



Dokumentation

Vorstandsvergütungen und Unternehmenserfolg

Vorstandsvergütungen und Unternehmenserfolg

Aktenzeichen: WD 5 - 3000 - 008/19
Abschluss der Arbeit: 12.02.2019
Fachbereich: WD 5 Wirtschaft und Verkehr, Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz

Die Wissenschaftlichen Dienste des Deutschen Bundestages unterstützen die Mitglieder des Deutschen Bundestages bei ihrer mandatsbezogenen Tätigkeit. Ihre Arbeiten geben nicht die Auffassung des Deutschen Bundestages, eines seiner Organe oder der Bundestagsverwaltung wieder. Vielmehr liegen sie in der fachlichen Verantwortung der Verfasserinnen und Verfasser sowie der Fachbereichsleitung. Arbeiten der Wissenschaftlichen Dienste geben nur den zum Zeitpunkt der Erstellung des Textes aktuellen Stand wieder und stellen eine individuelle Auftragsarbeit für einen Abgeordneten des Bundestages dar. Die Arbeiten können der Geheimschutzordnung des Bundestages unterliegende, geschützte oder andere nicht zur Veröffentlichung geeignete Informationen enthalten. Eine beabsichtigte Weitergabe oder Veröffentlichung ist vorab dem jeweiligen Fachbereich anzuzeigen und nur mit Angabe der Quelle zulässig. Der Fachbereich berät über die dabei zu berücksichtigenden Fragen.

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	4
2.	Studien/Dissertationen	5
2.1.	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PwC)	5
2.1.1.	PWC, Vergütungsstudie 2016	5
2.1.2.	PWC, Vergütungsstudie 2017	6
2.1.3.	PWC, Vergütungsstudie 2018	7
2.2.	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (DVFA)	8
2.3.	ifo Institut München	9
2.4.	Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Universität Leipzig	10
2.5.	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW)	11
2.6.	Stern Stewart & Co.	12
2.7.	Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln	12

1. Einleitung

Mit der vom Bundesministerium für Justiz im Jahr 2001 eingesetzten Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)¹ wurde ein Gremium geschaffen, um gesetzliche Vorschriften börsennotierter Unternehmen zusammenzufassen und Empfehlungen sowie Anregungen für eine nachhaltige, transparente Corporate Governance, u.a. durch Offenlegung der Vorstandsvergütungen, zu konzipieren. So wurden u.a.

- „die Offenlegungspflichten für börsennotierte Aktiengesellschaften mit dem Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (**Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz, VorstOG**)² aus dem Jahr 2005 konkretisiert.“³
„Das VorstOG war erstmals auf Jahres- und Konzernabschlüsse für das Geschäftsjahr 2006 anzuwenden. Börsennotierte Aktiengesellschaften mussten nunmehr die Bezüge der Vorstandsmitglieder, die im Berichtsjahr tätig sind, individualisiert und nicht mehr nur aggregiert offenlegen.“⁴
- das **Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG)**⁵, das am 5. August 2009 in Kraft trat, am 18. Juni 2009 verabschiedet.
Ausgelöst durch die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise reagierte der deutsche Gesetzgeber damit mit einer weiteren grundlegenden Neuordnung des gesetzlichen Rahmens und griff mit dem VorstAG, in die Grundordnung der Wirtschaft ein.
„Ausgehend von der grundlegenden Prämisse, dass die Vorstandsvergütung eine verhaltenssteuernde Wirkung auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung entfalten kann, wurden positive Anreiz-Elemente mittels langfristiger variabler Vergütungsbestandteile gesetzt. Zudem sollten sich auch negative Unternehmensentwicklungen noch stärker auf die konkrete Vergütungshöhe auswirken.“⁶
„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

1 <https://www.dcgk.de/de/kommission.html> (letzter Abruf: 11.02.2019)

2 Vgl. BGBl. Jg. 2005 Teil I Nr. 47, ausgegeben zu Bonn am 10. August 2005, S. 2267 f.

3 Zitiert aus: Daniela Mattheus/Karen Svenja Ditschke, Aktuelle Tendenzen bei der Vorstandsvergütung – ein Überblick, S. 96
[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Aktuelle_Tendenzen_bei_der_Vorstandsverguetung/\\$FILE/Aktuelle_Tendenzen_bei_der_Vorstandsverguetung.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Aktuelle_Tendenzen_bei_der_Vorstandsverguetung/$FILE/Aktuelle_Tendenzen_bei_der_Vorstandsverguetung.pdf) (letzter Abruf: 11.02.2019)

4 Zitiert aus: https://www.ilf-frankfurt.de/fileadmin/migrated/content_uploads/ILF_WP_093.pdf

5 Vgl. BGBl. Jg. 2009 Teil I Nr. 50, ausgegeben zu Bonn am 4. August 2009, S. 2509 ff.

6 Zitiert aus: Daniela Mattheus/Karen Svenja Ditschke, Aktuelle Tendenzen bei der Vorstandsvergütung – ein Überblick, S. 95
[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Aktuelle_Tendenzen_bei_der_Vorstandsverguetung/\\$FILE/Aktuelle_Tendenzen_bei_der_Vorstandsverguetung.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Aktuelle_Tendenzen_bei_der_Vorstandsverguetung/$FILE/Aktuelle_Tendenzen_bei_der_Vorstandsverguetung.pdf) (letzter Abruf: 11.02.2019)

des gleichen Unternehmens wechseln möchten und drittens die Advisory Vote der Hauptversammlung bezüglich der Höhe des Vorstandsgehältes.“⁷

Als aktuelle Neuerung steht die Umsetzung der „Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre“ in nationales Recht bis zum 10. Juni 2019 an.

Europäischer Rat, Rat der Europäischen Union, Aktionärsrechte in EU-Gesellschaften: Förmliche Annahme durch den Rat, Pressemitteilung 173/17 vom 03.04.2017
<https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2017/04/03/shareholder-rights-eu-companies/> (letzter Abruf: 11.02.2019)

RICHTLINIE (EU) 2017/828 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828> (letzter Abruf: 11.02.2019)

Deutscher Bundestag, Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Kerstin Andreae, Dr. Manuela Rottmann, Dr. Gerhard Schick, weiterer Abgeordneter und der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN – Drucksache 19/5441 – Aktionärsdemokratie und die Relevanz des Deutschen Corporate Governance Kodex, Drucksache 19/6043 v. 26.11.2018
<http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/19/060/1906043.pdf> (letzter Abruf: 11.02.2019)

2. Studien/Dissertationen

In der weiteren Vorgehensweise wird überblicksartig auf Studien und Dissertationen, die sich insbesondere der Thematik der Vorstandsvergütungen im Zeitablauf annehmen, verwiesen.

2.1. PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PwC)

2.1.1. PWC, Vergütungsstudie 2016

Die Vergütungsstudie 2016 der Beratungsgesellschaft PwC, die in Kooperation mit der Frankfurter Goethe-Universität erstellt wurde, kommt zu folgendem Ergebnis:

„Vorstands-Boni sind in Deutschland kaum mit dem langfristigen Unternehmenserfolg verknüpft. Rund 60 Prozent der Gesamtvergütungen für Dax- und MDax-Vorstände sind

7 Zitiert aus: Rosemarie Koch/Georg Stadtmann, Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, S. 3
https://www.wiwi.europa-uni.de/de/forschung/publikationen-projekte/dp/dokumente/288_Koch_Stadtmann.pdf (letzter Abruf: 11.02.2019)

leistungsabhängige Zahlungen. Mehr als die Hälfte davon sind langfristig ausgerichtet. Allerdings basieren die meisten dieser sogenannten "Long Term Incentives" auf Cash- und nicht auf Aktienplänen. Anders gesagt: Mit der Auszahlung entkoppelt sich der Bonus automatisch von der Geschäftsentwicklung.“⁸

PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PwC)/ Frankfurter Goethe-Universität, Vergütungsstudie 2016

<https://www.pwc.de/de/aufsichtsrate/assets/pwc-verguetungsstudie-2016.pdf> (letzter Abruf: 11.02.2019)

2.1.2. PwC, Vergütungsstudie 2017

PwC führt in einer Pressemitteilung zur Vergütungsstudie 2017, die in Kooperation mit der Frankfurter Goethe-Universität erstellt wurde, wie folgt aus:

„Unterm Strich fällt auf, dass sich die Vergütungsstrukturen in der deutschen Wirtschaft inzwischen eindeutig an einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung orientieren. So handelte es sich beispielsweise bei zwei Dritteln der variablen Gehälter von Dax-Chefs um sogenannte „Long Term Incentives“ – also um Vergütungskomponenten, die nur dann vollständig ausbezahlt werden, wenn das Unternehmen auch langfristig Erfolg hat. Darüber hinaus wird der Faktor Nachhaltigkeit auch in den maßgeblichen Regelwerken immer stärker betont“, sagt PwC-Vergütungsexpertin Nicole Fischer. „Die Corporate-Governance-Kommission hat ihre Vorgaben in diesem Jahr nochmals genau dahingehend präzisiert. Und auch die Richtlinie zur Corporate Social Responsibility forciert eine nachhaltige Unternehmensentwicklung, indem sie die vergleichbare Offenlegung nicht-finanzieller Aspekte fördert.“

Gleichwohl ließen sich die Vergütungsstrukturen bei vielen Unternehmen durchaus noch verbessern. So basieren die meisten „Long Term Incentives“ immer noch auf Cash- statt auf Aktienplänen – womit sich der Bonus im Moment der Auszahlung von der Geschäftsentwicklung abkoppelt. „Eine Alternative hierzu wären sogenannte Restricted Share Units, kombiniert mit speziellen Bedingungen, die im Fachjargon als Vesting-Klauseln bezeichnet werden“, erläutert PwC-Partnerin Raspels. Dieses Modell läuft darauf hinaus, langfristige Boni in Form von Aktien zu gewähren – und die Vorstände anzuhalten, die Papiere auch tatsächlich über einen längeren Zeitraum zu halten. Eine zusätzliche Komponente einer solchen, strikt nachhaltigen Vergütungsstruktur wären die international üblichen Share Ownership Guidelines. Petra Raspels: „Diese Richtlinien legen fest, dass Vorstände möglichst ein Mehrfaches ihrer Grundvergütung in Aktien des eigenen Unternehmens zu halten haben. Dadurch werden die persönlichen Interessen des Top-Managements endgültig mit den langfristigen Unternehmenszielen in Einklang gebracht.“⁹

8 PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PwC)/ Frankfurter Goethe-Universität, Vergütungsstudie 2016

<https://www.pwc.de/de/aufsichtsrate/assets/pwc-verguetungsstudie-2016.pdf> (letzter Abruf: 11.02.2019)

9 <https://www.pwc.de/de/pressemitteilungen/2017/vorstandsverguetung-auch-unterhalb-des-dax-ist-die-verguetung-an.html> (letzter Abruf: 11.02.2019)

PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PwC)/ Frankfurter Goethe-Universität, Vergütungsstudie 2017.

https://www.wiwi.uni-frankfurt.de/uploads/media/41813_Verguetungsstudie_2017_171110_SCREEN.PDF (letzter Abruf: 11.02.2019)

2.1.3. PWC, Vergütungsstudie 2018

Die Vergütungsstudie 2018 der Beratungsgesellschaft PwC, die in Kooperation mit der Frankfurter Goethe-Universität erstellt wurde, kommt zu folgendem Ergebnis:

- **„Stärkung der Aktionärsrechte**

Der Referentenentwurf für ein Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II) wurde am 11. Oktober 2018 durch das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz veröffentlicht. Die bis zum 10. Juni 2019 in nationales Recht umzusetzende, überarbeitete Aktionärsrechterichtlinie soll eine Stärkung der Aktionärsrechte herbeiführen. Neben Regelungen zu den Themenschwerpunkten „Related Party Transactions“ und „Know your Shareholder“ werden insbesondere die Mitspracherechte der Aktionäre bei der Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat (sog. „Say on Pay“) sowie die Verbesserung der Transparenz bei institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Stimmrechtsberatern einen künftigen Einfluss auf die Vergütungslandschaft in Deutschland haben.

- **Kein bindendes, lediglich empfehlendes Votum.**

Die Hauptversammlung hat fortan bei jeder wesentlichen Änderung der Vergütungspolitik, mindestens jedoch alle vier Jahre, über diese nach § 120a AktGE (AktiengesetzEntwurf) abzustimmen („Say on Pay“). Deutschland wird das Mitgliedsstaatenwahlrecht der Aktionärsrechterichtlinie ausüben und das Votum der Hauptversammlung lediglich beratend und nicht bindend umsetzen. Eine Verlagerung der Kompetenz vom Aufsichtsrat auf die Hauptversammlung wird im deutschen dualistischen System somit nicht intendiert. Neben der Abstimmung über die Vergütungspolitik hat die Hauptversammlung zukünftig auch jährlich ex post über den Vergütungsbericht abzustimmen.

- **Vergütungspolitik und Vergütungsbericht fortan auf der Internetseite.**

Die nun geforderte Offenlegung der Vergütungspolitik hinsichtlich zukünftiger Vergütung nach § 87a AktGE sowie der Vergütungsbericht über vergangene Zahlungen nach § 162 AktGE sind fortan nicht wie bisher nach § 289a Abs. 2 HGB im Lagebericht bzw. nach § 285 Nr. 9 HGB im Anhang zu veröffentlichen, sondern auf der Internetseite der Gesellschaft für mindestens zehn Jahre kostenfrei zugänglich zu machen. Die Umwandlung eines handelsrechtlichen zu einem aktienrechtlichen Publizitätsinstrument wirkt sich auch auf die jährliche Abschlussprüfung aus. Der Vergütungsbericht ist gemäß § 162 Abs. 3 AktGE künftig nur noch formell durch den Abschlussprüfer auf Vorhandensein zu prüfen.“

- **Transparenzvorschriften für Stimmrechtsberater**

Neue aktienrechtlich verankerte Transparenzpflichten für Stimmrechtsberater fordern gemäß § 134d AktG-E neben einer Erklärung zur Einhaltung eines Verhaltenskodex („comply or explain“) weitere Informationen zu den eingesetzten Methoden und Modellen, zur Qualitätssicherung sowie zur Vermeidung potentieller Interessenskonflikte. In Anbetracht der gestiege-

nen Bedeutung der Stimmrechtsberater in Deutschland sollen die erhöhten Transparenzanforderungen als zusätzliche Garantie für Richtigkeit und Zuverlässigkeit der Informationen sowie Professionalität und Zuverlässigkeit der Stimmrechtsberater dienen.“¹⁰

PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PwC)/Frankfurter Goethe-Universität, Vergütungsstudie 2018.

<https://www.pwc.de/de/aufsichtsräte/verguetungsstudie-2018.pdf> (letzter Abruf: 11.02.2019)

2.2. Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (DVFA)

Eine gemeinsame Studie **der DVFA sowie der Professoren Dr. Markus Arnold, Universität Bern, und Professor Dr. Martin Artz, Universität Münster** vom November 2018 beschäftigt sich mit der optimalen Vergütung von Dax-Vorständen aus Sicht von Investment Professionals.

Die Studie kommt hierbei zu folgenden Kernaussagen:

- *„Die Befragten formulieren Grenzen für eine maximal akzeptable Gesamtvergütung von Ø 10,4 Mio. €; dies entspricht einem Rückgang im Vergleich zum letzten Jahr um mehr als ein Drittel (Befragung 2017: Ø 15,8 Mio. €). Hierbei halten 40% der Befragten die tatsächliche durchschnittliche Gesamtvergütung von Ø 6,35 Mio. € implizit für zu hoch. 2017 lag dieser Wert noch bei 27%.*
- *Fast alle Befragten glauben, dass CEOs auch für deutliche geringere Summen an Gesamtvergütung arbeiten würden als derzeit gezahlt werden (Annahme der Befragten: Ø 2,63 Mio. € versus einer aktuellen durchschnittlichen Gesamtvergütung von Ø 6,35 Mio. €). Dieser Wert ist im Vergleich zu den Vorjahren noch einmal gesunken und kann als Indiz für Governance-Probleme bei der Vergütung verstanden werden.*
- *Ein großer Teil der Befragten ist der Meinung, dass sich die Verantwortung der CEOs für das Unternehmensergebnis bei Misserfolg auch in der Vergütung niederschlagen sollte. So fordern 29.2% negative Boni im Fall verfehlter Unternehmensziele. 77.9% sprechen sich grundsätzlich für eine Begrenzung der Gesamtvergütung aus, unabhängig von der Leistung. Die Mehrheit von 67.3% plädiert im Fall einer vorzeitigen Entlassung lediglich für eine Auszahlung des ausstehenden Fixgehältes als Abfindung.*
- *Die Befragten plädieren insgesamt für ein hohes Maß an Transparenz. So soll vor allem die Höhe der Gesamtvergütung, deren Aufteilung in fixe und variable Bestandteile, sowie deren Fristigkeit offengelegt werden.*
- *Die Befragten fordern einen deutlich höheren Anteil der fixen Vergütung und einen geringeren Anteil kurzfristiger Boni bei der Vergütung von Top-Managern. So sollte laut DVFA Mitgliedern der Anteil des Fixgehältes gut die Hälfte der Gesamtvergütung ausmachen (50.7%). Faktisch betrug der tatsächliche Anteil der fixen Vergütung in der Berichtssaison*

10 PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (PwC)/Frankfurter Goethe-Universität, Vergütungsstudie 2018.
<https://www.pwc.de/de/aufsichtsräte/verguetungsstudie-2018.pdf> (letzter Abruf: 11.02.2019)

2018 lediglich 25.4%. Weitere Ergebnisse der Studie zeigen, dass die Befragten den Unternehmenserfolg nur bedingt geeignet zur Leistungsmessung bei Bonuszahlungen empfinden.

- Die Befragten wünschen sich eine Begrenzung variabler Anteile auf insgesamt 42.3%, während in der Berichtssaison der Anteil variabler Vergütung in DAX-Unternehmen faktisch 63.2% betrug. Hierbei sollten langfristige, d.h. mehrjährig ausgerichtete Boni mit ca. 75% den größten Anteil an variabler Vergütung ausmachen. In der Berichtssaison 2018 lag dieser Anteil bei ca. 50% der gesamten variablen Vergütung.
- Im Vergleich zum letzten Jahr stieg die Bereitschaft, hieraus aktiv Konsequenzen zu ziehen, an. Dabei werden der Verkauf von Wertpapieren des Unternehmens oder die Abstimmung gegen Vorschläge des Vorstands auf der Hauptversammlung als mit Abstand häufigste Antworten genannt.¹¹

Ergänzend sehen die beiden Universitäten im Laufe der letzten Jahre einen deutlichen Trend hin zu einer Präferenz für höhere Fixgehälter und geringere Boni. Die Studienergebnisse zeigen, dass die befragten Investment Professionals keinen besonders starken Zusammenhang zwischen Leistung und kurzfristigen Bonuszahlungen sehen und eine Verringerung kurzfristiger Boni als derzeitige beste Lösung gesehen wird.

Weiterhin werden die Wahrnehmungen in der Öffentlichkeit, dass Bezahlung und Leistung von DAX30 CEOs oftmals auseinanderklaffen, auch von den befragten Investment Professionals geteilt. Hierbei ist im Zeitablauf zu erkennen, dass die Kritiker einer zu hohen Gesamtvergütung der DAX 30 CEOs unter den Befragten in den letzten vier Jahren zugenommen haben. Um hier auch aktiv werden zu können, besteht ein starker Wunsch nach Transparenz in der Offenlegung, um gegenüber dem Vorstand und Aufsichtsrat auch tätig werden zu können.¹²

DVFA DAX30 Vergütungsstudie: Die optimale Vergütung von Dax-Vorständen aus Sicht von Investment Professionals, November 2018.

<http://www.dvfa.de/mediathek/studienumfragen.html> (letzter Abruf: 11.02.2019)

2.3. ifo Institut München

Johannes Steinbrecher analysiert den Zusammenhang zwischen den Führungs-, Kontroll- und Anreizstrukturen und der Geschäftsentwicklung deutscher Banken. Der 2016 erschienene Forschungsbericht, der auf der Dissertationsschrift von Johannes Steinbrecher während seiner Zeit als Doktorand der Dresdner Niederlassung des ifo Instituts – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e.V. basiert, kommt zu folgendem Fazit:

11 DVFA DAX30 Vergütungsstudie: Die optimale Vergütung von Dax-Vorständen aus Sicht von Investment Professionals, November 2018.
<http://www.dvfa.de/mediathek/studienumfragen.html> (letzter Abruf: 11.02.2019)

12 DVFA DAX30 Vergütungsstudie: Die optimale Vergütung von Dax-Vorständen aus Sicht von Investment Professionals, November 2018.
<http://www.dvfa.de/mediathek/studienumfragen.html> (letzter Abruf: 11.02.2019)

„Die Ergebnisse dieser Arbeit stärken die Argumente für den Einfluss der Corporate Governance auf den Unternehmenserfolg. Dies gilt sowohl im Hinblick auf die Expertise der Führungs- und Kontrollgremien als auch im Hinblick auf die Anreizstrukturen in den Banken. In Übereinstimmung mit den formulierten Hypothesen geht eine höhere Expertise mit einer höheren Bankprofitabilität und niedrigeren Risiken einher. Höhere Bonuszahlungen führen hingegen zu höheren Risiken. Bei den Analysen wurde darüber hinaus deutlich, dass die hier untersuchten Indikatoren theoretisch besser zur Erklärung der vermuteten Zusammenhänge geeignet sind, aber nur bedingt mit den traditionell verwendeten Governance-Indikatoren korreliert sind. Die Befunde stärken somit ebenfalls die Vermutung, dass bei der Analyse der Corporate-Governance-Strukturen detailliertere Indikatoren Verwendung finden sollten, da die traditionellen Indikatoren die relevanten Zielgrößen nur unvollständig abbilden können. Dabei zeigen die Ergebnisse aber auch, dass für eine exakte Quantifizierung der Einflusskanäle detaillierte Daten notwendig sind. Die Identifikation sinnvoller Governance-Performance-Kombinationen wurde durch die in dieser Arbeit verwendeten aggregierten, jährlichen Daten erschwert: Einerseits müssen die Governance-Indikatoren für eine Analyse auf der Bankebene sinnvoll verdichtet werden. Durch diesen Arbeitsschritt gehen jedoch viele Informationen verloren. Andererseits muss bei den Performance-Variablen eine möglichst klare Einflussnahme durch die jeweils untersuchten Akteure (z. B. das Vorstandsteam oder die Mitarbeiter der Kapitalmarktspar-ten) gewährleistet werden. Beide Voraussetzungen sind bei aggregierten Daten jedoch nur schwer zu erfüllen.“¹³

Johannes Steinbrecher, 2016, Corporate Governance und Unternehmenserfolg. Eine empirische Analyse des Zusammenhangs zwischen den Führungs-, Kontroll- und Anreizstrukturen und der Geschäftsentwicklung deutscher Banken, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, 64.
https://www.cesifo-group.de/DocDL/ifo_Beitraege_z_Wifo_64.pdf (letzter Abruf: 11.02.2019)

2.4. Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Universität Leipzig

Silke Niklaus analysiert in ihrer 2015 erschienenen Dissertation den Zusammenhang zwischen Topmanagementteams und Unternehmenserfolg aus vertraglicher und demografischer Perspektive. In ihrem Ergebnis kommt sie zu folgenden Aussagen:

„Topmanagementteams üben kontextspezifisch vor dem Hintergrund eines gewissen Diskretionsspielraumes, einen maßgeblichen Einfluss auf den Unternehmenserfolg aus. Die Literatur dazu thematisiert neben der Qualität von Anreiz- und Kontrollsystemen auch die des jeweiligen Handlungsfreiraums, der Topmanagern zur Verfügung steht. Theoretische Implikationen verweisen darauf, dass monetäre Leistungsanreize und Kontrollmechanismen die Vertragsbeziehung, die zwischen Unternehmenseignern und angestellten Topmanagern besteht, vor dem Hintergrund, dass Informationen asymmetrisch verteilt sind und

13 Johannes Steinbrecher, 2016, Corporate Governance und Unternehmenserfolg. Eine empirische Analyse des Zusammenhangs zwischen den Führungs-, Kontroll- und Anreizstrukturen und der Geschäftsentwicklung deutscher Banken, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, 64, S. 194
https://www.cesifo-group.de/DocDL/ifo_Beitraege_z_Wifo_64.pdf (letzter Abruf: 11.02.2019)

Unsicherheit existiert, optimiert. In realen Beziehungen führen aber u.a. kontextspezifische Besonderheiten und soziale Komponenten dazu, dass der implizierte Zusammenhang zwischen Leistung und Lohn deutlich geringer ausfällt. Die Funktionsweise von Kontrollmechanismen als Optimierungsfaktor ist ebenso als begrenzt zu sehen.....“¹⁴

Silke Niklaus, 2015, Der Zusammenhang zwischen Topmanagementteams und Unternehmenserfolg aus vertraglicher und demografischer Perspektive – ein integrativer Ansatz, Dissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Leipzig. <http://www.qucosa.de/fileadmin/data/qucosa/documents/17629/Dissertation%20Silke%20Niklaus.pdf> (letzter Abruf: 11.02.2019)

2.5. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW)

Hagen Krämer beschäftigt sich im Rahmen des Sozio-ökonomischen Panels (SOEP) des DIW mit der marktorientierten und sozialen Legitimation von Topmanager-Gehältern und führt hierzu einleitend aus:

„Die Ungleichheit der Einkommensverteilung hat nicht zuletzt deshalb stark zugenommen, weil die Bezieher von Spitzeneinkommen überproportional hohe Einkommenszuwächse erzielen. Vor allem der mittlerweile immense Abstand der Gehälter von Topmanagern zu den von Normalverdienern wird in Öffentlichkeit und Wissenschaft intensiv diskutiert. Der vorliegende Beitrag stellt die Topmanager-Vergütungen in den Zusammenhang mit ökonomischem und normativem Marktversagen. Außerdem wird der Frage nachgegangen, ob eine Verteilungsnorm dazu dienen könnte, die Höhe der Spitzeneinkommen einer Gesellschaft – unabhängig von ihrer Marktkonformität – zu beurteilen und gegebenenfalls zu begrenzen.“¹⁵

Hagen Krämer, 2013, Spitzeneinkommen zwischen ökonomischem und normativem Marktversagen: Marktorientierte und soziale Legitimation von Topmanager-Gehältern, DIW Berlin, German Socio-Economic Panel Study (SOEP) 619-2013. https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.435858.de/diw_sp0619.pdf (letzter Abruf: 11.02.2019)

14 Silke Niklaus, 2015, Der Zusammenhang zwischen Topmanagementteams und Unternehmenserfolg aus vertraglicher und demografischer Perspektive – ein integrativer Ansatz, Dissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Leipzig, S. 229 ff. <http://www.qucosa.de/fileadmin/data/qucosa/documents/17629/Dissertation%20Silke%20Niklaus.pdf> (letzter Abruf: 11.02.2019)

15 Hagen Krämer, 2013, Spitzeneinkommen zwischen ökonomischem und normativem Marktversagen: Marktorientierte und soziale Legitimation von Topmanager-Gehältern, DIW Berlin, German Socio-Economic Panel Study (SOEP) 619-2013. https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.435858.de/diw_sp0619.pdf (letzter Abruf: 11.02.2019)

2.6. Stern Stewart & Co.

Dr. Maximilian Koch und Gerhard Nenning vom Strategieberatungsunternehmen Stern Stewart & Co. kommen in ihrem 2006 erschienenen Beitrag „Anreizsysteme und gute Unternehmensführung Anforderung aus Corporate Governance Sicht an die Vergütung des Vorstands und Aufsichtsrats“ zu folgender Einschätzung:

„Die Debatte um gute Unternehmensführung hat ein Thema auf die Agenda gebracht, das lange kein Interesse nach sich zog. Wie sieht ein sinnvolles Vergütungssystem für den Vorstand und Aufsichtsrat aus? Grundsätzlich besteht Einigkeit, dass sich die Entlohnung am Wohlergehen des Unternehmens orientieren muss. Der Deutsche Corporate Governance Kodex empfiehlt, dass sich die variable Vergütung „auch“ auf den langfristigen Unternehmenserfolg beziehen soll. Da der langfristige Unternehmenserfolg das höchste Ziel der Aktionäre ist, ist dieser Forderung sicherlich zuzustimmen. Strittig ist hingegen, wie ein solches Vergütungssystem konkret aussehen soll. Prominente Vorschläge reichen von einer Koppelung der Aktionärsvergütung an die ausgeschüttete Dividende, über die Integration von Aktienoptionen bis hin zur Anbindung an operative Renditegrößen. Doch alle bisher diskutierten Vorschläge taugen nicht, die nachhaltige „Steigerung des Unternehmenswertes“ als Unternehmensziel zu unterstützen. Notwendig ist vielmehr ein wertorientiertes Vergütungssystem: Es setzt die Forderung nach einem unternehmerischen ChancenRisiko-Profil in die Unternehmensrealität um: Daneben wird ein zielgerichteter Anreiz zur Verbesserung der Unternehmenskontrolle geschaffen. Dies gilt gerade auch für Vorstände und Aufsichtsräte, deren Vergütung im Sinne einer guten Corporate Governance von der Wertsteigerung des Unternehmens abhängig sein sollte. Das hier vorgestellte System einer wertorientierten Vergütung setzt die Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodexes in konkrete Handlungsempfehlungen für die Unternehmenspraxis um.“¹⁶

Dr. Maximilian Koch/Gerhard Nenning, 2006, Anreizsysteme und gute Unternehmensführung Anforderung aus Corporate Governance Sicht an die Vergütung des Vorstands und Aufsichtsrats https://www.sternstewart.com/files/59_studie_33_anreizsysteme_und_gute_unternehmensfuehrung.pdf (letzter Abruf: 11.02.2019)

2.7. Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät der Universität zu Köln

Christian Drefahl untersucht in seiner 2017 erschienenen Dissertation „Essays zum Einfluss der Corporate Governance auf Vorstandsvergütung und Rechnungslegung“ u.a. den Aspekt der Marktüblichkeit von Vorstandsvergütungen und führt einleitend aus:

„Zur Ermittlung der marktüblichen Vorstandsvergütung vergleicht der Aufsichtsrat auf horizontaler Ebene die Vorstandsbezüge mit dem Marktumfeld des Unternehmens; ein

16 Dr. Maximilian Koch/Gerhard Nenning, 2006, Anreizsysteme und gute Unternehmensführung Anforderung aus Corporate Governance Sicht an die Vergütung des Vorstands und Aufsichtsrats https://www.sternstewart.com/files/59_studie_33_anreizsysteme_und_gute_unternehmensfuehrung.pdf (letzter Abruf: 11.02.2019)

vertikaler Vergleich stellt auf das innerbetriebliche Lohn- und Gehaltsgefüge im Unternehmen ab. Dieser wurde durch die aktuellen Änderungsvorschläge für den Deutschen Corporate Governance Kodex konkretisiert. Der Beitrag gibt einen Überblick zur Marktüblichkeit der Vorstandsvergütung und verweist auf Problembereiche des vertikalen Vergleichs, dem sich eine Bestandsaufnahme der DAX30-Unternehmen anschließt.“¹⁷

Christian Drefahl, 2017, Essays zum Einfluss der Corporate Governance auf Vorstandsvergütung und Rechnungslegung, Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln.

https://kups.ub.uni-koeln.de/8004/1/Dissertation_Christian_Drefahl_Druckversion.pdf (letzter Abruf: 11.02.2019)

Weitere nach Jahren gelistete Analysen sind den gemeinsamen Veröffentlichungen der **Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW)/ TU München** zu entnehmen.

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW), DSW-Vorstandsstudien

<https://www.dsw-info.de/publikationen/studien/vorstandsstudien/> (letzter Abruf: 11.02.2019)

* * *

17 Christian Drefahl, 2017, Essays zum Einfluss der Corporate Governance auf Vorstandsvergütung und Rechnungslegung, Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln, S. 35
https://kups.ub.uni-koeln.de/8004/1/Dissertation_Christian_Drefahl_Druckversion.pdf (letzter Abruf: 11.02.2019)