</sup> kann als Auslegungshilfe herangezogen werden. Außerhalb seines Anwendungsbereichs kann dieser Paragraph allerdings nicht als zwingende Vorgabe verstanden werden. Somit kann daraus nicht abgeleitet werden, dass sich mehrjährige Bemessungsgrundlagen zwingend über vier Jahre erstrecken müssen. In Verbindung mit dem Verzicht auf genaue Angaben im Gesetz sind folglich auch zwei- oder dreijährige Bemessungsgrundlagen zulässig.<sup>303</sup>

Wie in Kapitel 5.2 erörtert, sollte der Bemessungszeitraum der Vergütung dort enden, wo der Erfolgseinfluss der getroffenen Entscheidungen eines Vorstands endet. Sonst konterkariert dies die Beeinflussbarkeit der Bemessungsgrundlage und damit die Motivationsfunktion des Vergütungssystems. Darüber hinaus kann kaum ein allgemeingültiger Bemessungszeitraum abgeleitet werden, da dieser vielmehr ein Ergebnis individueller Faktoren ist. So ist etwa in schnelllebigsten Branchen mit kurzen Produktlebenszyklen der Bemessungszeitraum für Nachhaltigkeit kurzfristiger zu definieren als in stabileren Branchen mit langen Produktlebenszyklen. Aus dieser Argumentation folgt zudem, dass die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen nicht automatisch eine nachhaltige Unternehmensentwicklung induzieren kann.<sup>304</sup> Die Analyse in Kapitel 5.2 hat zudem gezeigt, dass die Kopplung der Vergütung an mehrjährige Bemessungsgrundlagen fundamentale Probleme aufwirft. Sie konterkariert die Motivations- und Selektionsfunktion von Vergütungssystemen und kann die individuelle Risikobereitschaft massiv verzerren.

Gleiches gilt auch für die Festlegung einer Vergütungsbegrenzung, deren Begründung darüber hinaus nicht völlig stringent ist. In der Gesetzesbegründung verweist der Rechtsausschuss darauf, dass der Vorstand nicht in vollem Umfang von außerordentlichen Entwicklungen, wie Unternehmensübernahmen, der Veräußerung von Unternehmensteilen, der Hebung stiller Reserven oder externen Einflüssen, profitieren soll.<sup>305</sup> Sollte die außerordentliche Entwicklung

---

<sup>301</sup> Vgl. Suchan/Winter (2009), S. 2536.

<sup>302</sup> Vgl. Bundesgesetzblatt (2009), S. 2509.

<sup>303</sup> Vgl. Annuß/Theusinger (2009), S. 2436.

<sup>304</sup> Vgl. Suchan/Winter (2009), S. 2536; Staake (2012), S. 18f.

<sup>305</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/13433 (2009), S. 10.

durch eine Leistung des Vorstands initialisiert worden sein, erscheint diese Regelung ebenso willkürlich wie die in Kapitel 6.2.2 diskutierte Begrenzung auf ein bestimmtes Vielfaches. Ein Zusammenhang zwischen Leistung und Vergütung wäre in diesem Fall nicht mehr gegeben. Thüsing (2009) kommt daher zu dem Schluss, dass eine außerordentliche Entwicklung aus juristischem Blickwinkel nur eine Entwicklung sein kann, die eine massive Vergütungserhöhung verursacht und erkennbar keinen Leistungsbezug hat. In einem solchen Fall kann eine Angemessenheit der Vergütung infrage gestellt werden.<sup>306</sup> Allerdings ist in einem solchen Fall auch die Eignung der verwendeten Bemessungsgrundlage infrage zu stellen, da externe Einflüsse – also nicht kontrollierbare (Umwelt-)Einflüsse – im Idealfall durch eine relative Leistungsbewertung reduziert oder gar vollständig ausgeschlossen werden sollten.

Abschließend ist zu konstatieren, dass die Berücksichtigung des Nachhaltigkeitskriteriums bei der Gestaltung eines Vergütungssystems wenig praktikabel erscheint. Zum einen ist die Bestimmung von Parametern, die Nachhaltigkeit messen sollen, problembehaftet und die Festlegung des Bemessungszeitraums eine Einzelfallentscheidung. Zum anderen kann die Kopplung der Vergütung an mehrjährige Bemessungsgrundlagen zum Versagen der Motivations- und Selektionsfunktion führen und die individuelle Risikobereitschaft massiv verzerren.

#### **6.2.4 Zusammenfassung**

Insgesamt enthält das VorstAG nur wenige konkrete Vorgaben, aber sehr viele Begriffe, die nicht präzise definiert sind. In Konsequenz weisen die drei betrachteten Kriterien Leistung, Üblichkeit und Nachhaltigkeit Unklarheiten auf, die die Praktikabilität erheblich erschweren.

Beim Kriterium Leistung bleibt offen, was darunter exakt zu verstehen ist, und wie das Leistungskriterium umzusetzen ist. Zudem liefert der Gesetzgeber keine Erklärung, warum überhaupt die Leistung als Bemessungsgrundlage herangezogen werden sollte und nicht der Unternehmenserfolg, der theoretisch deutlich besser fundiert und praktisch einfacher zu handhaben ist. Das Kriterium Üblichkeit wird in den Begleitmaterialien zwar durch die Begriffe horizontale Vergleichbarkeit und Vertikalität konkretisiert, allerdings erweisen sich beide als wenig praktikabel. Ein unternehmensinterner Maßstab der Vertikalität berücksichtigt, wäre völlig willkürlich gewählt und birgt die Gefahr, Bedingungen eines Marktes ohne inhaltliche Rechtfertigung auf einen anderen zu übertragen. Bei der horizontalen Vergleichbarkeit ist die Landesüblichkeit für international agierende Unternehmen zu eng gefasst. Die Berücksichtigung von Branchen- und

---

<sup>306</sup> Vgl. Thüsing (2009), S. 522.

Größenüblichkeit kann zu einer Negativauslese und somit zu Qualitätseinbußen führen. Auch beim Kriterium Nachhaltigkeit fehlt eine klare begriffliche Abgrenzung, weswegen offen bleibt, welche Bemessungsgrundlagen Nachhaltigkeit abbilden könnten. Auch der Zeitraum, über den die Leistungsbemessung zur Beurteilung der Nachhaltigkeit erfolgen sollte, wird nicht konkretisiert.

Insgesamt eröffnen die fehlenden Definitionen und Abgrenzungen einen massiven Interpretationsspielraum bei der praktischen Umsetzung. Die Berücksichtigung des Üblichkeitskriteriums ist aus ökonomischer Perspektive insgesamt als nicht zielführend einzustufen, da dieses Kriterium die Motivations- und Selektionsfunktion konterkariert. Gleiches kann auch bei der Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen eintreten, weswegen deren Berücksichtigung nicht grundsätzlich zu befürworten ist, sondern massiv von der konkreten Ausgestaltung des Vergütungssystems abhängt.

### **6.3 Bewertung ausgewählter DAX30-Vergütungssysteme**

Ziel des VorstAG ist die Sicherstellung einer angemessenen Vergütung. Im Umkehrschluss kann daher abgeleitet werden, dass die gesetzlichen Neuerungen eingeführt worden sind, weil die bisherige Vergütung als unangemessen empfunden wurde. Die Analyse der gesetzlichen Regelungen im vorangegangenen Kapitel hat gezeigt, dass diese aus ökonomischem Blickwinkel kritisch zu bewerten sind. Das entbindet die Unternehmen bei der Gestaltung und Implementierung von Vergütungssystemen aber nicht davon, die Vorgaben des Gesetzgebers umzusetzen.

Nachdem in Kapitel 2.2 gezeigt wurde, dass alle Unternehmen des DAX30 die gesetzlichen Vorgaben der Mehrjährigkeit und der Vergütungsbegrenzung in der Vergütungsstruktur berücksichtigt haben, sollen nun drei Vergütungssysteme im Detail analysiert werden. Die Begründung der Auswahl erfolgt im Rahmen der Beschreibung der Vergütungssysteme im folgenden Unterkapitel. Die anschließende Analyse erfolgt in zwei Schritten. Zuerst wird überprüft, ob die Vergütungssysteme angemessen im Sinne der neuen Kriterien Leistung, Üblichkeit und Nachhaltigkeit sind. Danach werden die Systeme basierend auf den in diesem Paper hergeleiteten Gestaltungsempfehlungen bewertet.

#### **6.3.1 Beschreibung der Vergütungssysteme**

Da das VorstAG die Angemessenheit der Vorstandsvergütung in den Fokus rückt, wurden für die Bewertung der Vergütungssysteme exemplarisch die drei DAX30-Unternehmen ausge-

wählt, die dem jeweiligen Vorstandsvorsitzenden für das Geschäftsjahr 2016 die höchste Gesamtvergütung ausgezahlt haben. Der Vergütungsstudie des DSW (2017) folgend sind das Daimler, SAP und VW.<sup>307</sup> Diese Unternehmen sind zudem insofern repräsentativ für hohe Vergütungszahlungen an den jeweiligen Vorstandsvorsitzenden, als sie gemäß der Vergütungsstudien des DSW aus den Jahren 2016, 2015, 2014 und 2013 zu den bestbezahlenden gehört haben.<sup>308</sup>

In einem ersten Schritt soll die Ausgestaltung der Vergütungssysteme im Detail beschrieben werden, da dies die Basis für die anschließende Bewertung bildet.

### *Daimler*<sup>309</sup>

Daimler gewährt neben der Grundvergütung, die sich am Verantwortungsbereich des Vorstandsmitglieds orientiert, eine kurzfristig orientierte variable Vergütung (Jahresbonus) und eine aktienbasierte langfristige variable Vergütungskomponente. Die Bemessungsgrundlagen des Jahresbonus werden individuell je Vorstandsmitglied vom Aufsichtsrat festgelegt. Für das Geschäftsjahr 2016 waren dies: die Zielerreichung des EBIT, das Erreichen individueller Ziele, die Erreichung nicht-finanzieller Ziele (bspw. Mitarbeiterzufriedenheit, Diversity, Produktqualität) und die Nichterreichung von Compliance-Zielen. Die Zielerreichung der drei erstgenannten Ziele beeinflusst den Jahresbonus positiv, die Nichterreichung der Compliance-Ziele senkt den Bonus. Die Auszahlung erfolgt gestaffelt mit einer Bonus-Malus-Regelung. Die Hälfte des Jahresbonus wurde im März 2017 ausgezahlt, die andere Hälfte folgt im März 2018. Der Auszahlungsbetrag im März 2018 ergibt sich durch die Multiplikation des Bonusbetrags mit einem Faktor, der abhängig von der relativen Aktienperformance in diesem Jahreszeitraum ist. Die Höhe des Bonus ist auf 235% des Zielbetrags gedeckelt.

Als langfristige Vergütungskomponente hat Daimler einen Performance Phantom Share Plan (PPSP) eingeführt, der über einen Zeitraum von vier Jahren bemessen wird. Der Aufsichtsrat legt für jedes Vorstandsmitglied einen individuellen Zuteilungswert (absoluter Euro-Betrag) fest, anhand dessen sich die Anzahl vorläufig zugeteilter Performance Shares ableitet. Die vorläufige Anzahl ergibt sich als Ergebnis der Division von Zuteilungswert durch aktuellen Aktienkurs. Am Ende des dritten Jahres nach Zuteilung wird die Anzahl der zugeteilten Performance Shares mit einem Performance-Faktor multipliziert, um die endgültige Anzahl zugeteilter Performance Shares zu ermitteln. Der Performance-Faktor basiert zu gleichen Anteilen auf der relativen Entwicklung der Umsatzrendite und der Aktien-Performance. Vergleichsmaßstab ist in beiden Fällen der Dow Jones STOXX Auto Index, ein automobilbezogener Index. Der Auszahlungsbetrag

---

<sup>307</sup> Vgl. DSW (2017), S. 5. Auch in den DSW Studien der Jahre 2016, 2015, 2014

<sup>308</sup> Vgl. DSW (2016), S. 3; DSW (2015), S. 4; DSW (2014), S. 5; DSW (2013), S. 5;

<sup>309</sup> Alle Angaben sind dem Geschäftsbericht von Daimler (2017), S. 142ff. entnommen.

wird dann nach vier Jahren ermittelt, in dem die endgültige Anzahl zugeteilter Performance Shares (nach Jahr 3) mit dem Aktienkurs zu diesem Zeitpunkt (Ende Jahr 4) multipliziert wird. Der Auszahlungsbetrag ist auf das 2,5-fache des originären Zuteilungswertes begrenzt. Darüber hinaus besteht eine Aktienkaufverpflichtung im Wert von bis zu 25% des Bruttoerlöses des PPSP, bis eine festgelegte Aktienanzahl (zwischen 20.000 und 75.000 Aktien) erreicht ist. Die erworbenen Aktien müssen bis Ende des Dienstverhältnisses gehalten werden.

Daimler gibt eine Vergütungsaufteilung von 29% Grundvergütung, 29% kurzfristig orientierter variabler Vergütung und 42% langfristig orientierter variabler Vergütung an.

### *SAP<sup>310</sup>*

SAP gewährt dem Vorstand eine Grundvergütung, Short-Term und Long-Term Incentives. Vom Aufsichtsrat wird auf Basis der drei Komponenten ein Jahreszielgehalt festgelegt. Die Bemessungsgrundlagen (Zielgrößen) der variablen Vergütung werden ebenfalls vom Aufsichtsrat festgelegt. Die Short-Term Incentives berücksichtigen die Entwicklung von drei finanziellen Zielgrößen und einer Ermessenskomponente. Als (währungsbereinigte) finanzielle Zielgrößen werden das Wachstum der Cloud-Software-Erlöse, das Wachstum der operativen Marge, sowie Auftragseingänge aus New Cloud Bookings herangezogen. Durch die Ermessenskomponente hat der Aufsichtsrat die Möglichkeit, individuelle Leistungen und die Zukunftsfähigkeit von SAP einzubeziehen, bspw. durch Innovationsleistungen, Mitarbeiter- und Kundenzufriedenheit oder die Steigerung der Marktstellung. Die Short-Term Incentives werden jedes Jahr ausgezahlt, der Bemessungszeitraum beträgt ein Jahr. Die Auszahlungshöhe ist bei den finanziellen Zielgrößen auf 175% des Zielbetrags begrenzt und bei den Ermessenskomponenten auf 200%.

Der von SAP implementierte Long-Term Incentive Plan sieht eine jährliche Zuteilung von Share Units (virtuelle Aktien) vor. Die vorläufige Anzahl zugeteilter Share Units ist abhängig vom Erreichen des Betriebsergebnisziels, das der Aufsichtsrat festlegt. Ein Anteil von 60% wird in Form von Performance Share Units (PSU) zugeteilt. Die Anzahl unverfallbarer PSU ist dann an die Aktienkursentwicklung im Vergleich zu den Hauptwettbewerbern geknüpft und an die Anstellung während der vierjährigen Laufzeit. Die verbleibenden 40% werden als Retention Share Units (RSU) gewährt, deren unverfallbare Anzahl an die Aktienkursentwicklung gebunden ist und an die Anstellung während der vierjährigen Laufzeit. Nach vier Jahren werden die unverfallbaren Share Units mit dem Kurs der SAP-Aktie (Ende Jahr 4) multipliziert und ausgezahlt. Der Auszahlungsbetrag ist dabei auf das 3-fache des Aktienkurses zum Zuteilungszeitpunkt begrenzt. Falls

---

<sup>310</sup> Alle Angaben sind dem Geschäftsbericht von SAP (2017), S. 29ff. entnommen.

ein Vorstandsmitglied das Unternehmen verlässt, können die zugeteilten PSU und RSU je nach Art und Zeitpunkt des Ausscheidens teilweise oder vollständig verfallen.

SAP weist Vergütungsanteile von 12% Grundvergütung, 20% Short- und 68% Long-Term Incentives für den Vorstandsvorsitzenden aus. Bei den übrigen Vorstandsmitgliedern ist die Struktur ähnlich, die Grundvergütung macht 16-18% aus, die Short-Term Komponente 25-29% und die Long-Term 52-59%.<sup>311</sup>

### *Volkswagen*<sup>312</sup>

Volkswagen zahlt seinen Vorständen ebenfalls eine Grundvergütung, Short-Term und Long-Term Incentives. Die Grundvergütung ist individuell in unterschiedlichem Umfang geregelt und wird turnusgemäß überprüft und angepasst. Der Short-Term Incentive (Bonus) wird jährlich ausgezahlt, bemisst sich aber am Durchschnitt des operativen Ergebnisses für einen Zweijahreszeitraum. Der Schwellenwert für eine Gewährung wurde für das Geschäftsjahr 2016 auf 5 Mrd. € festgelegt. Das maximale Bonusvolumen ist auf 6,75 Mio. € für den Vorstandsvorsitzenden gedeckelt und auf je 2,5 Mio. € für die übrigen Mitglieder des Vorstands. Der Aufsichtsrat hat allerdings die Möglichkeit, den resultierenden Bonus mittels eines individuellen Anpassungsfaktors um bis zu 50% zu erhöhen, um besondere individuelle Leistungen zu honorieren. Der resultierende Bonusbetrag unterliegt nicht der festgelegten Begrenzung.

Der Long-Term Incentive Plan von Volkswagen bemisst sich über einen Vierjahreszeitraum. Die Höhe der Auszahlung hängt von der Erreichung von Zielen ab, die sich aus der Konzernstrategie „Strategie 2018“ ergeben. Als Zielfelder wurden zugrunde gelegt: Top-Kundenzufriedenheit, Top-Arbeitgeber, Absatzsteigerung, Steigerung der Rendite. Die Top-Kundenzufriedenheit wird gemessen am Kundenzufriedenheitsindex, der auf Indikatoren basiert, die sich aus der Gesamtzufriedenheit der Kunden mit Händlern, Neufahrzeugen, Servicebetrieben und Werkstattbesuchen ergibt. Die Messung des Zielfeldes Top-Arbeitgeber erfolgt über den Mitarbeiterindex, der auf den Indikatoren Beschäftigung und Produktivität sowie dem Ergebnis von Mitarbeiterbefragungen basiert. Absatzsteigerung wird gemessen am Wachstumsindex, der auf den Indikatoren Auslieferung an Kunden und Marktanteil beruht. Die Steigerung der Rendite wird am Renditeindex gemessen, der sich aus der Entwicklung von Umsatzrendite und Stammaktiendividende ergibt. Die Indizes für Kundenzufriedenheit, Mitarbeiter und Wachstum werden addiert und mit dem Renditeindex multipliziert. Diese Vergütungskomponente wird somit nur

---

<sup>311</sup> Vgl. SAP (2017), S. 29.

<sup>312</sup> Alle Angaben sind dem Geschäftsbericht von Volkswagen (2017a), S. 67ff. entnommen.

ausgezahlt, wenn der Konzern finanziell erfolgreich ist. Als Schwellenwert ist eine Umsatzrendite von 1,5% fixiert. Eine Unterschreitung führt automatisch zu einem Auszahlungsbetrag von Null.

Zur Höhe der Grundbeträge, die beiden variablen Vergütungskomponenten zugrunde liegen, sind keine Angaben im Geschäftsbericht enthalten. Volkswagen weist die Vergütungsanteile nicht explizit aus. Auf Basis der ausgewiesenen Zuflüsse für Fixgehalt, kurzfristig und langfristig variabler Vergütung ergibt sich über den gesamten Vorstand eine Aufteilung von 33% Fixum, 11% kurzfristig variabel und 56% langfristig variabel.<sup>313</sup>

Der Gesetzgeber verlangt zwar grundsätzlich, variable Vergütungsbestandteile an mehrjährige Bemessungsgrundlagen zu knüpfen, um langfristige Anreize für eine nachhaltige Unternehmensentwicklung zu gewährleisten.<sup>314</sup> Eine Mischung aus kurzfristigen und langfristigen Anreizen ist aber möglich, wenn im Gesamtergebnis überwiegend langfristige Verhaltensanreize erzeugt werden.<sup>315</sup> Dies ist bei den betrachteten Unternehmen der Fall, weswegen sie als zulässig einzustufen sind.<sup>316</sup>

### 6.3.2 Berücksichtigung der neuen Angemessenheitskriterien

Im Kapitel 6.2 wurden die Problematiken bei der Berücksichtigung des Leistungskriteriums, der Vertikalität und der Nachhaltigkeit ausführlich diskutiert. Die Kriterien sind aus ökonomischer Sicht kritisch zu beurteilen, insbesondere das Kriterium der Vertikalität kann die Anreizwirkung des Anreizsystems massiv konterkarieren.

#### *Leistungskriterium*

In den hier betrachteten Vergütungssystemen ist ein Teil der kurzfristig variablen Vergütungskomponenten bei *Daimler*, *SAP* und *Volkswagen* abhängig von individuellen Leistungen. Diese sollen durch Zielvereinbarungen<sup>317</sup>, eine Ermessenskomponente<sup>318</sup> oder einen Anpassungsfaktor<sup>319</sup> realisiert werden. Durch diese Instrumente wird dem Aufsichtsrat die Möglichkeit gegeben, individuelle Leistungen zu honorieren. Nach welchen exakten Kriterien die Leistungsbeurteilung vorgenommen wird, ist den Geschäftsberichten nicht zu entnehmen.

---

<sup>313</sup> Eigene Berechnung auf Basis der Zuflussbetrachtung in Volkswagen (2017a), S. 711.

<sup>314</sup> Vgl. Bauer/Arnold (2010), S. 722.

<sup>315</sup> Vgl. BT-Drucksache 16/13433 (2009), S. 10.

<sup>316</sup> Vgl. Bauer/Arnold (2010), S. 722; Lingemann (2009), 1919.

<sup>317</sup> Vgl. Daimler (2017), S. 144.

<sup>318</sup> Vgl. SAP (2017), S. 29.

<sup>319</sup> Vgl. Volkswagen (2017a), S. 67.

Alle langfristig variablen Vergütungskomponenten basieren auf kennzahlenorientierten oder aktienkursorientierten Bemessungsgrundlagen, die die Entwicklung des Unternehmenserfolgs messen. In den implementierten Vergütungssystemen wird somit überwiegend der Output, also der Erfolg (Leistungsergebnis), zur Bemessungsgrundlage gemacht und nicht der Inputfaktor Leistung.

Es zeigt sich aber, dass in den Geschäftsberichten von *Daimler*, *SAP* und *Volkswagen* die Begriffe Leistung und Erfolg nicht so präzise voneinander getrennt werden, wie es in der vorangegangenen Bewertung der Regulierungsmaßnahmen erfolgt ist. So sollen individuelle Leistungen im Rahmen der erfolgsabhängigen Vergütung berücksichtigt werden, oder anders ausgedrückt, der Leistungsbezug soll durch die erfolgsorientierte Vergütung realisiert werden.<sup>320</sup> Dies schließt sich, den Ausführungen in Kapitel 6.2.1 folgend, aber aus. Hierin spiegeln sich letztendlich die Unklarheiten des Gesetzes wider, weswegen sich die praktische Handhabbarkeit des Angemessenheitskriteriums als schwierig gestaltet. Eine Erkenntnis, die durch eine Vergütungsstudie von Staake (2012) weiter untermauert wird.<sup>321</sup>

Letztlich ist die Umsetzung des Kriteriums trotz der begrifflichen Unklarheiten nach Ansicht verschiedener juristischer Experten gesetzeskonform. Diese Einschätzung basiert auf der Ansicht, dass im Leistungskriterium keine Neuerung der vorherigen Rechtslage zu sehen ist. Das bedeutet, dass Kennzahlen, die den Unternehmenserfolg abbilden, als Bemessungsgrundlage weiterhin zulässig sind. Aus ökonomischer Sicht ist es deutlich zielführender, den theoretisch besser fundierten und einfacher zu handhabenden Output Erfolg (Leistungsergebnis) zur Bemessungsgrundlage der Vergütung zu machen.

### *Üblichkeit der Vergütung*

Aus ökonomischer Perspektive sollte auf das Kriterium der Üblichkeit gänzlich verzichtet werden, und zwar unabhängig davon, ob die Vertikalität oder die horizontale Vergleichbarkeit herangezogen wird.

Nichtsdestotrotz ist die Berücksichtigung für Unternehmen verpflichtend. *Daimler* wendet einen horizontalen und vertikalen Vergleich an, der im Geschäftsbericht ausführlich und recht präzise dargelegt wird. Beim horizontalen Vergleich wird ein Bezug zu einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen aus Deutschland hergestellt. Insbesondere hinsichtlich der Aspekte: Wirkungsweise der Vergütungskomponenten, Gewichtung dieser Komponenten und die Zielvergütung. Beim vertikalen Vergleich wird die Relation der Vorstandsvergütung zur Vergütung des oberen

---

<sup>320</sup> Vgl. *Daimler* (2017), S. 144; *SAP*(2017), S. 29; *Volkswagen* (2017a), S. 68.

<sup>321</sup> Vgl. Staake (2012), S. 21ff.

Führungskreises und der Gesamtbelegschaft in Deutschland berücksichtigt.<sup>322</sup> Dem Geschäftsbericht ist allerdings nicht zu entnehmen, welche Unternehmen die Vergleichsgruppe bei der horizontalen Vergleichbarkeit bilden. Ebenso wenig ist dargelegt, wie die Relation der Vorstandsvergütung zur Vergütung der Vergleichsgruppen genau berücksichtigt wird.

Bei SAP wird die Angemessenheit der Vergütung anhand der individuellen Aufgaben und Leistungen sowie objektiver Kriterien für jedes einzelne Vorstandsmitglied überprüft. Ein Verweis auf das Kriterium der Üblichkeit ist dem Geschäftsbericht nicht zu entnehmen.<sup>323</sup> Volkswagen berücksichtigt das Kriterium der Üblichkeit, indem ein Vergleichsumfeld (horizontale Vergleichbarkeit) und die Vergütungsstruktur, die bei Volkswagen gilt (Vertikalität), herangezogen werden. In diesem Zusammenhang führt Volkswagen regelmäßig Vergütungsvergleiche durch.<sup>324</sup> Dem Geschäftsbericht ist nicht zu entnehmen, welches Vergleichsumfeld herangezogen und inwiefern die sonstige Vergütungsstruktur berücksichtigt wird.

Basierend auf dem Fehlen des Üblichkeitskriteriums bzw. der fehlenden Konkretisierung kann gefolgert werden, dass das Verständnis und damit die Umsetzung des Üblichkeitskriteriums mit Schwierigkeiten behaftet ist. Auch dies wird durch die Studie von Staake (2012) weiter fundiert.<sup>325</sup>

### *Nachhaltigkeit der Vergütung*

Die Nachhaltigkeit der Vergütung wird von Daimler, SAP und Volkswagen dahingehend ausgelegt, dass die Vergütungsstruktur auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgelegt wird. In allen drei Unternehmen werden daher mehrjährige Bemessungsgrundlagen für die variable Vergütung berücksichtigt. Je nach Bemessungsgrundlage wird ein Bemessungszeitraum von 2 bis 4 Jahren zugrunde gelegt, wie im vorangegangenen Kapitel dargelegt. Neben mehrjährigen Bemessungsgrundlagen sind auch Vergütungsbegrenzungen vereinbart worden.<sup>326</sup> Aufgrund der fehlenden Vorgaben des Gesetzgebers hinsichtlich der zu verwendenden Bemessungsgrundlagen und Zeiträume ist die Umsetzungsqualität eine Einzelfallentscheidung. Rein formal sind die gesetzlichen Vorgaben zur Ausrichtung der Vergütungsstruktur auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung aber erfüllt. Die Bewertung der (mehrjährigen) Bemessungsgrundlagen erfolgt im Rahmen der Bewertung der Vergütungssysteme.

---

<sup>322</sup> Vgl. Daimler (2017), S. 142.

<sup>323</sup> Vgl. SAP (2017), S. 23 und S. 29.

<sup>324</sup> Vgl. Volkswagen (2017a), S. 67.

<sup>325</sup> Vgl. Staake (2012), S. 24ff.

<sup>326</sup> Vgl. hierzu auch Daimler (2017), S. 142ff.; SAP (2017), S. 23 und S. 29ff.; Volkswagen (2017a), S. 67ff.

Trotz der vorgestellten „offenen Punkte“ hinsichtlich der Berücksichtigung der Angemessenheitskriterien, haben unabhängige Vergütungsexperten bei allen Vergütungssystemen die Konformität mit den gesetzlichen Vorgaben des § 87 AktG bestätigt.<sup>327</sup> Im Umkehrschluss könnte demnach abgeleitet werden, dass nach den Bewertungskriterien des Gesetzgebers keine unangemessene Vergütung resultieren sollte. Vor dem Hintergrund der massiven Interpretationsspielräume und den Unklarheiten bei der praktischen Umsetzung der vorgestellten Angemessenheitskriterien erscheinen Zweifel bezüglich dieses Rückschlusses angebracht.

### 6.3.3 Bewertung der Vergütungssysteme

Basierend auf den Funktionen von Vergütungssystemen, den resultierenden Anforderungen und den hergeleiteten Ausgestaltungsempfehlungen werden die vorgestellten Vergütungssysteme nachfolgend bewertet. Zuerst erfolgt die Bewertung der unternehmensindividuell ausgestalteten Komponenten. Danach werden die Komponenten bewertet, die für alle drei Vergütungssysteme gleichermaßen gelten.

#### *Daimler*

Die langfristige aktienbasierte Vergütung ist an einen automobilen Vergleichsindex gebunden, was der Anforderung der Risikoreduktion entspricht. Durch die Verminderung des Risikos lassen sich zudem indirekt Rückschlüsse auf das Leistungsverhalten ziehen, wodurch die Anforderung der Leistungsorientierung erfüllt wird.

Die Zuteilung der Anzahl an Performance Shares auf Basis der relativen Umsatzrendite und der relativen Aktienperformance muss separat bewertet werden. Der Aktienkurs als Bemessungsgrundlage erfüllt die Anforderungen Anreizkompatibilität und Beeinflussbarkeit. Bei der Umsatzrendite handelt es sich um eine buchhalterische Ergebniskennzahl, daher ist die Anforderung der Anreizkompatibilität als nicht erfüllt einzustufen. Hier würden sich Residualgewinnkonzepte als Bemessungsgrundlage anbieten oder eine Orientierung der gesamten Zuteilung an der relativen Aktienperformance. Der Vorstand wird an negativen Entwicklungen derart beteiligt, dass die Anzahl zugeteilter Performance Shares abnimmt oder im Negativfall völlig entfällt. Dies folgt der hergeleiteten Gestaltungsempfehlung einer Verlustbegrenzung.

Beim Jahresbonus verwendet Daimler verschiedene Bemessungsgrundlagen, die die Bonushöhe anteilig bestimmen. Die finanzielle Kennzahl Zielerreichung EBIT ist beeinflussbar, aber nicht anreizkompatibel. Bei den individuellen Ziel- und Compliance- Vereinbarungen ist eine Beurteilung nicht möglich, da die Inhalte nicht weiter spezifiziert werden.

---

<sup>327</sup> Vgl. Daimler (2017), S. 146; SAP (2017), S. 23; Volkswagen (2017a), S. 67.

Die verwendeten nicht-finanziellen Kennzahlen können einen Beitrag zu einer wertorientierten Unternehmensführung leisten, da Komponenten wie Kundenzufriedenheit und Produktqualität berücksichtigt werden, die den zukünftigen Unternehmenserfolg durchaus positiv beeinflussen können. Dies entspricht der Anforderung der Anreizkompatibilität. Es ist davon auszugehen, dass durch Entscheidungen des Vorstands ein direkter oder indirekter Einfluss auf die nicht-finanziellen Kennzahlen ausgeübt werden kann, weswegen die Anforderung der Beeinflussbarkeit erfüllt ist. Die ersten 50% des erzielten Bonusbetrags werden direkt ausgezahlt, die zweiten 50 % kommen ein Jahr später unter Berücksichtigung der relativen Aktienperformance zur Auszahlung. Im Falle einer schlechten Aktienperformance verfällt der einbehaltene Bonusanteil, was der Forderung nach einer begrenzten Verlustbeteiligung entspricht. Wie im vorherigen Abschnitt erläutert, erfüllt die relative Aktienperformance als Bemessungsgrundlage die Anforderungen der Anreizkompatibilität, Beeinflussbarkeit, Leistungsorientierung und Risikoreduktion. Zudem ergeben sich gleichgerichtete Anreize in Verbindung mit der langfristigen Vergütungskomponente.

Einhergehend mit den Forderungen des DCGK sind die verwendeten Bemessungsgrundlagen bei beiden Vergütungselementen zukunftsgerichtet und nicht vergangenheitsorientiert.

#### *SAP*

In einigen Aspekten ist das Vergütungssystem von SAP ähnlich zu beurteilen wie das von Daimler. Die langfristige aktienbasierte Vergütung ist an einen Vergleichsindex gebunden, was der Anforderung der Risikoreduktion und der Leistungsorientierung entspricht. Allerdings sind nur 60% der zugeteilten Share Units als Performance Share Units ausgestaltet, also an einen Vergleichsindex geknüpft. Die übrigen 40% werden als Retention Share Units gewährt, die nur an die absolute Aktienkursentwicklung gekoppelt sind. Im Vergleich zu den Performance Share Units wird ein höheres Umweltrisiko auf den Vorstand übertragen, was die Leistungsorientierung und damit die Anreizwirkung konterkarieren kann. Grundsätzlich erfüllt der Aktienkurs als Bemessungsgrundlage die Anforderungen der Anreizkompatibilität und Beeinflussbarkeit. Die Verwendung einer zukunftsgerichteten Bemessungsgrundlage ist hingegen positiv zu bewerten und folgt den Empfehlungen des DCGK.

Die Short-Term Incentives sind nicht mehrjährig ausgestaltet. Die verwendeten Bemessungsgrundlagen sind von der Entwicklung mehrerer Parameter abhängig. Die zugrundeliegenden finanziellen Zielgrößen (Wachstum Erlöse, Marge und Auftragseingänge) sind überwiegend buchhalterisch. Eine Beeinflussbarkeit ist somit gegeben, eine Anreizkompatibilität hingegen nicht. Für die individuelle Ermessenskomponente werden nicht-finanzielle Kennzahlen verwen-

det, die ebenso wie bei Daimler zu einer wertorientierten Unternehmensführung motivieren können. Es werden Parameter wie Kundenzufriedenheit und Innovationsleistung berücksichtigt, die den zukünftigen Unternehmenserfolg durchaus positiv beeinflussen können. Zudem kann davon ausgegangen werden, dass durch Vorstandsentscheidungen ein Einfluss auf die nicht-finanziellen Kennzahlen zu erwarten ist. Die Anforderungen der Anreizkompatibilität und Beeinflussbarkeit sind demnach erfüllt.

Es ist davon auszugehen, dass das Wachstum der verwendeten finanziellen und nicht-finanziellen Zielgrößen für den Short-Term Incentive einen positiven Einfluss auf das Erreichen des Betriebsergebnisziels entfalten kann, das die Basis für die Zuteilung der langfristig orientierten Share Units ist. Eine positive Entwicklung des Betriebsergebnisses sollte zumindest keinen negativen Einfluss auf den Aktienkurs und somit auf die Bemessungsgrundlage der langfristig variablen Vergütung haben. Es kann somit von einer gleichgerichteten Anreizwirkung beider Vergütungskomponenten ausgegangen werden.

### *Volkswagen*

Die Auszahlung des Long-Term Incentive ist bei Volkswagen an vier Indizes (Kundenzufriedenheit, Mitarbeiter, Wachstum und Rendite) geknüpft, die aus den Zielen der Unternehmensstrategie abgeleitet werden.

Der Kundenzufriedenheitsindex basiert auf nicht-finanziellen Kennzahlen, die die Kundenzufriedenheit abbilden. Analog zu Daimler und SAP ist hier ein Beitrag zu einer wertorientierten Unternehmensführung zu erwarten, weswegen die Anforderung der Anreizkompatibilität erfüllt ist. Ebenso ist eine Beeinflussbarkeit der Kennzahl durch die Entscheidungen des Vorstands zu erwarten. Beim Mitarbeiterindex kann keine Bewertung der Kriterien vorgenommen werden, da die zugrunde liegenden Kennzahlen nicht spezifiziert sind. Beim Wachstumsindex kann anhand der Kennzahlen eine Erfüllung der Anforderung der Anreizkompatibilität konstatiert werden, da die Auslieferung an Kunden und der Marktanteil den Unternehmenserfolg positiv beeinflussen. Der Index hängt bspw. von der Modellpolitik ab, die vom Vorstand entschieden wird. Die Beeinflussbarkeit ist folglich gegeben.

Die drei ermittelten Indizes werden addiert und mit dem Renditeindex multipliziert, der auf der Entwicklung der Umsatzrendite und der Dividende der Stammaktie basiert. Die Beurteilung der Eignung des Renditeindex ist diffizil. Durch eine Dividende werden die Aktionäre am Ge-

schäftserfolg beteiligt. Die Höhe der Dividende wird von Aufsichtsrat und Vorstand vorgeschlagen<sup>328</sup> und gemäß § 174 AktG<sup>329</sup> von der Hauptversammlung beschlossen. Einerseits ist diese Bemessungsgrundlage vom Vorstand beeinflussbar und anreizkompatibel, andererseits kann die Dividendenpolitik durch opportunistisches Verhalten massiv beeinflusst werden. Es ist zu erwarten, dass der Vorstand einen erheblichen Einfluss auf die Entscheidung über die Dividendenhöhe ausüben kann.<sup>330</sup> Unterstellt man Aktionären, dass sie höhere Dividendenzahlungen im Vergleich zu niedrigeren präferieren, kann der Vorstand durch seinen Dividendenvorschlag die Höhe seiner eigenen Vergütung leistungsunabhängig beeinflussen, was der Anreizkompatibilität widerspricht. Dieses Argument wird durch die Verwendung der Umsatzrendite als weitere Bemessungsgrundlage abgeschwächt, da ein Unterschreiten des Schwellenwertes von 1,5% automatisch zu einem Renditeindex von Null führt. In diesem Fall wird kein Long-Term Incentive ausbezahlt. Wie ambitioniert ein Umsatzrenditeziel von 1,5% ist, kann nicht pauschal beantwortet werden, da die Kennzahl nicht genau spezifiziert ist. Ausgehend von Umsatzrenditen vor Steuern zwischen 6,3% und 13,2% sowie Umsatzrenditen nach Steuern zwischen 4,6% und 11,4% in den Jahren 2012 bis 2014<sup>331</sup>, erscheint der gewählte Schwellenwert zumindest nicht überambitioniert. Grundsätzlich ist bei der Umsatzrendite als buchhalterische Ergebniskennzahl die Anforderung der Anreizkompatibilität als nicht erfüllt einzustufen.

Eine relative Bewertung der Vergütungsbemessung erfolgt bei keinem der Indizes, was der Anforderung einer Risikoreduktion widerspricht. Zudem verwendet Volkswagen bei der langfristig orientierten variablen Vergütung als einziges der drei betrachteten Unternehmen vergangenheitsorientierte Bemessungsgrundlagen. Dies ist zwar konform mit dem VorstAG, hinsichtlich der Motivation zu einer zukunftsgerichteten Unternehmensführung tendenziell als nicht zielführend einzuschätzen.

Die kurzfristige variable Vergütung mittels Bonus basiert auf einer mehrjährigen Bemessungsgrundlage. Herangezogen wird das durchschnittliche operative Ergebnis über einen Zweijahreszeitraum. Wie bereits erörtert, ist die Beeinflussbarkeit bei solchen buchhalterischen Ergebnisgrößen gegeben, eine Anreizkompatibilität hingegen nicht. Auffällig ist, dass die festgelegte Obergrenze der kurzfristigen variablen Vergütung höher liegt als die der langfristigen Komponente. Erreichen beide Komponenten den Maximalbetrag, wäre in diesem Jahr der kurzfristig variable Anteil höher als der langfristig variable. Diese Regelung kann dadurch gerechtfertigt werden, dass bei der kurzfristigen Komponente eine zwei- und somit mehrjährige Bemessung

---

<sup>328</sup> Vgl. Volkswagen (2017a), S. 113.

<sup>329</sup> Die zitierte Paragraf bezieht sich auf die Fassung nach Bundesgesetzblatt (2002), S. 2681.

<sup>330</sup> Vgl. Pernsteiner (2004), S. 888.

<sup>331</sup> Vgl. Volkswagen (2017a), S. 130.

erfolgt. Die Regelung ist somit gesetzeskonform, da einer der zahlreichen Interpretationsspielräume des Gesetzes ausgenutzt wird. Ob sich dadurch langfristig orientierte Anreize sicherstellen lassen, ist zumindest anzuzweifeln.

Insgesamt ergeben sich am Vergütungssystem von Volkswagen vor dem Hintergrund der hergeleiteten Ausgestaltungsempfehlungen die meisten Kritikpunkte, weshalb eine Modifizierung des Vergütungssystems wünschenswert und zielführend ist.

Diese Überarbeitung ist 2017 erfolgt und wird für das Geschäftsjahr 2017 erstmalig zur Anwendung kommen. Die Bemessungsgrundlagen der langfristigen Vergütungskomponente sind nun aktienbasiert und somit zukunftsgerichtet, was den Anforderungen Anreizkompatibilität und Beeinflussbarkeit entspricht. Ob eine relative Bewertung zur Anwendung kommt, ist nicht erkennbar. Die Höchstgrenzen der Vergütung sind nun absolut festgelegt auf 10 Mio. € für den Vorstandsvorsitzenden und auf 5,5 Mio. € für die übrigen Mitglieder des Vorstands.<sup>332</sup> Eine abschließende Bewertung des neuen Systems kann erst nach Veröffentlichung des Geschäftsberichts für das Geschäftsjahr 2017 vorgenommen werden. Erst dann wird die konkrete Ausgestaltung des neuen Vergütungssystems vom Unternehmen offengelegt.

#### *Daimler, SAP und Volkswagen*

Wie bereits ausgeführt, weisen alle Vergütungssysteme der DAX30-Unternehmen die gesetzlich vorgeschriebene Vergütungsbegrenzung auf. Diese ist ökonomisch und motivational nicht sinnvoll, denn mit Erreichen geht der Grenze die Motivationswirkung des Anreizsystems verloren. Ab Erreichen der Grenze wird folglich die Anforderung der Leistungsorientierung verletzt. Die Ausgestaltung der Begrenzung überlässt der Gesetzgeber dem Aufsichtsrat. Die Auswahl eines Grenzwertes ist, unabhängig davon ob prozentual oder absolut, grundsätzlich relativ willkürlich, da sich für jeden Grenzwert Begründungen sowie Pro- und Contra-Argumente finden lassen. Warum beispielsweise der Jahresbonus bei *Daimler* gerade auf 235% des Zielbonus gedeckelt wird, ist im Geschäftsbericht nicht weiter thematisiert. Wahrscheinlich hätte auch ein Wert von 250% nicht zur Ablehnung des Vergütungssystems durch die Aktionäre geführt, oder einer von 225% nicht zur Ablehnung des Vertrags durch den Vorstand. Trotz der vorgeschriebenen Deckelung ist der maximal erzielbare absolute Bonusbetrag nicht komplett fixiert, da der Bonusgrundbetrag sich an der Grundvergütung orientiert. Diese wiederum ist nicht festgeschrieben, sondern vom Verantwortungsbereich abhängig, was einen gewissen Gestaltungsspielraum eröffnet. Die gleiche Argumentation gilt auch für die bei *SAP* fixierten prozentualen Höchstgrenzen der Vorstandsvergütung. Bei *Volkswagen* sind zwar betragsmäßige Höchstgrenzen für die

---

<sup>332</sup> Vgl. Volkswagen (2017b).

variablen Vergütungselemente fixiert, die allerdings beim (kurzfristigen) Bonus durch einen individuellen Anpassungsfaktor überschritten werden können.

Aus ökonomischer Sicht sind Gestaltungsvarianten bei denen die Höchstgrenze „variabel“ ist oder so hoch angesetzt wird, dass sie im Regelfall nicht erreicht wird, zielführend. Unternehmen kommen hierdurch den gesetzlichen Forderungen nach, ohne die Motivationswirkung des Vergütungssystems zu gefährden. Ein Indikator für die großzügige Bemessung der Begrenzung liegt darin, dass die Höhe der einzelnen Vergütungskomponenten bzw. der Gesamtvergütung im Geschäftsjahr 2016 bei allen DAX30-Unternehmen unterhalb der jeweiligen Höchstgrenzen lag.<sup>333</sup> Ein weiterer Indikator ist in diversen Vergütungsstudien zu sehen, in denen ebenfalls keine Hinweise auf ein Erreichen der Höchstgrenzen zu finden ist.<sup>334</sup>

Individuelle Anpassungsfaktoren durch die der Aufsichtsrat in eigenem Ermessen die variable Vergütungsauszahlung erhöhen kann, erscheinen willkürlich, da nicht weiter spezifiziert ist, worauf der Ermessenspielraum basiert. Vor dem Hintergrund der beschriebenen Motivationsvernichtung und Risikoverzerrung, die bei der Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen auftreten können, sind solche Faktoren unter Umständen ein geeignetes Instrument zur Wahrung der Motivations- und Selektionsfunktion des Vergütungssystems.

Die Vorstandsmitglieder in den drei betrachteten Unternehmen haben alle laufende Verträge, was bedeutet, dass der angebotene Vertrag und damit auch das Vergütungssystem von den Begünstigten akzeptiert worden ist. Die Anforderung der Akzeptanz, die an ein Vergütungssystem gestellt wird, ist demnach erfüllt.

Vor dem Hintergrund der mehrheitlichen Billigung der drei Vergütungssysteme durch die Aktionäre<sup>335</sup>, ist die Anforderung der Wirtschaftlichkeit tendenziell auch als erfüllt einzustufen. Dem Shareholder Value Ansatz folgend sind Aktionäre primär an der Vermögensvermehrung interessiert, weswegen sie versuchen, Vermögensvernichtung zu vermeiden. Demnach ist davon auszugehen, dass ein wert- und somit vermögensvernichtendes Vergütungssystem nicht mehrheitsfähig gewesen wäre.

Ob die Anforderung der Transparenz, also die Nachvollziehbarkeit des Vergütungssystems für die begünstigten Vorstände, erfüllt ist, kann auf Basis der Geschäftsberichte nicht ermittelt werden. Die detaillierte Darstellung und Erklärung der Vergütungsstruktur in den jeweiligen Geschäftsberichten, die öffentlich zugänglich sind, und die Annahme des jeweiligen Vergü-

---

<sup>333</sup> Entsprechend der in Kapitel 2.2 zitierten Geschäftsberichte aller DAX30-Unternehmen.

<sup>334</sup> Vgl. bspw. DSW (2017), DSW (2016); DSW (2015); DSW (2014); DSW (2013); PwC (2017); PwC (2016).

<sup>335</sup> Vgl. DSW (2017), S. 2.

tungsvertrags legen aber nah, dass auch intern eine entsprechende Kommunikation und Erläuterung erfolgt, die eine Nachvollziehbarkeit der Vergütung gewährleistet. Daher wird angenommen, dass die Anforderung der Transparenz ebenfalls erfüllt ist.

Wie in den Ausgestaltungsempfehlungen hergeleitet, ist die Anforderung einer (völligen) Manipulationsfreiheit schwer umsetzbar. Wobei sich Manipulations- und Interpretationsspielräume weitestgehend ausschließen lassen, wenn die Ermittlung der Bemessungsgrundlage eindeutig geregelt ist.<sup>336</sup> Die vorherigen Ausführungen haben gezeigt, dass die verwendeten Bemessungsgrundlagen und deren Herleitung in den Geschäftsberichten überwiegend ausführlich dargestellt sind, was der Erfüllung der Anforderung der Manipulationsfreiheit zugutekommt.

### *Zusammenfassende Würdigung der Vergütungssysteme*

Die Analyse der Vergütungsausgestaltung von *Daimler*, *SAP* und *Volkswagen* hat gezeigt, dass die Anforderung der Akzeptanz erfüllt ist. Auch die Anforderungen der Wirtschaftlichkeit und Transparenz sind tendenziell als erfüllt einzustufen. Die ausführlichen Darstellungen zur Ermittlung der Bemessungsgrundlagen sind der Anforderung der Manipulationsfreiheit dienlich.

Die Ausgestaltung der variablen Vergütungssysteme entspricht in einigen Punkten den hergeleiteten Ausgestaltungsempfehlungen. So zum Beispiel bei *Daimler* und *SAP* durch die Verwendung aktienbasierter Bemessungsgrundlagen, was der Anreizkompatibilität und Beeinflussbarkeit des Vergütungssystems zugutekommt. Die ebenfalls berücksichtigte relative Leistungsbewertung bei *Daimler* und *SAP* ist vor dem Hintergrund der Risikoreduktion zielführend. Bei *SAP* ist allerdings zu kritisieren, dass diese relative Bemessung nur für einen Teil der langfristigen aktienbasierten Vergütung erfolgt. Bei den verwendeten nicht-finanziellen Kennzahlen für die variable Vergütungsbemessung kann überwiegend eine Beeinflussbarkeit und Anreizkompatibilität abgeleitet werden.

Die Kombination von kurzfristig und langfristig orientierten Vergütungselementen ist zur Aufrechterhaltung der Motivationswirkung zielführend. In allen Vergütungssystemen konterkarieren sich Anreizwirkungen der kurz- und langfristig orientierten Komponenten nicht. Ebenso förderlich ist die Verlustbegrenzung, die alle Systeme aufweisen. Alle Vorstände werden an negativen Geschäftsentwicklungen beteiligt, im Falle einer schlechten Geschäftsentwicklung resultiert ein Auszahlungsbetrag in Höhe von Null. Eine Strafzahlung ist nicht vorgesehen, was positiv zu bewerten ist.

---

<sup>336</sup> Vgl. Pellens/Crasselt/Rockholtz (1998), S. 19.

Die implementierten Vergütungsbegrenzungen sind kritisch zu beurteilen, aufgrund der gesetzlichen Vorgabe ist die Umsetzung für die Unternehmen allerdings verpflichtend. Aus ökonomischer Sicht sind die gewählten Ausgestaltungsvarianten bei denen die Höchstgrenze „variabel“ ist oder so hoch angesetzt wird, dass sie im Regelfall nicht erreicht wird, zielführend.

Es gibt allerdings auch zahlreiche Parameter, die den hergeleiteten Ausgestaltungsempfehlungen nicht entsprechen. So ist bspw. für den bei *Volkswagen* verwendeten Renditeindex, der für die langfristige Vergütung maßgeblich ist, die Anreizkompatibilität infrage zu stellen. Der Verzicht auf eine relative Leistungsbewertung ist hinsichtlich der Risikoreduktion kritisch zu beurteilen. Hier stellt die angekündigte Umstellung auf eine aktienbasierte langfristige Vergütung eine deutliche Verbesserung im Sinne der Anreizkompatibilität und Beeinflussbarkeit dar. Bei allen drei Unternehmen basiert die kurzfristige variable Vergütung teilweise (*Daimler*) oder komplett (*SAP* und *Volkswagen*) auf ergebnisorientierten Kennzahlen, was der Anreizkompatibilität widerspricht.

Bei den drei betrachteten Vergütungssystemen weist der überwiegende Anteil der Vergütung eine langfristige Ausrichtung auf, da für die meisten variablen Vergütungskomponenten mehrjährige Bemessungsgrundlagen verwendet werden. In Verbindung mit der dargestellten grundsätzlichen Kritik an der Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen kann aber nicht geschlossen werden, dass das Eingehen von (hohen) Risiken dadurch – wie vom Gesetzgeber intendiert – ausgeschlossen ist. Es konnte allerdings dargelegt werden, dass das Eingehen von Risiken und eine nachhaltige Unternehmensführung sich nicht ausschließen. Die vom Gesetzgeber unterstellten Zusammenhänge erscheinen hier insgesamt fragwürdig.<sup>337</sup>

## 7. Fazit

Ziel dieses Papers war es, die Neuregelungen des VorstAG und die ergänzenden Regelungen des DCGK, die sich auf die Bemessung und Festsetzung einer angemessenen Vorstandsvergütung beziehen, zu analysieren. Grundsätzlich ist dabei zu konstatieren, dass der regulatorische Markteingriff nicht legitimiert war, da der Gesetzgeber keinen Nachweis für das postulierte Marktversagen erbracht hat. Nichtsdestotrotz werden die gesetzlichen Vorgaben zur Vergütungsstruktur, die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen und die Vereinbarung eines Caps, in allen DAX30-Unternehmen umgesetzt.

---

<sup>337</sup> Vgl. Maug/Albrecht (2011), S. 876.

Aus ökonomischer Sicht resultierte daraus die grundlegende Frage, ob durch Vergütungssysteme mit mehrjährigen Bemessungsgrundlagen und Caps das Eingehen unverantwortlicher Risiken vermieden werden kann und tatsächlich Anreize zu einer nachhaltigen, langfristig orientierten Unternehmensführung gesetzt werden. Denn genau das ist die intendierte Zielsetzung des Gesetzgebers.

Zur Beantwortung dieser Frage wurden Funktionen von Vergütungssystemen und daraus resultierende Anforderungen an diese Systeme hergeleitet und modelltheoretische Implikationen zur Gestaltung von Vergütungsverträgen anhand der Prinzipal-Agenten-Theorie und der Prospect Theory herausgearbeitet. Auf Basis der Funktionen, Anforderungen und Modelltheorien wurden die Gestaltungsempfehlungen weiter konkretisiert. Die hergeleiteten Erkenntnisse bildeten die Basis für die Analyse und Bewertung der gesetzlichen Regulierungsmaßnahmen.

Die Analyse hat gezeigt, dass von einer Vergütungsbegrenzung aus ökonomischer Sicht grundsätzlich abzuraten ist. Das Erreichen der Grenze impliziert den Verlust der Anreizwirkung des Vergütungssystems. Die Motivationsfunktion ist dann aufgrund des fehlenden Zusammenhangs zwischen Leistung und Vergütung nicht mehr erfüllt.

Die Koppelung der Vergütung an eine mehrjährige Bemessungsgrundlage bietet den Vorteil der Betrachtung und Bewertung einer Unternehmensentwicklung über einen längeren Zeitraum. Allerdings wird hierdurch nicht automatisch eine langfristig orientierte Unternehmensführung sichergestellt. Zum einen, weil die Auswahl geeigneter Bemessungsgrundlagen von elementarer Bedeutung für die Anreizwirkung des Vergütungssystems ist. Zum anderen, weil die Ausgestaltung der Mehrjährigkeit einen massiven Einfluss auf die Motivationswirkung und das Risikoverhalten ausübt. So kann die Verwendung mehrjähriger Bemessungsgrundlagen in bestimmten Situationen ein stark risikoreiches Verhalten hervorrufen, was eigentlich durch das Gesetz verhindert werden soll. Die fehlende Konkretisierung der gesetzlichen Regelungen eröffnet einen erheblichen Interpretationsspielraum bei der Vergütungsgestaltung.

Gleiches gilt für die im Gesetz verankerten Kriterien Leistung, Üblichkeit und Nachhaltigkeit, die Unklarheiten aufweisen, die die Praktikabilität deutlich erschweren. Beim Kriterium Leistung bleibt offen, was darunter exakt zu verstehen ist und wie das Leistungskriterium umzusetzen ist. Zudem erscheint fragwürdig, warum die Leistung als Bemessungsgrundlage herangezogen werden soll und nicht das theoretisch besser fundierte und einfacher zu handhabende Konstrukt des Unternehmenserfolgs. Der Kriterium Üblichkeit wird in den Begleitmaterialien zwar durch die Begriffe horizontale Vergleichbarkeit und Vertikalität konkretisiert, allerdings erweisen sich beide als wenig praktikabel. Ein unternehmensinterner Maßstab zur Berücksichtigung der

Vertikalität wäre völlig willkürlich gewählt. Bei der horizontalen Vergleichbarkeit ist die Landesüblichkeit bei international agierenden Unternehmen zu eng gefasst. Auf dieses Kriterium sollte daher gänzlich verzichtet werden. Auch beim Kriterium Nachhaltigkeit fehlt eine klare begriffliche Abgrenzung. So bleibt etwa der Zeitraum offen, über den die Leistungsbemessung zur Beurteilung der Nachhaltigkeit erfolgen sollte.

Das entbindet die Unternehmen aber nicht davon, diese Kriterien bei der Vergütungsgestaltung zu berücksichtigen. Aus diesem Grund wurden die Vergütungssysteme der drei DAX30-Unternehmen mit den bestbezahlten Vorstandsvorsitzenden hinsichtlich der Umsetzung der neuen gesetzlichen Angemessenheitskriterien untersucht. Auf Basis der Angaben in den Geschäftsberichten zu den Angemessenheitskriterien Üblichkeit und Nachhaltigkeit kann gefolgert werden, dass die Unklarheiten der gesetzlichen Vorgaben die praktische Umsetzung erschweren. Hinsichtlich des Kriteriums Leistung hat sich in der unternehmerischen und juristischen Praxis die Ansicht durchgesetzt, dass im Leistungskriterium keine Neuerung der vorherigen Rechtslage zu sehen ist. Deswegen sind Kennzahlen, die den Unternehmenserfolg abbilden, als Bemessungsgrundlage weiterhin zulässig.

Zudem wurden die Vergütungssysteme anhand der hergeleiteten Gestaltungsempfehlungen bewertet. Es zeigt sich, dass die Unternehmen die vorhandenen Interpretationsspielräume bei der Vergütungsbegrenzung im positiven Sinn ausnutzen. Es werden prozentuale und variable Höchstgrenzen vereinbart, die im Regelfall nicht erreicht werden. Das ist wahrscheinlich nicht im Sinn des Gesetzgebers, aus Gesichtspunkten der Leistungsorientierung ist dies aber wie erörtert zielführend.

Die Analyse hat zudem gezeigt, dass die Vergütungssysteme die Anforderung der Akzeptanz erfüllen und tendenziell auch die der Wirtschaftlichkeit und der Transparenz. Die verwendeten Bemessungsgrundlagen erfüllen durchweg die Anforderung der Beeinflussbarkeit, die der Anreizkompatibilität ist hingegen nicht bei allen erfüllt. Bei Daimler und SAP wird eine relative Leistungsbewertung verwendet, was der Anforderung der Risikoreduktion entspricht. Insgesamt weist der überwiegende Anteil der Vergütung eine langfristige Ausrichtung auf, da er überwiegend anhand mehrjähriger Bemessungsgrundlagen bemessen wird. Daraus kann aber nicht geschlossen werden, dass das Eingehen von (hohen) Risiken automatisch ausgeschlossen wird. Wie am Beispiel von Innovationen gezeigt, widerspricht das Eingehen von Risiken nicht per se einer nachhaltigen Unternehmensführung.

Insgesamt sind die Maßnahmen des VorstAG von zweifelhafter Qualität, denn die vom Gesetzgeber unterstellten Zusammenhänge erscheinen fragwürdig.<sup>338</sup> Die gesetzlichen Regelungen selbst weisen eine Vielzahl unbestimmter Rechtsbegriffe auf und sind aus ökonomischer Perspektive kritisch zu bewerten. Es erscheint daher fragwürdig, ob sich hieraus tatsächlich Anreize zu einer nachhaltigen, langfristig orientierten Unternehmensführung ergeben können.

---

<sup>338</sup> Vgl. Maug/Albrecht (2011), S. 876.

## Literaturverzeichnis

Adidas (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[https://www.adidas-group.com/media/filer\\_public/e6/eb/e6eb2815-d7d1-4318-8930-0a0e7f57aafe/2016\\_deu\\_gb.pdf](https://www.adidas-group.com/media/filer_public/e6/eb/e6eb2815-d7d1-4318-8930-0a0e7f57aafe/2016_deu_gb.pdf)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Aggarwal, R. J. & Samwick, A. A. (1999). The other side of the trade-off: The impact of risk on executive compensation. *Journal of Political Economy*, 107(1): 65-105.

Allianz (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[https://www.allianz.com/v\\_1489492605000/media/investor\\_relations/de/ergebnisse/2016\\_gj/gbse-2016-geschaeftsbericht-allianz-se.pdf](https://www.allianz.com/v_1489492605000/media/investor_relations/de/ergebnisse/2016_gj/gbse-2016-geschaeftsbericht-allianz-se.pdf)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Anderson, M. C., Banker, R. D. & Ravindran, S. (2000). Executive compensation in the information technology industry. *Management Science*, 46(4): 530-547.

Annufß, G. & Theusinger, I. (2009). Das VorstAG – Praktische Hinweise zum Umgang mit dem neuen Recht. *Betriebs Berater*, 46: 2434-2442.

Antle, R. & Smith, A. (1986). An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executives. *Journal of Accounting Research*, Vol. 24(1): 1-39.

BASF (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[http://bericht.basf.com/2016/de/serviceseiten/downloads/files/BASF\\_Bericht\\_2016.pdf](http://bericht.basf.com/2016/de/serviceseiten/downloads/files/BASF_Bericht_2016.pdf)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Bauer, J.-H. & Arnold, C. (2009). Festsetzung und Herabsetzung der Vorstandsvergütung nach dem VorstAG. *Die Aktiengesellschaft*, 20: 717-131.

Bayer (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[http://www.geschaeftsbericht2016.bayer.de/serviceseiten/downloads/files/bayer-gb16\\_gesamt.pdf](http://www.geschaeftsbericht2016.bayer.de/serviceseiten/downloads/files/bayer-gb16_gesamt.pdf)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Beatty, R. P. & Zajac, E. J. (1994). Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings. *Administrative Science Quarterly*, 39(2): 313-335.

- Bebchuk, L. A. & Fried, J. M. (2004). *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Becker, F. G. (1985). *Anreizsysteme für Führungskräfte im Strategischen Management*. Bergisch Gladbach: Verlag Josef Eul.
- Becker, F. G. (1990). *Anreizsysteme für Führungskräfte*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Becker, F. G & Kramarsch, M. K. (2006). *Leistungs- und erfolgsorientierte Vergütung für Führungskräfte*. Göttingen: Hogrefe Verlag.
- Becker, W. & Kunz C. (2008). Wertorientierte Anreizsysteme. *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 37(6): 290-296.
- Beiersdorf (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:  
<https://www.beiersdorf.de/~media/Beiersdorf/local/de/investors/financial-reports/2017/Beiersdorf-Geschaeftsbericht-2016.pdf>  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York, NY: The Macmillan Company.
- Bleichler, K. (1992). *Strategische Anreizsysteme – Flexible Vergütungssysteme für Führungskräfte*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Bloom, M. & Milkovich, G. T. (1998). Relationships among risk, incentive pay, and organizational performance. *Academy of Management Journal*, 41(3): 283-297.
- BMW (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:  
[https://www.bmwgroup.com/content/dam/bmw-group-websites/bmwgroup\\_com-ir/downloads/de/2016/BMW\\_GB16\\_de\\_Finanzbericht.pdf](https://www.bmwgroup.com/content/dam/bmw-group-websites/bmwgroup_com-ir/downloads/de/2016/BMW_GB16_de_Finanzbericht.pdf)  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)
- Boadway, R. W. & Wildasin, D. E. (1984). *Public sector economics*. Boston, MA: Little, Brown and Company, 2nd Edition.
- Brickley, J. A., Smith, C. W. & Zimmerman, J. L. (2016). *Managerial economics and organizational architecture*. Boston, MA: McGraw-Hill Education Ltd., 6th Edition.
- Brink, A. G. & Rankin, F. W. (2013). The effects of risk preference and loss aversion on individual behavior under bonus, penalty, and combined contract frames. *Behavioral Research in Accounting*, 25(2): 145-170.

- BT-Drucksache 16/12278 (2009). Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG). *Deutscher Bundestag*, 16. Wahlperiode: 1-7.
- BT-Drucksache 16/13433 (2009). Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6.Ausschuss). *Deutscher Bundestag*, 16. Wahlperiode: 1-13.
- Bültel, N. (2011). *Starmanager – Medienprominenz, Reputation und Vergütung von Top-Managern*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Bundesgesetzblatt (1965). Aktiengesetz und Einführungsgesetz zum Aktiengesetz. *Bundesgesetzblatt*, Teil I, Nr. 48: 1089-1184.
- Bundesgesetzblatt (2002). Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität. *Bundesgesetzblatt*, Teil I, Nr. 50: 2681-2687.
- Bundesgesetzblatt (2009). Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG). *Bundesgesetzblatt*, Teil I, Nr. 50: 2509-2511.
- Christ, M. H., Sedatole, K. L. & Towry, K. L. (2012). Sticks and carrots: The effect of contract frame on effort in incomplete contracts. *The Accounting Review*, 87(6): 1913-1938.
- Church, B. K., Libby, T. & Zhang, P. (2008). Contracting frame and individual behavior: Experimental evidence. *Journal of Management Accounting Research*, 22: 153-168.
- Commerzbank (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:  
[https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/service/archive/konzern/2017/Geschaeftsbericht\\_2016\\_Konzern\\_DE.pdf](https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/service/archive/konzern/2017/Geschaeftsbericht_2016_Konzern_DE.pdf)  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)
- Continental (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:  
[http://report.conti-online.com/pages/service/download/docs/gb\\_2016\\_de.pdf](http://report.conti-online.com/pages/service/download/docs/gb_2016_de.pdf)  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)
- Conway, M. R. (2008). Money for nothing and the stocks for free: Taxing executive compensation. *Cornell Journal of Law and Public Policy*, 17(2): 383-429.
- Conyon, M. J. & Schwalbach, J. (2000). Executive compensation: Evidence from the UK and Germany. *Long Range Planning*, 33(4): 504-526.
- Core, J. E., Guay, W. R. & Thomas, R. (2005). Is U.S. CEO compensation inefficient pay without performance? *Michigan Law Review*, 103(6): 1142-1185.

- Crasselt, N. & Fründ H. P. (2014). Managementvergütung mit Bonusbanken - Ein Instrument zur Förderung der Langfristorientierung von Managern. *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 43(3): 165-168.
- Crawford, A. J. (1999). Relative performance evaluation in CEO pay contracts: evidence from the commercial banking industry. *Managerial Finance*, 25(9): 34-54.
- Daimler (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:  
<https://www.daimler.com/dokumente/investoren/berichte/geschaeftsberichte/daimler/daimler-ir-geschaeftsbericht-2016.pdf>  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)
- Deutsche Bank (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:  
[https://www.db.com/ir/de/download/Deutsche\\_Bank\\_Geschaeftsbericht\\_2016.pdf](https://www.db.com/ir/de/download/Deutsche_Bank_Geschaeftsbericht_2016.pdf)  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)
- Deutsche Börse (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:  
[http://deutsche-boerse.com/blob/2949270/856cbf4b2f13c133c85f1545ec66184-b/data/annual-report-2016\\_de.pdf](http://deutsche-boerse.com/blob/2949270/856cbf4b2f13c133c85f1545ec66184-b/data/annual-report-2016_de.pdf)  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)
- Deutsche Post (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:  
[http://www.dpdhl.com/content/dam/dpdhl/Investoren/Veranstaltungen/Reporting/2017/FY2016/DPDHL\\_Geschaeftsbericht\\_2016.pdf](http://www.dpdhl.com/content/dam/dpdhl/Investoren/Veranstaltungen/Reporting/2017/FY2016/DPDHL_Geschaeftsbericht_2016.pdf)  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)
- Deutsche Telekom (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:  
[http://www.geschaeftsbericht.telekom.com/site0317/fileadmin/16\\_AR/PDF\\_DE-/telekom\\_gb16\\_gesamt.pdf](http://www.geschaeftsbericht.telekom.com/site0317/fileadmin/16_AR/PDF_DE-/telekom_gb16_gesamt.pdf)  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)
- Devers, C. E., Canella, A. A., Reilly, G. P. & Joder, M. E. (2007). Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments. *Journal of Management*, 33(6): 1016-1072.
- Devers, C. E., McNamara, G., Wiseman, R. M. & Arrfelt, M. (2008). Moving closer to the action: Examining. *Organization Science*, 19(4): 548-566.
- Drefahl, C. (2013). Die Marktüblichkeit der Vorstandsvergütung. *Board - Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland*, 3: 111-115.

- DSW - Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (2013). *Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2012*. Verfügbar unter: <https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/DSW-Verguetungsstudie-2013-Tabellen.pdf>  
(Datum des Aufrufs: 19.12.2017)
- DSW - Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (2014). *Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2013*. Verfügbar unter: <https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/DSW - Tabellen-Vorstandsverguetungsstudie.pdf>  
(Datum des Aufrufs: 19.12.2017)
- DSW - Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (2015). *Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2014*. Verfügbar unter: [https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/Tabellen\\_PK\\_Vorstandsverguetung\\_2014-final.pdf](https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/Tabellen_PK_Vorstandsverguetung_2014-final.pdf)  
(Datum des Aufrufs: 19.12.2017)
- DSW - Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (2016). *Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2015*. Verfügbar unter: [https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/Presse/DSW-Vorstandsverguetungsstudie\\_2016-Grafiken.pdf](https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/Presse/DSW-Vorstandsverguetungsstudie_2016-Grafiken.pdf)  
(Datum des Aufrufs: 19.12.2017)
- DSW - Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (2017). *Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2016*. Verfügbar unter: <https://www.dsw-info.de/presse/pressekonferenzen-2017/dsw-vorstandsverguetungsstudie-2017/>  
(Datum des Aufrufs: 19.12.2017)
- Ebers, M. & Gotsch, W. (2014). Institutionenökonomische Theorien der Organisation. In: A. Kieser & M. Ebers (Hrsg.), *Organisationstheorien*: 195-255. Stuttgart: Verlag W. Kohlhammer, 7. Auflage.
- Elosge, L. (2016). *Vorstandsvergütung und Internationalisierung von Unternehmen*. Wiesbaden: Springer Gabler Verlag.
- Elston, J. A. & Goldberg, L. G. (2003). Executive compensation and agency costs in Germany. *Journal of Banking & Finance*, 27(7): 1391-1410.

E.ON (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[https://www.eon.com/content/dam/eon/eon-com/investors/annual-report/EON-Geschaeftsbericht\\_2016.pdf](https://www.eon.com/content/dam/eon/eon-com/investors/annual-report/EON-Geschaeftsbericht_2016.pdf)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Erlei, M., Leschke, M. & Sauerland, D. (2016). *Institutionenökonomik*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 3. Auflage.

Ewert, R. & Wagenhofer, A. (2014). *Interne Unternehmensrechnung*. Wiesbaden: Springer Gabler Verlag, 8. Auflage.

Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2): 288-307.

Feigenbaum, A. & Thomas, H. (1988). Attitudes toward risk and the risk-return paradox: Prospect theory explanations. *Acadamy of Management Journal*, 31(1): 85-106.

Finkelstein, S. & Hambrick, D.-C. (1988). Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation. *Strategic Management Journal*, 9(6): 543-558.

Fleischer, H. (2009). Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 21: 801-806.

Frederickson, J. R. (1992). Relative performance information: The effects of common uncertainty and contract type of agent effort. *The Accounting Review*, 67(4): 647-669.

Fresenius (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[https://www.fresenius.de/financial\\_reporting/Fresenius\\_IFRS\\_2016\\_deutsch.pdf](https://www.fresenius.de/financial_reporting/Fresenius_IFRS_2016_deutsch.pdf)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Fresenius Medical Care (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[https://www.freseniusmedicalcare.com/fileadmin/data/com/pdf/investors/News\\_Publications/Annual\\_Reports/2016/FMC\\_Geschaeftsbericht\\_2016\\_de.pdf](https://www.freseniusmedicalcare.com/fileadmin/data/com/pdf/investors/News_Publications/Annual_Reports/2016/FMC_Geschaeftsbericht_2016_de.pdf)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Fründ, H. P. (2015). *Variable Managementvergütung mit Bonusbanken und Obergrenzen - Experimentelle Analyse der Anreizwirkungen*. Frankfurt am Main: Peter Lang Verlag.

Garen, J. E. (1994). Executive compensation and Principal-Agent-Theory. *Journal of Political Economy*, 102(6): 1175-1199.

- Gassmann, O. (2006). Innovation und Risiko – Zwei Seiten einer Medaille. In: O. Gassmann & C. Kobe (Hrsg.), *Management von Innovation und Risiko – Quantensprünge in der Entwicklung erfolgreich managen*: 3-24. Berlin: Springer Verlag, 2. Auflage.
- Gedenk, K. (1998). Agency-Theorie und die Steuerung von Geschäftsführern. *Die Betriebswirtschaft*, 58(1): 22-37.
- Gibbons, R. & Murphy, K. J. (1990). Relative performance evaluation for chief executive officers. *Industrial and Labor Relations Review*, 43(3): 30S-51S.
- Gillenkirch, R. (2000). Principal-Agent-Theorie und empirische Ergebnisse zur Erfolgsabhängigkeit der Managerentlohnung. *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 29(6): 347-349.
- Gillenkirch, R. (2008). Entwicklungslinien in der Managementvergütung. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 60(1): 1-17.
- Göx, R. F. (2016). Wachstum und Höhe von Managementvergütungen. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 17(4): 311-334.
- Guthof, P. (1995). *Strategische Anreizsysteme – Gestaltungsoptionen im Rahmen der Unternehmensentwicklung*. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Hahn, D. & Willers, H. G. (2006). Unternehmensplanung und Führungskräftevergütung. In: D. Hahn & B. Taylor (Hrsg.), *Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung*: 365-374. Berlin: Springer Verlag, 9. Auflage.
- Hall, B. J. & Liebman, J. B. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats? *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3): 653-691.
- Hall, B. J. & Liebman, J. B. (2000). The taxation of executive compensation. *Tax Policy and the Economy*, 14: 1-44.
- Hannan, R. L., Hoffman, V. B. & Moser, D. V. (2005). Bonus versus penalty: Does contract frame affect employee effort? In: A. Rapoport & R. Zwick (Eds.), *Experimental Business Research – Economic and Managerial Perspectives Volume II*: 151-169. Dordrecht, NL: Springer Verlag.
- Hauser, J. R., Simister, D. I. & Wernerfelt, B. (1994). Customer satisfaction incentives. *Marketing Science*, 13(4): 327-350.

Heidelberg Cement (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[www.heidelbergcement.com/de/system/files\\_force/assets/document/geschaeftsbericht-2016.pdf?download=1](http://www.heidelbergcement.com/de/system/files_force/assets/document/geschaeftsbericht-2016.pdf?download=1)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Hemmer, T. (1996). On the design and choice of "modern" management accounting measures. *Journal of Management Accounting Research*, 8: 87-116.

Henkel (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

<https://www.henkel.de/blob/736998/b33ce1d62f91dadfce7c86f3ffa5801f/data/2016-geschaeftsbericht.pdf>

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Hirsch, B. (2006). Wertorientierte Anreizsysteme – Konzeption, Implementierungsprobleme und deren Erklärung aus verhaltenswissenschaftlicher Perspektive. *Zeitschrift für Management*, 1(4): 344-377.

Hohenstett, K.-S. (2009). Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 30(29): 1349-1358.

Holmes Jr., R. M., Bromiley, P., Devers, C. E., Holcomb, T. R. & McGuire, J. B. (2011). Management theory applications of prospect theory: Accomplishments, challenges, and opportunities. *Journal of Management*, 37(4): 1069-1107.

Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1): 74-91.

Holmstrom, B. (1982). Moral hazard in teams. *The Bell Journal of Economics*, 13(2): 324-340.

Hoskisson, R. E., Chirico, F., Jinyong, Z. & Gambeta, E. (2017). Managerial risk taking: A multi-theoretical review and future research agenda. *Journal of Management*, 43(1): 137-169.

Infineon Technologies (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

<https://www.infineon.com/dgdl/Infineon+Geschaeftsbericht+2016.pdf?fileId=5546d4615-84d1a550158b4a4693f0930>

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Jensen, M. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.

- Jensen, M. & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2): 225-264.
- Kahneman, D., Knetsch, J. L. & Thaler, R. H. (1991). Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias. *The Journal of Economic Perspectives*, 5(1): 193-206.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). An analysis of decision under risk. *The Economic Society*, 47(2): 263-292.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1984). Choices, values, and frames. *American Psychologist*, 39(4): 341-350.
- Kaplan, R. S. & Norton, D. P. (1992). The Balanced Scorecard -Measures that drive performance. *Harvard Business Review*, 79(1): 71-79.
- Kling, M. (2010). Die Angemessenheit der Vorstandsvergütung gemäß § 87 AktG n. F. *Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht*, 20(6): 221-232.
- Koch, M. & Pertl, M. (2009). Beteiligung an Chancen und Risiken – Es lebe die Bonus-Bank! Die Wiederauferstehung einer alten aber bestechend einfachen Idee. *Stern Stewart Research*, 40: 1-12.
- Kossbiel, H. (1994). Überlegungen zur Effizienz betrieblicher Anreizsysteme. *Die Betriebswirtschaft*, 54(1): 75-93.
- Kraft, K. & Niederprüm, A. (1999). Determinants of management compensation with risk-averse agents and dispersed ownership of the firm. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 40(1): 17-27.
- Kramarsch, M. H. (2004). *Aktienbasierte Managementvergütung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Lambert, R. A. (1983). Long-term contracts and moral hazard. *The Bell Journal of Economics*, 14(2): 441-452.
- Larraza-Kitana, M., Wiseman, R. M., Gomez-Meija, L. R. & Welbourne, T. M. (2007). Disentangling compensation and employment risks using the behavioral agency model. *Strategic Management Journal*, 28(10): 1001-1019.
- Lehner, J. M. (2000). Shifts of reference points for framing of strategic decisions and changing risk-return associations. *Management Science*, 46(1): 63-76.
- Levy, J. S. (1992). An introduction to Prospect Theory. *Political Psychology*, 13(2): 171-186.

Linde (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[http://www.the-linde-group.com/internet.global.thelindegrou.global.de/images/1-3095\\_LI\\_Annual\\_2016\\_DE\\_Online16\\_400558.pdf?v=6.0](http://www.the-linde-group.com/internet.global.thelindegrou.global.de/images/1-3095_LI_Annual_2016_DE_Online16_400558.pdf?v=6.0)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Lingemann, S. (2009). Angemessenheit der Vorstandsvergütung – Das VorstAG ist in Kraft. *Betriebs Berater*, 36: 1918-1924.

Luft, J. (1994). Bonus and penalty incentives contract choice by employees. *Journal of Accounting and Economics*, 18: 171-186.

Lufthansa (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

<https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/de/finanzberichte/geschaeftsberichte/LH-GB-2016-d.pdf>

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Mankiw, N. G. & Taylor, M. P. (2016). *Grundzüge der Volkswirtschaftslehre*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 6. Auflage.

March, J. G. & Zapira, Z. (1986). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Science*, 33(11): 1404-1418.

Maug, E. & Albrecht, B. (2011). Struktur und Höhe der Vorstandsvergütung: Fakten und Mythen. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 63(8): 858-881.

Meinhövel, H. (2004). Grundlagen der Principal-Agent-Theorie. *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 33(8): 470-475.

Meinhövel, H. (2005). Grundlagen der Principal-Agent-Theorie. In: S. Paul, A. Horsch & H. Meinhövel (Hrsg.), *Institutionenökonomie und Betriebswirtschaftslehre*: 365-374. München: Verlag Vahlen.

Merck (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[http://gb2016.merck.de/sites/default/files/downloads/de/merck\\_gescha%CC%88ftsbericht\\_2016.pdf](http://gb2016.merck.de/sites/default/files/downloads/de/merck_gescha%CC%88ftsbericht_2016.pdf)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Munich Re (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[https://www.munichre.com/site/corporate/get/params\\_E-231136602/1390542/302-08981\\_de.pdf](https://www.munichre.com/site/corporate/get/params_E-231136602/1390542/302-08981_de.pdf)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1): 11-42.
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. In: O. Ashenfelter & D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics*: 2485-2563. Amsterdam: Elsevier Science.
- Murphy, K. J. & Zabojnik, J. (2004). CEO pay and appointments: A market-based explanation for recent trends. *The American Economic Review*, 94(2): 192-196.
- Nieken, P. & Schmitz, P. W. (2012). Repeated moral hazard and contracts with memory: A Laboratory experiment. *Games and Economic Behavior*, 75(2): 1000-1008.
- Nwogugu, M. (2005). Towards multi-factor models of decision making and risk: A critique of Prospect Theory and related approaches, part II. *The Journal of Risk Finance*, 6(2): 163-173.
- Payne, J. W., Laughhunn, D. J. & Crum, R. (1984). Multiattribute risky choice behavior: The editing of complex prospects. *Management Science*, 30(11): 1350-1361.
- Pellens, B., Crasselt, N. & Rockholtz, C. (1998). Wertorientierte Entlohnungssysteme für Führungskräfte – Anforderungen und empirische Evidenz. In: B. Pellens (Hrsg.), *Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme*: 1-28. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Peltzer, M. (2003). *Deutsche Corporate Governance – Ein Leitfaden*. München: Verlag C. H. Beck.
- Pepper, A. & Gore, J. (2015). Behavioral Agency Theory: New foundations for theorizing about executive compensation. *Journal of Management*, 41(4): 1045-1068.
- Pernsteiner, H. (2004). Dividendenpolitik. In: R. Guserl & H. Pernsteiner (Hrsg.), *Handbuch Finanzmanagement in der Praxis*: 869-890. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Plaschke, F. J. (2003). *Wertorientierte Management-Incentivesysteme auf Basis interner Wertkennzahlen*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Plaschke, F. J. (2006). Wertorientierte Management-Incentivesysteme auf Basis interner Wertkennzahlen und Bonusbanken. In: N. Schweickart & A. Töpfer (Hrsg.), *Wertorientiertes Management*. Berlin: Springer Verlag.
- PWC (2016). *Vergütungsstudie 2016 – Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung im Dax und MDax 2014 und 2015*. Frankfurt: PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.
- PWC (2017). *Vergütungsstudie 2017 – Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung im Dax, MDax, SDax und TecDax 2014-2016*. Frankfurt: PricewaterhouseCoopers AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

- Radner, R. (1981). Monitoring cooperative agreements in a repeated Principal-Agent relationship. *Econometrica*, 49(5): 1127-1148.
- Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value*. New York, NY: Free Press, 2nd Edition.
- Rieckhoff, H. (2010). Vergütung des Vorstands mit langfristiger Anreizwirkung – Retrospektive vs. prospektive Bestimmung der mehrjährigen Bemessungsgrundlage. *Die Aktiengesellschaft*, 17: 617-622.
- Riegler, C. (2000). Anreizsysteme und wertorientiertes Management. In: A. Wagenhofer & G. Hrebicek (Hrsg.), *Wertorientiertes Management*: 145-176, Hamburg: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Regierungskommission DCGK (2017). *Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 07. Februar 2017*.
- Rogerson, W. P. (1985). Repeated Moral Hazard. *Econometrica*, 53(1): 69-76.
- Rose, N. L. & Wolfram, C. (2000). Has the "Million-Dollar Cap" affected CEO pay? *The American Economic Review*, 90(2): 197-202.
- Rosenstiel, L. v. (1975). *Die motivationalen Grundlagen des Verhaltens der Organisationen – Leistung und Zufriedenheit*. Berlin: Duncker & Humblot.
- Rosenstiel, L. v. (1999). Motivationale Grundlagen von Anreizsystemen. In: W. Bühler & T. Siegert (Hrsg.), *Unternehmenssteuerung und Anreizsysteme*: 47-74. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.
- RWE (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:  
<http://www.rwe.com/web/cms/mediablob/de/3688518/data/2957158/7/rwe/investor-relations/berichte/2016/RWE-Geschaeftsbericht-2016.pdf>  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)
- SAP (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:  
<https://www.sap.com/docs/download/investors/2016/sap-2016-integrierter-bericht.pdf>  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)
- Schwetzler, B. (1999). Shareholder Value Konzept, Managementanreize und Stock Option Plans. *Die Betriebswirtschaft*, 59(3): 332-350.
- Seibt, C. H. (2010). § 87 Aktiengesetz. In: K. Schmidt & M. Lutter (Hrsg.), *AktG Kommentar*: Rz. 1-25, Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt.

Shavell, S. (2004). *Foundations of economic analysis of law*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Siemens (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[https://www.siemens.com/investor/pool/de/investor\\_relations/Siemens\\_GB2016.pdf](https://www.siemens.com/investor/pool/de/investor_relations/Siemens_GB2016.pdf)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Sinn, H.-W. (2012). Finanzmärkte der Zukunft – Lehren aus der Finanzmarktkrise. In: K. Spitzeley (Hrsg.), *Hochleistungsnetzwerk Deutschland – Wertschöpfung und Wohlstand für die Zukunft*: 229-250, Hamburg: Murmann Verlag.

Souder, D. & Shaver, J. M. (2010). Constraints and incentives for making long horizon corporate investment. *Strategic Management Journal*, 31(12): 1316-1336.

Staae, N.-C. (2012). *Die Umsetzung des VorstAG – Eine geschäftsberichtbasierte Untersuchung der Unternehmen des DAX, MDAX und SDAX von 2009 bis 2011*. Verfügbar unter:

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2190365](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2190365)

(Datum des Aufrufs: 27.06.2017)

Stammerjohann, W. (2004). CEO compensation and subsequent firm performance: An empirical investigation. *Corporate Ownership & Control*, 2(1): 86-103.

Stelter, D. & Krammer, C. (2001). Bereichsspezifische Vergütung auf Basis interner Wertschöpfung. In: D. von Eckardstein (Hrsg.), *Handbuch variable Vergütung*: 69-84. München: Verlag Vahlen.

Stewart, G. B. (1991). *The quest for value*. New York, NY: Harper Collins.

Stiglitz, J. E. (2000). *Economics of the public sector*. New York, NY: WW Norton & Company, 3rd Edition.

Strategy& (2017). *CEO Success Story 2016*. Verfügbar unter:

<https://www.strategyand.pwc.com/de/home/Presse/Pressemitteilungen/pressemitteilung-detail/de-study-on-ceo-trends2016>

(Datum des Aufrufs: 27.11.2017)

Strategy& (2016). *CEO Success Story 2015*. Verfügbar unter:

<https://www.strategyand.pwc.com/de/home/Presse/Pressemitteilungen/pressemitteilung-detail/ceo-success-study-2015-de>

(Datum des Aufrufs: 27.11.2017)

- Suchan, S. & Winter, S. (2009). Rechtliche und betriebswirtschaftliche Überlegungen zur Festsetzung angemessener Vorstandsbezüge nach Inkrafttreten des VorstAG. *Der Betrieb*, 62(47): 2531-2539.
- Thaler, R. (1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1(1): 39-60.
- Theil, M. (1997). Die "prospect"-Theorie als Erklärungsmuster realen Entscheidungsverhaltens. *Journal für Betriebswirtschaft*, 47(1): 26-34.
- Thüsing, G. (2009). Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung. *Die Aktiengesellschaft*, 15: 517-529.
- ThyssenKrupp (2017). *Geschäftsbericht 2016/2017*. Verfügbar unter:  
[https://www.thyssenkrupp.com/media/investoren/berichterstattung\\_publicationen/update\\_23\\_11\\_2017/de\\_8/2016\\_2017\\_thyssenkrupp\\_gb\\_de\\_web.pdf](https://www.thyssenkrupp.com/media/investoren/berichterstattung_publicationen/update_23_11_2017/de_8/2016_2017_thyssenkrupp_gb_de_web.pdf)  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)
- Tuschke, A. (2011). Führungskräftevergütung. In: R. Stock-Homburg & B. Wolff (Hrsg.), *Handbuch Strategisches Personalmanagement*: 299–314. Wiesbaden: Gabler Verlag, 2. Auflage.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481): 453-458.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1986). Rational choice and the framing of decisions. *The Journal of Business*, 59(4): S251-S278.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1992). Advances in Prospect Theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4): 297-323.
- Velitay, R. & Bishop, J. W. (1995). Relationship between CEO compensation and firm performance: Empirical evidence of labor market norms. *The International Journal of Organizational Analysis*, 3(3): 268-283.
- Volkswagen (2017a). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:  
[https://www.volkswagenag.com/ir/Y\\_2016\\_d.pdf](https://www.volkswagenag.com/ir/Y_2016_d.pdf)  
(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Volkswagen (2017b). *Volkswagen Aufsichtsrat beschließt neues Vorstandsvergütungssystem*.

Verfügbar unter:

[https://www.volkswagenag.com/de/news/2017/02/Board\\_remuneration.html](https://www.volkswagenag.com/de/news/2017/02/Board_remuneration.html)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Vonovia (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Verfügbar unter:

[http://investoren.vonovia.de/vonovia/pdf/hv2017/2\\_TOP1\\_Geschaeftsbericht-Vonovia\\_SE\\_2016.pdf](http://investoren.vonovia.de/vonovia/pdf/hv2017/2_TOP1_Geschaeftsbericht-Vonovia_SE_2016.pdf)

(Datum des Aufrufs: 04.11.2017)

Werners, B. (2013). *Grundlagen des Operations Research*. Berlin: Springer Verlag, 3. Auflage.

Winter, S. (1996). *Prinzipien der Gestaltung von Managementanreizsystemen*. Wiesbaden: Gabler Verlag.

Winter, S. (1997). Möglichkeiten der Gestaltung von Anreizsystemen für Führungskräfte. *Die Betriebswirtschaft*, 67(5): 615-629.

Winter, S. (2000). *Optionspläne als Instrument wertorientierter Managementvergütung*. Frankfurt am Main: Peter Lang Verlag.

Winter, S. (2001). Empirische Untersuchungen zur Managemententlohnung. In: P.-J. Jost (Hrsg.), *Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre*: 491-539. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.

Winter, S. (2002). Management- und Aufsichtsratsvergütung unter besonderer Berücksichtigung von Stock Options - Lösung eines Problems oder zu lösendes Problem? In: P. Hommelhoff, K. J. Hopt & A. von Werder (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance*: 335-358. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.

Winter, S. (2003). Erfolgsziele deutscher Aktienoptionsprogramme. *Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung – Sonderheft 50: Marktwertorientierte Unternehmensführung – Anreiz und Kommunikationsaspekte*: 121-143.

Winter, S. & Michels, P. (2011a). Mindestlöhne und Managerbezüge. *Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht – Beilage 1/2011 (zu Heft 7/2011): Arbeitsrecht und ethische Unternehmensführung*: 22-27.

Winter, S. & Michels, P. (2011b). Vorstandsvergütung und Macht – eine Kritik des Managerial Power Approach. *Die Unternehmung – Sonderband 1/2011: Der Anstieg der Managementvergütung – Markt oder Macht?*: 120-132.

- Wiseman, R. M. & Gomez-Mejia, L. R. (1998). A Behavioral Agency Model of managerial risk taking. *Academy of Management Review*, 23(1): 133-153.
- Zajac, E. J. & Westphal, J. D. (1994). The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large U.S. corporations: When is more not better? *Strategic Management Journal*, 15: 121-142.
- Zimmermann, J. (2002). Bilanzmanipulationen: Ergebnis perverser Incentives? *Wirtschaftsdienst*, 82(9): 537-543.