



Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung

Rosemarie Koch
Georg Stadtmann

European University Viadrina Frankfurt (Oder)
Department of Business Administration and Economics
Discussion Paper No. 288
September 2010
ISSN 1860 0921

Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung

Rosemarie Koch und Georg Stadtmann

September 2010

Zusammenfassung

Wir analysieren das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung. Ferner arbeiten wir einige aufgrund wirtschaftswissenschaftlicher Überlegungen zu erwartende Probleme heraus und prognostizieren mögliche ökonomische Auswirkungen des Gesetzes. Des Weiteren gehen wir im Rahmen einer empirischen Analyse kurz auf erste Umsetzungen der Gesetzgebung durch die Unternehmen ein.

Schlüsselbegriffe: Vorstandsvergütung, Angemessenheit, Prinzipal-Agenten-Beziehung

JEL-Klassifikation: D82, D86, G34, G38, J33, K12

Rosemarie Koch

Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insb.

Makroökonomie

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

Europa-Universität Viadrina

August-Bebel-Straße 12, D-15234 Frankfurt
(Oder)

Georg STADTMANN[#]

Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insb.

Makroökonomie

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

Europa-Universität Viadrina

August-Bebel-Straße 12, D-15234 Frankfurt
(Oder)

[#] **Für die Korrespondenz verantwortlich**

I. Einleitung

Über die Höhe der Vorstandsvergütung wird in der deutschen Öffentlichkeit nicht erst seit Einführung des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung im August 2009 kontrovers diskutiert. Bereits in den vergangenen Jahren haben unterschiedliche Ereignisse die Debatte angeheizt: So sorgte zum Beispiel der Fall des ehemaligen Mannesmann-Vorstandsvorsitzenden Klaus Esser, der nach erfolgreichem Kampf um die Übernahme der Firma Mannesmann durch den britischen Mobilfunkanbieter Vodafone eine vorher nicht vertraglich vereinbarte Prämie in Höhe von 15,9 Mio. Euro zugesagt bekam, für einen der bekanntesten Gerichtsprozesse der deutschen Wirtschaft (Stuhr/Kaufmann, 2004; Stumm, 2006). Darf ein Manager für eine herausragende Leistung eine Prämie erhalten, wenn diese vorher nicht vereinbart war? Die umgekehrte Sachlage zeigte sich in den Fällen des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der DaimlerChrysler AG Jürgen Schrempp und des ehemaligen Telekom-Vorsitzenden Ron Sommer. Beide Vorstände wurden – mangels Erfolgs – vorzeitig aus ihren Verträgen entlassen (Lessmann, 2002; Reiche, 2005). Ausgestattet mit entsprechenden Aktienoptionen profitierten sie jedoch von dem Kurssprung, den die Nachricht ihrer Entlassung auslöste, bzw. von den Korrekturen der Unternehmensstrategie, die von ihren jeweiligen Nachfolgern implementiert wurden¹.

Dass die Diskussion um die Angemessenheit der Vorstandvergütung weiterhin so vehement geführt wird, ist erstaunlich: Die Forderung nach der Angemessenheit der Vorstandsvergütung ist bereits seit 1937 im Aktiengesetz verankert. Somit sollte eigentlich genug Zeit vergangen sein, um diesen Begriff durch Gerichtsurteile oder zumindest im juristischen oder wirtschaftswissenschaftlichen Schrifttum zu konkretisieren (Lücke 2005).

Das Beispiel von Klaus Esser zeigt, dass von diesem Diskurs nicht allein erfolglose Vorstände betroffen sind, sondern auch Manager, die durch ihre Leistung den Wert ihres Unternehmens nachweislich gesteigert haben².

¹Ron Sommer verzichtete jedoch infolge der öffentlichen Kritik auf die Ausübung der umstrittenen Aktienoptionen (Deckstein, Hawranek, Mahler und Reuter, 2002).

²Was jedoch umstritten war, ist die Frage, ob diese Leistung bereits durch die normale Vergütung als abgegolten anzusehen ist oder ob eine gesonderte Bonuszahlung als angemessen gelten kann (Stuhr/Kaufmann, 2004; Stumm, 2006).

In anderen Fällen, wie dem des Vorstandsvorsitzenden des Handelskonzerns Arcandor, Karl-Gerhard Eick, ist es diffiziler, der Öffentlichkeit die Angemessenheit der Vergütung zu vermitteln. So erhielt Eick für seine sechsmonatige Tätigkeit als Vorstandsvorsitzender bei Arcandor 15 Mio. Euro, ohne dass er durch sein Engagement die drohende Insolvenz abwenden konnte (Schlautmann, 2009). Diese Vergütung mag auf den ersten Blick unverständlich oder gar unangemessen erscheinen. Insbesondere ist diese Vertragsgestaltung den übrigen Mitarbeitern gegenüber schwer zu rechtfertigen. Unseres Erachtens ist sie jedoch nicht per se unangemessen: Eick besaß durch seine bisherige Tätigkeit im Vorstand der Telekom eine berufliche Alternative in Form einer wertvollen *Outside Option*. Es wäre nicht rational nachvollziehbar, warum Eick aus einer sicheren Position heraus einen Vorstandsposten einer Gesellschaft annehmen sollte, deren Fortbestand im nächsten Geschäftsjahr aufgrund akuter finanzieller Probleme nicht gesichert war. Es ist verständlich, dass ein Manager diesen Posten nur annimmt, wenn zumindest sein bisheriges Gehalt gesichert wird. Wäre eine solche Vertragsgestaltung von vornherein unangemessen, so stünden für den Vorstand von der Insolvenz bedrohter Gesellschaften keine qualifizierten Manager mehr zur Verfügung. Damit möchten wir jedoch nicht aussagen, dass Eicks Gehalt als angemessen zu klassifizieren ist. Es ist lediglich festzuhalten, dass auch rationale Überlegungen zu einem solchen Betrag führen können und dass dieser Betrag nicht von vornherein als unangemessen bezeichnet werden kann³.

Zahlreiche Verschärfungen und Konkretisierungen im Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) sowie Gesetzesinitiativen z. B. zum Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz (VorstOG) haben durch die Verpflichtung zur Offenlegung der Vorstandsvergütung auf individueller Ebene neue Informationen erzeugt. Mit diesem Beitrag möchten wir drei Aspekte bearbeiten: Erstens machen wir transparent, welche Rechtsänderungen sich infolge des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung tatsächlich gegenüber der bisherigen Gesetzgebung ergeben. Zweitens arbeiten wir anhand wirtschaftswissenschaftlicher Theorien wahrscheinliche Konsequenzen des neuen Gesetzes heraus und heben einige kritische Punkte hervor. Drittens stellen wir anhand einiger Fallbeispiele dar, wie deutsche Unternehmen die verschiedenen Aspekte des Gesetzes bisher umgesetzt haben.

³Im Verlauf des Aufsatzes werden wir noch einmal auf den Begriff der Angemessenheit eingehen, wobei es uns in diesem Aufsatz nicht gelingen wird, Angemessenheit zu definieren. Vielleicht ist die Angemessenheit am Ende gar nicht definierbar, so wie es Lücke (2005) vermutet hatte.

Dieser Artikel ist wie folgt strukturiert: Im auf diese Einleitung folgenden Kapitel II wird die Gesetzesänderung zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung detailliert analysiert und es werden unterschiedliche, vorwiegend juristische Meinungen diskutiert. In Kapitel III werden ökonomische Theorien, die mit Aspekten der neuen Gesetzgebung in Verbindung stehen, eingeführt. In Kapitel IV werden Vorteilhaftigkeit und Notwendigkeit der einzelnen Aspekte des Gesetzes auf Basis ökonomischer Theorien untersucht. In Kapitel V wird der bisherige Umsetzungsstand des Gesetzes in der Praxis anhand einiger Fallstudien erörtert. Kapitel VI fasst die wesentlichen Ergebnisse zusammen.

II. Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung

Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) wurde am 18. Juni 2009 verabschiedet, vom Bundesrat am 5. Juli 2009 bestätigt und trat am 5. August 2009 in Kraft. Es soll nach Angaben des Bundesministeriums für Justiz unter anderem dafür sorgen, dass Vorstandsvergütungen künftig verstärkt am Ziel der nachhaltigen Unternehmensentwicklung ausgerichtet werden. Außerdem sollen Gehaltskürzungen im Falle einer Verschlechterung der Lage der Firmen ermöglicht werden (Bundesministerium der Justiz, 2009). Sowohl das Aktiengesetz als auch das Handelsgesetzbuch wurden hierfür geändert. Der Großteil der Regelungen gilt für alle Aktiengesellschaften. Drei Regelungen gelten speziell für börsennotierte Aktiengesellschaften und sind daher auf fragmentierte Eigentümerstrukturen ausgerichtet: Erstens die mehrjährige Bemessungsgrundlage bei variabler Vergütung, zweitens die zweijährige Wartefrist für ehemalige Vorstandsmitglieder, die in den Aufsichtsrat des gleichen Unternehmens wechseln möchten und drittens die *Advisory Vote* der Hauptversammlung bezüglich der Höhe des Vorstandsgehaltes.

In diesem Abschnitt soll der Inhalt des neuen Gesetzes strukturiert dargestellt werden. Es enthält einige Aspekte, die nicht im engeren Sinne mit der Angemessenheit der Vergütung in Verbindung stehen. Wir gliedern daher die Neuregelungen in vier Kategorien:

- Regelungen zum Selbstbehalt,

- Konkretere Regeln zu Angemessenheit, Nachhaltigkeit und Langfristigkeit der Vergütung,
- Regelungen, die auf mehr Qualität in der Arbeit der Aufsichtsräte abzielen,
- Regelungen zur Steigerung der Transparenz der Vergütung.

II.1 Regelungen zum Selbstbehalt

Die erste wichtige Veränderung ist die Möglichkeit, in bestehende Verträge einzugreifen und die Vorstandsvergütung zu reduzieren. Gemäß der neuen Regelung in § 87 Abs. 2 AktG dürfen Firmen die Vorstandsvergütung oder Pensionsbezüge langfristig reduzieren, wenn sich die Lage der Firma so verschlechtert, dass eine Weiterzahlung der bisherigen Bezüge für die Gesellschaft „unbillig“ wäre. Eine zweite Änderung besagt, dass Vorstände im Falle eines Managementfehlers trotz bestehender Organhaftpflicht (D & O-Versicherung; *Directors & Officers*) mindestens 10% des Schadens bis zur Höhe des Eineinhalbfachen der festen jährlichen Vorstandsvergütung selber tragen müssen. Die Neuerungen in diesem Themenfeld bewirken, dass die Vergütung des Vorstandes in Zukunft unsicherer sein wird und Vorstände einen größeren Teil des Risikos selbst tragen müssen.

II.2 Regeln zu Angemessenheit, Nachhaltigkeit und Langfristigkeit

Die neue Gesetzgebung setzt die Angemessenheit der Vergütung mit einer Ausrichtung am langfristigen Unternehmenserfolg in Verbindung. Eine variable Vergütung soll nur dann einsetzen, wenn der Unternehmenserfolg, z. B. gemessen am Gewinn oder Aktienkurs, nachhaltig, d. h. über einen längeren Zeitraum, gesteigert werden kann. Hierzu wurde zunächst der erste mögliche Ausübungszeitpunkt für Optionen gemäß § 193 Abs. 2 AktG von zwei Jahren nach Erhalt auf vier Jahre nach Erhalt verschoben.

Eine weitere Regelung, welche die Angemessenheit der Vergütungshöhe sicher stellen soll, ist die Einführung der sogenannten *Advisory Vote*. Gemäß § 120 Abs. 4 Satz 4 AktG kann die Hauptversammlung der börsennotierten Gesellschaft über die vom Aufsichtsrat beschlossene Vorstandsvergütung abstimmen. Das Votum ist rechtlich nicht bindend, zwingt den Aufsichtsrat aber bei Nichtzustimmung durch die Hauptversammlung, seinen Beschluss zu rechtfertigen oder erneut zu befassen.

II.3 Regelungen, die auf mehr Qualität in der Arbeit der Aufsichtsräte abzielen

Gemäß § 87 Abs 1 ist es nun nicht mehr ausreichend, dass nur ein Ausschuss des Aufsichtsrates über die Vorstandsvergütung entscheidet. Stattdessen ist explizit gefordert, dass der gesamte Aufsichtsrat diese Entscheidung trifft. Zusätzlich weist § 116 AktG darauf hin, dass jedes einzelne Aufsichtsratsmitglied persönlich haftbar ist, falls sich die Vorstandsvergütung als unangemessen erweisen sollte. Gemäß dem neuen § 100 Abs 2 AktG muss ein ehemaliger Vorstand, der in den Aufsichtsrat des gleichen Unternehmens wechseln möchte, eine zweijährige *Cooling-off-Periode* abwarten. Diese Regelung hat das Ziel, Unabhängigkeit und Qualität in der Aufsichtsratsarbeit sicher zu stellen. Eine Ausnahme ist möglich, wenn der ehemalige Vorstand auf Vorschlag von Aktionären mit mehr als 25% der Stimmrechte als neuer Aufsichtsrat nominiert wird.

II. 4 Regelungen bezüglich der Transparenz

Obwohl erst im Jahr 2005 das VorstOG in Kraft trat, enthält auch das VorstAG zusätzliche Regelungen zur Transparenz. Nun sind auch „Zusagen auf Leistungen, die einem Vorstandsmitglied für den Fall der vorzeitigen oder regulären Beendigung als Vorstandsmitglied gewährt werden oder die während des Geschäftsjahres geändert worden sind“ zu veröffentlichen. Gemäß § 285 Nr. 9 a AktG müssen wie von Stadtmann/Wißmann (2007) gefordert, die Pensionszusagen mit ihrem Barwert veröffentlicht werden.

II.5 Literaturüberblick aus juristischer Perspektive

Wie bereits in den vorherigen Abschnitten erläutert, ist die Forderung nach der „Angemessenheit“ der Vorstandsvergütung an sich nicht neu und hatte auch schon vor dem Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung Bestand. Lücke (2005) setzt sich detaillierter mit dem Begriff der Angemessenheit auseinander. Er stellt fest, dass der Gesetzgeber die normative Auslegung einer angemessenen Vergütung der Literatur bzw. der Rechtsprechung überlässt, diese aber bisher keine klaren Grenzen definieren konnten. Vielmehr seien „die Grenzen der Angemessenheit nach wie vor weithin unklar, manche meinen sogar unbestimmbar“ (Lücke, 2005). Um Grenzen für die Angemessenheit bzw. Unangemessenheit zu definieren, führt er selbst ein *Dreistufenmodell* ein, bei dem Firmengröße und Funktion (Vorstandsvorsitzender vs. reguläres Vorstandsmitglied) als Einflussfaktoren Berücksichtigung finden.

Hanau (2009) bezeichnet die Gesetzgebung als „sehr vorsichtig“. Er argumentiert, dass der Großteil der im neuen Gesetz berücksichtigten Aspekte schon geregelt war und nur vereinzelte Elemente, nämlich der obligatorische Selbstbehalt bei D & O-Versicherungen sowie die Sperrfrist zum Wechsel in den Aufsichtsrat, reale Neuerungen sind. Die restlichen Regelungen galten im Prinzip schon immer, werden hier aber noch einmal klar herausgestellt, zudem als „Ermahnung“ (Hanau, 2009). Besonders weich ist seiner Ansicht nach die Abstimmung der Hauptversammlung über das Vorstandsgehalt, welche keine rechtlich bindenden Konsequenzen besitzt. Daher spricht er insgesamt von „Soft Law“ (Hanau, 2009).

Von Kann/Keiluweit (2009) vertreten einen ähnlichen Standpunkt wie Hanau (2009). Sie bezeichnen die Neuformulierung der Angemessenheitskriterien als „bloße Akzentuierung“ und werfen dem Gesetzgeber sogar „wahlkampfaktischen Aktionismus“ vor. Auch sie sehen die Herabsetzungsmöglichkeit des Vorstandsgehalts sowie die *Cooling-off-Periode* für Vorstände vor dem Wechsel in den Aufsichtsrat als neue Elemente des Gesetzes.

Thüsing (2009) ist ebenfalls der Meinung, dass der Gesetzgeber mit der neuen Gesetzgebung keine besonders weitreichenden Regelungen durchgesetzt hat. Seiner Ansicht nach bezieht sich das neue Gesetz rein auf die Vergütung. Viel wichtiger sei jedoch eine neue Unternehmenskultur. In dieser sollen Manager nicht nur nach langfristigen Anreizen vergütet,

sondern auch ihre Leistung solle auf Basis einer langfristigen Perspektive bewertet werden (Thüsing, 2009). Booth (2009) greift den Aspekt des D & O-Selbstbehaltes heraus und kritisiert diesen scharf. Er ist der Meinung, dass dieser „Deutschland beschädige“, da die neue Regelung Spitzenkräfte davon abhalte, in deutsche Vorstände einzutreten. Weiter argumentiert er, dass eine besonders strenge Regelung in Deutschland übertrieben sei, da Manager-Pflichtverletzungen im Vergleich zu anderen Ländern weder besonders häufig noch besonders spektakulär seien⁴.

Hohenstatt (2009) ist im Gegensatz zu den zuvor genannten Autoren der Meinung, dass sich die Vergütungspraxis für Vorstände durch das Gesetz und die damit verbundene öffentlich geführte Diskussion verändern wird. Er vermutet, dass die Entscheidung des gesamten Aufsichtsrates über die Vorstandsvergütung einen dämpfenden Effekt haben wird. Wir vertreten ebenfalls den Standpunkt, dass das Gesetz die Vergütungspraxis verändern wird, jedoch in die umgekehrte Richtung. Im weiteren Verlauf dieses Beitrags werden wir zeigen, dass die Möglichkeit zur Herabsetzung von Gehältern und Pensionen, der Selbstbehalt im Falle von D & O-Versicherungen sowie die spätere Erstaussübung von Aktienoptionen signifikante ökonomische Konsequenzen haben.

In diesem Kapitel wurden die wesentlichen Grundzüge des Gesetzes vorgestellt. Im Folgenden werden jene ökonomischen Theorien vorgestellt, anhand derer wir in Kapitel IV wahrscheinliche Konsequenzen des Gesetzes ableiten.

III. Ökonomische Theorien, die mit Aspekten der neuen Gesetzgebung in Zusammenhang stehen

III.1 Das Prinzipal-Agenten-Modell mit einem Prinzipal und zwei Agenten

Börsennotierte Aktiengesellschaften sind durch die Trennung von Eigentum und Leitung gekennzeichnet. Die Eigentümer (Prinzipale) lassen das Unternehmen durch angestellte

⁴Zwar sind in anderen Ländern Selbstbehalte bei D & O-Versicherungen unüblich, es sollte aber nicht unerwähnt bleiben, dass Managementvergehen in anderen Ländern oft mit scharfen strafrechtlichen Sanktionen geahndet werden, während dies in Deutschland unüblich ist.

Manager (Agenten) leiten. Diese haben jedoch inkongruente Interessen im Verhältnis zu den Eigentümern. Durch den Informationsvorsprung des Agenten vor dem Prinzipal liegen in der Regel Informationsasymmetrien vor. Ferner kann der Prinzipal ex ante nicht jede Entscheidungssituation antizipieren und so ein Vertragswerk mit dem Agenten formulieren, das exakte Entscheidungsregeln für die verschiedenen Situationen vorsieht. Dies führt zum Problem des *Moral Hazard*: Der Agent wird versuchen, seine eigenen Interessen zu verfolgen. Um dennoch sicher zu stellen, dass der Agent jene Verhaltensweise wählt, die auch der Prinzipal präferiert, enthält der optimale Vertrag in der Regel einen variablen, am Unternehmenserfolg orientierten Vergütungsbestandteil. Da sich der Prinzipal über das Vorliegen der *Moral Hazard* bewusst ist, wird er nach Vertragsabschluss durch *Monitoring* die Aktivitäten des Agenten überwachen, um opportunistisches Verhalten möglichst gering zu halten (Milgrom/Roberts, 1992).

In diesem Abschnitt soll die tatsächliche Hierarchie bei der Ermittlung der Vorstandsvergütung dargelegt werden, da diese vom klassischen Prinzipal-Agenten-Modell abweicht. Besonders die daraus resultierenden Probleme sollen erläutert werden. Im deutschen *Corporate-Governance-System* bestimmen nicht die Anteilseigner selbst das Vorstandsgehalt, sondern der Aufsichtsrat. Dies liegt in der *Collective-Action-Problematik* (Olson, 1971) begründet. Die Eigenkapitalgeberfunktion der Aktiengesellschaft ist auf verschiedene Anteilseigner aufgeteilt. Die Kosten, sich über das Geschehen im Unternehmen oder über eine marktgerechte Vorstandsvergütung zu informieren, sind für jeden einzelnen Anteilseigner hoch. Nimmt jedoch ein Anteilseigner die Bemühungen auf sich, so profitieren alle Aktionäre, auch jene, die keine Anstrengungen übernommen haben (*Free Riding*). Das ökonomisch rationale Verhalten für jeden Einzelnen ist es demnach, sich passiv zu verhalten. Dadurch findet die Managementkontrolle durch die Anteilseigner nicht statt. Der Aufsichtsrat wurde als Organ geschaffen, um das Problem der *Collective Action* zu umgehen und Agency-Kosten zu senken (Baums, 1994). Fama/Jensen (1983) befürworten die Trennung zwischen unternehmerischem Risiko (Anteilseigner), Entscheidungskontrolle (Aufsichtsrat) und Entscheidungsmanagement (Vorstand). Sie führen an, dass in großen, komplexen Organisationen die durch Risikodiversifizierung mittels vieler Anteilseigner entstehenden Vorteile die Nachteile der Agency-Kosten überwiegen. Die Nachteile der Agency-Kosten verstehen sich hierbei inklusive jener, die durch die Trennung von Entscheidungskontrolle und Entscheidungsmanagement entstehen.

Diese Situation lässt sich als Prinzipal-Agenten-Modell mit einem Prinzipal (Anteilseigner) und zwei Agenten (Aufsichtsrat, Vorstand) abbilden. Der erste Agent (Aufsichtsrat) ist Prinzipal (Anteilseigner) und zweitem Agent (Vorstand) zwischengeschaltet. Zwischen den beiden Agenten entsteht eine neue Prinzipal-Agenten-Beziehung, in welcher der erste Agent (Aufsichtsrat) die Rolle des Prinzipals und der zweite Agent (Vorstand) die Rolle des Agenten einnimmt (Tirole, 1986; Chwolka, 1999; Seele, 2007). Hierbei existieren jedoch einige Schwierigkeiten:

- Der Aufsichtsrat erhält seine Informationen zur Kontrolle des Vorstandes direkt von diesem. Dies schafft Nähe und schränkt die Unabhängigkeit seiner Funktion ein (Witt, 2003).
- Der Aufsichtsrat kann die Leistung des Vorstandes kaum beurteilen. Die Gründe dafür sind geringes firmenspezifisches Wissen, Nicht-Firmenzugehörigkeit und mangelnde Zeit (Seele, 2007).
- Koalitionsbildung zwischen Aufsichtsrat und Vorstand: Da es sich bei Aufsichtsrat und Vorstand um zwei Agenten handelt, besteht die Gefahr, dass sich beide Agenten verbünden, um gegen die Interessen des Prinzipals zu handeln (Seele, 2007). Dies kann beispielsweise geschehen, indem der Aufsichtsrat dem Vorstand ein hohes Gehalt zusagt und beide sich in ihren persönlichen Netzwerken entsprechend helfen.

Wegen dieser Probleme geht Tirole (1986) sogar so weit, dass er empfiehlt, die Überwachung des Vorstandes nicht an ein Organ zu delegieren.

III.2 Modelltheoretische Überlegungen zur D & O-Versicherung

Die D & O-Versicherung, die auch als *Directors & Officers*-Versicherung und als Organ- oder Managerhaftpflicht bezeichnet wird, ist eine Vermögensschadensversicherung, die Firmen für ihre leitenden Mitarbeiter und Organe abschließen. Die Versicherung bietet den leitenden Mitarbeitern oder Organen Schutz gegenüber Klagen durch Dritte, weshalb sie zur Gruppe der Berufshaftpflichtversicherungen gehört.

Rein intuitiv erscheint es zunächst, als ob die D & O-Versicherung für die Anteilseigner nur negative Konsequenzen nach sich ziehe. Genauer gesagt erscheint es, dass das *Monitoring* in der Prinzipal-Agenten-Beziehung gestört werde, da der Agent die Konsequenzen für seine Handlungen nicht länger trägt. Hinzu kommt, dass die Kosten für dieses Versicherungsprodukt ebenfalls von den Anteilseignern und nicht von den Managern getragen werden. In der Literatur wurde jedoch herausgearbeitet, dass die D & O-Versicherung sehr wohl im Sinne der Unternehmen und somit der Anteilseigner ist, welches wiederum erklärt, warum eine Nachfrage nach einem solchen Produkt von Seiten der Unternehmen existiert (Core, 1997; Vetter, 2000; Kiethe, 2003; Lange, 2003; Seibt/Saame, 2006; Paetzmann, 2008). Die D & O-Versicherung steigert das Unternehmensvermögen; die Tatsache, dass der Agent ebenfalls begünstigt wird, ist ein Nebeneffekt (Paetzmann, 2008). Folgende Theorien sind mit dem Thema D & O-Versicherung in Zusammenhang zu bringen:

Human Capital Argument

Das sogenannte *Human Capital Argument* basiert darauf, dass Firmen durch das Angebot einer D & O-Versicherung für die Manager attraktiver sind, da der Manager als Agent risikoavers ist (Beier-Thomas, 2003; Boyer, 2003; Kiethe, 2004). Dieser Vorteil bringt jedoch einen Nachteil mit sich: Wenn die Manager keine Disziplinierung fürchten müssen, mindert sich ihre Motivation, im Interesse der Aktionäre zu handeln. Folglich konterkariert die Versicherung das *Monitoring* bzw. die Disziplinierung im Sinne der Eigentümer und dürfte somit eine Minderung des Unternehmenswertes nach sich ziehen, welches die Eigner schädigt.

D & O-Versicherung im Kontext der Agency Theorie (Paetzmann, 2008)

In diesem Abschnitt soll die Wirkung einer D & O-Versicherung mittels des Prinzipal-Agenten-Modells in Fällen mit und ohne D & O-Versicherung erläutert werden. Das generelle Problem im Prinzipal-Agenten Modell besteht darin, dass die Sorgfalt des Agenten für den Prinzipal nicht beobachtbar ist. Einzig der Erfolg des Unternehmens ist erkennbar. Wenn der Unternehmenserfolg sehr niedrig ist, vermuten die Prinzipale Nachlässigkeit des Managers und verklagen diesen, sobald der Erwartungswert der Klage⁵ positiv ist. Es muss erwähnt werden, dass der Schadenswert in der Praxis oftmals das Vermögen des Agenten übersteigt,

⁵ Dieser wird durch die Wahrscheinlichkeit, die Klage zu gewinnen, und durch den erwarteten Schadenswert bestimmt.

welches der Prinzipal bei der Erwartungswertbildung in Betracht zieht. Der Agent antizipiert dies und arbeitet gerade sorgfältig genug, um nicht verklagt zu werden. Bei Vorhandensein einer D & O-Versicherung determiniert nicht das private Vermögen des Agenten, sondern die Versicherungssumme den Erwartungswert der Klage. Unter der Annahme, dass die Versicherungssumme zumeist größer ist als das private Vermögen des Agenten, steigt also der Erwartungswert einer Klage aus Sicht des Prinzipals, und dieser ist stärker geneigt, den Agenten zu verklagen. Der Manager muss also *ceteris paribus* eine höhere Sorgfalt an den Tag legen, um eine Klage zu vermeiden. Es stellt sich nun die Frage, ob dem Manager noch ein Schaden durch eine Klage entstehen würde, da ja die Versicherung den festgesetzten Schadensersatz übernimmt. Hierzu ist anzumerken, dass sich eine Klage negativ auf die Karriere auswirken würde und der Manager somit im Falle einer Klage hohe Reputationskosten, i. e. den Barwert aller entgangenen zukünftigen Einkommensströme, zu tragen hat. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Aktionäre von einer D & O-Versicherung profitieren, da die höhere Sorgfalt des Agenten auch vom Kapitalmarkt honoriert würde. Zusätzlich dazu wird der Agent im Falle einer abgeschlossenen D & O-Versicherung stärker kontrolliert: Erstens durch die Aktionäre, für die eine Klage lukrativer geworden ist, und zweitens durch die D & O-Versicherungsgesellschaft, die den bei ihr versicherten Agenten genau beobachten wird. Holderness (1990) hat zur Wirksamkeit dieser disziplinierenden Wirkung die *Monitoring-Hypothese* herausgearbeitet. Diese besagt, dass die disziplinierende Wirkung umso deutlicher hervortritt, je mehr Aktionäre ein Unternehmen hat, da dann die D & O-Versicherung eine wichtige Rolle im *Corporate-Governance-System* einnimmt. Bhagat et al. (1987) sowie O'Sullivan (1997) bestätigen Holderness' (1990) *Monitoring-Hypothese* empirisch.

IV. Detaillierte Diskussion des Gesetzes vor dem Hintergrund ökonomischer Theorien

IV.1 Rechtfertigung einer gesetzlichen Regulierung

Wie bereits in Kapitel II beschrieben, wird durch das Gesetz zur Angemessenheit die Gestaltung der Vorstandsvergütung gesetzlich reguliert. Dies geschieht nicht durch die direkte Angabe von Vergütungskorridoren oder -obergrenzen, sondern durch den verpflichtenden Selbstbehalt bei D & O-Versicherungen sowie durch die Möglichkeit, bereits vereinbarte Bezüge unter bestimmten Voraussetzungen zu kürzen. Zunächst soll diskutiert werden, inwiefern eine Regulierung der Vorstandsgehälter gerechtfertigt ist. Generell ist

Vertragsfreiheit ein wichtiges Element der sozialen Marktwirtschaft. Als notwendige Bedingung für eine Regulierung nennt Mühlenkamp (2002) das Vorliegen eines Marktversagens. Dies allein rechtfertigt jedoch noch nicht eine Regulierung. Als hinreichende Bedingungen werden drei weitere Aspekte genannt:

- Die öffentliche Hand verfügt über geeignete Instrumente für diese Form des Marktversagens.
- Die öffentliche Hand ist in der Lage und dazu bereit, die Instrumente so einzusetzen, dass eine bestmögliche Allokation entsteht. Dies bedeutet, dass die Kosten der staatlichen Regulierung geringer sein müssen als der dadurch entstehende Nutzen. Nur so kann die Allokation bestmöglich sein.
- Interventionen müssen den Selbstheilungskräften des Marktes überlegen sein, d. h. der Staat muss das Problem effizienter lösen können als der Markt

Mühlenkamp (2002) nennt sechs Arten von Marktversagen: Öffentliche Güter, technologische externe Effekte, natürliche Monopole, unvollständige bzw. asymmetrische Informationen (Broadway/Wildasin, 1984), Anpassungsmängel sowie verzerrte Präferenzen⁶. Dadurch, dass der Agent in der Regel einen Informationsvorsprung gegenüber dem Prinzipal hat, liegen hier Informationsasymmetrien vor. Auch Bebchuk/Fried (2003) weisen darauf hin, dass *Optimal Contracting* in der Realität seine Grenzen hat. So maximiert der Prinzipal in der Theorie den *Shareholder Value*, in der Realität jedoch wird das Vorstandsgehalt durch den Aufsichtsrat festgelegt, der nicht unbedingt dieses Interesse verfolgt, sondern vielmehr gemäß eigener Interessen handelt. Ferner argumentieren Bebchuk/Fried (2003), dass die Märkte, d. h. der Markt für Kapital, der Markt für Unternehmenskontrolle durch feindliche Übernahmen sowie der Arbeitsmarkt für Vorstände, nicht effizient genug funktionieren, um optimale Verträge sicher zu stellen. Als Beispiel nennen sie die Tatsache, dass Manager vom Zielunternehmen

⁶ Anpassungsmängel und verzerrte Präferenzen stellen keine klassischen Marktversagen dar. Anpassungsmängel treten auf, falls kein oder lediglich ein instabiles Marktgleichgewicht existiert. Mühlenkamp (2002) führt an, dass diese Fälle einer ökonomischen Analyse nur selten standhalten und als Raritäten daher nicht zu den klassischen Marktversagen gehören. Verzerrte Präferenzen entstehen entweder durch unvollständige Informationen, wobei dies dann lediglich eine andere Form von Informationsmängeln darstellt. Die zweite Ursache verzerrter Präferenzen liegt vor, wenn aus den zur Verfügung stehenden Informationen falsche Schlussfolgerungen, d. h. Schlussfolgerungen entgegen der eigentlichen Präferenzen, getroffen werden. Dies ist sehr schwer festzustellen, da die eigentlichen Präferenzen unbekannt sind. Deshalb zählt Mühlenkamp (2002) die verzerrten Präferenzen ebenfalls nicht zu den klassischen Marktversagen.

nach einer feindlichen Übernahme häufig hohe Übernahmeprämien erhalten (*Golden Parachutes*). Ein Grund dafür, dass der Staat trotz oben angeführter Argumentation die Vorstandsgehälter nicht mittels verbindlichen Vergütungskorridoren und -obergrenzen reguliert wird, könnte sein, dass es gerade bei den vorliegenden Informationsasymmetrien nicht gelingt, das Marktversagen effizienter zu lösen als der Markt.

IV. 2 Auswirkungen auf die Partizipationsbedingung

Betrachtet man die Implikationen des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, so sind vor allem zwei Aspekte hervorzuheben: Zum einen die Haftungsregelungen und die Möglichkeit der dauerhaften Reduktion der Bezüge, die Auswirkungen auf den Erwartungswert des Gehalts haben. Zum anderen die angestrebte stärkere Ausrichtung der Vergütung am langfristigen Unternehmenserfolg (vgl. Kapitel IV.4).

Wir diskutieren zunächst die Auswirkungen des Gesetzes auf den Erwartungswert der Vorstandsvergütung. Dieser wird durch zwei im Gesetz angeführte Aspekte beeinflusst:

- Selbstbehalt im Falle von Managementfehlern.
- Möglichkeit der Gehalts- und Pensionskürzung bei schlechter wirtschaftlicher Lage der Firma.

Im folgenden Abschnitt zeigen wir auf Basis eines einfachen Modells die Auswirkungen dieser Faktoren auf den Erwartungswert des Agentengehalts bzw. Vorstandsgehalts.

Die Variable w_I kennzeichnet das derzeitige Lohnniveau des Agenten ohne Berücksichtigung der zwei hinzugekommenen Risikofaktoren und setzt sich aus der fixen Gehaltskomponente $w_{I\text{fix}}$ sowie der variablen Gehaltskomponente $w_{I\text{var}}$ zusammen. p_1 sei die Wahrscheinlichkeit, dass die Lage der Firma sich verschlechtert, und p_2 die Wahrscheinlichkeit, dass der Agent einen Managementfehler mit negativen Konsequenzen für den Unternehmenserfolg begeht. Wir nehmen hier an, dass die Wahrscheinlichkeiten p_1 und p_2 unabhängig vom Verhalten des Agenten sind. Der Grund für diese Annahme liegt darin, dass eine Verschlechterung der Lage der Firma häufig durch konjunkturelle Gründe ausgelöst wird, auf die der Agent keinen Einfluss hat. Auf die Begründung, warum auch p_2 als unabhängig vom Verhalten des Agenten gewählt wurde, werden wir in Kapitel IV.3 noch detaillierter eingehen. Mit x_I wird

vereinfachend der Gesamtbetrag bezeichnet, den der Agent im Falle einer verschlechterten Lage einbüßen muss (sei es in Form von vermindertem Gehalt oder verminderter Pension etc.). y_1 sei der Erwartungswert des Schadens im Falle eines Managementfehlers. Demzufolge ist der erwartete Betrag, den der Agent im Falle eines Managementfehlers einbüßt $\min \{0, 1 * y_1; 1,5 * w_{fix}\}$ ⁷.

Der Erwartungswert des Gehalts ist nun:

$$E(w) = (1 - p_1 - p_2) w_1 + p_1(w_1 - x_1) + p_2(w_1 - \min\{0, 1 * y_1; 1,5 * w_{fix}\})$$

bzw. anders ausgedrückt

$$E(w) = w_1 - p_1 x_1 - p_2 \min\{0, 1 * y_1; 1,5 * w_{fix}\}$$

Somit gilt $E(w) < w_1$. Durch die Einführung des Angemessenheitsgesetzes ist daher der Erwartungswert der Entlohnung für alle Agenten gesunken. Daher wirkt das Gesetz auf die Partizipationsbedingung ein. Selbst ein risikoneutraler Agent wird dementsprechend seine Gehaltsforderung erhöhen. Dieser Zusammenhang lässt sich dergestalt interpretieren, dass in Branchen, in denen ein wirtschaftlicher Abschwung droht, der Wert für p_1 recht hoch ist. Firmen, in denen z. B. angesichts starker internationaler Präsenz und hoher Produktdiversifizierung⁸ eine hohe Gefahr von Managementfehlern besteht, zeichnen sich dagegen durch einen erhöhten Wert für p_2 aus. In beiden Fällen dürften die Vorstandsgehälter zukünftig besonders stark steigen. Im Falle eines risikoaversen Agenten käme dieser Effekt noch stärker zum Tragen, da der Agent ein sicheres Gehalt präferiert und sich die durch das neue Gesetz entstandene Unsicherheit noch höher bezahlen ließe. Dieses Ergebnis steht in Kontrast zur Meinung Hohenstatts (2009), dass die Vorstandsvergütungen durch das Gesetz in Zukunft eher niedriger ausfallen könnten. Er begründet dies damit, dass bei einem kleineren Entscheidungsgremium höhere („innovativere“) Vergütungsregelungen eher möglich seien als bei einem größeren Entscheidungsgremium, nämlich dem vollständigen Aufsichtsrat.

⁷Gemäß § 93 Absatz 2 AktG liegt der Selbstbehalt für Vorstände bei 10% des durch den Managementfehler entstanden (bzw. bei der D & O-Versicherung anerkannten) Schadens, maximal jedoch bei dem anderthalbfachen des Jahresfixgehaltes des Vorstandes.

⁸Sowohl globale Ausdehnung als auch hohe Diversifikation bewirken, dass das Unternehmen schwieriger zu überblicken ist und daher leichter Managementfehler geschehen können.

Am Beispiel der Firma Infineon kann der Sachverhalt einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage mit resultierender Gehaltskürzung verdeutlicht werden. Infolge einer verschlechterten Lage des Unternehmens wurden dem ehemaligen Vorstandsvorsitzenden Ziebart die Pensionsbezüge um 25 % gekürzt (Clausen/Klusmann, 2009). Mit der neuen Gesetzgebung werden Agenten in der schwierigen Halbleiterbranche oder anderen riskanten oder „reifen“ Branchen dieses Risiko antizipieren und höhere Gehaltsforderungen stellen. Ob und zu welchem Grade diese höheren Gehaltsforderungen der Vorstände durchsetzbar sein werden, hängt im Wesentlichen vom Verhältnis der Verhandlungsmacht von Prinzipalen und Agenten ab. Diese Verhandlungsmacht wiederum wird von den Alternativen, die Prinzipalen und Agenten zu dem bestehenden Vertrag zur Verfügung stehen, determiniert. Betrachten wir zunächst die Agenten, also die Vorstände. Eine nahe liegende Alternative wäre die Annahme eines Postens im höheren Management. Diese sind je nach Firma und Branche sehr attraktiv vergütet und unterliegen nicht den geänderten Bestimmungen des VorstAG. Es könnte ebenfalls ein Alternative sein, das Amt als Vorstand bei nichtzufriedenstellendem Ergebnis der Gehaltsverhandlungen ganz niederzulegen, da die Ausübung der Tätigkeit aus wirtschaftlichen Gründen im Prinzip nicht mehr nötig ist. So stellten Proft et al. (2010) in einer Studie fest, dass jeder siebte Aufsichtsratsvorsitzende in Deutschland erwägt, sein Amt aufgrund der neuen Regelungen des VorstAG niederzulegen. Eine ähnliche Reaktion wäre ebenso bei Vorständen nicht auszuschließen. Eine dritte Alternative für Vorstände ist die Betätigung im Ausland. Vor allem in der Schweiz und in den USA sind ohnehin deutlich attraktivere Vorstandsgehälter üblich als in Deutschland (Brenner/Schwalbach, 2009). So fanden Schmid/Daniel (2007) heraus, dass bereits über 65% der in Deutschland tätigen Vorstände über Mandate im Ausland verfügen. Als vierte Alternative für Vorstände ist eine Betätigung in der Beratungsbranche denkbar.

Die Prinzipale haben im Wesentlichen eine Alternative zu den bestehenden Verträgen: Sie können sich dem internationalen Arbeitsmarkt für Vorstände bedienen und Vorstände aus dem Ausland rekrutieren. Laut Brenner/Schwalbach (2009) übersteigen die Bezüge deutscher Vorstände jene von Vorständen einiger europäischer Nachbarländer (z. B. Belgien, Niederlande, Schweden, Spanien), was die Personalsuche erleichtern sollte. An den Ergebnissen von Staples (2007) bei einer Untersuchung der größten transnationalen Firmen ist jedoch deutlich zu erkennen, dass deutsche Vorstände bisher einen unterdurchschnittlichen Internationalitätsgrad aufweisen. Eine mögliche Erklärung ist, dass für dieses Amt die

Kenntnis der deutschen Sprache von Nöten ist und daher die Auswahl an geeignetem internationalem Personal begrenzt ist. Insgesamt ist zu argumentieren, dass die Vorstände plausiblere Alternativen haben als ihre Prinzipale, sodass der Gehaltserhöhungseffekt zu einem gewissen Maße durchschlagen wird.

Ein Beispiel für den im Szenario 2 geschilderten Sachverhalt kann in der Schmiergeldaffäre der Firma Siemens gesehen werden. Der Manager begeht mit der Wahrscheinlichkeit p_2 einen Managementfehler, wodurch der Firma ein wirtschaftlicher Schaden in Höhe von y_1 entsteht und ein Selbstbehalt in Höhe von $\min\{0,1*y_1; 1,5*w_{fix}\}$ gezahlt werden muss. Durch diese Affäre entstand dem Siemens-Konzern ein Schaden in Höhe von mehr als zwei Milliarden Euro (Fromme, 2009a). Allein das Bußgeld, welches Siemens entrichten musste, betrug 1,4 Milliarden Euro (Waldermann, 2009)⁹. Unabhängig von den durch Versicherungen geleisteten Zahlungen fordert Siemens u. a. sechs Mio. Euro Schadenersatz vom ehemaligen Vorstandsvorsitzenden Heinrich von Pierer. Von Pierer verweigert jedoch die Zahlung, da die verlangte Summe ein Vielfaches dessen sei, was die anderen Siemensvorstände zahlen mussten (Blinda, 2009). Siemens entschied daraufhin, obgleich der Schaden durch eine Managerhaftpflicht ohne Selbstbehalt gesichert war, seinen ehemaligen Vorstand auf Schadenersatz zu verklagen. Am Ende einigte man sich außergerichtlich, und von Pierer zahlte rund 5 Mio. Euro (Höpner, 2009).

Hätte in von Pierers Fall bereits die neue Gesetzesregelung gegolten, so wären mindestens 10% des von ihm verantworteten Schadens bis zu einer maximalen Höhe des eininhalbfachen Betrags des Jahresfixgehalts erstattungspflichtig. Bei einem Jahresfixgehalt von 3,56 Mio. Euro im Jahre 2004 (Siemens AG, 2004) wären dies 5,34 Mio. Euro. Dieser Selbstbehalt hätte sogar mehrfach fällig werden können, wenn von Pierer Fehlverhalten aus mehreren Jahren nachgewiesen worden wäre (Fromme, 2009b).

⁹Siemens hatte sich teilweise bei Managerhaftpflichtversicherungen abgesichert und für den durch die Führungsriege verantwortbaren Schaden insgesamt 250 Mio. Euro Ersatz bei den Versicherungen (d. h. Konsortium aus Allianz, HDI-Gerling, Zurich) gefordert. Hiervon wurden aber lediglich 100 Mio. Euro erstattet (Fromme, 2009a).

IV. 3 Auswirkung auf die Anreizbedingung

Bisher wurden nur die Auswirkungen des Gesetzes auf die Partizipationsbedingung betrachtet. Wie bereits in Kapitel IV.2 erwähnt, wurde dabei unterstellt, dass die Wahrscheinlichkeiten eines Managementfehlers (p_2) und der Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage (p_1) unabhängig vom Verhalten des Managers sind. Diese Annahme scheint auf den ersten Blick ungerechtfertigt, da gerade durch das Gesetz die Risikoeinstellung des Managers beeinflusst werden soll. Muss der Manager eine beträchtliche Gehaltseinbuße durch riskantes Verhalten fürchten, so hätte er einen starken Anreiz, einen konservativeren Managementstil zu wählen, um einen solchen Vorfall zu vermeiden. Insofern ergäbe sich durch den neu geregelten, verpflichtenden Selbstbehalt im Falle einer D & O-Versicherung ein Effekt auf die Anreizbedingung des Agenten.

Das Gesetz kann aber nur dann seine Wirkungen auf die Anreizbedingung entfalten, wenn sich die Manager nicht privat gegen den Selbstbehalt versichern (dürfen). Wird der Selbstbehalt privat abgesichert, entsteht kein Anreiz zur Verhaltensänderung, da ein Fehler für den Manager keine anderen Konsequenzen als vor der Gesetzgebung hätte.

Mehrere deutsche Versicherungen arbeiten jedoch bereits an einer Selbstbehaltsversicherung. Daher tritt im Schadensfall anstelle des zur Zahlung des Selbstbehalts verpflichteten Managers dessen Versicherung ein. Es gelingt den Managern, das Risiko einer Gehaltseinbuße aus eigens verursachten Fehlern auf die Versicherung zu übertragen. Einige Versicherungen haben ein kombiniertes Versicherungsprodukt entwickelt: Hat das Unternehmen den Vorstand bereits gegen Schadensersatzansprüche im Rahmen einer D & O-Versicherung abgesichert, dann kann der Vorstand seine private Selbstbehaltsversicherung zum Preis von 200 Euro pro Jahr erhalten – natürlich nur bei der gleichen Versicherungsgesellschaft. Bezieht man die Höhe des Schadensfalls von Pierer/Siemens in die Überlegungen ein, so wird deutlich, dass diese Versicherungsprämie in keinem Falle adäquat ist, um den Aufwand für mögliche Schäden zu decken. Die private Selbstbehaltsversicherung des Vorstands wird vielmehr durch das D & O-Produkt des Unternehmens subventioniert (Krüger, 2010). Insofern schließt – zumindest im wirtschaftlichen Sinne – das Unternehmen selbst die bestehende Lücke von 10% des Schadens. Demnach wird das Ziel des neuen Gesetzes ernsthaft konterkariert. Die Vermutung liegt nahe, dass diese Angebote früher oder später durch die Politik oder die Gerichte verboten werden, um die „erzieherischen

Maßnahmen“ aus dem Gesetz sicher zu stellen (Fromme, 2009b). Wie dieser Aspekt schlussendlich geregelt werden wird, bleibt aber weiterhin unklar. So muss es laut Justizministerin Brigitte Zypries „jedem freistehen, sich für persönliche Risiken auch selbst zu versichern“ (Krohn, 2010).

Aus der Betrachtung der Partizipationsbedingung wird klar, dass das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung wegen der Reduktion der erwarteten Entlohnung für den Agenten eine weitere Steigerung der Vorstandsgehälter nach sich ziehen kann.

Sofern die Bundesregierung Selbstbehaltsversicherungen für Manager nicht unterbindet, hat die Einführung eines Selbstbehaltes im Falle einer D & O-Versicherung keinen disziplinierenden Effekt auf das Verhalten der Manager. Somit gehen weder von der Partizipations- noch von der Anreizbedingung Auswirkungen auf das Verhalten der Vorstände aus.

IV.4 Angemessenheit, Nachhaltigkeit und Langfristigkeit

In diesem Abschnitt sollen potentielle Auswirkungen der Aspekte des Gesetzes untersucht werden, die eine stärker am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtete Vorstandsvergütung begünstigen sollen. Wichtigstes Beispiel sind hier die Aktienoptionen, deren Erstaussübung von zwei auf vier Jahren nach Erhalt verschoben wurde. Ein auf den langfristigen Unternehmenserfolg bedachter Vorstand wird von seinem guten Management zu einem späteren Zeitpunkt durch einen höheren Aktienpreis profitieren. Vier Jahre sind eine relativ lange Zeit und schnelle Vorstandswechsel sind – auch in Deutschland – Gang und Gäbe. So ermittelt Roos (2005), dass 43% der Vorstände bereits nach spätestens fünf Jahren aus dem Gremium ausgeschieden sind¹⁰. Zimmermann (2008) kommt zu einem ähnlichen Ergebnis und stellt fest, dass die durchschnittliche Amtszeit deutscher Vorstände 4,22 Jahre beträgt¹¹. Es wäre also möglich, dass ein schlechter Manager, der einen guten Nachfolger hat, seine Optionen zu dessen Amtszeit ausübt und die Belohnung für fremde Leistungen erhält.

¹⁰ Ergebnisse einer Betrachtung von Unternehmen, die zu einem beliebigen Zeitpunkt zwischen 1994 und 2001 dem DAX 100 angehörten.

¹¹ Ergebnisse einer Befragung von 114 deutschen, börsennotierten Unternehmen aller Branchen, die 1987 mindestens eine Mrd. DM Umsatz verzeichneten.

Dieser Fall war beim ehemaligen DaimlerChrysler Vorstandsvorsitzenden Jürgen Schrempp zu beobachten. Schrempp hatte die Daimler Benz AG im Jahre 1998 in einem 30 Milliarden Euro Geschäft mit Chrysler fusioniert. Während der „Konzernehe“ von Daimler und Chrysler gab der Aktienkurs um bis zu 76 Prozent nach. Seit Schrempps Rücktritt im Jahre 2005 war der Kurs bis Juni 2007 um mehr als 88 Prozent gestiegen. Schrempp konnte durch Aktienoptionen, die er erst nach seiner Amtszeit ausübte, insgesamt rund 50 Mio. Euro Erlösen. Somit wurde er implizit dafür belohnt, dass er den Aktienkurs stark zum Fallen und sein Nachfolger das Unternehmen wieder auf Kurs brachte und für ihn „die Kartoffeln aus dem Feuer holte“ (Streitz, 2007). Des Weiteren ist es selbstverständlich, dass ebenso der Fall eines erfolgreichen Vorstandes mit einem weniger erfolgreichen Nachfolger eintreten kann, so dass ersterer eine für seine Erfolge zu geringe Vergütung erhält. Die Ausrichtung an längerfristigen Entwicklungen kann also durchaus nicht intendierte Vergütungen auslösen, falls die langfristigen Vergütungskomponenten nicht an die Besetzung der Vorstandposition geknüpft sind.

Ferner sei angemerkt, dass die Abkehr von kurzfristig ausgerichteten Aktienoptionsprogrammen implizit die Effizienzmarkthypothese (Fama, 1970) in Frage stellt. Bisher wurde in der traditionellen Finanzwirtschaft davon ausgegangen, dass der Aktienmarkt neue Informationen effizient einpreist und somit gute Investitionsentscheidungen den Aktienkurs ohne Zeitverzögerung treiben, während schlechte Investitionsentscheidungen den Aktienkurs sofort reduzieren. Bei diesem Thema kann an empirische Ergebnisse angeknüpft werden. So merkt Jensen (1978) an, dass die Effizienzmarkthypothese grundsätzlich für den deutschen Aktienmarkt nachgewiesen werden konnte. Einige Studien finden aber überdies Nachweise für Anomalien, wie z. B. für das Vorliegen autokorrelierter Renditen oder von Wochentagseffekten (Krämer/Runde, 1996; Herwartz, 2000).

In diesem Zusammenhang können ebenso die neueren Arbeiten zur Mikro- bzw. Makroeffizienz (Lamont/Stein, 2006) eine Rolle spielen: Mikroeffizienz bedeutet, dass jedes Unternehmen im Vergleich zu seinen Konkurrenten effizient bepreist ist. Makroeffizienz stellt auf die faire Bewertung des gesamten Aktienmarktes ab. Dies sei an einem Beispiel verdeutlicht: Herrscht innerhalb einer Branche ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10 vor, so sollte die Aktie eines Unternehmens mit einem Gewinn von 5 einen Kurs von 50 bzw. ein Unternehmen mit einem Gewinn von 7 einen Kurs von 70 aufweisen. Diese Methode wird im Rahmen der Unternehmensbewertung auch als *Peer-Review-Verfahren* bezeichnet. Sind alle

Unternehmen im Vergleich zueinander fair bewertet, so liegt Mikroeffizienz vor. In Bezug auf die Makroeffizienz stellt sich jedoch die Frage, ob ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10, 15 oder 20 angemessen ist. Shiller (2001) glaubt, dass die Finanzmärkte zu jedem Zeitpunkt einen hohen Grad an Mikroeffizienz aufweisen, bezweifelt allerdings die jederzeitige Gültigkeit der Makroeffizienz. Wechselt man nun beispielsweise von einem Gleichgewicht, in dem alle Unternehmen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15 bepreist sind, in ein Gleichgewicht, in dem alle Unternehmen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 20 bewertet werden, so steigt über die Aktienoptionen auch die Vergütung der Vorstände – ohne dass dies auf die Leistung des einzelnen Vorstands zurückgeführt werden kann.

Fasst man diese beiden Überlegungen zusammen, so ist unseres Erachtens nicht die Dauer der Halteperiode die kritische Variable, sondern die Tatsache, dass in der Vergangenheit zum Teil Aktienoptionen ohne Konditionierung auf die allgemeine Marktentwicklung gewährt wurden¹².

Ein weiterer Aspekt in diesem Zusammenhang ist die Einführung der *Advisory Vote*, bei der die Hauptversammlung unverbindlich über das vom Aufsichtsrat festgesetzte Vorstandsgehalt abstimmen darf. Dies ist aus unserer Sicht als positiv zu bewerten, da im Prinzipal-Agenten-Modell mit zwei Agenten (siehe Kapitel III.1) durch diese wieder eine direkte Verbindung zwischen Prinzipal (Eigner) und letztentlichem Agenten (Vorstand) hergestellt wurde. Dadurch können die in Kapitel III.1 erwähnten Probleme reduziert werden, und der Aufsichtsrat muss bei der Festsetzung des Gehaltes für den Vorstand die Interessen der Eigner wieder stärker betrachten.

IV. 5 Gesamter Aufsichtsrat entscheidet über Vorstandsvergütung

Die Neuerung, dass in Zukunft der gesamte Aufsichtsrat über die Vorstandsvergütung entscheiden muss, ist zwar zunächst mit höherem Arbeitsaufwand verbunden, aber dennoch

¹²Zu potentiellen negativen Effekten einer Ausrichtung der Vergütung an relativen Unternehmensentwicklungen siehe beispielsweise Bolton/Ockenfels (2000) oder Riechmann (2006). In einem spieltheoretischen Modell lässt sich relativ einfach zeigen, dass eine Ausrichtung am relativen Gewinn zu einem verschärften Kapazitätswettbewerb führen kann, was letztendlich den Gewinn aller Unternehmen reduziert (Stadtman/Taneva, 2007).

als positiv zu werten. Ausschüsse innerhalb des Aufsichtsrats stellen eine weitere Agency-Beziehung dar. In dieser Agency-Beziehung ist der Gesamtaufsichtsrat Prinzipal, der eine Aufgabe an seinen Agenten, d. h. den Ausschuss abgibt (Seele, 2007). Durch die Elimination dieser Agency-Beziehung, sinken die Agency-Kosten. Mittels der persönlichen Haftung jedes einzelnen Aufsichtsratsmitglieds für eine Fehlentscheidung bezüglich des Vorstandsgehalts gemäß § 116 AktG kann die *Collective-Action-Problematik* vermieden werden.

Die neu eingeführte *Cooling-off-Periode* ist vor dem Hintergrund ökonomischer Theorien ebenfalls zu begrüßen. Die von Witt (2003) geäußerte Kritik, dass die Nähe zwischen Aufsichtsrat und Vorstand eine effiziente Überwachungsfunktion gefährdet, kann intuitiv durch den direkten Wechsel eines Vorstands in den Aufsichtsrat noch verstärkt werden, da dieser seine ehemaligen Kollegen kontrollieren und ebenfalls deren Gehalt bestimmen soll. Empirisch konnte die Vermutung, dass ein solcher Wechsel mit höheren Vorstandsgehältern zusammenhängt, allerdings nicht bestätigt werden (Entorf et al. 2009).

Konsens in der Forschung ist die Annahme, dass der Aufsichtsrat im Falle von Mehrfachmandaten seiner kontrollierenden Aufgabe allein schon aus Zeitgründen weniger gut nachkommen kann (Roth/Wörle, 2004; Balsmeier/Peters, 2009). Ferner führen Mehrfachmandate zu einer starken Vernetzung zwischen den Organen und je mehr Mandate gehalten werden, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit eines impliziten Abhängigkeitsverhältnisses (Balsmeier/Peters, 2009). Diese Abhängigkeitsverhältnisse entstehen dadurch, dass in Deutschland häufig Vorstände gleichzeitig Aufsichtsratsmandate halten, also bei einem Unternehmen Kontrolleur und beim anderen Unternehmen Kontrollierter sind. Obwohl direkte reziproke Kontrollverhältnisse, das heißt ein Vorstandsmitglied eines Unternehmens X kontrolliert den Aufsichtsrat eines Unternehmens Y und umgekehrt, vom DCGK untersagt sind, kann es vorkommen, dass indirekte Abhängigkeitsverhältnisse¹³ entstehen, welches höhere Vorstandsgehälter nach sich ziehen kann. Die resultierende Hypothese, dass sich die Vorstandsvergütung mit steigender Anzahl der Aufsichtsratsmandate erhöht, konnte empirisch nachgewiesen werden (Balsmeier/Peters, 2007; Entorf et al., 2009). Die neue Empfehlung, die Anzahl der konzernexternen

¹³ Denkbar wäre beispielsweise eine Dreiecksbeziehung wie folgende: Frau A ist in Firma X Aufsichtsrat und in Firma Y Vorstand. Herr B ist in Firma Y Aufsichtsrat und in Firma Z Vorstand. Herr C ist Vorstand der Firma X und Aufsichtsrat der Firma Z. Demnach kontrolliert Frau A Herrn C in Firma X, Herr B Frau A in Firma Y und Herr C Herrn B in Firma Z.

Aufsichtsratsmandate auf drei zu begrenzen, kann zu einer niedrigeren, je nach Interpretation des Begriffs zu *angemessenerer* Vorstandsvergütung führen.

Wir kommen zu dem Schluss, dass die in dieser Kategorie getätigten Gesetzesänderungen im Lichte der ökonomischen Theorie betrachtet als grundsätzlich positiv zu beurteilen sind. Allerdings schließen wir auch, dass zwei relevante Punkte in der neuen Gesetzgebung keine Berücksichtigung gefunden haben:

- Die Informationsversorgung des Aufsichtsrats durch die Vorstände (Bebchuk/Fried, 2003; Witt, 2003);
- Die Tatsache, dass in Deutschland häufig Personen gleichzeitig als Vorstände und Aufsichtsräte in verschiedenen Unternehmen fungieren.

V. Erste Umsetzungen in der Praxis

Knapp fünf Monate nach Inkrafttreten des Gesetzes haben laut einer Umfrage des Beratungsunternehmens Kienbaum (2010) bereits 80% der befragten Unternehmen¹⁴ ihr bestehendes Vergütungssystem auf Übereinstimmung mit der neuen Gesetzgebung geprüft. Mehr als die Hälfte der Befragten haben bereits Anpassungen in den Vergütungssystemen vorgenommen. Bei rund einem Viertel der Befragten wurden sogar grundlegende Überarbeitungen der Vergütungssysteme durchgeführt.

Bezüglich der Umsetzung der genannten Aspekte ergaben sich die folgenden Erkenntnisse:

- Vergütung in angemessenem Verhältnis zu Aufgaben und Leistungen sowie zur Lage der Gesellschaft (§ 87 Abs. 1 Satz 1)
 - Benchmark mit Wettbewerbern durchgeführt: 77%
 - Benchmark mit Vergütungsstruktur im eigenen Unternehmen: 64%
- Ausrichtung der Vergütungsstruktur auf nachhaltige Unternehmensentwicklung (§ 87 Abs. 1 Satz 2)
 - Mittels Vergütungskomponenten mit mehrjähriger Grundlage: 75%

¹⁴Es beteiligten sich 53 der größten deutschen Aktiengesellschaften, Durchführung der Befragung erfolgte im Januar 2010.

- Mittels spezifischer nachhaltiger Kennzahlen: 50%
- Der gesamte Aufsichtsrat muss die Vergütung festlegen und alle Mitglieder sind im Falle einer unangemessenen Vergütung schadensersatzpflichtig (§ 116 Satz 2)
 - Dokumentation der Entscheidungen über Vorstandsvergütung durch Sitzungsprotokolle: 92%
 - Einholen externer Vergütungsgutachten: 51%

Die letztgenannte Umsetzungslösung betrachten wir als äußerst kritisch: Durch das Einholen von externen Gutachten wird ein weiterer Agent in die Prinzipal-Agenten-Beziehung einbezogen. Dieser kommt von außerhalb der Unternehmung und verfügt kaum über firmenspezifisches Wissen. In Deutschland gibt es eine begrenzte Anzahl Unternehmen, die diese Dienstleistung anbieten, z. B. Personalberatungen. Dies würde darin resultieren, dass wenige Unternehmen großen Einfluss auf die Vorstandsvergütung diverser deutscher Unternehmen ausüben. Ein weiterer Kritikpunkt ist die fehlende Neutralität des Prinzipals. Ein externer Dienstleister hat Interesse an weiteren Aufträgen innerhalb des Unternehmens, die meist vom Vorstand in Auftrag gegeben werden, z. B. die Gestaltung der Vergütung auf anderen Führungsebenen. Daher hätten diese Dienstleister starke Anreize, zugunsten eines attraktiven Vorstandsgehalts zu beraten. Zu guter Letzt zeigen beide Umsetzungslösungen, dass es den Aufsichtsräten primär darum geht, sich durch Dokumentation und externe Beratung abzusichern, anstatt die Festsetzung der Vorstandsvergütung tatsächlich zu verbessern bzw. genauer zu durchdenken.

Votum zum Vergütungssystem (§ 120 Abs. 4 AktG)

- Aktive Nutzung der *Advisory Vote*: 46%
- Nutzung der *Advisory Vote* auf Aktionärsantrag: knapp 46%

In Tabelle 1 sind konkrete Beispiele zur Umsetzung des Gesetzes aufgeführt. Interessant ist auch der Aspekt, dass bestimmte *Stakeholder* die Unternehmen aktiv dazu aufforderten, Aspekte des Gesetzes umzusetzen. So forderte die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) Vorstände und Aufsichtsräte von vier großen deutschen Unternehmen auf, die sogenannte *Advisory Vote*, also die in §120 Abs. 4 AktG geforderte Abstimmung der Hauptversammlung über die Höhe der Vorstandsvergütung, in der nächsten

Hauptversammlung durchzuführen. Namentlich sind dies Siemens, ThyssenKrupp, Infineon und Wincor Nixdorf, da deren Hauptversammlungen direkt zu Beginn des Jahres 2010 stattgefunden haben (Cabras, 2009).

Auch Anteilseigner zeigen Interesse an der Umsetzung des Gesetzes: So hat beispielsweise der britische Pensionsfonds-Manager Hermes Ende August mehrere deutsche Konzerne per Brief zur Durchführung des Aktionärsvotums aufgerufen und nach eigenen Angaben überwiegend positive Rückmeldungen erhalten (Clausen, 2009). Aus dieser Tatsache lässt sich folgern, dass die *Advisory Vote* als relevant empfunden wird. Es scheint, als wären sich

Tabelle 1: Beispiele zur Umsetzung des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung

Firma	Umgesetzter Aspekt	Details zur Umsetzung
BASF AG	Forderung, dass der gesamte Aufsichtsrat über die Vorstandsvergütung entscheiden soll (§ 87 Abs. 1 Satz 1 AktG)	Zukünftig wird nicht mehr allein der Präsidialausschuss, sondern der gesamte Aufsichtsrat die Vorstandsbezüge festlegen (o.V., 2009).
BASF AG	Forderung nach einer auf nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichteten Vergütungsstruktur (§ 87 Abs. 1 Satz 2 AktG)	Ab Januar 2010 müssen Vorstände 10% ihrer Tantiemen in Aktien des Unternehmens anlegen, die für vier Jahre fest liegen müssen (o.V., 2009).
Metro AG	Forderung nach einer auf nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichteten Vergütungsstruktur (§ 87 Abs. 1 Satz 2 AktG)	Der Vorstand und die Führungskräfte sollen aus eigenen Mitteln Aktien des Unternehmens erwerben und mehrere Jahre halten. Für den Vorstand liegt der über drei Jahre zu investierende Betrag etwa in Höhe eines Netto-Jahresgrundgehalts (Umfrage dpa, 2009).
Bayer AG	Forderung nach einer auf nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichteten Vergütungsstruktur (§ 87 Abs. 1 Satz 2 AktG)	Der langfristige Anteil der variablen Vergütung wird erhöht und die Laufzeit des Long-Term-Incentive-Plans (LTI) wird verlängert. Die kurzfristige variable Vergütung wird nur noch zur Hälfte sofort ausgezahlt, während die andere Hälfte in virtuelle Aktien mit dreijähriger Sperrfrist umgewandelt wird. Vorstände müssen 100% bzw. der Vorstandsvorsitzende muss 150% eines jährlichen Fixgehalts in Bayer-Aktien halten. Zuvor waren es nur 40% (Bayer AG, 2010).
Siemens AG	Forderung nach einer auf nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichteten Vergütungsstruktur (§ 87 Abs. 1 Satz 2 AktG)	Siemens hat bei der Zusage von Stock Awards die Anwendung mehrjähriger Performance-Kriterien auf Basis des Gewinns je Aktie vorgesehen. Dafür wurde des Weiteren ein Schwankungskorridor von 20 Prozent nach oben und unten eingeführt (Cromme, 2010).
Infineon AG	Möglichkeit, Vorständen (Ruhe-) Gehälter zu kürzen, falls sich die Lage der Firma so verschlechtert, dass eine Weiterzahlung der alten Bezüge unbillig wäre (§ 87 Abs. 2 Satz 1)	Dem ehemaligen CEO Ziebart wurden seine bereits zugesicherten Pensionen nachträglich um 25% gekürzt (Clausen/Klusmann, 2009; Schwanitz/Goebbels, 2009).
Douglas AG, Siemens AG, Thyssen Krupp AG, TUI AG, Wincor Nixdorf AG	Empfehlung eines Votums zum Vergütungssystem durch die Hauptversammlung (<i>Advisory Vote</i> ; § 120 Abs. 4 AktG)	Diese Firmen führten die <i>Advisory Vote</i> in Ihren diesjährigen Hauptversammlungen durch. Das Votum der Aktionäre fiel sehr unterschiedlich aus. Während die TUI AG 30% Gegenstimmen erfuhr, fanden die Vergütungssysteme der Thyssen Krupp AG und der Wincor Nixdorf AG jeweils 99% Zustimmung (Fockenbrock, 2010).

die Eigner der Funktion der *Advisory Vote*, wieder eine direktere Verbindung zwischen Prinzipal und Agent herzustellen, bewusst und nutzten diese daher aktiv.

Jedoch geht nicht in allen Firmen die Umsetzung so schnell voran wie in den vier genannten Beispielen. So haben die MAN AG und die Infineon AG vorerst auf eine *Advisory Vote* während der Hauptversammlung verzichtet. Die Unternehmen begründeten ihre Entscheidung damit, dass ihre Vergütungssysteme noch in der Überarbeitung seien und eine Abstimmung an dieser Stelle daher noch nicht sinnvoll sei (Fockenbrock, 2010). Dieses zögerliche Verhalten kann darauf hinweisen, dass bisher bei einigen Firmen bei der Bestimmung des Vorstandsgehalts tatsächlich eigene Interessen verfolgt worden sind. Die Aufsichtsräte wollen ggf. zunächst die Zeit nutzen, die Gehaltsstrukturen zu korrigieren, bevor sie die Hauptversammlung über diese abstimmen lassen.

VI. Fazit

Als Fazit zum Gesetz der Angemessenheit der Vorstandsvergütung möchten wir mehrere Punkte herausstellen:

1. Hanau (2009), Thüsing (2009) und von Kann/Keiluweit (2009) vertreten die Ansicht, dass von dem Gesetz keine weitreichenden Veränderungen ausgehen. Vielmehr werden Sachverhalte noch einmal festgeschrieben, die ohnehin bereits als Empfehlungen des DCGK vorlagen. Wir vertreten jedoch die Ansicht, dass gerade von den Regelungen in Bezug auf die Reduktion von Gehalt und Ruhegehalt bei verschlechterter Lage der Gesellschaft und zum Selbstbehalt durchaus ökonomisch relevante Effekte auf die Höhe der Vergütung zu erwarten sind. Gehaltssteigerungstendenzen können nicht ausgeschlossen werden.
2. Viele Sachverhalte bleiben sehr weich geregelt: Wann die Weiterzahlung eines Gehaltes „unbillig“ ist oder unter welchen Voraussetzungen ein Vorstandsgehalt nicht mit der vorliegenden Gehaltsstruktur des Unternehmens in Einklang ist, werden im Zweifel Gerichte entscheiden müssen.

3. Zur Angemessenheit im engeren Sinne wird im Gesetz wenig Konkretes ausgesagt. Vielmehr setzt das Gesetz an verschiedenen Punkten zur Anpassung der Vorstandsvergütung und der Funktionalität der Organe Vorstand/Aufsichtsrat an. Es schafft z. B. eine bessere Möglichkeit, Vorstände und Aufsichtsräte zur Verantwortung zu ziehen sowie die Einführung langfristiger Anreize oder Regeln, die ein besseres Funktionieren des Aufsichtsrates nach sich ziehen sollen.
4. Die Möglichkeiten, Vorstandsgehälter und -pensionen zu reduzieren und der verpflichtende Selbstbehalt bei einer Managerhaftpflichtversicherung haben Auswirkungen auf die Partizipationsbedingung des Vorstandes als Agent. Besonders bei risikoaversen Vorständen kann es zu höheren Gehaltsforderungen, vor allem in schwierigen Branchen und Unternehmen kommen. Diese Hypothese sollte nach Verfügbarkeit einer Datenreihe empirisch überprüft werden.
5. Sofern Vorstände ihren Selbstbehalt nicht versichern, hätte dessen Einführung auch eine Auswirkung auf die Anreizbedingung und könnte den Agenten zu weniger riskantem Führungsstil anregen. Im Falle einer Selbstbehaltsversicherung kann dieser Effekt jedoch nicht eintreten.
6. Die Einführung langfristiger anstelle kurzfristiger Anreize durch eine spätere Erstausübungsmöglichkeit von Aktienoptionen ist nicht im Einklang mit der Effizienzmarkthypothese und kann dazu führen, dass schlechte Manager durch den Zeitverzug in der Optionsausübung von den Ergebnissen ihrer erfolgreichen Nachfolger profitieren. Wir vertreten die Ansicht, dass nicht die Haltedauer von Optionen die kritische Variable ist, sondern die Ausgabe von Aktienoptionen ohne Konditionierung auf die allgemeine Marktentwicklung. So halten wir es nicht für sinnvoll, dass Vorstände im wirtschaftlichen Aufschwung durch die Optionskomponenten ohne höhere eigene Leistung ein deutlich höheres Gehalt beziehen.
7. Einige Aspekte des Gesetzes, wie zum Beispiel die Tatsache, dass der gesamte Aufsichtsrat über die Vorstandsvergütung bestimmen muss und dass die Hauptversammlung mittels einer *Advisory Vote* über die vom Aufsichtsrat vorgeschlagene Vorstandsvergütung abstimmen darf, sind als positiv zu beurteilen. Sie reduzieren die *Agency-Kosten* und führen daher zu einer *angemesseneren* Vorstandsvergütung.

8. Der Blick in die Praxis zeigt, dass Firmen mit der neuen Gesetzgebung auf unterschiedlichste Weise umgehen: Insgesamt haben bereits 80% der Firmen ihr Vergütungssystem auf Einklang mit der neuen Gesetzgebung überprüft, rund die Hälfte haben bereits Änderungen vorgenommen (Kienbaum, 2010). Die Forderung, dass der gesamte Aufsichtsrat über das Vorstandsgehalt entscheidet, wurde bereits bei BASF umgesetzt (o.V., 2009). Der Forderung nach einer nachhaltigeren Vergütungsstruktur wurden z. B. Bayer, BASF, Metro und Siemens gerecht (o.V., 2009; Umfrage dpa, 2009; Bayer AG, 2010; Cromme, 2010), Infineon nutzte die Gelegenheit zur dauerhaften Herabsetzung der Bezüge (Clausen/Klusmann, 2009; Schwanitz/Goebbels, 2009). Die *Advisory Vote* wurde unter anderem bei Douglas, Siemens, ThyssenKrupp, TUI und Wincor Nixdorf durchgeführt (Fockenbrock, 2010).

VII. Literaturverzeichnis

Aktiengesetz (AktG) vom 30. Januar 1937 in der Fassung der Neubekanntmachung vom 6.

September 1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Art. 1 G vom 31. Juli 2009 (BGBl. I S. 2509) (BGBl. I S. 2509).

Balsmeier, B./Peters, H. (2009), "Personelle Unternehmensverflechtung und Vorstandsgehälter", *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Jg. 79, H. 9., S. 967-984.

Baums, T. (1994), "Der Aufsichtsrat - nützlich, schädlich, überflüssig?", *Working Paper*.
Universität Frankfurt.

Bayer AG (2010), "Bayer modifiziert Struktur der Vorstandsvergütung", abgerufen von
<http://www.bnc.bayer.com/bayer/bnci.nsf/id/DB9028B17184E46CC12576D60026F803?open&ccm=010010> am 03.05.2010.

Bebchuk, L. A./Fried, J. M. (2003), "Executive Compensation as an Agency Problem", *The Journal of Economic Perspectives*, Jg. 17, H. 3., S. 71-92.

Beier-Thomas, A. (2003), "D&O-Versicherung in der Krise Beobachtungen zum derzeitigen Marktgeschehen", *VersicherungsPraxis*, Jg. 93., S. 214–220.

Bhagat, S., Brickley, J. A./Coles, J. L. (1987), "Managerial Indemnification and Liability Insurance: The Effect on Shareholder Wealth", *The Journal of Risk and Insurance*, Jg. 54, H. 4., S. 721-736.

Blinda, A. (2009), "Ex-Konzernchef Pierer verweigert Millionenzahlung an Siemens", *Der Spiegel*, abgerufen von <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,661372,00.html> am 18.11.2009

Bolton, G./Ockenfels, A. (2000), "ERC: A theory of equity, reciprocity, and competition", *American Economic Review*, Jg. 90, H. 1., S. 166-193.

Booth, C. (2009), "Der D&O-Selbstbehalt beschädigt Deutschland", *Financial Times Deutschland*, abgerufen von <http://www.ftd.de/unternehmen/versicherungen/>

:versicherungskolumne-der-d-o-selbstbehalt-beschaedigt-deutschland/50033545.html
am 15.11.2009.

Boyer, M. M. (2003), "Is the Demand for Corporate Insurance a Habit? Evidence from Directors' and Officers' Insurance", *CIRANO Working Paper*.

Brenner, S. H./Schwalbach, J. (2009), "Legal institutions, board diligence, and top executive pay", *Corporate Governance: An International Review*, Jg. 17, H. 1., S. 1–12.

Broadway, R. W./Wildasin, D. (1984), *Public Sector Economics*, Boston/Toronto.

Bundesministerium der Justiz. (2009), "Angemessenere Vorstandsgehälter: VorstAG beschlossen", abgerufen von http://www.bmj.bund.de/enid/0,ba91c5636f6e5f6964092d0936303330093a095f7472636964092d0936323031/Pressestelle/Pressemitteilungen_58.html am 30.05.2010.

Cabras, M. (2009), "Ein Beispiel geben", *Focus Money*, Jg. 9, H. 45., S. 54-56.

Chwolka, A. (1999), "Der Aufsichtsrat als Überwachungsorgan - eine überflüssige Institution?", in: Albach, H., Eymann, E., Luhmer, A., Steven, M. (Hrsg.), *Die Theorie der Unternehmung in Forschung und Praxis*, Berlin, S. 627-649.

Clausen, S. (2009), "Aktionäre erzwingen Votum über Vorstandsgehälter", *Financial Times Deutschland*, abgerufen von <http://www.ftd.de/finanzen/maerkte/:druck-von-hermes-aktionaeere-erzwingen-votum-ueber-vorstandsgehaelter/50014388.html> am 12.11.2009.

Clausen, S./Klusmann, S. (2009), "Infineon kürzt Ex-Chef Pensionen", *Financial Times Deutschland*, abgerufen von <http://www.ftd.de/it-medien/it-telekommunikation/:verguetungsdiskussion-infineon-kuerzt-ex-chef-pension/559009.html> am 04.10.2009.

Core, J. E. (1997), "On the Corporate Demand for Directors' and Officers' Insurance", *The Journal of Risk and Insurance*, Jg. 64, H. 1., S. 63-87.

Cromme, G. (2010), "Rede des Vorsitzenden des Aufsichtsrats zur Siemens Hauptversammlung 2010", *Siemens AG*, abgerufen von <http://www.google.com/>

url?sa=X&q=http://w1.siemens.com/press/pool/de/events/corporate/2010-q1/2010-hv-rede-cromme.pdf&ct=ga&cd=mW-N08hFyCU&usg=AFQjCNGtBzXGL-JHyhsgtYNLOVsGf-AnPQ am 05.10.2010.

Deckstein, D., Hawranek, D., Mahler, A./Reuter, W. (2002), "Wer verdient, was er verdient?", *Der Spiegel*, abgerufen von <http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-22213321.html> am 15.11.2009.

Fama, E. F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, Jg. 25, H. 2., S. 383-417.

Fama, E. F./Jensen, M. C. (1983), "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics*, Jg. 26, H. 2., S. 301-326.

Fockenbrock, D. (2010), "MAN legt Aktionärsvotum auf Eis", *Handelsblatt*, abgerufen von <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/manager-verguetung-man-legt-aktionersvotum-auf-eis;2533867> am 03.05.2010.

Fromme, H. (2009a), "Versicherer zahlen für Siemens-Affäre", *Financial Times Deutschland*, abgerufen von <http://www.ftd.de/unternehmen/versicherungen/:verzicht-auf-ansprueche-versicherer-zahlen-fuer-siemens-ffaere/50010125.html?mode=print> am 18.11.2009.

Fromme, H. (2009b), "Gezerre um Managerhaftpflicht", *Financial Times Deutschland*, abgerufen von <http://www.ftd.de/unternehmen/versicherungen/:selbstbehalt-versicherungen-gezerre-um-managerhaftpflicht/50025172.html> am 15.11.2009.

Hanau, P. (2009), "Der (sehr vorsichtige) Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung", *NJW*, Jg. 62, H. 23., S. 1652-1653.

Herwartz, H. (2000), "Weekday dependence of German stock market returns", *Applied Stochastic Models in Business and Industry*, Jg.16, H. 1., S.47-71.

Hohenstatt, K. (2009), "Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung", *ZIP*:

- Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, Jg. 30, H. 9., S. 1349-1357.
- Holderness, C. G. (1990), "Liability insurers as corporate monitors", *International Review of Law and Economics*, Jg. 10, H. 2., S. 115-129.
- Höpner, A. (2009), "Von Pierer zahlt Siemens fünf Millionen Euro", *Handelsblatt*, abgerufen von <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/vergleich-in-schmiergeldaffaere-von-pierer-zahlt-siemens-fuenf-millionen-euro;2492691> am 28.01.2010.
- Jensen, M. C. (1978), "Some anomalous evidence regarding market efficiency", *Journal of Financial Economics*, Jg. 6, H. 2/3., S. 95–101.
- von Kann, J./Keiluweit, A. (2009), "Das neue Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung - Wichtige Reform oder viel Lärm um nichts?", *Wirtschaftsrecht*, Jg. 2009, H. 31., S. 1587-1592.
- Kienbaum. (2010), "Kienbaum-Studie zur Umsetzung des Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetzes", abgerufen von http://www.kienbaum.de/desktopdefault.aspx/tabid-501/649_read-6766//search_highlite-vorstandsverg%C3%BCtung/ am 05.03.2010.
- Kiethe, K. (2003), "Personliche Haftung von Organen der AG und der GmbH-Risikovermeidung durch D & O-Versicherung?", *Betriebsberater*, Jg. 58, H. 11., S. 537–541.
- Kiethe, K. (2004), "Aktioptionen für den Vorstand im Maßnahmenkatalog der Bundesregierung - ein Beitrag zur Überregulierung des Aktienrechtes", *WM*, Jg. 2004, H. 10., 458-466.
- Krämer, W./Runde, R. (1996), "Stochastic properties of German stock returns", *Empirical Economics*, Jg. 21, H. 2., S. 281–306.
- Krohn, P. (2010), "Manager auf der Suche nach Versicherungsschutz", *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, abgerufen von http://fuehrungskraefte.fazjob.net/fuer_bewerber/

- aus_der_beruf_und_chance_redaktion/?em_cnt=125966 am 30.05.2010.
- Krüger, A. (2010), "Vorwurf der Untreue – Streit um Versicherung für Manager", *Financial Times Deutschland*, abgerufen von <http://www.ftd.de/unternehmen/versicherungen/vorwurf-der-untreue-streit-um-versicherung-fuer-manager/50065604.html> am 03.05.2010.
- Lamont, O. A./Stein, J. C. (2006), "Investor Sentiment and Corporate Finance: Micro and Macro", *American Economic Review Papers and Proceedings*, Jg. 96, H. 2., S. 147-151.
- Lange, O. (2003), "D&O-Versicherung: Innenhaftung und Selbstbehalt", *Der Betrieb*, Jg. 56, H. 34., S. 1833–1837.
- Lessmann, P. (2002), "Telekom-Chef Ron Sommer zurückgetreten", abgerufen von <http://www.heise.de/newsticker/meldung/Telekom-Chef-Ron-Sommer-zurueckgetreten-Update-63412.html> am 18.11.2009.
- Lücke, O. (2005), "Die Angemessenheit von Vorstandsbezügen - Der erste unbestimmbare unbestimmte Rechtsbegriff?", *NZG*, Jg. 2005, H. 17., S. 692-697.
- Milgrom, P./Roberts, J. (1992), *The Economics, Organization and Management*, Upper Saddle River.
- Mühlenkamp, H. (2002). "'Marktversagen' als ökonomische Begründung für Interventionen der öffentlichen Hand", in: Hrbek, R./Nettesheim, M. (Hrsg.), *Europäische Union und mitgliedschaftliche Daseinsvorsorge*, Baden-Baden, S. 65-78.
- o.V. (2009), "BASF prescht vor", *Der Spiegel*, Jg. 63, H. 46., S 72.
- Olson, M. (1971), *The logic of collective action*. Cambridge, MA.
- O'Sullivan, N. (1997), "Insuring the Agents: The Role of Directors' and Officers' Insurance in Corporate Governance", *The Journal of Risk and Insurance*, Jg. 64, H. 3., S. 545-556.
- Paetzmann, K. (2008), "'Insuring the Agents' – Managerdisziplinierung und Rolle der D&O-

- Versicherung als Instrument der Corporate Governance", *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, Jg. 97, H. 2., S. 177-197.
- Proft, M., Köhler, R./Nieding, K. (2010), "Neue Regelungen für Aufsichtsräte – die Sicht der Aufsichtsratsvorsitzenden", Odgers Berndtson Group; Nieding & Barth Rechtsanwälts-gesellschaft.
- Reiche, L. (2005), "Die Deutsche Bank hat die Geduld verloren", *Manager Magazin*, abgerufen von <http://www.manager-magazin.de/geld/artikel/0,2828,367208,00.html> am 18.11.2009.
- Riechmann, T. (2006), "Cournot or Walras? Long-Run Results in Oligopoly Games", *Journal of Institutional and Theoretical Economics JITE*, Jg. 162, H. 4., S.702-720.
- Roos, S. (2005), *Unternehmensperformance und Vorstandswechsel - Eine empirische Analyse zur Effizienz deutscher Aufsichtsräte*, Würzburg.
- Roth, G./Wörle, U. (2004), "Die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats Recht und Wirklichkeit", *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Jg. 33, H. 5., S. 565-630.
- Schlautmann, C. (2009), "Eick: Ein Chef für 185 Tage", *Handelsblatt*, abgerufen von <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-dienstleister/eick-ein-chef-fuer-185-tage;2451863> am 23.11.2009.
- Schmid, S./Daniel, A. (2007), *Die Internationalität der Vorstände und Aufsichtsräte in Deutschland*, Gütersloh.
- Schwanitz, T./Goebbels, T. (2009), "Unruhestand bei Infineon", *Financial Times Deutschland*, abgerufen von <http://www.ftd.de/karriere-management/recht-steuern/:managerbezuege-unruhestand-bei-infineon/50006526.html> am 09.12.2009.
- Seele, A. (2007), *Rahmenbedingungen für das Verhalten von Aufsichtsratsmitgliedern deutscher börsennotierter Unternehmen - Eine ökonomische und verhaltenswissenschaftliche Analyse des Deutschen Corporate-Governance-Kodexes*,

Heidelberg.

Seibt, C./Saame, C. (2006), "Geschäftsleiterpflichten bei der Entscheidung über D & O-Versicherungsschutz", *Die Aktiengesellschaft*, Jg. 2006, S. 901–913.

Shiller, R. J. (2001), *Irrational exuberance*. New York.

Siemens AG. (2004), "Geschäftsbericht Siemens 2004", abgerufen von w1.siemens.com/.../de/.../geschäftsbericht/.../d04_00_gb2004_1230296.pdf am 18.11.2009.

Stadtman, G./Taneva, I. (2007), "Von absoluten und relativen Auszahlungen", *Das Wirtschaftsstudium (WiSu)*, Jg. 36, H. 8-9., S. 1060-1061.

Stadtman, G./Wißmann, M. (2007), "Zur Notwendigkeit des Vorstandsvergütungs-offenlegungsgesetzes", *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, Jg. 56, H. 2., S. 137-150.

Staples, C. L. (2007), "Board Globalisation in the World's Largest TNCs 1993-2005", *Corporate Governance: An International Review*, Jg. 15, H. 2., S. 311-321.

Streitz, M. (2007), "Aktienoptionen für 50 Millionen Euro", *Der Spiegel*, abgerufen von <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,druck-486412,00.html> am 15.11.2009.

Stuhr, A./Kaufmann, M. (2004), "Esser wurde doppelt bezahlt", *Manager Magazin*, abgerufen von <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,druck-309852,00.html> am 15.11.2009.

Stumm, K. (2006), "Kurzen Prozess gemacht", *Manager Magazin*, abgerufen von <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,451411,00.html> am 15.11.2009.

Thüsing, G. (2009), "Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung", *Die Aktiengesellschaft*, Jg. 2009, H. 15., S. 517-529.

Tirole, J. (1986), "Hierarchies and bureaucracies: On the role of collusion in organizations", *Journal of Law, Economics, and Organization*, Jg. 2, H. 2., S. 181-214.

- Umfrage dpa. (2009), "Wie die Dax-Firmen mit neuen Managerregeln umgehen", abgerufen von <http://www.abendblatt.de/wirtschaft/article1272924/Wie-die-Dax-Firmen-mit-neuen-Managerregeln-umgehen.html> am 22.11.2009.
- Vetter, E. (2000), "Aktienrechtliche Probleme der D & O Versicherung", *Die Aktiengesellschaft*, Jg. 2000, S. 453–458.
- Waldermann, A. (2009), "Ex-Siemens-Chef Pierer soll Millionenbuße zahlen", *Der Spiegel*, abgerufen von <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,656873,00.html> am 17.11.2009.
- Witt, P. (2003), *Corporate Governance*, Wiesbaden.
- Zimmermann, S. (2008), "Interne versus externe Rekrutierung von Vorständen in deutschen Aktiengesellschaften", *Diskussionspapier*.