

DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

„Vergleich Corporate Governance Systeme zwischen
Deutschland und den USA und deren Auswirkungen auf
Managergehälter“

Verfasserin

Esra Köken

angestrebter akademischer Grad

Magistra der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
(Mag. rer. soc. oec.)

Wien, 2012

Studienkennzahl lt. Studienblatt:
Studienrichtung lt. Studienblatt:
Betreuer / Betreuerin:

A 157
Diplomstudium Internationale Betriebswirtschaft
Univ.-Prof. Dr. Besim Burçin Yurtoğlu

Eidesstattliche Erklärung

„Ich erkläre hiermit an Eides statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe.

Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.“

Wien, am 07.09.2012

Unterschrift
(Esra Köken)

Danksagung

Mein Dank gilt in erster Linie meinen Eltern, meinen Geschwistern, Freunden für die großartige Unterstützung während meiner gesamten Studien- und Arbeitszeit.

Einen großen Dank möchte ich Herrn Univ.-Prof. Dr. Besim Burçin Yurtoğlu aussprechen, zum einen für die Betreuung und Unterstützung meiner Arbeit und zum anderen für seine Hilfsbereitschaft und Freundlichkeit.

Seine unendliche Geduld, sein Fachwissen und seine menschliche Haltung machen ihn zum würdigen Vorbild.

Inhaltsverzeichnis

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	I
TABELLENVERZEICHNIS	II
1 ZIEL DIESER ARBEIT	1
2 EINLEITUNG	2
3 CORPORATE GOVERNANCE	4
3.1 DIE BEDEUTUNG VON REGELWERKEN FÜR EINE EFFEKTIVE AUSGESTALTUNG VON CORPORATE GOVERNANCE-SYSTEMEN.....	7
3.2 EINFÜHRUNG IN DIE CORPORATE GOVERNANCE	8
3.3 STAKEHOLDER VERSUS SHAREHOLDER-MODELL DER CORPORATE GOVERNANCE	9
3.4 DIE AGENCY-THEORIE VERSUS TRANSAKTIONSKOSTENTHEORIE	13
4 ZIELE UND WESEN VON CORPORATE GOVERNANCE	17
4.1 OECD GRUNDSÄTZE	18
4.2 KENNZEICHEN EINER „GUTEN“ CORPORATE GOVERNANCE	20
4.3 UNTERNEHMENS- BZW. KONZERNVERFASSUNG	20
4.4 SPITZENORGANISATION	21
4.5 INTERNE BZW. EXTERNE ÜBERWACHUNG.....	21
4.6 FÜHRUNGSKULTUR	23
4.7 UNTERNEHMENSBERICHTERSTATTUNG.....	23
4.8 CORPORATE-GOVERNANCE-RELEVANTE ORGANE	24
4.8.1 Leitungsorgan „Vorstand“	25
4.8.2 Kontrollorgan „Aufsichtsrat“	27
4.8.3 Anteilseigner Organ(e)	28
4.8.4 Abschlussprüfer.....	28
4.8.5 Etwaige interne Revision.....	30
5 CORPORATE GOVERNANCE SYSTEME IM VERGLEICH.....	33
5.1 ENTWICKLUNG DER CORPORATE GOVERNANCE IN DEUTSCHLAND.....	33
5.2 ENTWICKLUNG DER CORPORATE GOVERNANCE IN USA	38
5.3 GEGENÜBERSTELLUNG DEUTSCHLAND VS. USA.....	40
6 VERGÜTUNG VON VORSTÄNDEN IN DEUTSCHEN AKTIENGESSELLSCHAFTEN	43
6.1 STRUKTUR DER VORSTANDSVERGÜTUNG	43
6.2 ECONOMIC PROFIT.....	44
6.3 CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT.....	45
6.4 VERGLEICH DER VERGÜTUNGSSTRUKTUR DER DAX 30 UNTERNEHMEN	48

6.5	VERGÜTUNGSENTWICKLUNG VON DAX 30 VORSTÄNDEN	50
6.6	VERGÜTUNGSENTWICKLUNG VON DAX 30 AUFSICHTSRÄTE	53
6.7	TRENDWENDE DURCH DAS GESETZ ZUR ANGEMESSENHEIT DER VORSTANDSVERGÜTUNG?	58
6.8	FAZIT UND AUSBLICK	60
7	AKZEPTANZ DER DEUTSCHEN CORPORATE GOVERNANCE KODEX NORMEN 2010 ZUR MANAGEMENTVERGÜTUNG	63
8	USA – GESETZLICHE REGULIERUNG DER MANAGEMENT-VERGÜTUNG	66
8.1	REGIERUNGSAUFLAGEN UND RESTRIKTIONEN IN DEN VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA.....	66
8.2	FORM, STRUKTUR UND HÖHE DER VERGÜTUNG	67
8.3	KOMPETENZVERSCHIEBUNG IN RICHTUNG US-KONGRESS	69
9	ZUSAMMENFASSUNG	70
	LITERATURVERZEICHNIS	76
	CURRICULUM VITAE	81

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Fünf Kernbereiche der OECD Grundsätze	19
Abbildung 2: Darstellung Corporate Governance in Deutschland	36
Abbildung 3: Berechnung Cash Flow Return on Investment	46
Abbildung 4: Struktur der durchschnittlichen Vorstandsvergütung von 2005 bis 2009.....	53
Abbildung 5: Struktur der durchschnittlichen Aufsichtsratsvergütung von 2005 bis 2009	54
Abbildung 6: Entwicklung Vorstandsvergütung, Vergütungen leitender Angestellte & Gehälter im Vergleich zum nominalen BIP; 1976=Indexwert 1.	64
Abbildung 7: Entwicklung der Vergütung der Top 100 Vorstände und der Vergütung aller Vorstände im Vergleich mit der Entwicklung des nominalen BIP, 1976=Indexwert 1	65

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1: Begriffskomponente und Kennzeichen einer hohen Corporate Governance-Kultur .	24
Tabelle 2: Regelungsstufen der deutschen Corporate Governance Kodex	38
Tabelle 3: Gegenüberstellung Deutschland vs. USA.....	40
Tabelle 4: Economic Profit	45
Tabelle 5: Durchschnittliche fixe, variable und gesamte Vergütung des Vorstands	51
Tabelle 6: Durchschnittliche fixe, variable und gesamte Vergütung des Aufsichtsrats.....	53

*„Man muss die Obristen sehr gut zahlen,
sonst machen sie Beute auf eigene Faust“
(Albert von Wallenstein, *1583 - † 1634)¹*

1 ZIEL DIESER ARBEIT

Das Thema „Corporate Governance“ wird sowohl in Europa als auch in den USA intensiv diskutiert. Die Entlohnung von Topmanagern ist in dieser Debatte nicht unwesentlich. Trotz Finanzkrise haben hohe Bonuszahlungen an Topmanager die Diskussion verschärft was sowohl in der Gesellschaft als auch in der Politik folgende Frage aufwirft: Welche Auswirkungen hat die globale Krise tatsächlich auf die Managementvergütung?

Diese Frage soll im Laufe des Vergleichs der Corporate Governance Systeme in Deutschland und den USA und die unterschiedlichen Vergütungsinstrumente in beiden Ländern beantwortet werden. Welche Absichten verfolgen die Unternehmereigentümer auf ihre Manager bzw. auf die langfristige Bindung der Manager auf Unternehmensziele? Da die Vergütungspraktiken in den USA eine Vorreiterrolle darstellen, sollen diese Modelle eine mögliche Antwort auf die Gesamtentwicklung der Managergehälter geben.

Es werden die Vergütungsinstrumente und die Entwicklung der Vergütungshöhe der DAX 30 Unternehmen zwischen den Jahren 2005 und 2009 analysiert und die aktenorientierte Managementvergütung sowie deren kritischen Folgen untersucht werden.

¹ Vgl. Kienbaum (2004), S. 116

2 EINLEITUNG

Die Vergütung des Top-Managements steht in den letzten Jahren zunehmend im Blickpunkt und hat sich zu einem Reizthema in der Politik und Gesellschaft entwickelt.

Deutsche sowie US-amerikanische Banken wie z.B. die Commerzbank AG, Hypo Real Estate AG, Bank of America usw. haben zur Bewältigung der Finanzkrise beträchtliche Summen bzw. Zahlungen von den jeweiligen Regierungen erhalten. Diese Maßnahmen bieten der Politik die Möglichkeit in die Vergütung dieser Institute einzugreifen.

Managergehälter als „gerechte Vergütung für gute Leistung“ und Trotz Krise hohe Bonuszahlungen an Topmanager oder als „Abzockerei – Verschwendung der Steuergelder“, sollen in diese polarisierende Betrachtung der Gesellschaft eine eventuelle Klarheit bzw. mögliche Erklärung bieten.

Die wissenschaftliche Diskussion um theoretische Fundierung und Wirkungsmechanismen auf die Managementvergütung derzeit wird ohnehin intensiv fortgeführt und stellt auch das breite Interesse und die Sicht aus Unternehmensseite dar.

Am Beginn dieser Arbeit werden die vielseitigen Gesichtspunkte der Corporate Governance Kodizes in Deutschland und in den USA dargelegt. Dies ermöglicht einen Vergleich der beiden unterschiedlichen Systeme und bietet Rückschlüsse auf die Unterschiede der verschiedenen Vergütungsmodelle.

Der Hauptteil der Arbeit analysiert die Vergütungshöhe der Topmanagergehälter in börsennotierten Unternehmen in Deutschland. Folglich wird ich im Zuge dieser Arbeit näher auf die Entwicklung und Maßnahmen des Deutschen Corporate Governance Kodex 2010 im Zusammenhang von Managergehältern eingegangen. Es soll veranschaulicht werden, wie Corporate Governance Kodex Regeln und Maßnahmen auf die Vergütungsverträge bzw. auf die Determinanten der Vergütungssysteme wirken, um die Absichtsdifferenz zwischen Principal und Agent auszugleichen.

Anhand der Darstellung der Principal Agent Problem soll unter anderem auch die Theorie verdeutlicht werden, dass der Interessenkonflikt der aufgrund Informationsasymmetrien zwischen den Kapitalgebern/Eigentümern und Managern entsteht, auch Einfluss auf die Höhe der Auszahlung an das Management hat. Dieses Problem führt

zu folgenden Überlegungen - Kann Aktien basierte anreizkompatible Vergütung diesen Interessenkonflikt lösen.

Nahezu jedes große deutsche Unternehmen verfügt über aktienbasierte Vergütungsinstrumente als Bestandteil der Gesamtvergütung. Diese werden dem Management mittels einer direkten Beteiligung am Unternehmen ausgegeben, um das Management langfristig an strategische Unternehmensziele zu binden. Diese Methode war bislang aus den USA bekannt. Im Hauptteil werden die aktienbasierte Vergütungsinstrumente durchleuchtet. Ziel ist es, die Vergütungsmodelle aufzuzeigen, die sich am langfristigen Unternehmenserfolg orientieren bzw. jene Modelle aufzuzeigen, die auf Basis von kurzfristig ausgelegtem Handeln heraus die Entlohnungshöhe beeinflussen oder die exzessiven Managergehälter rechtfertigen.

Die Analyse wird dabei auf Long Term Incentive Modelle, die in der Praxis angewendet werden, gelegt. Als LTI kann man die am langfristigen Unternehmensziel bzw. erfolgsorientierte Vergütungsmethode bezeichnen, die angemessen an die nachhaltige Unternehmensperformance gekoppelt wird.

Im letzten Kapitel erläutere ich die Regulierungsbestrebungen in den Vereinigten Staaten. Die US-amerikanischen Bestrebungen und Bestimmungen von in Schieflage geratenen Finanzinstitutionen sehen vor, unnötige und exzessive Risiken zu unterbinden. So wie vieles soll diese Maßnahme als Vorbildwirkung der US-Regierung auch in Europäischen Regierungen umgesetzt bzw. angenähert werden.

3 CORPORATE GOVERNANCE

In diesem Kapitel werden die Bedeutung und die unterschiedlichen Definitionen der Corporate Governance aufgezeigt. Als Grundlage für weitere Erkenntnisse wird dieses Thema ausführlich analysiert und auf Ziele, Aufbau und Wirkung näher eingegangen.

Das Thema der Corporate Governance, wurde erstmals in den 1930er Jahren erörtert. Als Grundstein ist die im Jahr 1932 erschienene Publikation von Berle und Means² anzusehen.

Jedoch wurde der Terminus „Corporate Governance“ erst viel später, nämlich 1984 von Williamson³ geprägt. Der von Williamson geschaffene Begriffsname hat nicht nur im angelsächsischen Bereich größten Anklang gefunden, sondern wird auch im deutschsprachigen Raum verwendet.

Der Begriff der Corporate Governance hat gegenwärtige Aktualität wie nie zuvor. Die Wirtschaftskrise, die Globalisierung des Wettbewerbs, länderübergreifende Fusionen und aufsehenerregende Krisen sind lediglich die Ursachen, weshalb Corporate Governance von Unternehmen zurzeit große Beachtung findet.

Einige Definitionen in der Fachliteratur für die Verdeutlichung der Bedeutung:

Langenbuchler/Blaum (1994)⁴:

„Rechte, Aufgaben und Verantwortlichkeiten der gesellschaftsrechtlichen Organe, der Anteilseigner, der Mitarbeiter und darüber hinaus der übrigen Interessensgruppen (Stakeholders), also derjenigen, die von der Leitung und vom Erfolg eines Unternehmens profitieren oder bei dessen Misserfolg Verluste erleiden.“

² Vgl. Berle/Means (New York 1932 rev. ed 1968)

³ Vgl. Williamson (ZgS 1984), S. 195

⁴ Vgl. Langebuchler/Blaum (1994), S. 2197ff

Shleifer/Vishny (1997)⁵:

„Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment. How do the suppliers of finance get managers to return some of the profits to them? How do they make sure that managers do not steal the capital they supply or invest it in bad projects? How do suppliers of finance control managers?“

Escher-Weingart (2000)⁶:

„Ordnungsgefüge, mittels dessen die Organe einer Gesellschaft zu einer optimalen Verfolgung der Ihnen vorgegebenen Interessen angehalten werden sollen. Es geht um bestmögliche Ausgestaltung der rechtlichen und faktischen Rahmenbedingungen der Leitung eines Unternehmens, die eine effiziente Aufteilung von Macht, Verantwortung und Kontrolle gewährleisten sollen.“

Monks/Minow (2000)⁷:

„Is the relationship among various participants in determining the direction and performance of corporations. The primary participants are (1) the shareholders, (2) the management (led by the chief executive officer) and (3) the board of directors.“

Fichtinger/Hrebice (2003)⁸:

„Corporate Governance ist (...) die Gesamtheit der auf die Aktionärsinteressen ausgerichteten Grundsätze und Regeln über Organisation, Verhalten und Transparenz, die – unter Wahrung von Entscheidungsfähigkeit und Effizienz der Führung - auf oberster Unternehmensebene ein ausgewogenes Verhältnis von Leitung und Kontrolle anstreben.“

⁵ Vgl. Shleifer/Vishny (1997), S. 737

⁶ Vgl. Escher-Weingart (2000), S. 387ff

⁷ Vgl. Monks/Minow (2001), S. 1

⁸ Vgl. Hrebicek/Fichtinger (2003), S. 28ff

Haberer (2003)⁹:

„Corporate Governance befasst sich mit der rechtlichen Ausgestaltung einer insbesondere betriebswirtschaftlich optimalen Unternehmensleitung und Unternehmenskontrolle.“

Nach Auffassung von Pastner¹⁰ erscheinen die obigen Definitionen eher suboptimal weil sie die Begriffsinhalte zu wenig klar bzw. nicht ausreichend treffend darlegen.

In Anbetracht der kritisierten Verschwommenheit bzw. Lückenhaftigkeit wird die von Haesler vorgenommene Begriffsbestimmung als eher zutreffend erachtet und ergänzend angeführt. Der angeführte Autor spricht von einem so genannten Begriffsinhalts-Fünfeck. Ihm zufolge resultiert der Begriffsinhalt aus den folgenden fünf Komponenten:¹¹

- Unternehmens- bzw. Konzernverfassung
- Spitzenorganisation
- Interner bzw. externer Überwachung
- Führungskultur
- Unternehmensberichterstattung

Ein „etwaiges“ Versagen in den einzelnen Bestandteilen des Fünfecks kann somit zu Unternehmenskrisen bzw. (beinahe)Unternehmens Zusammenbrüche führen, welche das Vertrauen in die Kapitalmärkte schwer belasten kann bzw. auch tatsächlich belastet.

Die Beseitigung von derartigen Mängeln bzw. Spannungsverhältnissen innerhalb und zwischen den fünf Elementen führt somit zu einer „guten“ Corporate Governance, welche sich wiederum positiv auf die Unternehmenssteuerung niederschlägt.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass es nicht nur eine einzige allgemeingültige Definition für Corporate Governance geben kann.

⁹ Vgl. Haberer (2003), S. 3

¹⁰ Vgl. Pastner (2005), S. 20

¹¹ Vgl. Haeseler/Gampe (2002), S. 75 ff

Dies ist von mehreren Faktoren abhängig, vor allem aber von, welchen Zugang bzw. Blickwinkel die definierende Person oder Organisation hat.

Aus diesem Grund wurden die vielen unterschiedlichen Auslegungen in diese Arbeit aufgenommen.

So wird im deutschsprachigen Raum unter Corporate Governance die verantwortungsvolle Unternehmensführung verstanden und die Förderung des Vertrauens aller externen Adressaten in den Mittelpunkt gestellt. Im angloamerikanischen Raum wird darunter die Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle verstanden.

So unterschiedlich die Definitionen von Corporate Governance sind, so vielfältig sind auch die Ausprägungen der internationalen Corporate Governance-Systeme. Jedes einzelne nationale Corporate Governance-System ist das Ergebnis zusammenhängender Faktoren, einschließlich der Kultur und Historie eines Landes, der nationalen gesetzlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen und der jeweiligen Wirtschaftsstruktur. Da diese Faktoren von Land zu Land sehr unterschiedlich ausgeprägt sind, hatten sich über die Jahre, trotz ähnlicher Kontroll- und Leitungsprobleme der Unternehmen, eine Vielzahl von unterschiedlichen nationalen Corporate Governance-Systemen entwickelt.¹²

3.1 Die Bedeutung von Regelwerken für eine effektive Ausgestaltung von Corporate Governance-Systemen

In einer sich globalisierenden Wirtschaft, in der die Unternehmen im Wettbewerb um günstiges (internationales) Kapital stehen, kann ein effektives Corporate Governance System ein wichtiger Wettbewerbsvorteil sein.¹³

„Internationale Kapitalströme eröffnen den Unternehmen den Zugang zu einer sehr viel größeren Zahl von Kapitalgebern. Wenn die Länder die Vorteile globaler Kapitalmärkte voll ausschöpfen und langfristiges „treues“ Kapital anwerben wollen, dann müssen die Corporate Governance Regeln glaubwürdig sein und auch über die Landesgrenzen hinaus richtig verstanden werden“.¹⁴

Eine Studie der Economist Intelligence Unit hat gezeigt, dass mehr als 80 % der europäischen und US-amerikanischen institutionellen Investoren bereit sind, für eine

¹² Vgl. Mintz (2005), S.584

¹³ Vgl. Hrebicek/Fichtinger (2003), S. 28

¹⁴ Vgl. OECD Prinzipien des CG Bericht (2004), S. 14

Beteiligung an einem Unternehmen mit guter Corporate Governance mehr zu bezahlen. Infolgedessen ist die Messung der guten Corporate Governance entstanden, so wurde die Governance Metrics International (GMI), eine unabhängige Governance Ratingagentur gegründet. GMI bewertet 1600 globale Unternehmen und präsentiert folgendes Ergebnis: Großbritannien wurde unter 23 Nationen als die Nation mit der besten Corporate Governance bewertet, gefolgt von Kanada und den USA. Japan und Griechenland sind als Länder mit der schlechtesten Corporate Governance bewertet worden.¹⁵

3.2 Einführung in die Corporate Governance

Das übergeordnete Erkenntnisobjekt der Corporate Governance ist die Wirkung von Leitung-, Kontroll- und Anreizstrukturen auf die Unternehmensperformance. Darunter fallen die übergeordneten Forschungsfragen nach der Verteilung von Entscheidungsrechten und der Kontrolle von Managern. Es ergeben sich folglich zwei zentrale Fragen:

Wer soll die Entscheidungen im Unternehmen treffen und sie beeinflussen?

Wie können Manager so kontrolliert werden, dass sie mit ihren Handlungen tatsächlich den definierten Unternehmenszweck verfolgen?

Die ökonomische Corporate Governance Literatur beschäftigt sich mit Modellen zur optimalen Vertragsgestaltung von Managern (Höhe und Art der Vergütung bzw. fixe versus variable Vergütungsbestandteile), den Anreizen und der Vergütung von Teammitgliedern bei Teamproduktion sowie der Struktur von Leitungssystemen (einstufiges versus zweistufiges System, Besetzung des Aufsichtsrates, Für und Wider der Mitbestimmung etc.).

Weiters wird in der Literatur zwischen einer engen und einer weiten Definition unterschieden. Der enge Begriff wird häufig mit dem angelsächsischen Corporate Governance System in Verbindung gebracht, während der weitere Begriff in Teilen Europas gebräuchlich ist. Die Unterscheidung der beiden Definitionen spiegelt gleichzeitig die verbreitete Diskussion über Shareholder-versus Stakeholder-Value Ansatzes wider.

¹⁵ Vgl. Mintz (2005), S. 585

*„Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment“
(Schleifer/Vishny, 1997, S.737)*

In dieser engen Definition liegt der Fokus auf der Trennung von Eigentum und Kontrolle und auf Regelungen und Sachverhalten, die gewährleisten, dass Manager sich im Sinne der Aktionäre bzw. Eigentümer der Unternehmung verhalten.

Letztendlich besitzen Corporate Governance-Systeme in praktisch allen Ländern in weiten Bereichen empfehlenden und keinen gesetzlich vorgeschriebenen Charakter, auch wenn Deutschland mit seinem vom Corporate Governance-Ansatz beeinflussten Aktiengesetz einige Elemente Corporate Governance wie Transparenz und Publizität in sein Rechtssystem übernommen hat. Das Funktionieren der Corporate Governance hängt vor allem von seiner tatsächlichen Anwendung ab, die jedoch, weil sie in den meisten Fällen auf Freiwilligkeit der Unternehmen beruht, unzureichend ist.

3.3 Stakeholder versus Shareholder-Modell der Corporate Governance

Schmidt erweitert den Begriff der Corporate Governance wie folgt:

„Corporate Governance is the totality of the institutional and organizational mechanism, and the corresponding decision making, intervention and control rights, which serve to resolve conflicts of interest between various groups which have a stake in a firm and which, either in isolation or in their interaction, determine how important decisions are taken in a firm, and ultimately also determine which decisions are taken.“¹⁶

Aus dieser Definition geht das Stakeholder-Modell der Corporate Governance hervor: Dieses Modell orientiert sich an allen Interessensgruppen, also an allen, die von der Leistung und vom Erfolg eines Unternehmens profitieren, oder bei dessen Misserfolg Verluste erleiden.¹⁷

Der kontinental-europäische Stakeholder-Value-Ansatz bezeichnet das Ziel der Unternehmung, für alle Interessensgruppen des Unternehmens, Wert zu schaffen. Man

¹⁶ Vgl. Schmidt (1997), S. 2

¹⁷ Vgl. Kutschker/Schmid (2006), S. 571

findet diesen Ansatz im deutschen Corporate Governance-System, bei dem nicht nur Vertreter der Mitarbeiter, sondern auch Vertreter von Fremdkapitalgebern, Lieferanten, Kunden aber auch Politiker, Mandate im Aufsichtsrat haben können.

Dieses System hat jedoch seine offensichtlichen Schwächen, da jede Interessensgruppe institutionell integriert wird, z.B. durch die Entsendung von Vertretern der Interessensgruppen in den Aufsichtsrat und Boards und somit die Entscheidungsfindung schwieriger, schwerfälliger und manipulierbarer machen. Bei unvereinbaren Zielen müsste eine Gewichtung von Interessen bzw. ein Kompromiss zwischen den beteiligten Parteien gefunden werden.¹⁸

Das zweite Modell der Corporate Governance ist das Shareholder-Modell. Der Shareholder-Value Ansatz bezeichnet die Maximierung des Shareholder-Value als das primäre Ziel der Unternehmung. Dieser Begriff wurde von Alfred Rappaport in den 80er Jahren entwickelt. Nach Definition von Rappaport bildet die Summe von Fremdkapital und Eigenkapital den ökonomischen Wert des Unternehmens, der Anteil des Eigenkapitals wird Shareholder Value bezeichnet.

Unternehmenswert = Fremdkapital + Eigenkapital

Der Grundgedanke war, dass bisherige Kennzahlen aus der Gewinnermittlung nicht den wahren Wert des Unternehmens widerspiegeln. Der Grundgedanke dieser Theorie war die Berücksichtigung der Kapitalbasis in Relation zu den Kapitalkosten zu berechnen und daraus eine Wertschaffung zu bilden.

Rappaport betont in seinen Aussagen stärkere Orientierung an den Interessen der Kapitalgeber und kritisiert die bisherigen Konzepte der Unternehmensführung.¹⁹

Der Ansatz von Rappaport misst den ökonomischen Wert einer Investition dadurch, dass, die über einen bestimmten, in der Zukunft liegenden Zeitraum prognostizierenden Kapitalflüsse (Cash Flows) mittels des Kapitalkostensatzes abgezinst werden (= Unternehmenswert). Cash Flows bilden sich aus der Differenz zwischen betrieblichen Einzahlungen und Auszahlungen. Der Diskontsatz besteht aus den Schätzungen der Kapitalkosten. Durch den Abzug von Fremdkapitalkosten vom Unternehmenswert geschaffene Shareholder Value ergibt die Rendite der Eigentümer bzw. Aktionäre (Total Shareholder Return).

¹⁸ Vgl. Witt (2003), S. 53ff

¹⁹ Vgl. Kramarsch (2004), S. 16ff

Diese Cash Flows basieren wiederum auf zwei grundlegenden Faktoren, den Eigentümerrenditen aus Dividenden (Gewinnausschüttungen des Unternehmens) und der Kurswertsteigerung²⁰

Rappaport betont in seiner These: "In einem wirksamen Shareholder Value System müssen die kurzfristigen Maßstäbe der Leistungsbewertung mit den Maßstäben stimmig sein, die im Rahmen des langfristigen, wertmaximierenden Planungsprozess entwickelt wurden"²¹

Die Gründe dafür sind zahlreiche Bewertungswahlrechte, erfolgsneutrale Betrachtung von Investitionen, unzureichende Berücksichtigung des Zeitwertes des Geldes. Die Korrelation der Gewinnkennzahlen bei börsennotierten Unternehmen mit dem Unternehmenswert wurde kritisiert und als unzureichend empfunden. Die Bemühungen der Manager durch Verbesserung der Gewinnkennzahlen den Börsenkurs zu erhöhen, sind somit wenig wirksam.²²

Der Shareholder-Value Ansatz weist also zum einen zu einer Methode zur Unternehmensbewertung und zum anderen auf ein Managementkonzept hin. Somit stellt Shareholder Value Ansatz ein Berechnungsverfahren des Unternehmenswertes dar und bietet zugleich Handlungsempfehlungen für das Management.

Der Unternehmenswert soll erhöht werden, indem:

- Investitionsprojekte mit einer negativen Eigenkapitalrendite abgelehnt werden sollen.
- Investitionsprojekte mit einer positiven Eigenkapitalrendite realisiert werden sollen.
- Bei nicht vorliegen von Investitionsprojekten, die eine positive Eigenkapitalrendite erwirtschaften können, die liquiden Mittel den Aktionären als Dividenden ausgeschüttet werden.²³

²⁰ Vgl. Rappaport (1999), S. 39ff

²¹ Vgl. Rappaport (1999), S. 133ff

²² Vgl. Haberer (2003); S. 241ff

²³ Vgl. Haberer (2003), S. 248-249

Die Ziele der Manager richten sich bei der Wahl von Strategien und Aktionen an der Steigerung der Wohlfahrt der Anteilseigner aus. Die Ziele der anderen Stakeholder, wie zum Beispiel, ein sicherer Arbeitsplatz für Mitarbeiter, ist sekundär. Es sind nur institutionelle Regelungen für den Interessensausgleich zwischen Eigenkapitalgebern und Managern und Groß- und Kleinaktionären erforderlich. Das lässt sich rechtfertigen, indem unterstellt wird, dass der Interessensausgleich mit Mitarbeitern, Fremdkapitalgebern und anderen Interessengruppen über Märkte, privatrechtliche Verträge und ein entsprechendes Gerichtssystem erfolge.²⁴

Die Wahl der Anteilseigner als ausschlaggebende Zielgruppe kann wie folgt begründet werden:

Es muss eine Zielgruppe festgelegt werden, da die Berücksichtigung mehrerer Zielgruppen aufgrund divergierender Interessen und Ziele nicht praktikabel ist.

Die Anteilseigner werden im Vergleich zu anderen Investoren als ausschlaggebende Zielgruppe für Entscheidungen der Geschäftsführung verstanden.

Nur Eigenkapitalgeber verfügen über einen Anspruch auf den residualen Cashflow, also den Überschuss der Einzahlungen über die Auszahlungen. Da sie keinen direkten Einfluss auf die Gestaltung des Residuums durch die Geschäftsführung haben, muss ihre Position mit Hilfe von vertraglichen und institutionellen Vereinbarungen geschützt werden. Die anderen Interessensgruppen wie Fremdkapitalgeber, Arbeitnehmer und Lieferanten haben fixe Auszahlungsansprüche an die Unternehmen.²⁵

Im Vorwort der 1999 erschienenen OECD Grundsätze der Corporate Governance findet man folgende Betonung auf den Anteilseigner unter den Anspruchsgruppen: „Allen guten Corporate Governance-Systemen gemeinsam ist indessen die hohe Priorität, die den Interessen der Aktionäre eingeräumt wird, die sich ja darauf verlassen, dass die Unternehmen umsichtig und effektiv mit den von ihnen investierten Mitteln umgehen.“²⁶

Amstutz (2007) hält jedoch fest, dass die Maximierung des Shareholder-Values ebenso die anderen Stakeholder Interessen zu einem gewissen Maß zu befriedigen hat, um eine langfristige Rentabilität des Unternehmens zu gewährleisten.²⁷

²⁴ Vgl. Witt (2003), S. 17

²⁵ Vgl. Schmidt (2001), S. 15

²⁶ Vgl. Seibert (1999), S. 340

²⁷ Vgl. Amstutz (2007), S. 53ff

3.4 Die Agency-Theorie versus Transaktionskostentheorie

Die Basis des Shareholder-Value-Ansatzes liegt in der Agency-Theorie. Sie beschäftigt sich mit der Trennung von Eigentum und Entscheidungsmacht im Unternehmen. Durch diese Trennung entsteht eine Principal-Agent-Situation.

Die Principal-Agent-Theorie bildet bis heute das dominante theoretische Paradigma der Corporate Governance-Forschung. Die Gründe dafür liegen in der Einfachheit der Theorie, da Probleme der Unternehmenspraxis auf zwei Parteien – Prinzipal (Eigentümer) und Agenten (Manager) – reduziert werden.²⁸

Sehr eng verwandt mit der Principal-Agent-Theorie ist auch die Transaktionskostentheorie. Sie geht auf Coase (1937) zurück, der erstmals auf die Kosten des Preismechanismus für Markttransaktionen hinwies und damit die Existenz von Unternehmen (Hierarchien) zur effizienteren Koordination von Transaktion erklärte. Williamson (1985) baute auf diese Idee auf und erweiterte die Transaktionskostentheorie. Viele Annahmen wie die der eingeschränkten Rationalität und des Eigeninteresses als Handlungsprimat liegen beiden Theorien zugrunde. Während bei der Transaktionskostentheorie jedoch die Grenzen der Unternehmung und verschiedene „governance structures“ wie Hierarchie, Markt und Kooperation im Mittelpunkt stehen, beschäftigt sich die Principal-Agent Theorie mit Vertragsbeziehungen unabhängig von (Unternehmens-)Grenzen.²⁹

Das Principal-Agent Problem oder kurz Agency-Problem ergibt sich *„if both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interest of the principal“*.³⁰

Jensen und Meckling (1976) gelten als die wichtigsten Vertreter der Principal-Agent-Theorie. Eine der zentralen Annahmen ist die des rationalen und den eigenen Nutzen maximierenden Entscheiders. Nach Michael Jensen und William Meckling geht es um eine Vertragsbeziehung bei dem der Principal den Agenten beauftragt, zu seinen Gunsten bestimmte Dienstleistungen durchzuführen die unter anderem ein bindendes Delegieren von Entscheidungen auf den Agenten überträgt. Es gilt dabei für

²⁸ Vgl. Schleifer/Vishny (1997), S. 737

²⁹ Vgl. Eisenhardt (1989), S. 64

³⁰ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308

beide Parteien den Nutzen zu maximieren. Jedoch besteht das Risiko dass der Agent nicht zu jeder Zeit im Sinne und Interesse des Principals agiert.

Warum einer derartige Teilung zwischen Eigentum und Kontrolle eines Unternehmens sein muss, lässt sich durch den zunehmenden Kapitalbedarf erklären. Dieser bedingt die Kapitalzuführung durch mehrere Eigentümer. Das Management ist nicht mehr durch die Eigentümer/Aktionäre möglich und wird daher auf einen Manager übertragen. Aktionäre werden zu Prinzipalen, wenn sie mit Managern bzw. Agenten Verträge zur Führung ihres Unternehmens abschließen.

Der Principal, stellvertretend für den Eigentümer des Unternehmens, delegiert die Unternehmensführung an den Agenten, den Manager. Der Manager handelt jedoch nicht nur im Sinne des Eigentümers, sondern verfolgt auch seine eigenen Interessen, wobei der Manager einen Informationsvorsprung gegenüber dem Eigentümer hat.³¹ Der Principal kann die Handlungen des Agenten nicht oder nur durch hohe Aufwendungen einsehen. Dies wird auch **Hidden Action** bezeichnet, denn der Agent kann seinen Vorteil ausnutzen, um eigene Ziele zu verfolgen anstatt die des Prinzipals (**Moral Hazard**).

Der Principal kann ein von seinem Interesse abweichendes Verhalten des Agenten eingrenzen, indem er gewisser Anreize in die Vergütungspolitik des Agenten einfließen lässt bzw. auch das Handeln des Agenten durch die Überwachung und Kontrolle der Kosten so gestaltet, dass eine rechtzeitige Reaktion im Falle einer Abweichung ermöglicht wird.

Die möglichen Quellen für Interessenskonflikte versuchen ein gut etabliertes internes und externes Governance System und somit Anreizverträge zu mindern. Interessenskonflikte sind weder neu noch vermeidbar, die Frage liegt vielmehr im Management dieser.³²

Agency Kosten setzen sich zusammen aus:

1. Kontroll- und Überwachungskosten
2. Kosten der Bindung des Verhalten des Managers, und zur Eingrenzung des Entscheidungsspielraums des Managers
3. dem Residual Loss

³¹ Vgl. Witt (2003), S. 18

³² Vgl. Demski (2003), S. 69

Als Residual Loss bezeichnet man die Abweichung zwischen dem Unternehmenswert bei optimaler Geschäftsführung im Sinne der Anteilseigner und dem Wert bei aktueller Geschäftsführung.³³

Ein effektives Corporate Governance System erfüllt in Folge drei primäre Funktionen: Erstens schützt es die Interessen der Kapitalgeber und der Stakeholder, die Leistungen für die Unternehmen erbringen und es löst Konflikte, die aus divergierenden Interessen entstehen.

Zweitens löst es Probleme die aus unvollständiger und unzureichender Informationsversorgung entstehen. Dies soll auch ein Lösungsansatz für Eigentümer sein, dass Agenten die bessere bzw. zeitnahe Informationen über den Zustand des Unternehmens und seiner Zukunftsaussichten haben, diesen Vorsprung zu korrelieren.

Ein weiteres Problem stellt die Risikoteilung bzw. die Risikopräferenz zwischen Principal und Agent dar. Das Hauptkapitel dieser Arbeit befasst sich mit der anreizorientierte Risikoteilung in Bezug auf Managementvergütung. Die Kapitalmarkttheorie unterscheidet zwischen dem marktbezogenem und unternehmensspezifischen Risiko. Es geht einerseits dabei um das Verhältnis zwischen einem marktbezogenen Risiko des Unternehmens im Vergleich zu einer Risikoneutralen Anlageform bzw. um das Risiko welche durch die Branche und Kapitalstruktur bedingt entsteht.

Während dem Eigentümer/Kapitalgeber die Entscheidung offen steht die Investitionsmöglichkeiten nach Risikokategorie zu wählen, steht dem Management diese Möglichkeit nicht zu, da diese Wahl an die Gesellschaft gebunden ist. Der Mangel an alternativen Investitionsmöglichkeiten kann das Management dazu verleiten, risikobehaftete Unternehmensstrategien zu verfolgen, die an risikobesetzte Entlohnung (exzessiv ausgestaltete variable Vergütungsinstrumente) gekoppelt sind.

Ein gut funktionierendes Corporate Governance-System sorgt dafür, dass Informationen vom Management weitergegeben werden und die aus asymmetrischer Informationsversorgung entstehenden, Probleme gelöst werden. Die dritte primäre Funktion ist die Beaufsichtigung und die Einflussnahme auf die Geschäftsführung der Unternehmen.³⁴

³³ Vgl. Schmidt (2001), S. 14

³⁴ Vgl. Crane/Schaede (2005), S. 516

Je besser das Corporate Governance-System diese Aufgaben erfüllt, desto geringer sind die Transaktions- und Agency-Kosten, desto effizienter ist der Faktoreinsatz und desto höher ist das Unternehmensergebnis.³⁵

³⁵ Vgl. Witt (2003), S. 2

4 ZIELE UND WESEN VON CORPORATE GOVERNANCE

Corporate Governance ist ein Modewort, welches, wie bereits mehrmals angesprochen, in der jüngeren Vergangenheit immer mehr Anerkennung und Wichtigkeit gewonnen hat. Viele Autoren, Wissenschaftler, Führungskräfte und auch die Medien setzen sich mit der Corporate Governance Thematik intensiver auseinander. Um diesen Umstand zu hinterfragen bzw. zu erklären, spielen mehrere Entwicklungen eine entscheidende Rolle:

- ✓ Krisen und (Beinahe-) Zusammenbrüche von Großunternehmen und Konzernen und in weiterer Folge der Märkte (z.B. Subprime Dilemma → Finanzkrise)
- ✓ Steigender Vertrauensverlust und Verunsicherung
- ✓ Zahlreiche Insolvenzen auf nationaler und internationaler Ebene
- ✓ Zunehmende Konkurrenz auf den Kapitalmärkten
- ✓ Höhere Ansprüche der (potenziellen) Investoren
- ✓ Höhere Ansprüche an die Führungsspitzen
- ✓ Steigender Transparenzbedarf

Um vor allem die Wettbewerbsfähigkeit und die hier angesprochene Transparenz auf dem Kapitalmarkt seitens der ausländischen Investoren zu wahren, bedarf es der Anwendung einer „Good Corporate Governance“ bzw. „guten Unternehmensführung“.

Gemäß Haeseler/Gampe ist das Hauptziel guter Unternehmensführung das Schaffen eines geeigneten Rahmens, der eine „Rundum-Qualität“ der Unternehmensleitung bewirkt. Aufgrund einer nahezu optimalen Aufgabenverteilung sollen einerseits der Unternehmenserfolg gesichert und andererseits vertrauensfördernde Maßnahmen geschaffen werden. Weiters bindet Haeseler die Voraussetzung von „Good Corporate Governance“ an folgende Faktoren:³⁶

- Erweiterung der Informations- und Offenlegungspflicht gegenüber Aktionären, dem Aufsichtsrat und der Öffentlichkeit
- Verbesserte Qualifikation und steigende Unabhängigkeit des Aufsichtsrats und des Abschlussprüfers

³⁶ Vgl. Haeseler/Gampe (2002), S. 108

- Eingrenzung von Interessenskonflikten und Eigengeschäften
- Klar definierte Anreiz- und Vergütungssysteme
- Wahrung der Interessen und der Souveränität

Neben der „guten Unternehmensführung“ sollten aber Maßnahmen und Richtlinien der Corporate Governance sämtliche Personen einschließen, die für eine „gute bzw. beste Unternehmenskontrolle“ verantwortlich sind.

Die Führung des Unternehmens obliegt dem Vorstand, wobei die Kontrolle des Vorstands dem Aufsichtsrat zugeschrieben wird.

Im Folgenden wird die Mehrdimensionalität der Kontrolle skizziert:³⁷

- Unternehmens- und Mitarbeiterkontrolle
- Kontrolle durch den Aufsichtsrat
- Kontrolle der Organe durch die Anteilseigner
- Jahresabschlussprüfung durch den Wirtschaftsprüfer

4.1 OECD Grundsätze

Die OECD Grundsätze haben lediglich Empfehlungscharakter und gelten hauptsächlich für börsennotierte Unternehmen, wobei sich auch nicht börsennotierte Unternehmen, an den Richtlinien orientieren können bzw. sollten.

³⁷ Vgl. Haeseler/Gampe (2002), S. 109

Der Bericht enthält folgende fünf Kernbereiche.³⁸

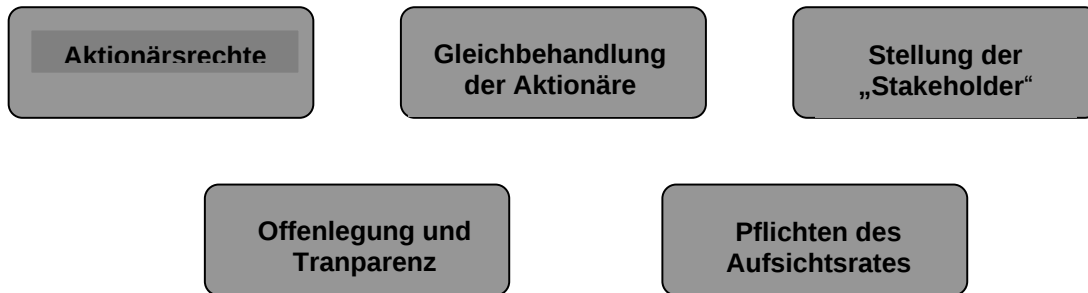


Abbildung 1: Fünf Kernbereiche der OECD Grundsätze

Diese lassen erkennen, dass neben der Aufsichtsratsproblematik auch die Aktionärsrechte und deren Gleichstellung bzw. Gleichbehandlung in die Corporate Governance relevanten Richtlinien miteinbezogen wurden.

Erwähnenswert erscheint auch das Vorwort von Generalsekretär D. J. Johnson und dem Vorsitzenden der Arbeitsgruppe J. Shelton, welche beide betonen, dass es aufgrund unterschiedlicher Rahmenbedingungen und Rechtsgrundlagen in den einzelnen Ländern kein einheitliches Modell der Corporate Governance geben kann. Dennoch kann hervorgehoben werden, dass sich die mittlerweile rund 40 Corporate Governance Kodizes in ihren Grundzügen und Aussagen immer weiter annähern und somit die Entwicklung eines allgemein gültigen europäischen Kodex nicht ausgeschlossen ist bzw. wünschenswert wäre.³⁹

Ende Juni 2004 fand in Berlin unter der Leitung von dem Vorsitzenden der Regierungskommission, die dritte Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex statt, in welcher neben jüngsten Gesetzesinitiativen und -entwürfen einzelner Länder und aktuellen Richtlinien sowie Empfehlungen der Europäischen Union auch Modifikationen der OECD Grundsätze vorgestellt wurden.

Diese Veränderungen betreffen vorwiegend die Verantwortungsbereiche der Spitzenorganisation sowie die Verantwortlichkeit und Transparenz der Abschlussprüfer. Zusätzlich wird die Rolle der Aktionäre, durch die Weitergabe von detaillierten Informationen, hervorgehoben, wobei auch die Wichtigkeit von Finanzanalysten bzw. in-

³⁸ Vgl. www.oecd.org

³⁹ Vgl. Cromme (2004), S. 93ff

stitutionellen Anlegern betont wird. Als neu kann auch der Schutz von aufdeckenden Informanten angesehen werden, welche auch als „whistleblowers“ definiert sind.⁴⁰

Hier gibt es Empfehlungen für „Best Practices“ im Unternehmensverhalten, die darauf abzielen, das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Unternehmen und Aktienmärkte wiederherzustellen.

Die überarbeiteten Grundsätze unterstreichen die Bedeutung eines Regulierungsrahmens für die Corporate Governance, der effiziente Märkte fördert, Durchsetzung erleichtert und Zuständigkeiten der verschiedenen Aufsichts- und Überwachungsbehörden festlegt.⁴¹

4.2 Kennzeichen einer „guten“ Corporate Governance

Um die Charakteristika einer „guten“ Corporate Governance darstellen zu können, bediene ich mich nochmals des magischen Corporate-Governance-Fünfecks von Haeseler, welches sich aus folgenden Komponenten zusammensetzt:⁴²

- Unternehmens- bzw. Konzernverfassung
- Spitzenorganisation
- Interne bzw. externe Überwachung
- Führungskultur
- Unternehmensberichterstattung

4.3 Unternehmens- bzw. Konzernverfassung

Nach Engels versteht man unter einer Unternehmens- bzw. Konzernverfassung, „diejenigen gesetzlichen und vertraglichen Regelungen, die das Zustandekommen der Führungsentscheidungen eines Unternehmens bestimmen.“⁴³

Diese Definition ist eine von vielen Möglichkeiten. Neben den gesetzlichen und vertraglichen Regelungen, welche in einer ausführlichen bzw. umfangreichen Satzung

⁴⁰ Vgl. www.oecd.org

⁴¹ Vgl. OECD Lenkungsgruppe Corporate Governance- Veronique Ingram (Leiterin der Arbeitsgruppe)

⁴² Vgl. Haeseler/Gampe (2002), S. 5

⁴³ Vgl. Engels (1981), S. 199ff

zum Tragen kommen, müssen auch nicht rechtliche Komponenten zur Verwirklichung einer hohen Unternehmenskultur beachtet werden.

Basierend auf dem amerikanischen Modell erscheint die Implementierung eines „Benimm-Katalogs“ bzw. eines „Code of Ethics“ empfehlenswert. Der Sarbanes-Oxley-Act charakterisiert diesen „Code of Ethics“ als Standards oder Richtlinien, die notwendig sind, um folgende Vorgaben zu verwirklichen:⁴⁴

- Ein redliches und den Grundsätzen der Unternehmensethik entsprechendes Verhalten, einschließlich des ethischen Umgangs mit tatsächlichen oder scheinbaren Interessenskonflikten zwischen persönlichen und beruflichen Beziehungen.
- Eine vollständige, angemessene, genaue, rechtzeitige und nachvollziehbare Offenlegung in den periodisch bei der SEC einzureichenden Berichten des Unternehmens.
- Die Einhaltung einschlägiger Rechtsvorschriften

4.4 Spitzenorganisation

Der Begriff „Spitzenorganisation“ kann als Unternehmens- bzw. Konzernleitung im weiteren Sinn, verstanden werden. Es gibt im Wesentlichen zwei Organisations-Varianten, nämlich das One-Tier- und das Two-Tier-System. Sowohl in Österreich als auch in Deutschland findet das Two-Tier-System, durch die Trennung von Führungs- und Kontrollorganen (Vorstand und Aufsichtsrat) Anwendung.

Damit eben diese Unternehmensspitze ihre Aufgaben, Rechte und Pflichten optimal wahrnehmen kann, bedarf es einer umfangreichen Geschäftsordnung.

4.5 Interne bzw. externe Überwachung

Es kann zwischen unternehmensinternen und unternehmensexternen Überwachungsorganen bzw. Überwachenden unterschieden werden.

Als typische unternehmensinterne Person bzw. Abteilung gilt die **interne Revision**, welche für Prüfungstätigkeiten im

⁴⁴ Vgl. Pastner (2005), S. 35ff

- Finanz- und Rechnungswesen,
- organisatorischen Bereich
- Managementbereich und im
- Consulting

verantwortlich ist.⁴⁵

Eine Art Zwitterstellung hat die Funktion des Wirtschaftsprüfers, der unter bestimmten Voraussetzungen als externes Überwachungsorgan fungieren kann, nämlich dann, wenn er nicht mit der Durchführung einer Jahresabschlussprüfung beauftragt ist, sondern Aufgaben realisiert, die sonst von einer internen Revision erfüllt werden können.⁴⁶

Im Zusammenhang mit der internen Überwachung kann auf die Notwendigkeit eines **Risikomanagements** verwiesen werden, welches sich aus einem internen Überwachungssystem, einem Controlling und einem Frühwarnsystem zusammensetzt. Die Implementierung eines geeigneten Überwachungssystems kann die erheblichen Defizite in diesem Bereich zeitnah feststellen. Eine gesetzliche Verpflichtung gemäß deutschem Modell (KonTraG) ist als Beispiel zu erwähnen um hier wohl Abhilfe zu schaffen.

Eine „schlechte“ Corporate Governance kann somit durch die Einrichtung einer internen Revision bzw. eines präventiven Krisenmanagements vermieden und ausgeschlossen werden. (In Ö müssen Bundesunternehmen, die dem Beteiligungs- und Finanzcontrolling gem. § 15b BHG unterliegen quartalsweise einen Risikocontrollingbericht der unternehmensinternen Risiken, an das Eigentümerressort und das Bundesministerium für Finanzen übermitteln).⁴⁷

⁴⁵ Vgl. Haeseler (1999), S. 278

⁴⁶ Vgl. Haeseler/Gampe (2002), S. 89

⁴⁷ Vgl. www.bmf.gv.at

4.6 Führungskultur

In Anbindung an die Unternehmensverfassung spiegelt sich „gute“ Corporate Governance auch in einer optimalen Führungskultur wider, welche sich neben der Einhaltung von moralischen und ethischen Grundsätzen auch in dem Wohlverhalten von Führungs- und Kontrollorganen niederschlägt.

4.7 Unternehmensberichterstattung

Je nachdem, welche Adressaten die Unternehmensberichterstattung (Eigentümer, Aktionäre, Gläubiger) hat, sollten die damit verbundenen Informationen wahrheitsgetreu, zeitnah, qualitativ hochwertig und regelmäßig übermittelt werden. Des Weiteren hat die Informationsweitergabe einen vertrauensbildenden Charakter für unternehmensexterne Personen, welche Anlageentscheidungen basierend auf eben diesen Informationen treffen.

Hinsichtlich der Publizität von börsennotierten Unternehmen kann zwischen einer regelmäßigen und einer sogenannten ad-hoc-Publizität (Erfolgsprognosen, Gewinnwarnungen) unterschieden werden.

Dem steht das interne Reporting gegenüber, welches vorwiegend konzerninterne Daten publiziert.

Die fünf Begriffsinhaltskomponenten und deren eben skizzierte Kennzeichen, welche auf eine hohe Corporate-Governance-Kultur schließen lassen, können zusammenfassend wie folgt dargestellt werden:

Corporate Governance Begriffsinhaltskomponenten	Kennzeichen einer „hohen“ Corporate Governance Kultur
Unternehmens- bzw. Konzernverfassung	• Ausführliche Satzung • „Code of Ethics“
Spitzenorganisation	• Umfangreiche Geschäftsordnung für Vorstand und Aufsichtsrat
Interne bzw. externe Überwachung	• Interne Revision • Risikomanagement
Führungskultur	• Wohlverhalten von Führungs- und Kontrollorganen
Unternehmensberichterstattung	• Wahrheitsgetreue, zeitnahe, qualitativ hochwertige bzw. regelmäßige sowie freiwillige und unregelmäßige Berichterstattung

Tabelle 1: Begriffskomponente und Kennzeichen einer hohen Corporate Governance-Kultur⁴⁸

4.8 Corporate-Governance-relevante Organe

Die primären Corporate-Governance-relevanten Organe lassen sich in ein sogenanntes „Beziehungsdreieck“ wie folgt einordnen. In diesem Zusammenhang kann zwischen⁴⁹

- „dem Unternehmen nahe stehenden Organen“ (Vorstand, Aufsichtsrat Anteilseigner Organe) einerseits und
- „außerhalb des Unternehmens stehenden Organen“ (Abschlussprüfer) andererseits unterschieden werden.

Des Weiteren ist eine Unterteilung in

- Obligatorische bzw. gesetzlich verbindliche Organe (Vorstand, Aufsichtsrat , Anteilseigner Organe, Abschlussprüfer) und
- Fakultative bzw. gesetzlich unverbindliche Organe (interne Revision) empfehlenswert

⁴⁸ Vgl. Pastner (2005), S. 38

⁴⁹ Vgl. Pastner (2005), S. 49ff

4.8.1 Leitungsorgan „Vorstand“

Seit dem Aktiengesetz von 1937 obliegt die Ausübung der unternehmerischen Leitung dem Vorstand unter „eigener Verantwortung“. Der Vorstand ist somit an keine Weisungen gebunden. Lediglich bei Maßnahmen, die zu einer Satzungsänderung führen würden oder Eingriffen in die Rechtspositionen der Aktionäre, hat die Hauptversammlung ein Mitbestimmungsrecht.⁵⁰ Somit hat der Vorstand ein sogenanntes Verwaltungsmonopol innerhalb der Aktiengesellschaft, was bedeutet, dass weder der Aufsichtsrat noch die Mitglieder der Hauptversammlung Weisungen erteilen dürfen.⁵¹

Der Vorstand muss mit der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters agieren, wobei er seine Entscheidungen z.B. an der Steigerung des Shareholder Value ausrichten kann. Dennoch sollte er sich bei Entscheidungen nicht nur an quantifizierbaren Zielgrößen allein orientieren. Wie die Verwaltung des von den Aktionären zur Verfügung gestellten Kapitals genau zu erfolgen hat, wird gesetzlich nicht geregelt. Dennoch gibt es eine Art „Geschäftsordnung“, sodass die gesetzlichen und die von der Satzung auferlegten Anforderungen vom Vorstand optimal erfüllt werden sollen.

Im Rahmen der Corporate-Governance-Diskussion sollten auch Regelungen hinsichtlich der inneren Organisation, der Aufgaben und der Vergütungen des Vorstandes zur optimalen Erfüllung einer „guten Unternehmensführung“ erörtert werden. Im Gegensatz zum Aktiengesetz hat sich der Corporate-Governance-Kodex mit der Vorstands-Problematik weitgehend auseinander gesetzt und enthält detaillierte Bestimmungen.

Der Kodex beinhaltet auch Regelungen hinsichtlich des Vorstandes über etwaige Interessenskonflikte bzw. Eigengeschäfte und Vorschläge zur Behandlung von Vorstandsvergütungen.

Die Ausrichtung auf die Interessen der Gesellschaft erfordert es, dass bei allen geschäftlichen Maßnahmen der Vorstand frei von eigenen Interessen zu handeln hat. Bei etwaigen Interessenskonflikten hat der Vorstand unverzüglich „Meldung“ zu erstatten.

⁵⁰ Vgl. Prändl/Geppert/Göth (2003), S. 23

⁵¹ Vgl. Haeseler/Gampe (2002), S. 111

Somit dürfen gemäß den Regeln 22 und 23 des Kodexes Vorstandsmitglieder bei gewissen Umständen nicht mehr an der Durchführung bestimmter Transaktionen beteiligt sein.

Nicht explizit im Kodex geregelt ist der Sachverhalt, dass Geschäfte mit nahen Angehörigen eines Vorstandsmitgliedes oder mit Unternehmungen, die von Angehörigen oder nahestehenden Personen geleitet werden, stattfinden. Diese Fälle bedürfen der freiwilligen Zustimmung des Aufsichtsrats. In diesem Zusammenhang kann zusätzlich Regel 26 des Kodex angeführt werden, der eine weitgehende Genehmigungspflicht des Aufsichtsrates für etwaige Nebentätigkeiten von Vorstandsmitgliedern beinhaltet.⁵²

Zusätzlich sei Regel 21 angeführt, die eine Ausdehnung der Compliance-Regelung für den gesamten Konzern vorsieht, da Aufsichtsrat und Vorstand über ein umfangreiches Insiderwissen verfügen können.

Die Vergütung von Mitgliedern des Vorstands wird meist im Anstellungsvertrag festgehalten. Laut Aktiengesetz haben Gesamtbezüge der Vorstandsmitglieder den Aufgaben und der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens zu entsprechen. In der Praxis bestimmt oft der Markt für Manager die Entgelthöhe.⁵³

Derartige Regelungen sind insofern problematisch, als im Einzelfall geprüft werden muss, wie die wirtschaftliche Lage eines Unternehmens ist und Vorstandsgehälter einen ausreichenden Anreiz zur Unternehmensführung darstellen sollten. Die Schließung dieser Lücke wird mit Regel 27 und 28 des Corporate-Governance-Kodex vollzogen.

Das beste Mittel, um eine unangemessene Entlohnung zu vermeiden bzw. eine angemessene Entlohnung zu forcieren, ist die Offenlegung der Bezüge. Der Kodex entspricht diesem Umstand mit der Regel 31, deren Empfehlungscharakter kritisiert werden kann.

⁵² Vgl. Haberer (2003), S. 30

⁵³ Vgl. Haberer (2003), S. 31

Weiters entscheidet der Vorstand auch über die Umsetzung des Corporate-Governance-Kodex innerhalb des Unternehmens, wobei die jeweiligen Aktionäre und der Aufsichtsrat in die Willensbildung mit einbezogen werden sollten.

4.8.2 Kontrollorgan „Aufsichtsrat“

Die Corporate-Governance-Thematik hinsichtlich einer „guten Unternehmensführung“, welche auch vorwiegend durch das „Wohlverhalten“ der Spitzenorganisation erreicht werden kann, hat ihre Wurzeln, wie so vieles, im amerikanischen Wirtschaftsraum. Diesbezüglich kann auf das zum deutschen Gesellschaftsrecht divergierende amerikanische Rechtssystem verwiesen werden, welches die Funktionen der Unternehmensleitung und Unternehmensüberwachung in einem Organ vereint. (One-Tier-System).

Neben der sogenannten Aufgabentrennung des österreichischen und deutschen Gesellschaftsrechts und dem „Board System“ im angloamerikanischen Raum sind in anderen Rechtssystemen Mischformen anzutreffen.

Bei näherer Betrachtung des international weit verbreiteten Board-Systems kann eindeutig Kritik an dem Umstand geübt werden, dass es zu erheblichen Interessenkonflikten bei der Ausübung von Leitung und Kontrolle durch lediglich ein Organ kommen kann.

Zu bemerken ist auch was bei der Durchsicht internationaler einschlägiger Fachliteratur auffällt, dass sowohl das österreichische als auch das deutsche Two-Tier-System über die Grenzen hinweg kaum Anwendung finden oder nur selten in Erwägung gezogen werden.⁵⁴

Trotz dieser umfangreichen Bemühungen bleiben zahlreiche „Konfliktherde“ von gesetzlicher Seite unbehandelt, wobei hier im Besonderen auf die Qualifikation des Aufsichtsrats, die Behandlung von Interessenskonflikten und die Funktion des Aufsichtsrats als Beratungs- und Diskussionspartner des Vorstandes, verwiesen werden kann.

⁵⁴ Vgl. Prändl/Geppert/Göth (2003), S. 36ff

4.8.3 Anteilseigner Organ(e)

Anteilseigner Organe werden unter der GmbH-Gesellschafterversammlung (Generalversammlung) einerseits und unter der AG-Aktionärsversammlung (Hauptversammlung) andererseits subsumiert.

Die erste Gruppierung (Generalversammlung) wird durch die Gesamtheit der Gesellschafter einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung gebildet und kann als willensbildendes Organ bezeichnet werden, welches für sämtliche Geschäftsangelegenheiten zuständig ist, sofern diese nicht anderen Organen zugewiesen wurden.

Im Gegensatz zur Aktiengesellschaft darf die Generalversammlung der Geschäftsführung Weisungen erteilen – unter der Prämisse, dass kein Aufsichtsrat vorhanden ist, wobei eine unmittelbare Einwirkungsmöglichkeit eines etwaigen Alleingesellschafters gegeben ist.

Die AG-Aktionärshauptversammlung setzt sich aus den einzelnen Aktionären einer Aktiengesellschaft zusammen, wobei diese ihre Rechte lediglich in der Hauptversammlung ausüben und nur dort von ihrem Auskunfts- und Stimmrecht Gebrauch machen dürfen. Neben Aufsichtsrat und Vorstand wirken die Aktionäre im Rahmen der Hauptversammlung, einerseits an der Willensbildung und andererseits an den jeweiligen Entscheidungen der Gesellschaft mit.⁵⁵

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) nimmt sich in den Regeln 1 bis 8 einiger wichtiger Kernbereiche hinsichtlich der Aktionärsrechte an:

- Gleichbehandlung der Aktionäre
- Stimmrecht und Kapital („One share – one vote“)
- Vorbereitung und Planung der Hauptversammlung
- Minderheitsvertretung im Aufsichtsrat
- Übernahmeregelungen

4.8.4 Abschlussprüfer

Wirtschaftskriminalität (z.B. Bilanzfälschungen) und Unternehmenszusammenbrüche führten zu einem enormen Vertrauensverlust der Anleger sowie des Publikums in die

⁵⁵ Vgl. Haseler/Gampe (2002), S. 47

Unternehmen und ihre Abschlussprüfer. Bei näherer Betrachtung dieser Fälle wird deutlich, dass die in den Unternehmen implementierten Sicherungssysteme, insbesondere die der Abschlussprüfung bzw. Abschlussprüfer, versagt haben.

Diese Umstände führten zu einer verstärkten Überprüfung der mit der Abschlussprüfung in Zusammenhang stehende Umstände, sowohl national als auch international.

Gemäß § 2 Abs. 1 Wirtschaftsprüferordnung (WPO) in Deutschland hat der Abschlussprüfer die berufliche Aufgabe, betriebswirtschaftliche Prüfungen durchzuführen und Bestätigungsvermerke zu erteilen.⁵⁶

Basierend auf diesen Vorgaben erarbeitete die Regierungskommission „Corporate Governance“ in Deutschland eine Art „Maßnahmenpaket“, welches sich mit Fragen der Abschlussprüfer, insbesondere der Abschlussprüfung eingehend beschäftigte.

Der eben angeführte Bericht, welcher im Juli 2003 im Bundesministerium der Justiz in Berlin vorgestellt wurde, enthält folgende Schwerpunkte zur Abschlussprüferproblematik, die ergänzend zum Deutschen Corporate Governance Kodex aufgenommen werden sollten:⁵⁷

- Aufsichtsrat
- Unabhängigkeit des Abschlussprüfers
- Unternehmenspublizität
- Anlegerschutz

Die freiwillige Einhaltung sowie die Überprüfung der Zweckmäßigkeit bzw. Anwendbarkeit der einzelnen Regelungen wird sicherlich noch Gegenstand weiterer Diskussionen sein. Demnach sollte es sogenannte „außerordentliche Prüfungen“ in Verbindung mit der Abschlussprüfung geben. Fraglich hierbei ist, welche Institution oder welche Personen diese Aufgabe bestmöglich wahrnehmen können.

Einen weiteren Schritt in Richtung Qualitätssicherung der Abschlussprüfung stellt die fakultative Rotation für sämtliche prüfungspflichtigen Kapitalgesellschaften dar, doch sollte hier auf die mit einer Rotationspflicht in Zusammenhang stehende längere Prü-

⁵⁶ Vgl. Baetge/Lutter (2003), S.5

⁵⁷ Vgl. Baetge/Lutter (2003), S. 3ff

fungsdauer bzw. auf die höheren Prüfungskosten aufmerksam gemacht werden.⁵⁸ Auch in Unternehmen, die der Anteilsverwaltung unterliegen, wird darauf Acht gegeben, dass Wirtschaftsprüfer in der Regel maximal 5 Jahre durchgehend ein Unternehmen prüfen.

Betrachtet man die Stellung des Abschlussprüfers als Bestandteil der externen Revision, kann vordergründig auf die Präambel des Corporate-Governance-Kodex verwiesen werden, in welcher bereits im Vorfeld das Ziel einer verantwortlichen, nachhaltigen und langfristigen auf Wertschaffung ausgerichteten Leitung und Kontrolle von Gesellschaften und Konzernen angesprochen wird.⁵⁹ Gemäß Prändl, Geppert und Göth ist bereits in diesem Leitmotiv der Aspekt der Unternehmenskontrolle angeführt, welcher unmittelbar die interne und externe Revision von Unternehmen berührt.⁶⁰

In diesem Zusammenhang kann auch auf die 18. „Comply-or-Explain“-Regel verwiesen werden, welche in Abhängigkeit von der Größe des Unternehmens eine interne Revision als eigene Stabstelle des Vorstands vorsieht. Regel 40, welche ebenfalls unter „Comply or Explain“ subsumiert wird, erwähnt zusätzlich die externe Revision, wobei der Aufsichtsrat, unabhängig von gesetzlichen Bestimmungen einen sog. Bilanzausschuss (Audit Committee, Rechnungslegungs- und Prüfungsausschuss) einrichten muss.⁶¹

Diese Regelungen berühren vorwiegend die Tätigkeitsbereiche des Abschlussprüfers, woraus sich ableiten lässt, dass seiner Stellung im Rahmen der externen Revision ein besonderer Stellenwert zukommt.

4.8.5 Etwaige interne Revision

Aufgaben und Umfang der internen Revision haben in den letzten Jahren wesentliche Änderungen erfahren, was sich in naher Zukunft nicht ändern wird. Durch diesen

⁵⁸ Vgl. Haller/Reitbauer (2002), S. 234ff

⁵⁹ Vgl. Österreichischer Corporate Governance Kodex, (2012), Präambel.

⁶⁰ Vgl. Prändl/Geppert/Göth (2003), S. 75

⁶¹ Vgl. Österreichischer Corporate-Governance-Kodex (2012), S. 20

Umstand werden sich die Anforderungen an die mit der internen Revision befassten Personen erhöhen.

Das amerikanische „Institute of Internal Auditors Inc.“ (IIA) definiert die interne Revision wie folgt:⁶²

„Internal auditing is an independent, objective assurance and consulting activity designed to add value and improve an organization's operations. It helps an organization accomplish its objectives by bringing a systematic, disciplined approach to evaluate and improve the effectiveness of risk management, control and governance processes.“

Als Aufgaben der internen Revision können folgende Bereiche angeführt werden:⁶³

- Financial Auditing (Prüfung des Finanz- und Rechnungswesens)
- Operational Auditing (Prüfung des organisatorischen Bereichs)
- Management Auditing (Prüfung des Managements)
- Internal Consulting (Entwicklung von Verbesserungsvorschlägen)

Diese Bereiche können angesichts der jüngsten Corporate Governance-Entwicklungen durch folgende Themengebiete erweitert werden:⁶⁴

- Risiken
- Ordnungsmäßigkeit
- Sicherheit
- Wirtschaftlichkeit
- Zukunftssicherung
- Zweckmäßigkeit

Speziell der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer und der Unternehmensberater drängt in die Gebiete der internen Revision. Für eine erfolgsorientierte und „beste“ Unternehmensführung ist es jedoch notwendig, Kooperationen anstelle von Konkurrenz-

⁶² Vgl. Lück/Henke (2004), S. 2

⁶³ Vgl. Lück/Henke(2004), S. 2

⁶⁴ Vgl. Lück/Henke (2004), S. 2

positionen anzustreben. Die interne Revision soll daher mit den anderen Organen verstärkt zusammenarbeiten.

Ergänzend hierzu kann auf den „Sarbanes-Oxley-Act of 2002“ (SO-Act) verwiesen werden, welcher ebenfalls Regelungen bezüglich der internen Revision aufweist. Folgende Inhalte bzw. Empfehlungen des SO-Act berühren die interne Revision:

- Disclosure Committee
- Straffung der Berichtslinien in den Bereichen Finanzen, Controlling und interne Revision
- Berichterstattung über Gesetzesverstöße an den Prüfungsausschuss und den Abschlussprüfer
- Zertifizierung des Jahresabschlusses durch den Vorstandsvorsitzenden und den Finanzvorstand

Zusätzlich zum fakultativen Organ der internen Revision findet man auch häufig „Beiräte“, welche Funktionen vielerorts durch Repräsentanten wichtiger und bedeutender Kunden wahrgenommen werden. Haeseler kritisiert im Besonderen, dass es sich hierbei meist um „Schein-Organe“ handelt, die gegründet wurden, um wichtige Persönlichkeiten, wie Spitzenführungskräfte von Unternehmen, die unter die Bezugsgruppe der „Kunden“ subsumiert werden können, bei guter Laune zu halten.

5 CORPORATE GOVERNANCE SYSTEME IM VERGLEICH

In diesem Kapitel werden die Systemunterschiede der Corporate Governance in den Vereinigten Staaten von Amerika (USA) und Deutschland verglichen und die Unterschiede beider Systeme bzw. die Annäherung des Deutschen Corporate Governance Kodex in Richtung Shareholder-Value-Ökonomie untersucht. Ausgangspunkt dieser Fragestellung sind die Veränderungen in den Unternehmensstrukturen und der Managementorientierung, der Globalisierung der Märkte und die aktuellen Krisen. Zu klären gilt auch ob diese Veränderungsprozesse zu einer langfristigen ökonomischen Leistungsfähigkeit der Unternehmer beitragen können.

Folgende Punkte und Ziele sind wie folgt zu definieren:

- Darstellung der unterschiedlichen Formen der Corporate Governance in Deutschland und USA
- Analyse der Beziehungen zwischen Corporate Governance und Management Vergütung
- Erarbeitung von Gestaltungskonzepten

5.1 Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland

Die in Deutschland vorherrschenden institutionellen Strukturen gehen bis in die Zeit der Industrialisierung zurück. Damals waren die Universalbanken die wichtigsten Finanzintermediäre. Sie sammelten Geld an und stellten es den Unternehmen vorwiegend als Fremdkapital zur Verfügung. In dieser Zeit stieg zwar auch die Zahl der Aktiengesellschaften, aber die nachfolgende Krise führte dazu dass man den Wirtschaftsliberalismus den Rücken kehrte. Die deutschen Banken überstanden dies Krise und konnten sogar ihre Rolle stärken, indem sie das Emissionsgeschäft der neu gegründeten Unternehmen übernahmen und selbst Anteile in ihre Portefeuilles aufnahmen. Außerdem wandelten sie, bei Bedarf, notleidende Kredite in Eigenkapital um.

Durch die Bankenkrise in den Jahren 1931 und 1932 kam es zu einer Konsolidierung im Bankenwesen, bei der die privaten Großbanken Deutsche Bank, die Dresdner Bank und die Commerzbank an Macht gewannen.⁶⁵

⁶⁵ Vgl. Werner (2008), S. 80ff

Nach dem 2. Weltkrieg waren die industriellen Produktionsanlagen und industrielles Kapital weitgehend zerstört. In der Phase des Wiederaufbaus, in der enormer Kapitalbedarf bestand, hatten private Haushalte wenig Geld zur Verfügung, um es zu investieren. Hinzu kommt, dass sich private Haushalte vor spekulativen Investitionen gehütet haben.⁶⁶

Vor diesem Hintergrund waren Banken sehr gut geeignet die verschiedenen Interessen zu befriedigen. Zum einen benötigten Unternehmen eine langfristige Bereitstellung von Geldmitteln für Investitionen in Fabriken und Betriebsanlagen und Know-how, da nach 15 Jahren Krieg ein Mangel an ausgebildeten Arbeitskräften bestand. Zum anderen schätzten private Sparer ein stabiles Bankensystem und staatliche Steuererleichterungen auf Vielzahl von Sparplänen.

Banken wiederum hatten großes Interesse dieses System über die Jahre hinweg aufrechtzuerhalten, da sie aufgrund des geringen Preiswettbewerbs stabile Einkünfte aus der Nettozinsspanne zwischen Sparzinsaufwendungen auf Privateinlagen und den Zinserträgen aus den Unternehmenskrediten erwirtschafteten. Dieses System ermöglichte den Banken eine wichtige Rolle in der Corporate Governance zu spielen und setzte Anreize diese Rolle auch effektiv auszuüben, da die Rückzahlung der Unternehmenskredite auf dem Spiel stand.⁶⁷

Da die Finanzierung, besonders in den mittelständischen Unternehmen, vor allem durch Banken erfolgte, hat sich der deutsche Kapitalmarkt sehr langsam entwickelt. Im Jahr 2001 waren nur 900 der 2,8 Millionen deutschen Unternehmen börsennotiert.⁶⁸

Die Corporate Governance-Diskussion in Deutschland wurde vorwiegend durch gesetzliche Regelungen gesteuert und geprägt.⁶⁹ Da der deutsche Corporate-Governance-Kodex an das deutsche Aktiengesetz „gekoppelt“ ist, werden in diesem Kapitel mehrere Gesetze, wie das deutsche Aktiengesetz und das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz (KonTraG), näher beleuchtet und kritisch hinterfragt.

⁶⁶ Vgl. Crane/Schaede (2005), S. 524

⁶⁷ Vgl. Crane/Schaede (2005), S. 524

⁶⁸ Vgl. Hrebicek/Fichtinger (2003), S. 73

⁶⁹ Vgl. Haeseler/Gampe (2002) S. 127

Das derzeitige deutsche Aktienrecht basiert im Wesentlichen auf Änderungen und Ergänzungen gemäß der großen Aktienrechtsreform von 1965, wobei folgende Hauptziele verfolgt wurden:⁷⁰

- Erhöhung der Einflussmöglichkeiten seitens der Aktionäre und der Hauptversammlung
- Verbesserung der Publizität hinsichtlich der Aktionäre
- Schutzmaßnahmen hinsichtlich der Minderheitsaktionäre.

Mitte der 1990er Jahre kam es aufgrund zahlreicher Unternehmenszusammenbrüche (z. B. Balsam AG) einerseits und zum Zwecke der Harmonisierung aufgrund des EU-Gesellschaftsrechts andererseits zu einer breiten Reformdiskussion. Im Mittelpunkt dieser Diskussion stand das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz (KonTraG), welches am 1. Mai 1997 in Kraft getreten ist und folgende Schwerpunkte setzte:

- Konkretisierung der Rechte und Pflichten des Vorstands
- Verstärkung der Kontrollfunktion des Aufsichtsrats und der Hauptversammlung
- Erhöhung der Attraktivität von Aktienbesitz (one share, one vote)
- Verbesserung der Qualität der Abschlussprüfung
- Effizienzsteigerung der Aufgaben der Gesellschaftsorgane durch Beibehaltung des Grundkonzeptes des Two-Tier-Systems.

Basierend auf Überlegungen zum KonTraG und vor dem Hintergrund, dass internationale Anleger immer mehr auf nachvollziehbare Corporate-Governance-Richtlinien, unter Beibehaltung des Two-Tier-Systems, drängten, beschäftigten sich zusätzlich mehrere Institutionen mit Corporate Governance.⁷¹

⁷⁰ Vgl. Haberer (2003), S. 59

⁷¹ Vgl. Haeseler/Gampe (2002), S. 128ff

CORPORATE GOVERNANCE DEUTSCHLAND



Berliner Initiativkreis 2000



Frankfurter Grundsatzkommission 2000



DVFA 2000

Regierungskommission

„Corporate Governance/Unternehmensführung/Unternehmenskontrolle“

Modernisierung des Aktienrechts

Abbildung 2: Darstellung Corporate Governance in Deutschland⁷²

- Der Berliner Initiativkreis (Axel von Werder) entwickelte im Juni 2000 den sogenannten „German Code of Corporate Governance“ (GCCG), basierend auf betriebswirtschaftlichen Kernprozessen der Unternehmensführung bzw. -überwachung und basierend auf Aufgaben des Vorstands. Dieser Code enthält auf 42 Seiten neben gesetzlichen Mindestanforderungen auch Maximen zur Unternehmensführung.
- Es folgten Vorschläge der Frankfurter Kommission, unter der Leitung von Schneider und Strenger, die im Juli 2000 in einen „Code of Best Practice“ mündeten. Dieser Kodex basierte auf OECD-Grundsätzen, wobei keine rechtspolitischen Anliegen verfolgt wurden. Die Gliederung erfolgt in drei wesentliche Bestandteile.⁷³

Bezugnahme auf die OECD-Grundsätze	Zuständigkeiten und Aufgaben des Vorstands	Bestimmungen für den Aufsichtsrat
Schutz, Gleichbehandlung der Aktionäre, Offenlegung Transparenz	Information Offenlegung Vergütung Bewältigung von Interessenkonflikten	Bildung von Ausschüssen, Financial Reporting

Tabelle 2: OECD Grundsätze

⁷² Quelle: Haeseler/Gampe (2002), S. 129

⁷³ Vgl. Haeseler/Gampe (2002), S. 130

- Im Gegensatz zur Frankfurter Kommission entwickelte die „Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management“ eine „Scorecard for German Corporate Governance“ auf Basis des „Code of Best Practice“, mit welcher die Messbarkeit von Corporate-Governance-Faktoren ermöglicht werden sollte. Im März 2002 erfolgte eine Neuadaptierung, basierend auf den gesetzlichen Regelungen (z. B. KonTraG) und dem deutschen Corporate Governance Kodex der Regierungskommission. Mit Hilfe der Scorecard wird es dem Unternehmen erleichtert, eine Selbstevaluierung als Ausgangspunkt für etwaige Verbesserungen hinsichtlich der Corporate Governance vorzunehmen.⁷⁴
- Der eigentliche Corporate Governance Beitrag der Regierung besteht vorwiegend in den im Mai 1998 in Kraft getretenen Regelungen des Kontroll- und Transparenz-Gesetzes (KonTraG). Um nach diesem Gesetz und dem Vorhaben zum Übernahmegesetz das Unternehmensrecht weiterentwickeln zu können, wurde im Juni 2000 unter der Leitung von Theodor Baums die Regierungskommission „Corporate Governance / Unternehmensführung / Unternehmenskontrolle / Modernisierung des Aktienrechts“ mit 23 Mitgliedern gegründet.

Auf Empfehlungen der Baums-Kommission wurde eine zusätzliche Kommission unter der Leitung des ehemaligen Mannesmann-Vorstandsvorsitzenden Cromme gegründet, welche schlussendlich den allgemein gültigen „German Code of Corporate Governance“ entwickelte.

Dieser Kodex wurde auf Basis der Vorschläge der ersten Regierungskommission einerseits und der Frankfurter Grundsatzkommission bzw. des Berliner Initiativkreises andererseits entworfen. Weiters wurde ein „Code of Best Practice“ entwickelt, wobei das Nichteinhalten derartiger Regelungen durch den Vorstand und Aufsichtsrat deutlich gemacht werden muss. Zusammenfassend soll der deutsche Kodex

- wesentliche gesetzliche Vorschriften zur Unternehmensleitung und -überwachung börsennotierter Unternehmen zusammenfassen,
- in Form von Empfehlungen international und national anerkannte Verhaltensstandards berücksichtigen und

⁷⁴ Vgl. Haeseler/Gampe (2002), S.134

- den einzelnen Gesellschaften auch Anregungen für eine gute und verantwortungsvolle Unternehmensführung und -überwachung geben.

Das deutsche Regelwerk, welches vor allem das Vertrauen in die Unternehmensleitung deutscher Gesellschaften stärken sollte, wurde am 26. Februar 2002 veröffentlicht und basiert, ähnlich wie der österreichische Kodex, auf folgenden drei Regelungsstufen.⁷⁵

„Empfehlungen“	„Anregungen“	„Gesetzliche Bestimmungen“
Formulierung „soll“ wird verwendet Abweichungen müssen erklärt	Formulierungen wie „soll“ und „kann“ werden verwendet Abweichungen müssen nicht erklärt werden	Keine Formulierungen Regelungen müssen eingehalten werden

Tabelle 2: Regelungsstufen der deutschen Corporate Governance Kodex

5.2 Entwicklung der Corporate Governance in USA

Die „Anfangsphase“ der Corporate-Governance-Kultur begann Mitte der 1980er Jahre und basierte, wie bereits eingangs erwähnt, auf den Schriften von Berle und Means, die zur Zeit der Weltwirtschaftskrise in ihrem klassischen Werk „The Modern Corporation and Private Property“ den „Principal Agency Konflikt“ zum ersten Mal erwähnt hatten.⁷⁶

Die heute in den USA vorherrschenden institutionellen Strukturen wurden wesentlich durch den Eisenbahnbau im frühen 19. Jahrhundert und die darauf folgende Gründung von kapitalintensiven Stahl- und Bergbaubetrieben geprägt. Damals konnten einzelne Private den enormen Kapitalbedarf nicht mehr decken und man begann mit der Gründung von Aktiengesellschaften mit breit gestreutem Anteilsbesitz.⁷⁷

In den 80`er Jahren hat sich in den USA ein Übernahmeboom entwickelt, bei dem teilweise sogar wirtschaftlich „gesunde“ Unternehmen übernommen wurden.⁷⁸

Die Bundesstaaten haben auf diesen Übernahmeboom reagiert und Gesetze zur Beschränkung von Übernahmen erlassen. Dies konnte zwar die Übernahmen nicht verhindern, aber deutlich kostenintensiver gestalten. Golden Parachuttes (Abgangsent-

⁷⁵ Vgl. Haeseler/Gampe (2002), S 134

⁷⁶ Vgl. Berle/Means (1992), S. 4

⁷⁷ Vgl. Witt (2003), S. 62

⁷⁸ Vgl. Witt (2003), S. 65

schädigung) sind Sonderzahlungen an die Manager in beträchtlicher Höhe, die im Fall einer Übernahme des Unternehmens durch einen oder mehrere Anteilseigner zu leisten sind und dadurch den neuen Eigentümer einen immensen finanziellen Schaden zufügen.⁷⁹

Die Corporate Governance Entwicklung in den USA kann in drei Phasen untergliedert werden:⁸⁰

PHASE I

Diese Phase I beleuchtet vorwiegend die juristische Seite, wobei in einem umfassenden Werk des American Law Institute aus dem Jahr 1994 einerseits die Organisation des Board of Directors und andererseits die Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen gegen Organmitglieder behandelt und dargestellt wurden.

PHASE II

In dieser Phase wurden grundlegende Aussagen zum „Principal-Agency-Konflikt“ getroffen, welche vornehmlich auf empirischen Grundlagen basierten. Hierbei wurde die Meinung vertreten, dass es für Kleinanleger ökonomisch rationaler wäre, sich absolut passiv zu verhalten bzw. gegebenenfalls einen Aktienverkauf durchzuführen und als sog. Handlungsalternativen („Wall Street Rules“) zu etablieren.

PHASE III

Die dritte Phase kann gemäß Haberer auch als „Internationalisierungsphase“ bezeichnet werden, wobei Wirtschaftsexperten sich mit anderen vergleichbaren Corporate-Governance-Systemen auseinander zu setzen begannen und gleichzeitig die wirtschaftlichen „Höhenflüge“ kritisch hinterfragten und analysierten. Analog zu den Analysen der Wirtschaftsexperten beschäftigten sich zunehmend auch amerikanische Investoren mit dem Phänomen der Corporate Governance. Federführend hierbei war das „Council of Institutional Investors“ (CII), welches mehrere Corporate Governance Richtlinien auf Basis von Investitionsentscheidungen bei Fonds entwickelte. In einem Folgeschritt befassten sich verstärkt amerikanische Großunternehmen mit Corporate Governance, wobei hierbei General Motors als Paradebeispiel angeführt werden kann.

⁷⁹ Vgl. Schmidt (2001), S. 67

⁸⁰ Vgl. Haberer (2003), S. 13ff

Trotz des beeindruckenden „Way of Corporate Governance“ darf nicht vergessen werden, dass Bilanzskandale wie Enron und Worldcom das Fundament der Corporate Governance schwer erschüttert haben.

Die amerikanische Regierung reagierte auf die Umstände prompt und verfasste zur „Schadensbegrenzung“ den Sarbanes-Oxley-Act of 2.

5.3 Gegenüberstellung Deutschland vs. USA

Deutschland	USA
Anteilbesitz/Machtstruktur	
Enge Verflechtung und hohe Konzentration Kapitalmärkte: geringe Größe und Liquidität Zahl börsennotierter Unternehmen und Marktkapital des deutschen Aktienmarktes relativ gering Universalbankensystem	Kapitalmarktstruktur größer und liquider Anteilbesitz weit gestreut Trennbankensystem
Struktur und Aufbau	
Duales Prinzip: institutionelle Trennung der Funktion Unternehmensleitung (Vorstand) und Kontrolle (Aufsichtsrat) Kontrolle und Personalentscheidungen von Hauptversammlung	Einstufiges System: Unternehmensleitung durch Inside Directors Kontrolle über Board of Directors Executive Officers entsprechen den Vorständen Direktorialprinzip: Chief Executive Officer
Interessensgruppen	
Orientierung an Stakeholderinteressen	Orientierung an Shareholderinteressen
Kontrolle	
Kapitalmarkt mäßig informationseffizient Geringe externe Kontrolle Insiderhandel- und -kontrolle Einflussnahme institutioneller Investoren und privater Kleinanleger gering Unternehmenskontrolle durch Banken	Kapitalmarkt sehr informationseffizient Outsiderkontrolle: Institutionelle und private Kleinanleger Kontrollmechanismus: feindliche Übernahmen Entlohnung durch langfristige Anreizsysteme Rolle der Banken untergeordnet
Rechnungslegung	
Prinzip des Gläubigerschutzes Geringe Transparenz bei Bildung stiller Reserven	Rechnungslegungsstandard: US-GAAP Umfassende Publizitätsvorschriften

Tabelle 3: Gegenüberstellung Deutschland vs. USA⁸¹

⁸¹ Quelle: Eigene Darstellung

Deutschland wird als klassisches Beispiel einer Ökonomie herangezogen, das nicht am Shareholder Value⁸² orientiert ist. Auf konsens- und langfristig gerichtete Orientierung wurde oft als Gegenmodell zum „angelsächsischen Ansatz“ herangezogen. Der Einfluss auf Aktionäre, die am Shareholder Value orientiert sind, und die Bedeutung des Aktienmarktes, sind verglichen mit den USA gering. Die Aktionäre als Interessensvertreter des Shareholder Value und der Aktienmarkt als Regulationsinstanz für das Unternehmensmanagement spielen eine geringe Rolle. Es sind deutliche Motivationsschübe eines Wandels zu erkennen wie zum Beispiel staatliche Maßnahmen zur Deregulierung insbesondere der Finanzmärkte folglich auch die Forderung nach einer europäischen Bankenaufsicht, finanzielle Probleme des deutschen Pensionsystems, mehr Transparenz und Offenlegung sind nur einige davon.

Inwiefern ist der traditionelle deutsche Corporate Governance veränderbar?

Die Gestalt des Aktienmarktes sowie die Struktur des Aktienbesitzes sind bestimmte Charakteristika einer Ökonomie und weisen einen hohen Zusammenhang zur Ausprägung einer Shareholder bzw. Stakeholder Orientierung auf. Das Verhalten des Managements kann nur dann direkt und ökonomieumfassend durch den Aktienmarkt im Sinne des Shareholder Value beeinflusst werden, wenn ein großer Teil der Unternehmen über die Börse bestimmt wird.⁸³

Die Vergleiche der beiden Länder auf ihre Größe der Aktienmärkte anhand der Börsenkapitalisierung und die Struktur des Aktienbesitzes verdeutlichen die Unterschiede.

Die Rolle der Banken in Bezug auf Unternehmensfinanzierung und –kontrolle in Deutschland kann als dominant eingestuft werden. In den USA sind die größten Aktienbesitzer private Haushalte und Fonds, die sogenannten „Institutional Investors“. In Deutschland hingegen sind mehr als der Hälfte im Besitz von Banken und Versicherungsinstituten sowie Unternehmen, die nicht in der Finanzbranche tätig sind. Es ist bereits ein bedeutsamer Unterschied in der Struktur und im Aktienbesitz zu kennzeichnen.

Im ersten Halbjahr 2010 waren insgesamt 8,7 Millionen Anleger in Deutschland, die direkt oder indirekt (Aktien und gemischte Fonds) in Aktien investiert haben, im zwei-

⁸² Shareholder Value wird hier im Zusammenhang mit Unternehmenswertsteigerung im weiteren Sinne definiert und hat das Ziel den Börsenwert des Unternehmens zu steigern.

⁸³ Vgl. Jürgens/Rupp/Vitols (2000), S. 2

ten Halbjahr 2011.⁸⁴ Dies entspricht einem Anteil von 13,4% der Bevölkerung in Deutschland.

Die Gegenüberstellung der Börsenkapitalisierung zum Bruttoinlandsprodukt verdeutlicht die Unterschiede. Die Börsenkapitalisierung ist die Anzahl, der an einer Börse gehandelten Aktie, multipliziert mit dem jeweiligen Kurs. Dieser war in Deutschland im Jahr 1998 51,2% Börsenkapitalisierung des Bruttoinlandsproduktes und in den USA 157,0%.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass in Deutschland der Shareholder Value Ansatz eine schmale Basis hat. Zum einen sind nur wenige Aktiengesellschaften an der Börse notiert und im Vergleich zu den USA ist der Aktienmarkt zu klein und zum anderen ist ein großer Teil des Aktienbesitzes in Unternehmen als langfristige Beteiligungen an anderen Unternehmen gehalten und unterliegt sehr begrenzt den Shareholder Value Gesichtspunkten.

In Bezug auf die Analyse der Corporate Governance Systeme kann festgehalten werden, dass das Shareholder Value-Konzept und die Principal Agent-Theorie schon seit Jahren einen dominanten Bezug auf Managervergütung und Unternehmenssteuerung darstellen.

⁸⁴ Vgl. www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publikationen.htm

6 VERGÜTUNG VON VORSTÄNDEN IN DEUTSCHEN AKTIENGESELLSCHAFTEN

Die Entwicklung der Managervergütung in Deutschland wird der wesentliche und besondere Teil in diesem Kapitel sein, da die seit 3 Jahren andauernde Krise und die gesamtwirtschaftlichen Folgen daraus noch immer in der öffentlichen Diskussion stehen. Als einer der Auslöser der Weltwirtschaftskrise soll die Rolle der Finanzbranche und die Vergütung von Vorständen und Top Managern erforscht werden. In diesem Teil der Diplomarbeit sollen die Vergütungshöhe und die Vergütungssysteme bewertet und mögliche Schlussfolgerungen interpretiert werden.

6.1 Struktur der Vorstandsvergütung

Nachfolgend werden hauptsächlich die monetären Bestandteile und die Zusammensetzung der Vorstandsgehälter in Deutschland durchleuchtet. Im Grunde liegen die Struktur und die Höhe der Vorstandsvergütung der Aktiengesellschaften im Ermessensspielraum des Aufsichtsrates. Der Deutsche Corporate Governance Kodex umfasst die monetären Vergütungsbestandteile, die Versorgungszusagen und sonstige Zusagen in Bezug auf Nebenleistungen jeder Art und Leistungen von Dritten oder im Fall der Beendigung der Tätigkeit.

Im monetären Bereich werden zwischen den fixen, den variablen (jährlichen) Boni und den langfristigen Vergütungsbestandteilen unterschieden.

Das Fixum umfasst das Grundgehalt, der variable Bestandteil ist als Bonus definiert, die an bestimmte Ziele des Unternehmens gekoppelt ist. Erst wenn diese Ziele erreicht werden, bekommt der Vorstand diese Barvergütung auch ausbezahlt. Diese Ziele werden in der Regel an Hand Unternehmenskennzahlen wie EBIT oder ROCE oder individuelle Ziele, wie Abschluss eines Projektes, gemessen. Der oben erwähnten betriebswirtschaftlichen Kennzahlen EBIT(Earnings before interest and taxes) versteht man den Gewinn vor Zinsen und Steuern. Die Kennzahl ROCE (Return on Capital employed) misst, wie effektiv und profitabel ein Unternehmen mit seinem eingesetzten Kapital umgeht und stellt eine Weiterentwicklung der Gesamtkapitalrentabilität dar.

Die langfristigen Vergütungsbestandteile (Long Term Incentives) umfassen hauptsächlich variable aktienkursorientierte Komponente, wie Aktien bzw. Aktienoptionen.

Die Gesamtvergütung besteht aus folgenden Elementen:⁸⁵

Grundvergütung
+ variable Vergütung langfristig
<u>+ variable Vergütung kurzfristig (Bonus, Tantieme)</u>
= Gesamtdirektvergütung
<u>+ Nebenleistungen</u>
= Gesamtvergütung

Die Basis bildet die Grundvergütung. Darauf werden die erfolgsabhängigen Komponenten der variablen Vergütung aufgebaut.

Die langfristige variable Vergütung ist in der Regel aktienbasiert. Unter Nebenleistungen werden z.B. Pensionsansprüche verstanden.

6.2 Economic Profit

Economic Profit entstand aus dem Modell der Economic Value Added (EVA) .

Dieses Modell stellt einen periodenbezogenen Über- oder auch Residualgewinn dar. Dadurch wird die Wertsteigerung eines Unternehmens unter Berücksichtigung der Kapitalkosten verstanden.⁸⁶

EVA als Steuerungskennzahl soll die Analyse und Bewertung von Unternehmen bzw. Projekten erleichtern und als Grundlage für eine Anreizsteuerung dienen.

Vorteil: Hoher Akzeptanz in den Kapitalmärkten, gilt als wertvolles Steuerungsinstrument aus der Sicht eines Finanzanalysten.

Nachteil: Der Beurteilungszeitraum beträgt ein Jahr und gibt keine ausreichende Aussage über die langfristige und nachhaltige Wirtschaftlichkeit des Unternehmens

Gesamtkapitalkostensatz = WACC Weighted Average Cost of Capital ist ein gewichteter Gesamtkapitalkostensatz, der in der Unternehmensbewertung und im Zusammenhang mit wertorientierten Steuerungskennzahlen zur Anwendung kommt. WACC setzt sich zusammen aus dem gewichteten arithmetischem Mittel der Eigen- und Fremdkapital am Gesamtkapital

⁸⁵ Eigene Darstellung in Anlehnung an Kramarsch 2004, S. 9

⁸⁶ Vgl. Rappaport (1999), S. 29

ROCE = Return on Capital Employed (Gesamtkapitalrendite)

NOPAT = Net Operating Profit after Tax (Betrieblicher Nettogewinn oder erwirtschafteter Ertrag)

CE = Capital Employed (Betriebsnotwendiges Kapital)

WACC = Weighted Average Cost of Capital (Gewichteter Durchschnitt der Eigen- und Fremdkapitalkosten)

$$\begin{aligned}\text{Economic Profit} &= (\text{ROCE} - \text{WACC}) * \text{CE} \\ &= \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{CE})\end{aligned}$$

Wert wird vernichtet	Wert bleibt erhalten	Wert wird geschaffen
Economic Profit < θ	Economic Profit = θ	Economic Profit > θ
ROCE < WACC	ROCE = WACC	ROCE > WACC

Tabelle 4: Economic Profit ⁸⁷

Nach oben angeführter Darstellung entsteht dann ein zusätzlicher Wert wenn in einer Periode erwirtschafteter Gewinn größer ist als die Kapitalkosten oder wenn Gesamtkapitalrendite (ROCE) über den durchschnittlichen Eigen und Fremdkapitalkosten (WACC) liegen. Es entsteht aus der Sicht der Kapitalgeber ein Überschuss. Die Differenz zwischen dem ROCE und dem WACC wird als Economic Spread bezeichnet.

$$\text{Economic Profit} = \text{CE} * \text{Economic Spread}$$

Da dieses Instrument nur zur Messung der Wertsteigerung dient, ist es ein ex post Beurteilung (Zeitraum von einem Jahr) des Ertrages möglich. Eine nachhaltige Aussage über die Wirtschaftlichkeit des Unternehmens ist schlecht vorherzusagen.

6.3 Cash Flow Return on Investment

Mit dem Cash Flow Return on Investment (CFROI) wurde von Lewis/Lehmann (1992)⁸⁸ eine Rentabilitätskennzahl vorgestellt. Zur Beurteilung der Performance eines Unternehmens oder Geschäftsbereiches wird der Cashflow Return on Invest-

⁸⁷ Eigene Darstellung in Anlehnung an Kramarsch 2004, S. 11

⁸⁸ Vgl. Lewis/Lehmann (1992), S. 3ff

ment (CFROI) dem entsprechenden Gesamtkapitalkostensatz (WACC) gegenübergestellt.

Diese Kennzahl dient zur Performancemessung- und Wertsteigerung eines Unternehmens eingesetzt wird ist der Cash Flow Return on Investment (CFROI).

Für die Berechnung des CFROI werden folgende Größen einbezogen:

- Bruttoinvestitionsbasis
- Anschaffungs- und Herstellungskosten (mit Berücksichtigung der Inflation)
- Brutto Cash Flow
- Nutzungsdauer und der Restwert am Ende der Nutzungsdauer

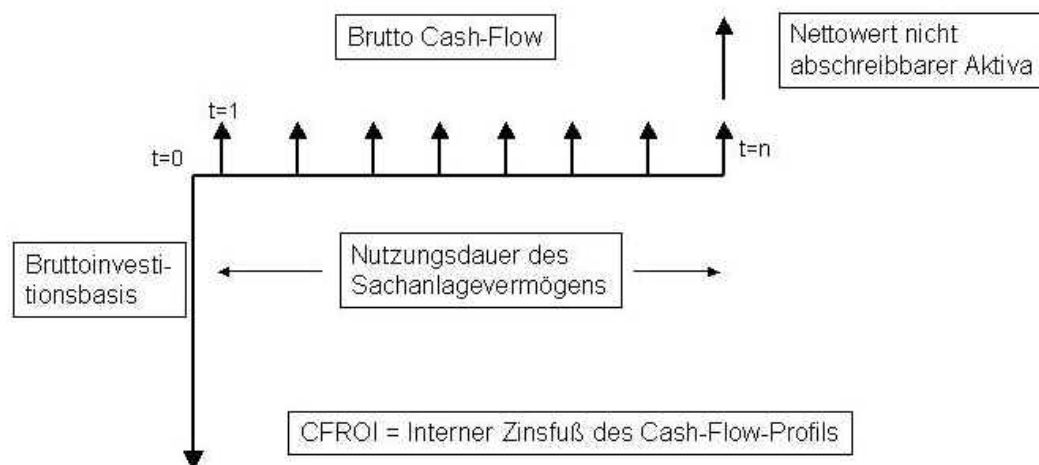


Abbildung 3: Berechnung Cash Flow Return on Investment⁸⁹

$$\text{CFROI} = \frac{\text{BCF} - \ddot{o}A}{\text{BIB}} \quad \text{mit } \ddot{o}A = \frac{\text{WACC}}{(1+\text{WACC})^n - 1} * aA$$

Die Berechnung der Cash Flow Return on Investment basiert auf die interne Zinsfußmethode.

Der Brutto Cash Flow (BCF) soll die Ertragskraft des Unternehmens abbilden, weniger die Finanzkraft. Der Cash Flow wird aus der Bilanz abgebildet.

Die Bruttoinvestitionsbasis (BIB) ist das bis zu einem Stichtag im Unternehmen investierte Kapital. BIB setzt sich aus den planmäßigen abschreibbaren Aktiva und

⁸⁹ Vgl. Lewis/Lehmann (1992), S. 9

nicht außerplanmäßig abschreibbaren Aktiva zusammen. Für nicht abschreibbare Aktiva werden die Buchwerte als Basis verwendet

$$CFROI = \frac{BCF - \ddot{O}A}{BIB}$$

BCF - Bruttocashflow

ÖA - Ökonomische Abschreibung

BIB – Bruttoinvestitionsbasis

Die Ökonomische Abschreibungen (ÖA) beinhalten die Beträge die nötig sind um zukünftige Ersatzinvestitionen zu tätigen.

$$\ddot{O}A = \frac{WACC}{(1 + WACC)^n - 1} \cdot \text{Abschreibbare Aktiva}$$

Kritik an CFROI: entfacht sich am Konzept des internen Zinsfusses (IRR=internal Rate of Return und den Annahmen bei der Berechnung. Diese Kennzahl kann innerhalb der Jahresplanung gebildet werden.

Interpretation des CFROI

Im Unterschied zur Eigenkapital- und der Gesamtkapitalrendite schließt der CFROI das gesamte Kapital mit ein. Die Auswirkungen der Finanzierungsstruktur auf die Eigenkapitalrendite werden ausgeschaltet (Leverage-Effekt). Der CFROI legt für seine Berechnung die historischen Anschaffungskosten des am Ende der Betrachtungsperiode vorhandenen Sachanlagevermögens, zugrunde. Durch die Betrachtung des Sachanlagevermögens anstelle des Buchwertes werden Gesellschaften "mit älteren Aktiva und entsprechend niedrigerem Buchwert nicht länger bevorzugt, wie dies z.B. bei der Gesamtkapitalrendite der Fall ist.

Die Aussagekraft des CFROI ist vergangenheitsorientiert und lässt somit wenig Rückschlüsse über kommende Perioden zu.

6.4 Vergleich der Vergütungsstruktur der DAX 30 Unternehmen

Dieser Kapitel soll einen Überblick über die Entwicklung der Vorstandsgehälter zwischen 2005 bis 2009 geben.

Das Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorstOG), welches vom Prof. Theodor Baums, Vorsitzender der Regierungskommission der deutschen Corporate Governance ausgearbeitet wurde, soll die Transparenz der Vorstandsvergütungen verbessern. Nach Baums wurde dieses Gesetz erforderlich da im Jahr 2005, neun von 30 DAX Unternehmen die Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex bezüglich der Veröffentlichung von Vorstandsbezügen, befolgen.

VorstOG sieht vor dass bei börsennotierten Aktiengesellschaften künftig die Bezug jedes einzelnen Vorstandsmitgliedes, aufgeteilt nach erfolgsabhängigen und erfolgsbezogenen Komponenten sowie Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung, unter Namensnennung anzugeben sind. Sowohl die Bezugsrechte und sonstige aktienbasierte Vergütungen im Rahmen der Angabe der Gesamtbezüge im Anhang des Jahresabschlusses mit ihrer Anzahl und dem beizulegenden Zeitwert zum Zeitpunkt der Gewährung anzugeben, spätere Wertveränderungen, die auf einer Änderung der Ausübungsbedingungen beruhen, sind zu berücksichtigen.

Im Hinblick auf die Studie wurden Vergütungsgrößen Corporate Governance-, Performance- und Unternehmensmerkmale herangezogen.

Weiter Ergebnisse und Einflussfaktoren wurden durch unterschiedliche Empirische Studien zu folgenden Merkmalen bereits erzielt⁹⁰:

Unternehmensmerkmale

Unter diesem Begriff versteht man hauptsächlich die Größenmerkmale wie Mitarbeiterzahl, der Umsatz und die Marktkapitalisierung verstanden. Das Ziel ist die Feststellung eines positiven Zusammenhangs zwischen der Größe des Unternehmens und der Vergütungshöhe. Nach Schmidt und Schwalbach (2007) wird auf Basis eines Mittelwert- und Medianvergleichs der CEO-und Gesamtvorstandsvergütung für das

⁹⁰ In der Fachliteratur werden auch weitere Kriterien als Einflussfaktoren zum Vorstandsvergütung wie zum Beispiel die Unternehmensgröße, Eigentümerstruktur oder die Effizienz von Aufsichtsräten umfangreich diskutiert.

Geschäftsjahr 2005, dass die DAX 30 Unternehmen deutlich höhere Vergütungen aufweisen als die 50 Unternehmen die im MDAX gelistet sind. Nach Schwalbach und Grasshoff wird die Branchenzugehörigkeit der Unternehmen als Einflussfaktor auf die Vergütungshöhe herangezogen.

Performancemerkmale

Schmidt und Schwalbach (2007) haben ein heterogenes Bild zwischen der Unternehmensperformance und der Vergütungshöhe festgestellt. Sie fanden zum Beispiel keinen positiven Zusammenhang zwischen der Aktienrendite und der Vorstandvergütung pro Kopf.

Eine weitere Studie von Grasshoff und Schwalbach (1997) hat eine geringe Elastizität zwischen der durch Aktienrendite gemessenen Performance und der Vergütungshöhe ergeben.

Elston und Goldberg (2003) fanden einen positiven Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrendite und der durchschnittlichen Vergütungshöhe auf Basis von einer Stichprobe von 91 deutschen Aktiengesellschaften im Beobachtungszeitraum von 1970-1986.

Schmidt und Schwalbach (2007) bestätigen für den Zeitraum 1987 bis 2005 dass die Gehälter von deutschen Managern im Vergleich zu ihren amerikanischen Kollegen zwar langsamer entwickelt hat, aber zu einer deutlichen Entkopplung von Manager und Arbeitnehmer stattgefunden hat.

Corporate Governance Merkmale

Conyon und Schwalbach (2000) untersuchten im Rahmen eines internationalen Vergleichs den Einfluss auf regulatorischen Umfeld auf die Vorstandsvergütung und finden einen signifikanten Einfluss. Die Autoren definieren eine Dummyvariable „Corporate Governance Typ“ als Kontrollmerkmal. Typ I entspricht tendenziell dem angelsächsischen Modell, mit den Charakteristika „große Kapitalmärkte“, vielfältige Möglichkeiten zu feindlichen Übernahmen. Typ II hingegen entspricht dem deutschen Modell, welche sich von schwierigen feindlichen Übernahmen gekennzeichnet ist und die Eigentümerstruktur konzentriert ist. Schwalbach und Conyon fanden heraus dass bei Unternehmen des Typs II (u. a. Deutschland) eine höhere zu finden ist.

Erhebungen von Conyon und Schwalbach (1995) für eine empirische Studie fanden heraus, dass der variable Anteil der Managergehälter 25 % an der Gesamtvergütung ausmachen und zu dieser Zeit keine langfristigen Anzelelemente beinhalteten⁹¹.

6.5 Vergütungsentwicklung von DAX 30 Vorständen

Die Datenreihe wurde ab 2005 gewählt, da Unternehmen seit diesem Jahr Details der Vergütung gemäß des Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetzes (VorstOG) in den Geschäftsberichten publizieren müssen.

Für den Vergleich der Vorstandsvergütungen wurden deshalb die DAX 30 Unternehmen herangezogen, da sie dieser Offenlegungspflicht der Managementvergütung unterliegen.

DAX widerspiegelt der Weiterentwicklung der 30 größten Unternehmen am deutschen Aktienmarkt und gibt Information über die Marktkapitalisierung und Börsenumsatz wieder.⁹²

Die Vergleichsstudie von Maurer umfassen die Vergütungsgrößen, Corporate Governance-, Performance- und Unternehmensmerkmale für die Jahre 2005 und 2009. Für die Vergleichsstudie werden lediglich die monetären Vergütungsstrukturen herangezogen. Die variable Vergütung wurde in Einjahreszeitraum gewählt die langfristige Komponente umfasst mehr als ein Jahr Zeithorizont >1 herangezogen. Die Aufgliederung der langfristigen Vorstandsvergütung basiert auf Kennzahlen bzw. aktienkursorientierte Elemente. Im Bereich der Corporate Governance Merkmalen wurden Vorstands- und Aufsichtsratsstrukturen differenziert nach ihren Mitgliederzahl verwendet.

Die Gehaltsangaben, als wesentliche Datenquelle, basieren auf die veröffentlichten Geschäftsberichte und bilden Geschäftsjahresende als einheitlichen Stichtag. In der Studie wurde die DAX-Performance-Index als Leistungsindikator herangezogen. Die Daten wurden von Finanzportal OnVista entnommen.

Folgende Tabellen bieten einen Überblick der Studie.

⁹¹ Vgl. Conyon/Schwalbach (2000), S. 106

⁹² Vgl. Wolff/Rapp (2008), S. 2

Eingehend auf folgende Tabellen kann festgehalten werden, dass Auswertung der Daten in Gremien bzw. Vergütungsgröße aufgeschlüsselt sind.

Vergütungskomponenten Gesamtvorstand in Euro				
Jahr	Anzahl Vorstände (Mittelwert)	Fixvergütung pro Mitglied (Mittelwert)	Variable Vergütung pro Mitglied (Mittelwert)	Gesamtvergütung pro Mitglied (Mittelwert)
2005	6	660.703	1.760.127	2.420.830
2006	6	713.525	1.873.852	2.587.377
2007	6	725.433	2.097.262	2.822.695
2008	6	796.710	1.742.572	2.539.282
2009	6	779.360	1.520.029	2.299.389
2005-2009	6	735.146	1.798.768	2.533.915
Minimum	3	231.800	0	529.333
Maximum	12	1.401.429	8.007.150	9.076.474

Tabelle 5: Durchschnittliche fixe, variable und gesamte Vergütung des Vorstands⁹³

Vergütungsgröße umfasst die variable, fixe sowie die Gesamtvergütung je Vorstand bzw. Aufsichtsratsmitglied. Die über den Betrachtungszeitraum aggregierten Werte sollen die Struktur der Darstellung abbilden.

Variable Vergütungsbestandteile sind hier in kurzfristige Boni bzw. langfristige kennzahlenbasierte sowie aktienkursorientierte Vergütungskomponente aufgeteilt. Die Vergütungshöhe errechnet sich aus dem Quotienten der Gesamtorganvergütung und der Mitgliederzahl des Unternehmensorgans.

Für die Beobachtungszeiträume wurde durchschnittlich ein Fixgehalt von 735.146 Euro ausbezahlt. Der niedrigste Wert der Erhebung beträgt 231.800 Euro, der höchste Fixgehalt hingegen auf 1,4 Millionen Euro.

Bis vor der Wirtschafts- bzw. Finanzkrise 2009 ist eine Steigerung von 21 % des Fixgehaltes erkenntlich, ab 2009 sank der Wert auf 779.360 Euro. Maurer (2011) sieht als einen möglichen Grund für diese Abnahme den partiellen Gehaltsverzicht einiger Vorstandsmitglieder an.

⁹³ Vgl. Maurer (2011), S. 61

Die variable Vergütung ist wesentlich höher als der durchschnittliche Fixgehalt und beträgt 1,8 Millionen. Die Entwicklung der Höhe der variablen Vergütungskomponente ist analog zum Fixgehalt. Bis 2007 eine signifikante Steigerung ab dann ein stetiger Abfall von ca. 38 Prozent im Vergleich zum Erhebungsjahr 2007.

Die Gesamtvergütung setzt sich aus der fixen und der variablen Vergütungskomponente zusammen. Daher kann im Fall der Gesamtvergütung eine ähnliche Entwicklung beobachtet werden. Der durchschnittliche Gesamtvergütung im Jahr 2007 2.822.695 Euro und im Jahr 2.299.389 Millionen Euro 23 % über dem Wert von 2009.

Für die Gesamtbetrachtung der fünf Erhebungsjahre kann folgendes festgehalten werden:

- Gesamtanteil des Fixgehaltes an Gesamtvergütung ist mit 29 % wesentlich niedriger als der variablen Anteil von 71% niedriger.
- Bei variablen Vergütungselementen kann eine abnehmende Tendenz beobachtet werden. Dies kann als Folge der Wirtschaft- und Finanzkrise gesehen werden.
- 97 % der 30 DAX Unternehmen beinhalten im Jahr 2009 langfristige Anreiz-elemente.
- Es ist eine Verschiebung innerhalb der Entlohnungskomponente zu erkennen. Im Jahr 1995 waren nach Erkenntnissen der empirischen Studie von Conyon und Schwalbach, Schwerpunkt Setzung in der Bereitstellung des Fixgehaltes, hingegen die aktuelle Entwicklung auf die Verschiebung in Richtung leistungsbezogenen und risikobehaftete Anreizelemente deutet.

Folgende Abbildung veranschaulicht die relative Aufteilung der Vergütungskomponente. Die variablen Vergütungselemente wurden in einzelne Komponente aufgeteilt.

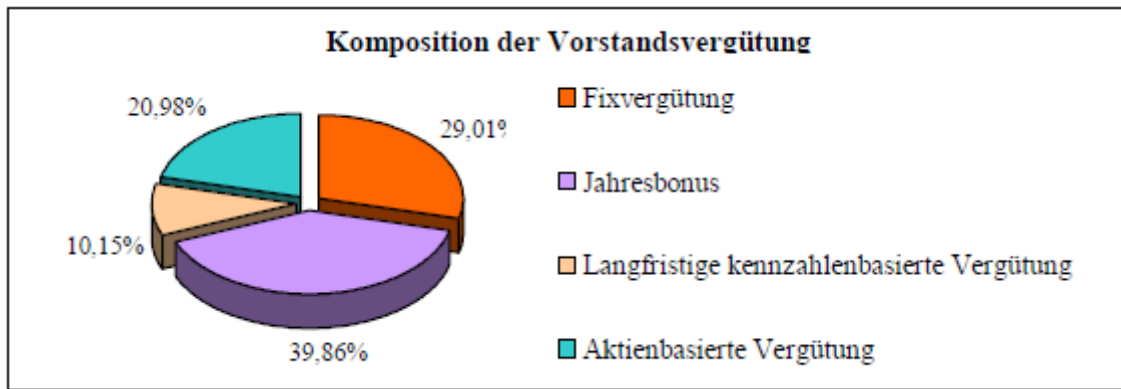


Abbildung 4: Struktur der durchschnittlichen Vorstandsvergütung von 2005 bis 2009⁹⁴

6.6 Vergütungsentwicklung von DAX 30 Aufsichtsräte

Vergütungskomponenten Gesamtaufsichtsrat in Euro				
Jahr	Anzahl Aufsichtsräte (Mittelwert)	Fixvergütung pro Mitglied (Mittelwert)	Variable Vergütung pro Mitglied (Mittelwert)	Gesamtvergütung pro Mitglied (Mittelwert)
2005	18	45.595	51.796	97.391
2006	18	50.426	59.812	110.238
2007	18	56.581	71.471	128.052
2008	18	62.922	57.176	120.098
2009	17	66.018	36.594	102.612
2005-2009	18	56.308	55.370	111.678
Minimum	6	5.000	0	22.615
Maximum	25	142.000	215.083	301.104

Tabelle 6: Durchschnittliche fixe, variable und gesamte Vergütung des Aufsichtsrats⁹⁵

Der Durchschnittliche Fixgehalt pro Erhebungsjahr und Mitglied betrug 56.308 Euro, wobei hier eine stetige Zunahme von 2005 bis 2009 ersichtlich ist. Der variable Anteil beträgt 55.370 Euro pro Aufsichtsrat und pro Mitglied. Der Anteil an Gesamtvergütung zwischen variabel- und fixgehalt und beträgt ungefähr gleich viel.

Bei der Entwicklung des variablen Anteils kann festgestellt werden dass ab dem Jahr 2008 ein drastischer Rückgang von 49 % ersichtlich ist.

⁹⁴ Grafik entnommen von Maurer (2011), S. 64

⁹⁵ Grafik entnommen von Maurer (2011), S. 65

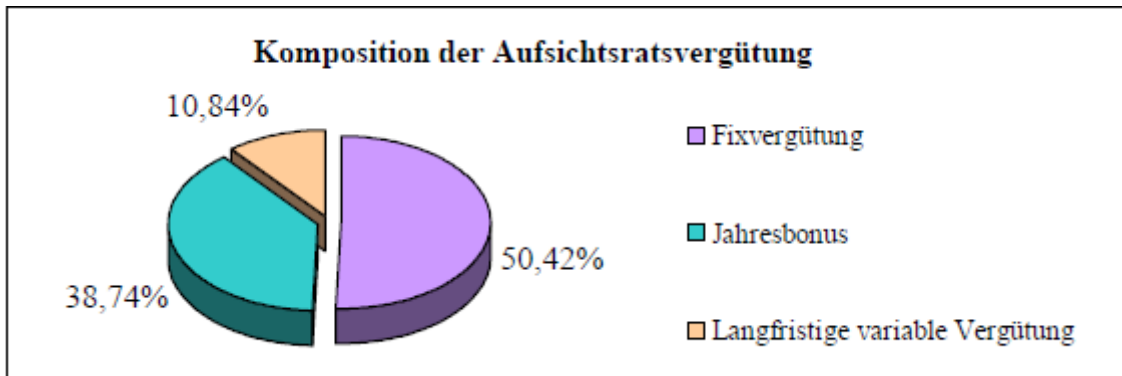


Abbildung 5: Struktur der durchschnittlichen Aufsichtsratsvergütung von 2005 bis 2009

Durchschnittlich erhalten die Aufsichtsräte der DAX 30 Unternehmen eine Gesamtvergütung von 111.678 Euro pro Jahr. Während beim Fixgehalt eine stetige Zunahme von 2005 bis 2009 ersichtlich ist, verläuft beim variablen Anteil der Vergütung ein anderer Trend. Die variablen Gehälter von 2005 bis 2007 um 31% gestiegen, ab dem Jahr 2008 und 2009 sind sie um 20 % gesunken.

Vergleich der Gesamtvergütungen zwischen DAX 30 Vorständen und Aufsichtsräte kann folgende Feststellung gemacht werden:

Während die Gesamtvergütung der Aufsichtsräte gesteigert werden konnte fiel das Gehaltsniveau bei Vorständen um 5 % bis ins Jahr 2009.

Zusammenfassend kann in Verbindung der Gehaltsentwicklung der DAX 30 Vorstände und Aufsichtsräte folgende Entwicklung verdeutlicht werden.

Die wirtschaftliche Situation vor allem die Finanzkrise hat für Schwankungen im Gehaltsniveau seine Spuren hinterlassen. Nach den Erhebungen von Maurer (2011) lag die Abweichung des kleinsten Fixgehaltsanteils an der Gesamtvergütung bei den Aufsichtsräten bei 44 % im Jahr 2007 und 64 % in 2009. Im Unterschied zu Vorstandsvergütung spielt der Fixanteil der Vergütung bei den Aufsichtsräten eine wichtige Rolle.

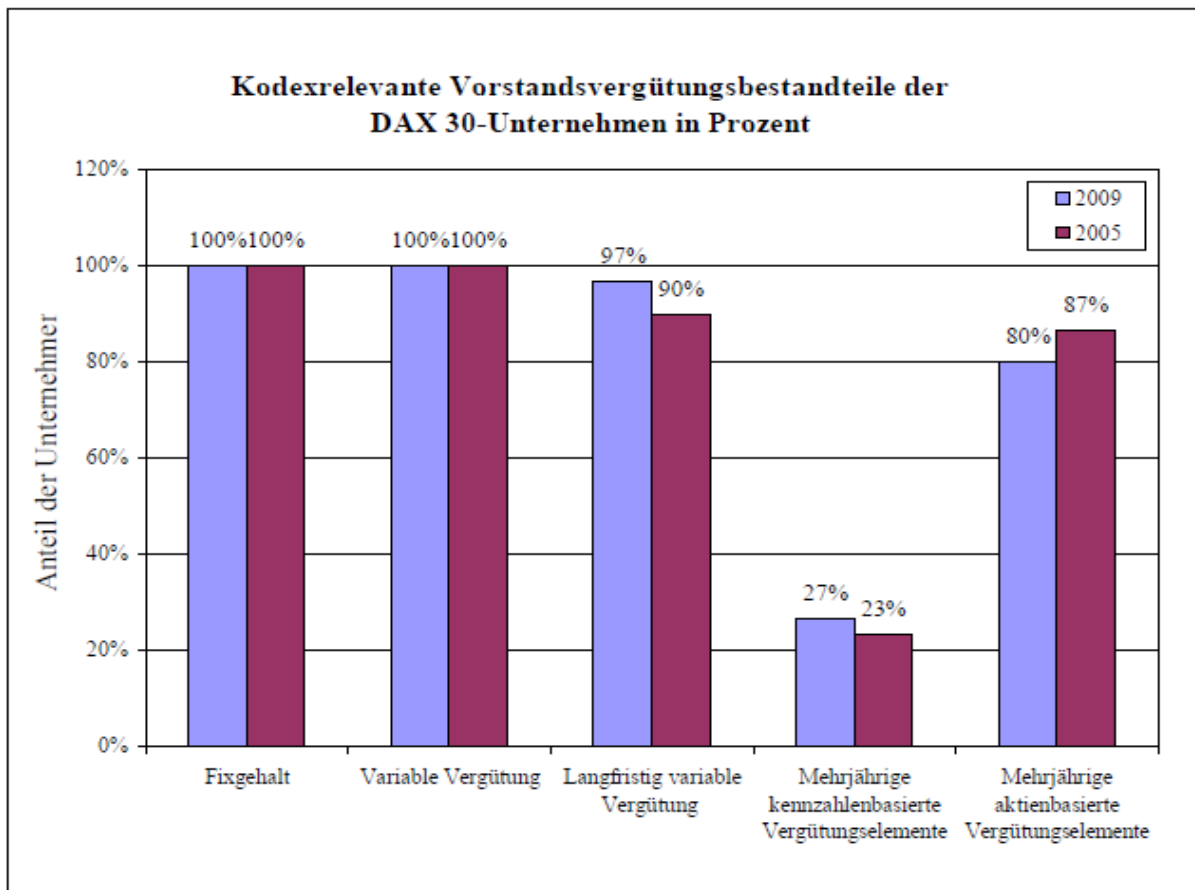


Abbildung 6: Komponente der Vorstandsvergütung 2005 und 2009⁹⁶

In dieser Tabelle werden die Vergütungsbestandteile zwischen den Jahren 2005 und 2009 verglichen. Die Auszahlung des Fixgehaltes ist beiden Jahren bei 30 DAX Unternehmen wahrgenommen, die erfolgsorientierte Vergütung blieb jedoch von 3 DAX Unternehmen aus. Für die variable Vergütung wurde die Dividende über das Ergebnis je Aktie gewählt.⁹⁷

Die Fassung des DCGK von 2002 berücksichtigt bereits die Gesamtvergütung des Vorstandes in variable und fixe Bestandteile aufzuteilen. Diese Empfehlung wurde laut Stichprobe als Entlohnungskriterium zur Gänze akzeptiert.

Die Empfehlung dass die variablen Vergütungsbestandteile auf mehrjährige Bemessungsgrundlage zu erfolgen soll, wies von 25 von 30 DAX Unternehmen Abweichungen auf und ergibt einen 13 prozentige Akzeptanz auf.

⁹⁶ Grafik entnommen Maurer (2011), S, 70

⁹⁷ Vgl. Maurer (2011), S. 71 - Vergütungsberichte der DAX 30 Unternehmen, basierten auf dem Return on Capital Employed, den Earnings before Interest and Taxes, Cash Value Added und Economic Value added sowie Free Cash Flow.

Der Anteil der kennzahlorientierte Entlohnungskomponente ist laut Erhebung und Auswertung wesentlich geringer (27%) als der aktienkursbasierte Vergütungselement (80%). Der Aktienkursbasierte Vergütung stellt die am häufigsten verwendete Langfristkomponente innerhalb der Vorstandvergütung dar. Die Kodexempfehlung bezüglich der Sperr und Haltefrist von virtuellen Aktien bzw. Aktienoptionen nach § 193 Abs. 2 Z 4 des deutschen Aktiengesetzes eingehalten.

Kurzfristige Vergütungskomponente entnommen aus dem Vergütungsbericht der DAX 30 Unternehmen, basieren auf dem Return on Capital Employed, den Earnings before Interest and Taxes, Cash Value Added und Economic Value added sowie dem Free Cash Flow.

Die DAX Performance Index soll für den Erhebungszeitraum als Leistungsindikator fungieren und die Entwicklung der DAX Unternehmen reflektieren⁹⁸.



Abbildung 7: Performance des DAX innerhalb der letzten Jahre⁹⁹

Ermittlung der durchschnittlichen Kurse basiert auf folgende Vorgehensweise, der jeweilige Eröffnungskurs zum 1. Jänner und der Abschlusskurs zum 31. Dezember

⁹⁸ Vgl. Schmidt/Schwalbach (2007), S. 117ff

⁹⁹ Grafik entnommen aus Finanzportal OnVista (2010)

der einzelnen Geschäftsjahre und die Addition der Jahre dividiert durch Anzahl der Jahre ergibt den arithmetischen Mittel

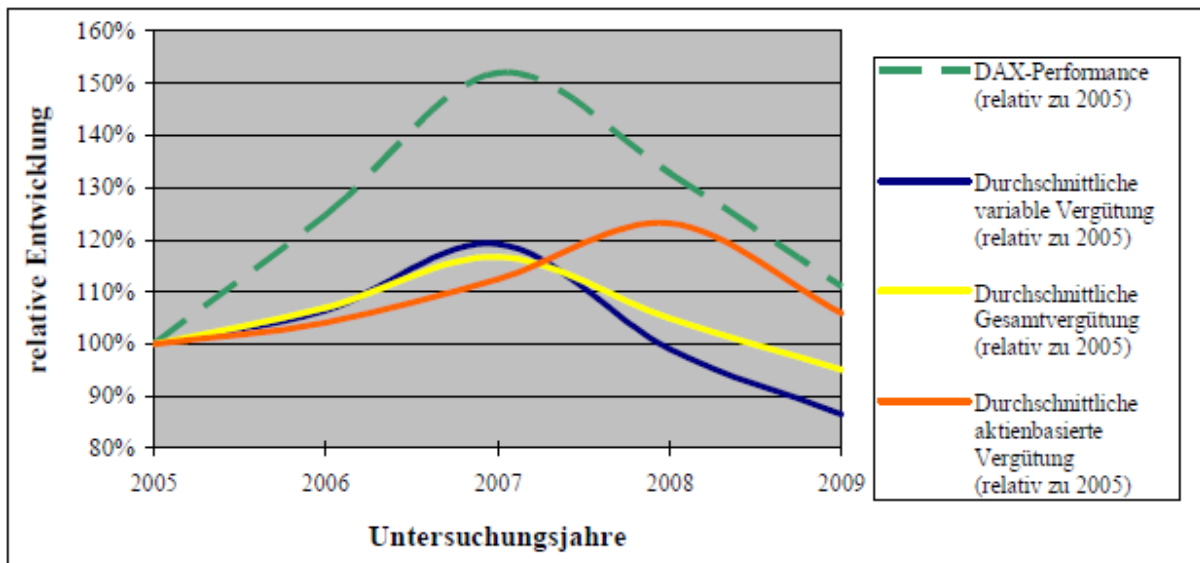


Abbildung 8: Entwicklung der Vorstandsvergütung und des DAX im Zeitraum 2005 bis 2009¹⁰⁰

Durch die Darstellung ist eindeutig erkennbar, dass eine analoge Entwicklung zwischen der DAX Performance und der durchschnittlichen variablen und der gesamten Vergütung existiert. Bis zum Jahr 2007 ist eine positive Steigung der Graphen ersichtlich ab dem Jahr 2007 ist ein Wendepunkt in den erwähnten Funktionsgrphen eingetreten.

Ab dem Eintritt der Finanzkrise 2007 bis 2009 ist Aktienrückgang von 41 Prozent zu kennzeichnen, welcher sich auf die Vorstandsbezüge auswirkt. Auffallend ist positive die Entwicklung der durchschnittlichen aktienbasierten Vergütung bis ins 2008 eine Angleichung erfolgte erst im Jahr 2009. Eine mögliche Erklärung nach Maurer ist der nachgelagerte Effekt, der nur längerfristigen Anpassungsfähigkeit der aktienkursorientierten Vergütung auf Veränderungen der Aktienrendite ausgelegt wird.

Die empirische Auswertung verdeutlicht den positiven Zusammenhang zwischen Unternehmensperformance und der Vorstandsvergütung.

¹⁰⁰ Vgl. Maurer (2011), S. 82

6.7 Trendwende durch das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung?

Es gibt diverse Gründe anzunehmen, dass ein vergleichbares Wachstum der Vergütung seit Mitte der 90er Jahre sich nicht in vergleichbarer Höhe fortschreiben wird. Folgende Aussagen stützen diese Hypothese:

Das rasante Vergütungswachstum wurde teilweise mit einem Einmaleffekt durch die Einführung von Aktienoptionsprogrammen verursacht. Dieser Einmaleffekt hatte seine Wurzeln vor allem in der Veränderung der Gesetzgebung (KonTraG).

Des Weiteren wird immer deutlicher, dass die Verwendung von Aktienoptionsprogrammen – die maßgeblich zum massiven Vergütungswachstum beigetragen hatte – rückläufig ist.¹⁰¹

Ein weiterer wichtiger möglicher Auslöser für eine Trendwende bezüglich der Vergütung bei großen deutschen Aktiengesellschaften ist erneut eine Veränderung der gesetzlichen Rahmenbedingungen.

Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) trat am 5. August 2009 in Kraft. Dieses Gesetz soll forcieren dass die Vorstandsvergütungen verstärkt am Ziel der *nachhaltigen Unternehmensentwicklung* ausgerichtet werden.

Außerdem soll es Gehaltskürzungen im Falle einer Verschlechterung der Lage der Firmen ermöglichen. Sowohl das Aktiengesetz als auch das Handelsgesetzbuch wurden hierfür geändert.

Der Großteil der Regelungen gilt für alle Aktiengesellschaften. Drei Regelungen gelten jedoch speziell für börsennotierte AGs:

- Die mehrjährige Bemessungsgrundlage und Abbildung der Nachhaltigkeit bei variabler Vergütung und eine Begrenzungsmöglichkeit der variablen Vergütung für außerordentliche Entwicklungen,
- die zweijährige Wartefrist für ehemalige Vorstandsmitglieder, die in den Aufsichtsrat des gleichen Unternehmens wechseln möchten und

¹⁰¹ Vgl. Raible/Schmidt/Moerbeek (2011), S. 16.

- die *Advisory Vote* der Hauptversammlung bezüglich der Höhe des Vorstandsgehaltes.

Die Tatsache, dass alle variablen Vergütungsbestandteile eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben *sollen*, dürfte also dazu führen, dass der Anteil des STI zu Gunsten des LTI zurückgeht. Die Begrenzungsmöglichkeit für variable Vergütung ist von hoher praktischer Relevanz.¹⁰² Die Erstausübung war nach altem Gesetzesstand erstmals nach zwei Jahren möglich. Nun müssen Vorstände mindestens vier Jahre bis zur Erstausübung warten. Dies könnte die Vergütung über Aktienoptionsprogramme für Firmen unattraktiver machen, da der späte Erstausübungszeitraum vor allem in Hinblick auf häufige Vorstandswechsel zu Problemen führen kann.¹⁰³ Durch Aktienoptionen, deren Ausübung nicht an den Verbleib im Vorstandsposten gekoppelt ist, wäre also möglich, dass ein schlechter Manager, der einen guten Nachfolger hat, seine Optionen während dessen Amtszeit ausübt und die Belohnung für fremde Leistungen erhält.

Zahlreiche Firmen haben auf die Gesetzesänderung bereits sehr zeitnah reagiert. Knapp fünf Monate nach Inkrafttreten des Gesetzes haben laut einer Umfrage des Beratungsunternehmens Kienbaum¹⁰⁴ bereits 80% der befragten Unternehmen¹⁰⁵ 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 auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Vergütung sollen einige Beispiele angeführt werden:

- *BASF AG*: Ab Januar 2010 müssen Vorstände 10% ihrer Tantiemen für mind. 4 Jahre in Aktien des Unternehmens anlegen.¹⁰⁶
- *Bayer AG*: Der langfristige Anteil der variablen Vergütung wird erhöht und die Laufzeit des LTI-Plans wird verlängert. Die kurzfristige variable Vergütung wird

¹⁰² Vgl. Raible/Schmidt/Moerbeek (2011), S. 16

¹⁰³ Vgl. Koch/Stadtmann, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik (2011), S. 212ff

¹⁰⁴ Vgl. Kienbaum Management Consultants GmbH: Kienbaum-Studie zur Umsetzung des Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetzes (2010)

¹⁰⁵ Es beteiligten sich 53 der größten deutschen Aktiengesellschaften, Durchführung der Befragung erfolgte im Januar 2010.

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%.¹⁰⁷ Somit wird deutlich, dass auch die STI langfristiger als bisher üblich ausgerichtet werden.

- *Metro AG*: 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.¹⁰⁸
- *Siemens AG*: Die Firma 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% nach oben und unten eingeführt.¹⁰⁹

6.8 Fazit und Ausblick

Wodurch ist in das Wachstum in der Vorstandsvergütung begründet?

In Deutschland wurden die LTI Pläne gekoppelt an Aktienoptionsprogramm als Vergütungskomponente in den 80'er Jahren noch nicht verwendet. Dies hat mehrere Gründe, ist aber vor allem einer gesetzlichen Regelung geschuldet: Vor dem Erlass des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Jahre 1998 konnten Aktienoptionen nur mittels eines Umwegs über Wandel- oder Optionsanleihen gewährt werden.¹¹⁰ Nach Erlass des KonTraG lancierten zahlreiche Unternehmen in Deutschland Aktienoptionspläne. Das typische Modell dieser Aktienoptionspläne war durch bedingtes Kapital finanziert, hatte einen Ausübungspreis von 20% oberhalb des aktuellen Kurses, eine fünfjährige Laufzeit und eine zweijährige Sperrfrist.¹¹¹

¹⁰⁶ Vgl. BASF prescht vor. In: Der Spiegel, 63. Jg. 2009, 46, S. 72.

¹⁰⁷ Vgl. Bayer AG: Bayer modifiziert Struktur der Vorstandsvergütung (2010)

¹⁰⁸ Vgl. Umfrage dpa: Wie die Dax-Firmen mit neuen Managerregeln umgehen (2009)

¹⁰⁹ Vgl. Cromme G: Rede des Vorsitzenden des Aufsichtsrats zur Siemens Hauptversammlung (2010)

¹¹⁰ Vgl. Siddiqui (1999), S. 168

¹¹¹ Vgl. Raible/Moerbeek (2008), S. 37

Es werden in der Literatur andere Gründe für das Ansteigen der Vergütungen von Vorständen großer deutscher Aktiengesellschaften diskutiert:

Mögliche Gründe für das rasante Wachstum der Vorstandsvergütungen:

1. Vorstandsvergütungen der kleineren und mittleren Aktiengesellschaften haben im Vergleich zur Vergütung der größten deutschen Aktiengesellschaften unterschiedliche Entwicklungen aufgezeigt, die Steigerung der Vorstandsvergütungen betreffen primär die größten deutschen Aktiengesellschaften.
2. Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) hat die Einführung von Aktienoptionsplänen ermöglicht.
3. Bezüglich eines zukünftigen Trends ist es anzunehmen, dass sich das Wachstum der Vorstandsvergütung großer deutscher Aktiengesellschaften nicht in gleicher Höhe fortschreiben wird, wie es in den letzten 15 Jahren zu beobachten war. Zum einen ist ein Teil des Wachstums auf einen Einmaleffekt durch die Einführung der Aktienoptionen zurückzuführen. Zum anderen könnte das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) eine Trendwende bei der Verwendung von Aktienoptionen herbeiführen.¹¹²
4. Globalisierung und Vernetzung, vermehrtes Engagement institutioneller Investoren. Es wird angeführt, dass auf Grund der Globalisierung einfache Arbeitertätigkeiten leichter substituierbar geworden sind und daher die Vergütung dieser Tätigkeiten keine starke Wachstumsdynamik aufzeigt. Auf die Vorstandsgehälter internationaler Unternehmen hat die Globalisierung dagegen einen ganz anderen Effekt: Durch komplexere Wirtschaftszusammenhänge werden immer kreativere Lösungen gefordert und daher wurde die Tätigkeit in den Vorstandsetagen aufgewertet. Daher zeigt sich auch eine entsprechende Vergütungsentwicklung.¹¹³ In Zusammenhang mit der Globalisierung steht auch die Tatsache, dass es in den letzten 15 Jahren einige Fusionen und Übernahmen zwischen deutschen und amerikanischen Unternehmen gab (z.B. Daimler und Chrysler, Deutsche Bank und Bankers Trust).¹¹⁴

¹¹² Vgl. Koch/Raible/Stadtmann (2011), S. 20ff

¹¹³ Vgl. Kliemt/Schwalbach (2008), S. 651

¹¹⁴ Vgl. Härtel (2004), S. 350

Da US-amerikanische Vorstandsbezüge deutlich oberhalb deutscher Vorstandsbezüge liegen und in diesen Fällen die Bezüge meist nach oben angepasst wurden, ist diese Art von Zusammenschlüssen ebenfalls ein Grund für das Wachstum der Vorstandsvergütung.¹¹⁵

5. *Institutionelle Anleger.* Das Engagement institutioneller Anleger in Deutschland verstärkte sich in den 90er Jahren. Beim wechseln des Managements durch institutionelle Investoren wurden Abwerbungsprämien auf internationalem Niveau gezahlt, welche das Vergütungsniveau großer deutscher Aktiengesellschaften deutlich anhoben.¹¹⁶
6. *Steigende Unternehmensgröße.* In ihrer Analyse der Studie fanden Harm und Raible heraus, dass die Wachstumsrate der Vorstandsvergütung zwischen 93-97 einerseits und 2001-2005 andererseits vor allem durch das Wachstum in der Unternehmensgröße erklärt wird.¹¹⁷ Dieser Befund könnte eventuell auch mit den Unternehmenszusammenschlüssen zusammenhängen.

¹¹⁵ Vgl. Zimmermann (2004), S. 353

¹¹⁶ Vgl. Kliemt/Schwalbach, (o.J.), S. 651

¹¹⁷ Vgl. Harm/Raible (2008), S. 363.

7 AKZEPTANZ DER DEUTSCHEN CORPORATE GOVERNANCE KODEX NORMEN 2010 ZUR MANAGEMENTVERGÜTUNG

Seit der Einführung des Kodex stellt sich die Frage nach seiner Umsetzung und Akzeptanz in der Wirtschaft.

Folgende Ergebnisse zeigen dass die Akzeptanz der Kodex Empfehlungen an Prime Standard ein hohes Niveau hält: Die betreffenden Unternehmen haben 87 Prozent der Soll-Bestimmungen befolgt. Unterschiede hingegen sind bei dem Erfüllungsgrad bemerkbar. Während die DAX Unternehmen mit 97% den höchsten Erfüllungsgrad aufweist, liegt die Erfüllungsquote bei SDax überhaupt bei 83%.

Hohe Erfüllungsquote weisen die Abschnitte „Aktionäre und Hauptversammlung“, „Transparenz“ und „Rechnungslegung und Abschlussprüfung“ auf.

Deutlich niedriger fallen die Erfüllungsgrade in den Bereichen „Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat“, „Vorstand“, „Aufsichtsrat“ aus. Den geringsten Umsetzungsgrad (73,8%) weisen die Empfehlungen zum Themenbereich „Zusammenarbeit von Vorstand und Aufsichtsrat“ auf.

Die niedrigen Erfüllungsquoten werden vor allem durch die systematische Ablehnung bzw. nicht Befolgung der Berichterstattungsvorgaben für folgende drei Unterpunkte bedingt:

- die Implementierung und Ausgestaltung von D&O Versicherungen
- die Ausgestaltung von Vorstandvergütungssysteme und
- die Berichterstattung zur Aufsichtsratsvergütung

Bei den DAX Unternehmen liegt der Akzeptanzwert der 82 Kodex Empfehlungen bei 96%. Der Wert für 16 Anregungen liegt bei 86%. Bei MDAX erzielen die Empfehlungen mit 91%, einen mit DAX Unternehmen vergleichbaren hohen Akzeptanzwert. Im Prime Standard und General Standard liegt dieser Akzeptanzwert bei 80% bzw. 78%

In Ergänzung zu den Neuregelungen des VorstAG empfiehlt der Kodex seit 2009, dass ein vom Aufsichtsrat zur Beurteilung der Angemessenheit der Vorstandsvergütung hinzugezogener Experte vom Vorstand bzw. Unternehmen unabhängig sein

soll.¹¹⁸ Dieser Bestimmung entsprechen bereits heute alle DAX-Unternehmen, im MDAX sind es 90% der Unternehmen.

Vor allem die Frage nach der absoluten Höhe der Vergütung und ihre Rechtfertigung bestimmt die Diskussion.¹¹⁹

Im wissenschaftlichen Diskurs dominiert die Frage, inwieweit die Höhe der Vergütung durch die Leistung eines Vorstands beeinflusst wird und in welchem Zusammenhang zwischen Vergütung und Profitabilität des Unternehmens existiert.¹²⁰

Beim Thema Vorstandsvergütung in Deutschland muss jedoch eine Unterscheidung in Bezug auf die Unternehmensgröße vorgenommen werden.¹²¹

So sind die Bezüge der Vorstände der rund 1.500 Aktiengesellschaften zwischen 1976 und 2007 insgesamt in ähnlichem Maße angestiegen wie die Bezüge leitender Angestellte oder die Gehälter anderer Angestellten.

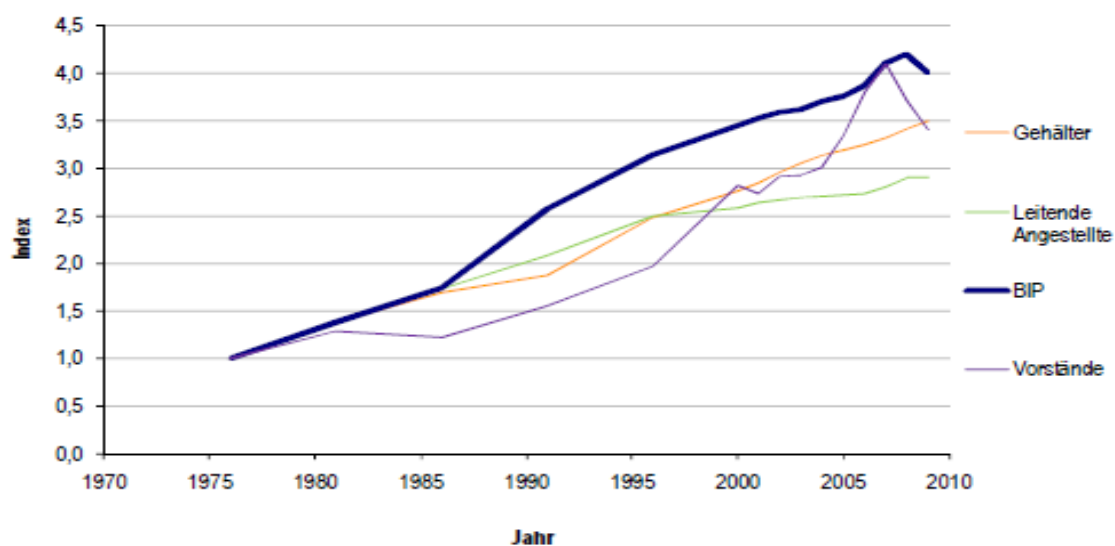


Abbildung 9: Entwicklung Vorstandsvergütung, Vergütungen leitender Angestellte & Gehälter im Vergleich zum nominalen BIP; 1976=Indexwert 1.¹²²

Die Entwicklung der Vergütung der Vorstände der 100 größten deutschen Unternehmen weisen folgende Entwicklung auf, bis Mitte der 90er Jahre eine analoge

¹¹⁸ Vgl. Deutscher Corporate Governance Kodex 2010 Tz. 4.2.2. Absatz 3

¹¹⁹ Vgl. Fallgatter/Breitsohl (2006), S. 78; Hesse/ Nils (2010), S. 107ff; Liebig/Schupp (2004), S. 125ff

¹²⁰ Vgl. Jörn /Rapp/Wolff (2010), S. 17ff

¹²¹ Vgl. Harm/ Raible (2008), S. 351ff

¹²² Grafik entnommen aus: Raible/Moerbeek: 30 Jahre Vorstands- und Aufsichtsratsvergütungen in Deutschland – Entwicklungen und Trends 1976-2006, Datenquelle: Kienbaum update 03/2011

Entwicklung der Vergütung der Vorstände deutscher Aktiengesellschaften insgesamt und mit vergleichbarer Dynamik wie das Bruttoinlandsprodukt. Ab Ende der 90er Jahre jedoch zeigt die Vergütung der Vorstände der größten deutschen Firmen ein enormes Wachstum, das weder mit der Entwicklung des Bruttoinlandsproduktes noch mit den Vorstandsvergütungen insgesamt erklärbar ist.

In den Krisenjahren 2000 und 2001 sowie 2008 und 2009 gingen die Vorstandsbezüge drastisch zurück.

Die variablen Vergütungsbestandteile sind bei einigen Unternehmen komplett entfallen.

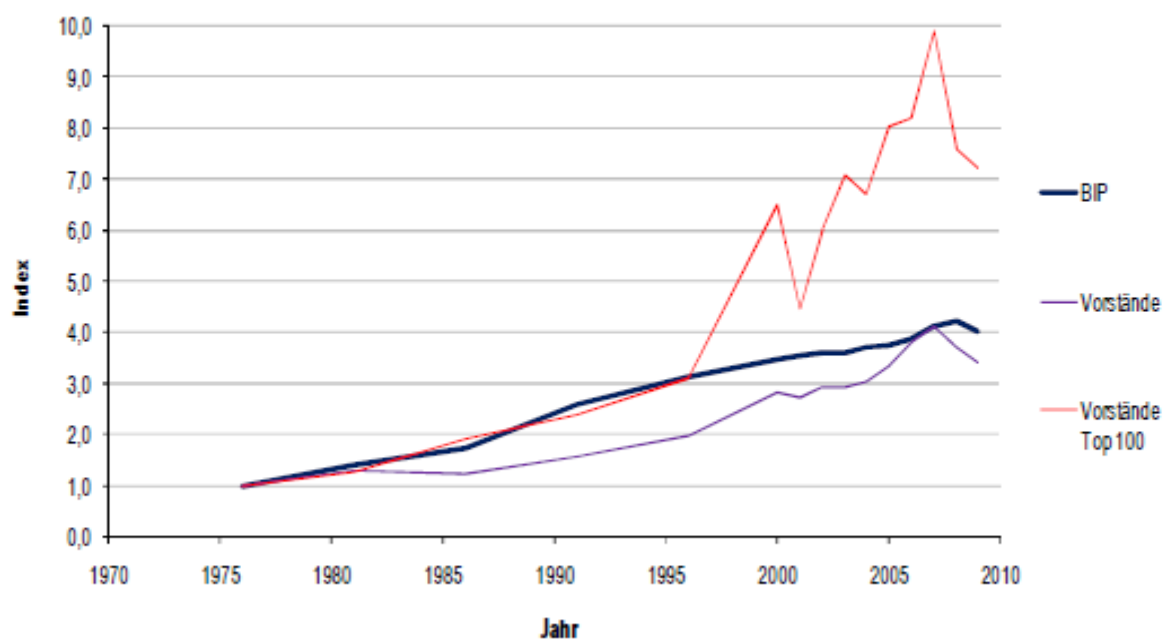


Abbildung 10: Entwicklung der Vergütung der Top 100 Vorstände und der Vergütung aller Vorstände im Vergleich mit der Entwicklung des nominalen BIP, 1976=Indexwert 1

8 USA – GESETZLICHE REGULIERUNG DER MANAGEMENT-VERGÜTUNG¹²³

Seitens der US-amerikanischen Regierung gab es bereits mehrere Versuche die exzessiven Managementvergütungen zu kontrollieren. Der ehemalige Präsident Bill Clinton hat im Jahr 1993 die steuerliche Absetzbarkeit des Basisgehalts auf 1 Million USD pro Mitarbeiter für Kapitalgesellschaften begrenzt.¹²⁴ Das Resultat war, dass die unter dieser Obergrenze liegenden Saläre auf USD 1 Mio. angehoben wurden und der mit Aktien oder Optionen entrichtete Entschädigungsbestandteil erhöht wurde.¹²⁵ Auch im Jahr 1993 eingeführten Offenlegungsvorschriften,¹²⁶ führten ebenso wenig zum gewünschten Erfolg – im Gegenteil, die Managementvergütungen erhöhten sich sogar als Folge der größeren Transparenz. Aufgrund vermehrter Kritik um die Jahrtausendwende unternahm der Ökonom Prof. Lucian Bebchuk den Versuch, mit Hilfe empirischer Evidenz zumindest ein Problembewusstsein über die Ursachen (nämlich das Fehlen effektiver Corporate Governance-Mechanismen) zu schaffen.¹²⁷ Erst im Jahr 2008 mit der größten Finanzkrise seit 1929 wendete sich das Blatt: Unzählige Unternehmen wurden in den Ruin getrieben, was das Eingreifen staatlicher Rettungs- und Stabilisierungsmaßnahmen erforderlich und führte zur Regulierung der Managementvergütungen.

8.1 Regierungsaufgaben und Restriktionen in den Vereinigten Staaten von Amerika

Die Auflagen und Restriktionen beziehen sich nur auf Unternehmen, welche unter dem Troubled Asset Relief Program („TARP“) finanzielle Unterstützung¹²⁸ durch das US-Finanzministerium beziehen („TARP-Gesellschaften“).¹²⁹

¹²³ Vgl. Nikitine, Kurzbeitrag in Fachzeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen (3/2009)

¹²⁴ Section 162(m)(1) des Internal Revenue Code. Absetzbarkeit bleibt die "performance-based compensation".

¹²⁵ Vgl. Rose/Wolfram (2002), S. 138ff

¹²⁶ Item 402 der Regulation S-K (die für den Entschädigungs- bzw. Jahresbericht massgebenden Transparenzvorschriften unter dem US-Wertpapiergesetz).

¹²⁷ Vgl. Bebchuk/Fried (2004), S. 751 ff.

¹²⁸ Der Kapitalzuschuss unter diesen Programmen erfolgt in aller Regel gegen Ausgabe von in Stammaktien wandelbaren Vorzugsaktien plus Optionen. Der Staat wird also zum Aktionär.

Die Regulierung umfasst alle direkt oder indirekt kontrollierten Tochtergesellschaften einer TARP-Gesellschaft, sofern ein Stimmrechtsanteil von mindestens 50% besteht, sowie umgekehrt. Die Restriktionen bestehen grundsätzlich solange, bis das betroffene Unternehmen keine Verpflichtungen mehr aus dem jeweiligen Unterstützungsprogramm hat (EESA Section 111 (b)(1)).

Hinsichtlich der Ausgestaltung der Management-Vergütung (Boni, Abgangsentschädigungen) ist nur ein bestimmter Mitarbeiterkreis betroffen: Senior Executive Officers („SEOs“) sowie die „Most Highly Compensated Employees“. ¹³⁰

8.2 Form, Struktur und Höhe der Vergütung

Das Vergütungspaket der Mitarbeiter setzt sich aus folgenden Komponenten zusammen: Zum Basisgehalt in bar kommen Aktien, Optionen, Ansprüche auf Vorsorge- und Versicherungsleistungen hinzu, gelegentlich auch Fringe Benefits. Die Restriktion des Finanzministeriums (EESA Section 111(b)(3)(D)) sieht nun eine regulatorische Zerteilung der Entschädigungskomponenten vor: Form, Struktur und Höhe des Basisgehalts unterliegen keinen Einschränkungen. Hingegen dürfen TARP-Gesellschaften an eine bestimmte Anzahl von Mitarbeitern (abhängig von der Höhe des Finanzausschusses) keine über das Basisgehalt hinausgehende fixe oder variable Entschädigung leisten. ¹³¹

Nach Ansichten von Nikitine (2009) enthält die Regelung jedoch Schlupflöcher: Zum Beispiel könnte die TARP-Gesellschaft versuchen, Management-Vergütungen so zu gestalten, dass die Höhe zyklisch herab- und wieder heraufgesetzt wird, sodass ein Mitarbeiter jedes zweite Jahr uneingeschränkt entschädigt werden kann. ¹³²

¹²⁹ EESA Section 111 (b)(1) bzw. § 30.2 der Ausführungsverordnung. Unternehmen, die lediglich dem (von der New Yorker Notenbank finanzierten) Term-Asset-Backed Securities Loan Facility ("TALF") Programm unterstehen, sind von der Regulierung nicht betroffen.

¹³⁰ § 30.3(a) der Ausführungsverordnung. Die analoge Regelung gilt für alle TARP-Gesellschaften, deren Aktien (oder andere Wertpapiere) nicht kotiert bzw. bei der SEC nicht registriert sind.

¹³¹ Das Basissalär darf hingegen variable Vergütungskomponenten enthalten. Nicht unter die Restriktion fallen zudem bona fides ausgewiesene Überstunden und Spesen, qualifizierte Pensionskassenzulagen, fringe benefits sowie gewisse Formen von Kommissionen. Von der Restriktion erfasst sind hingegen bspw. Gratifikationen, Darlehensverzichte oder der sog. "signing bonus", vgl. § 30.1 der Ausführungsverordnung. Ebenso wenig erlaubt sind tax gross-ups (so explizit § 30.11(c) der Ausführungsverordnung).

¹³² Beispiel: TARP-Gesellschaft G hat USD 300 Mio. staatliche Unterstützung bekommen. Auf der Basis des Entschädigungsberichts für das Geschäftsjahr 2009 wird demzufolge die Vergütung der 10 bestbezahlten Mitarbeiter (M-1, M-2 etc. bis und mit M-10) für das Jahr 2010 unter die Bonus-

Gemäß der Ausführungsverordnung des Finanzministeriums dürfen TARP-Gesellschaften weder an ihre CEOs noch an die fünf bestbezahlten Mitarbeiter (ohne CEOs) Abgangsentschädigungen entrichten, sogenannte *Golden Parachutes*.

Weiters unterstehen gemäß der Ausführungsverordnung Bonusleistungen an die CEOs sowie an die 20 bestbezahlten Mitarbeiter einer möglichen Rückerstattungspflicht (sog. „claw-back“).

Die Entschädigung des Managements ist jährlich dem Aktionariat zur separaten Abstimmung vorzulegen, was als „Say on Pay“ bezeichnet wird.¹³³ Die Abstimmung hat auf der Grundlage des im Jahresbericht veröffentlichten Entschädigungsberichts zu erfolgen.¹³⁴

Das Finanzministerium hat in der Ausführungsverordnung folgende zusätzliche Auflagen und Restriktionen verabschiedet:

Gestützt auf § 30.11(a) der Ausführungsverordnung hat das Finanzministerium einen Special Master ernannt, der über die Einhaltung aller in EESA Section 111 festgelegten Auflagen und Restriktionen wacht und für Auslegungsfragen konsultiert werden kann.¹³⁵

EESA Section 111(d) bzw. § 30.12 der Ausführungsverordnung verlangt vom Verwaltungsrat jeder TARP-Gesellschaft die Erstellung eines Betriebsreglements, welches die Inanspruchnahme von Luxusgütern oder Luxusdienstleistungen (Corporate Jets, kostspielige Unternehmens-Events, pompöse Büro-Renovationen) durch Mitarbeiter auf Kosten der Gesellschaft regelt.

Fringe Benefits müssen offengelegt werden, soweit sie einem der CEOs oder einem der bestbezahlten Mitarbeiter zugutekommen und den Gesamtwert von USD 25.000 überschreiten.¹³⁶

Restriktion fallen. Um M-2 im Jahr 2011 wieder uneingeschränkt entschädigen zu können, bekommt bspw. M-13 im Jahr 2010 so viel, dass er (nicht aber M-2) gemäß Entschädigungsbericht für das Geschäftsjahr 2010 für das Jahr 2011 in die Gruppe der 10 bestbezahlten Mitarbeiter kommt, die von der Restriktion betroffen ist.

¹³³ Während die Ausführungsverordnung erst Mitte Juni 2009 in Kraft getreten ist, gilt die Pflicht zur Durchführung einer Konsultativabstimmung für alle TARP-Gesellschaften, die nach dem 17. Februar 2009 die Einladung zur Aktionärsversammlung der SEC zur Vorprüfung einreichen.

¹³⁴ Gemeint ist Item 402 der Regulation S-K. eine Bestimmung, welche umfangreiche Anforderungen an den Entschädigungsbericht beinhaltet. Die SEC hat am 1. Juli 2009 angekündigt, dass weitere Richtlinien (insb. eine neue Rule 14a-20 des Securities Exchange Act of 1934) zur Konkretisierung der Formalitäten folgen werden.

¹³⁵ Die einzelnen Kompetenzen sind unter § 30.16(a) der Ausführungsverordnung aufgeführt.

¹³⁶ § 30.11(b) der Ausführungsverordnung

Der Bezug von auf Entschädigungsfragen spezialisierten Beratungsunternehmen, welche den Verwaltungsrat oder den Kompensationsausschuss bei der Gestaltung der Management-Vergütung beraten (§30.11(b) der Ausführungsverordnung) müssen ebenfalls offengelegt werden.

Die Ausführungsverordnung verlangt darüber hinaus die Errichtung eines Kompensationsausschusses, der sich aus unabhängigen Mitgliedern des Verwaltungsrates zusammensetzt.¹³⁷

Eine ähnliche Auflage findet sich schließlich in § 30.15 der Ausführungsverordnung wider. Die Bestimmung sieht vor, dass der CEO und CFO einer TARP-Gesellschaft jährlich einen schriftlichen Compliance Bericht erstellen, welcher die Einhaltung von Auflagen und Restriktionen gemäß EESA Sektion 111 sowie der Ausführungsverordnung bestätigt. .

8.3 Kompetenzverschiebung in Richtung US-Kongress

Obwohl die gesetzliche Regulierung der Management-Vergütung in erster Linie nur TARP-Gesellschaften erfasst, ist das politische Signal, welches der regulatorische Eingriff aus Washington sendet, hinsichtlich der Machtverhältnisse innerhalb der USA richtungsweisend. Spätestens seit dem Erlass des American Recovery Reinvestment Act am 17. Februar 2009 zeichnet sich eine Verschiebung der Kompetenzverordnung auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts ab. Da das Gesellschaftsrecht in den USA durch das Recht der einzelnen Gliedstaaten geregelt wird, mehrten sich in den letzten Jahren die Stimmen, welche sich für eine einheitliche (bundesrechtliche) Regelung auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts aussprachen.¹³⁸

¹³⁷ Bei TARP-Gesellschaften, welche USD 25. Mio. oder weniger erhalten und deren Aktien keiner Registrierung bei der SEC bedürfen, kann die entsprechende Aufgabe vom Gesamtverwaltungsrat wahrgenommen werden.

¹³⁸ Vgl. Cary (1974), S. 701.

9 Zusammenfassung

Das Thema Corporate Governance und Managervergütung beschäftigt seit längerem Politik, Wirtschaft und Medien. Nicht nur die Krisen der letzten Jahre haben diesen Rechtfertigungsdruck produziert, sondern auch Unternehmensskandale in den USA aber auch in Deutschland haben ihren Beitrag geleistet. Die Überdotierung des Topmanagements war schon immer ein besonderes Dilemma für die Gesellschaft und verlangt nach den letzten Entwicklungen bzw. nach dem Sturz des Finanzsystems 2008 („Subprime-Krise“) nach stärkerer Einbindung der Regierungen in Form von strengeren Restriktionen, nachhaltigen Maßnahmen und letztlich nach Sanktionen bei Nichteinhaltung dieser Vorgaben.

Das allgemeine Verständnis einer Unternehmung in der Gesellschaft fordert gesetzliche Regulierungen und das Wahrnehmen von sozialer Verantwortung im Sinne von „Corporate Social Responsibility“.

In der Präambel des Corporate Governance Kodex steht: „Der Kodex will das Vertrauen der internationalen und nationalen Anleger, der Kunden, der Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Unternehmen fördern.“ Genauso sieht der § 161 des Aktiengesetzes vor, dass Vorstand und Aufsichtsrat einer börsennotierten Gesellschaft jährlich erklären sollen, dass den Empfehlungen der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex entsprochen wurde, oder welche Empfehlungen nicht angewandt wurden. Dieser Paragraph erlaubt die Nichtbefolgung der Kodex-Empfehlungen durch ein sogenanntes „opting out“, sofern die Nichtbefolgung gerechtfertigt wird („Comply or explain“). Die Sanktion für die Nichtbeachtung der Kodex-Empfehlungen soll der Kapitalmarkt gegen die Gesellschaft verhängen, in dem Investoren ihre Aktien verkaufen oder keine Aktien dieser Gesellschaft erwerben, wenn sie mit ihrer Corporate Governance unzufrieden sind. In diesem Sinne soll die Einhaltung des Kodex durch ein Unternehmen der Gesellschaft eine Art Gütesiegel verleihen, die sie bei Investoren vertrauenswürdig macht. In den USA hingegen müssen der CEO und der CFO einer börsennotierten Gesellschaft zum Jahresabschluss eine Garantie abgeben, wonach der der Jahresabschluss keine falschen oder irreführenden Informationen enthält bzw. welche verschweigt (Sec. 302 SOX).

Die Forderung nach vermehrter Transparenz hinsichtlich der Corporate Governance, und insbesondere der Management Vergütung wird fort dauern und auch in Kontinentaleuropa zu einer Annäherung an die US-Standards (SEC) führen.

Um die Frage nach dem Grund des Steigens der Managementvergütungen trotz globaler Wirtschaftskrise beantworten zu können, müssen unterschiedliche Einflussfaktoren und Merkmale analysiert werden wie zum Beispiel die Beziehung zwischen der Managementleistung und dem Unternehmenserfolg. Dies soll die langfristige Gestaltung der Managementvergütung „optimal“ ausrichten. Variable Vergütungsmodelle orientieren sich beispielsweise am Aktienkurs und sollen somit den Marktgegebenheiten unterliegen, hingegen bezieht der wertorientierte Vergütungsansatz interne und externe Bestimmungsgrößen des Unternehmenswerts mit ein und berücksichtigt auch weitere Wertsteigerungen des Unternehmens.

Optimale Managementvergütungsmodelle können das Principal Agent Problem zwischen Managern und den Eigentümern des Unternehmens minimieren bzw. auch die Ursachen der Agency Kosten darstellen.¹³⁹

Um die Durchsetzung der persönlichen Interessen des Managers einzuschränken sind Umbildungen und Änderungen Vergütungsverträge bedeutsam. Effiziente Vertragsgestaltung der Manager soll als Instrument Verhaltenssteuerung dienen und ein wesentlicher Fokus und Interesse des Unternehmens sein. Eine nachhaltige Wertschöpfung und ausreichende Kopplung der Gesamtbezüge an individuelle Managerperformance sollen wesentliche Ziele für Vertragsgestaltung sein. Aktienbasierte Vergütungskomponente an ein Merkmal oder Größe wie zum Beispiel Branchenindex gebunden sein um die Leistung des Managers besser zu messen zu können.

„Variable Vergütungssysteme sind umstritten, können aber effizient und fair sein. Dazu braucht es Indikatoren für die Leistung, eine präzise Einschätzung der zu erwartenden Performance und den Willen, Wettbewerbsgehälter offenzulegen und durchzusetzen.“¹⁴⁰ Wettbewerb ist ein entscheidender Punkt bei der Festlegung der Vergütung um einen leicht höheren Nutzen als der beste Alternative zu bieten. Er berücksichtigt alle psychologischen Vor- und Nachteile und enthält eine finanzielle Abgeltung der Risiken, dass Vergütungsmodelle risikobehaftete variable Bestandteile aufweisen. Aber nur unter bestimmten Voraussetzungen weisen variable Vergütungssysteme Vorteile auf. Sicherlich ist es bei variablen Vergütungssystemen nicht

¹³⁹ Vgl. Jensen/Murphy/Wruck (2004), S. 98

¹⁴⁰ Neue Züricher Zeitung Fehr/Fehr (2010) Nr. 234, S. 31

möglich, die Vergütung jährlich dem Wettbewerb anzupassen. Dies erfordert, eine genaue Planung und vor allem eine Rechtfertigung der zu erwartenden durchschnittlichen Leistungsfähigkeit in Bezug auf die gewünschte Leistung um den Nutzen beider Seiten zu maximieren.

Die Gestaltung des variablen Vergütungssystems muss sorgfältig konstituiert werden und genaue Leistungsindikatoren vorgegeben werden.

Die Gestaltung der Managergehälter ist eines der schwierigsten Probleme. Die Entwicklung von einfachen, objektiv messbaren, nicht manipulierbaren und umfassenden Leistungsindikatoren, externe Einflussfaktoren, Marktgegebenheiten usw. zu einer optimalen Vergütungshöhe zu steuern ist kompliziert. Der absolute Aktienkurs oder der absolute Gewinn eines Unternehmens sind nur ein sehr unvollkommener Indikator für die Leistung eines Managers. Relative Leistungsindikatoren, welche die Performance eines Unternehmens relativ zu anderen Vergleichsunternehmen (eine größere Menge) messen, sind immer besser, weil sie die unbeeinflussbaren Faktoren herausfiltern, welche alle Unternehmen gemeinsam betreffen. Außerdem sind sie weniger risikobehaftet und messen die Leistung des Managements besser als absolute Leistungsindikatoren.

Die Diskussion um die unterschiedlichen Vergütungsmodelle zeigt keine eindeutige Lösung hinsichtlich ihrer Wirkung bzw. auf Motivation des Vorstandes.

Abschließend kann gesagt werden, dass richtig konstruierte variable Vergütungssysteme zur Motivation, zur verstärkten Unternehmerbindung und zur Attraktivität beisteuern. Absolute Leistungsindikatoren, z. B. EVA oder Aktienkurs, sind empfehlenswert, da sie das Management für externe Faktoren bestrafen (belohnen) und daher Zufallscharakter besitzen. Vergütungssysteme sollten daher im Einklang mit der Unternehmenskultur stehen.

Hinzu kommen die globalen Auswirkungen der letzten Krisen die Unternehmensskandale und rechtfertigen die Notwendigkeit der aktuellen Regelungen in Deutschland und der USA zur Managementvergütung. Diese Auswirkungen haben den Bedarf nach mehr Transparenz und der Stärkung des Verhältnisses zwischen „Pay“ und „Performance“ ausgelöst. Corporate Governance in Deutschland und die damit verbundene Verbesserung im Bereich Kontrolle und Transparenz führt in ihrer aktuellen Entwicklung zu einer Annäherung an die USA bzw. an das angelsächsische System, trotzdem ist mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex aufgrund der rechtlichen und politischen Strukturen das Optimum in der Gestaltung der Vergütungssys-

teme noch nicht erreicht, auch deshalb, weil er bisher nicht vollkommen wirksam und nicht ausreichend verbindlich ist.

Die Diskussionen um das Thema Corporate Governance Systeme und Managementvergütung haben neben erhöhter Transparenz und einer zunehmenden Zahl an Veröffentlichungen zu diesem Thema auch zu einer steigenden Tendenz zur verbesserten Kontrolle durch externe Anspruchsgruppen bzw. auch zur Stärkung des Vertrauens in die Unternehmensführungen durch interne Kontrollen geführt.

Dies genau zu beurteilen erfordert jedoch eine tiefergehende Analyse bzw. weitere wissenschaftliche Forschung.

Grundsätzlich ist das Eingreifen in die Entscheidung über die Vergütungshöhe auf nationale Ebene beschränkt. Jedoch wurden auf dem Gipfel im September 2009 in Pittsburgh (USA) – Mitglieder der Financial Stability Board (FSB¹⁴¹) der zur Stabilisierung des internationalen Finanzsystems einige Entscheidungen über Vergütung von Managern in der Finanzbranche getroffen. Diese Überlegungen sind als grundsätzlich als Maßstab im weiteren Sinne anzuwenden.

Zusammengefasst handelt es sich um folgende Anforderungen bzw. internationale Standards¹⁴²:

Langjährig garantierte Boni sind zu vermeiden.

Die variable Vergütung ist nicht als Gesamtsumme für einen kurzfristigen erzielten Erfolg auszusahlen, sondern, unter der Berücksichtigung langfristig ausgerichteter Wertschaffung des Unternehmens, nur in Teilsummen zu berücksichtigen. Dies kann dazu führen, dass bereits gezahlte Boni auch seitens des Unternehmens zurückgefordert werden können. Zudem sollte der Bonus in Form von Aktien oder aktienähnlichen Instrumenten ausgezahlt oder gut geschrieben werden.

Die Vergütung des Managements soll einen wesentlichen Einfluss auf das Risikopotenzial des Unternehmens haben.

Die Vergütungspolitik und die Vergütungsstrukturen sind transparent und offen zu legen.

¹⁴¹ FSB=Financial Stability Board setzt sich aus den Fachexperten der Finanzdienstleister aus der G20 Mitgliedsländer zusammen

¹⁴² Vgl. G-20 Summit (2009), S. 5ff.

Es soll sichergestellt werden, dass die Vergütungskomitees, welche die Vergütungspolitik in ihren jeweiligen Unternehmen überwachen (in deutschen kapitalgesellschaften der Aufsichtsrat), in der Lage sind, unabhängig zu agieren.

In diesem Zusammenhang kann appelliert werden dass die Corporate Governance Systeme in ihrer Gesamtheit betrachtet werden müssen, damit die Wirkung und die nachhaltige Steuerung zeitnah optimiert werden können.

Die langfristigen variablen Vergütungskomponenten und aktienkursorientierten Vergütungselemente sollen das Problem divergierender Interessen und Risikomotivation zwischen Principal und Agent ausbalancieren. Informationsvorteile des Managers und das Veranlagung zum opportunistischen Verhalten verursachen die Agency Probleme. Daher sind im Sinne einer wirkungsvollen Corporate Governance Mechanismen ist die Implementierung der Anreizsysteme unumgänglich aber alleine nicht ausreichend. Erhöhte Transparenz sowie nachhaltige Managementüberwachung und –kontrolle durch unternehmensinterne Aufsichtsratsgremien als weitere Corporate Governance Mechanismen mit disziplinierender Wirkung sind nach diesen Erkenntnissen der zu empfehlen.

Auch die effiziente Konfliktlösung zwischen Shareholdern und anderen Stakeholdern ist ein wesentlicher Teile eines guten Corporate Governance System und wird durch die aktuellen Regulierungsmaßnahmen, wie das VorstOG, viele Lücken im Deutschen Corporate Governance Systems schließen.

LITERATURVERZEICHNIS

- Amstutz, M.D.: Macht und Ohnmacht des Aktionärs, Zürich 2007, S. 53ff
- Andreas, J. M./Rapp, M. S./ Wolff, M.: Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data. In: Review of Managerial Science, 2010,
- Baetke, J./Lutter, M.: Abschlussprüfung und Corporate Governance, Münster und Bonn 2003, S. 3ff
- Bär, M./Matin, T. A.: Grundzüge des Risikomanagements nach KonTraG: Das Risikomanagementsystem zur Krisenfrüherkennung nach §91 Abs. 2 AktG, Oldenburg 2002, S.1ff
- Bebchuk, L.A./Fried J.: Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Harvard University Press, (2004), S. 751ff
- Becker, F.G.: Anreizsysteme für Führungskräfte im strategischen Management, Bergisch-Gladbach, 1997, S. 24
- Berle, A./Means, G.: The Modern Corporation and Private Property, New York 1932 rev. Ed. 1968
- Cary, W.Federalism and Corporate, Law: Reflections Upon Delaware, in: 83 Yale Law Journal (1974), 663, 701.
- Canyon, M.J./Schwalbach, J.: European Differences in Executive Pay and Corporate Governance, in Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 2000, S 97ff
- Crane, D.B./Schaede, U.: Functional Change and Bank Strategy in German Corporate Governance – An international Review of Law and Economics, 2005, S. 513ff
- Cromme, G.: Corporate Governance Report 2004: Vorträge und Diskussionen der 3. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex, Stuttgart 2004. S93ff
- Demski, J. S.: Corporate Conflicts of Interest, Journal of Economic Perspectives, 2003 Vol. 17(2), S. 51ff
- Eisenhardt, K. M.: Agency Theory: An Assessment and Review, in: Academy of Management Review, 1989 Vol. 14 (1), S. 57ff
- Engels, W.: Arbeitsorientierte Unternehmensverfassung und Risikomechanik in : Bohr, K./Drukarczyk, J./Drumm, H.J./Scherrer, G. (Hrsg.): Unternehmensverfassung als Problem der Betriebswirtschaftslehre, Berlin 1981, S. 199ff

- Escher-Weingart, C.: Corporate Governance Strukturen – ein deutsch-U.S.-amerikanischer Rechtsvergleich, im : ZvgIRWiss 2000, S. 387ff
- Fallgatter, M./ Breitsohl H.: Zur Diskussion um ausufernde Managervergütungen – Hintergrund, empirischer Zugang, Einordnung, Arbeitspapier, Bergische Universität Wuppertal 2006;
- Gillenkrich, R.M.: Entwicklungslinien in der Managementvergütung, Wirtschaftliche Forschung und Praxis 2008 Vol.(1), S. 1ff
- Haberer, T.: Corporate Governance: Österreich-Deutschland-International, Wien 2003, S. 3ff
- Harm, C./Raible, K.F.: The Introduction of Long-Term-Incentive Programmes for Managers in Germany: Efficiency or Rent-Seeking? In: Markets and Compensation for Executives in Europe, Oxelheim, Lars & Wihlborg, Clas Hrsg., Bingley 2008, S. 349-372
- Haeseler, H. R./Gampe, I.: Corporate Governance: Unternehmensverfassung, Spitzenorganisation und Überwachungsarchitektur, Wien 2002, S. 5ff
- Härtel, H. H.: Managergehälter in der Kritik. In: Wirtschaftsdienst, 84. Jg., 2004, 6, 347-350, S. 350.
- Hesse, N.: Regeln der Managervergütung. In: Wirtschaftsdienst, 90. Jg., 2010, 2, S. 107-112;
- Hickel R.: Sind die Manager ihr Geld wert? Thesen zu den Hintergründen und Reformvorschläge. In: Blätter für deutsche und internationale Politik, 49. Jg, 2004, S. 1197-1204;
- Hrebicek, G./Fichtinger, M. (Hrsg.); Handbuch Corporate Governance: Leitfaden und Praxisbeispiele für transparente Unternehmensführung und –überwachung, Wien 2003, S. 28ff
- Jensen, M.C./Meckling, W.H.: Theory of the Firm – Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 1976 Vol 3 (4), S. 305ff.
- Jörn, M.A./Rapp, M.J./Wolff, M.: Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data, Review of managerial science (2010), S. 17ff
- Jürgens, U./Rupp, J./Vitols K.: Corporate Governance and Shareholdervalue in Deutschland, Berlin 2000, S. 2
- Kliemt, H. /Schwalbach, J.: Managergehälter- Ein Problem? In: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 38. Jg. 2008, 12, 649-653,

- Koch, R./Stadtman, G.: Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik (2011), S. 212-239
- Kraft, K./Niederprüm, A.: Determinants of management compensation with risk-averse agents and dispersed ownership of the firm. In: Journal of Economic Behavior & Organization, Jg. 40, 1999, 1, S. 17-27;
- Kramarsch, M.H.: Aktienbasierte Managementvergütung, 2004, S. 16ff
- Kutschker, M./Schmid, S.: Internationales Management, 5. Auflage, München Wien, Wien 2006, S. 571.
- Langenbucher, G./Blaum, U.: Audit Committees – Ein Weg zur Überwindung der Überwachungs Krise, in DB47 S. 2197ff
- Lewis, T./Lehmann, S.: „Überlegene Investitionsentscheidungen“, in Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 1992, S. 1-13.
- Liebig, S./Schupp, J.: Entlohnungsungerechtigkeit in Deutschland – Hohes Ungerechtigkeitsempfinden bei Managergehältern. In: DIW Wochenbericht, 71. Jg., 2004, 47, S. 725-130
- Lück, W./Henke, M.: Interne Revision als zentraler Bestandteil der Corporate Governance, 2004, S. 2.
- Maurer, C.: Top-Managementvergütung in DAX 30-Unternehmen 2011, S. 61ff.
- Millstein, I.: Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Market, 1998 Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und der Kapitalbeschaffung auf globalen Märkten. Ein Bericht der Beratergruppe für die Wirtschaft in Corporate-Governance-Fragen an die OECD.
- Mintz, S.M.: Corporate Governance in an international Context, legal systems, financing patterns and cultural variables, Corporate Governance: An international Review 2005, S. 582ff.
- Monks, R./Minow, N.: Corporate Governance, Oxford 2001, S. 1
- Nikitine, A.: USA-Gesetzliche Regulierung der Managementgehälter, Nr. 368, 2009
- Nowotny, C.: Der Aufsichtsrat in der modernen Corporate Governance Diskussion, ins Seicht G. (Hrsg.): Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 1999, Wien 1999, S. 129 ff
- Pastner, M.: Corporate Governance und Wirtschaftskriminalität, Wien 2005-Linde Verlag, S. 20
- Prändl, F./Gepperth, S./Göth, P.: Corporate Governance Kodex: Praxishandbuch, Wien 2003, S. 23ff

- Raible, K.F./Schmidt, W.: Vergütungssysteme für Management und Aufsichtsrat in: Wagenhofer, A. (Hrsg.): Controlling und Corporate Governance-Anforderungen-Konzepte, Maßnahmen, Umsetzungen, Berlin 2009, S. 59ff
- Raible, K.F./Schmidt, W./ Moerbeek C.: Vorstandsstudie 2009/2010, Gammersbach 2011, S. 16ff
- Raible, K.F./Moerbeek C.: 30 Jahre Vorstands- und Aufsichtsratsvergütungen in Deutschland – Entwicklungen und Trends 1976-2006, Gammersbach (2007), S. 10
- Rappaport, A.: Shareholder Value, 1999, S. 39ff
- Schleifer, A./Vishny, R.W.: Corporate Governance – Eine neue Leitkultur für die Unternehmensführung?, 1997, S. 737
- Rose N.L./Wolfram C.: Regulating Executive Pay: using the tax code to influence Chief Executive Officer Compensation, Journal of Labor Economics, Vol. 20 (2002), S. 138ff
- Schmidt, R.H.: Corporate Governance: The Role of Other Constituences, in : Pezard, A./Thiveaud, J.M. (Hrsg.) Workable Corporate Governance - Cross Border Experience, Paris, 1997, S. 1ff
- Schmidt, S.M.: Corporate Governance in deutschen und amerikanischen Aktiengesellschaften - ein Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung der Bedeutung und der Entstehung der Anteilseignerstrukturen, Frankfurt am Main et al (2001), S. 3ff
- Schmidt, R.H./Schwalbach, J.: Zur Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 2007, S. 111ff
- Schreyögg, G.: Organisation: Grundlagen moderner Organisationsgestaltung, Wiesbaden 2006, 4. Auflage, S. 447.
- Seibert, U.: OECD Principles of Corporate Governance: Grundsätze der Unternehmensführung und –kontrolle für die Welt, Die Aktiengesellschaft 1999, S. 340ff
- Siddiqui, S.: Aktienoptionen als Instrument der unternehmenswertorientierten Vergütungsgestaltung. Aktuelle Durchführungsformen und neuer Entwicklungen, In: Zeitschrift für Personalforschung, 13. Jg., 1999, 2, S. 162-187
- Sommer, F./Judith, A. /Lachmann, M.: Pay for poor performance – Vorstandsvergütung deutscher Konzerne in der Finanz- und Wirtschaftskrise, Arbeitspapier Westfälische Wilhelms Universität Münster, 2010.
- Werner, J.R.: Unternehmenspublizität und Corporate Governance im Wandel, 1. Auflage, Frankfurt am Main, New York 2008, S. 80ff

- Williamson, O. E.: The Economics of Governance Framework and Implications, 1984, S.195.
- Witt, P.: Corporate Governance Systeme im Wettbewerb, Deutscher Universitätsverlag 2003, S. 2 - 65.
- Wolf M./Rapp M.S.: Unternehmensmerkmale, Performance und Corporate Governance-Mechanismen als Determinanten der Vorstandsvergütung in deutschen Aktiengesellschaften, Berlin 2008, S. 2ff
- Zimmermann, J.: Sind Managergehälter wirklich zu hoch? In: Wirtschaftsdienst, 84. Jg., 2004, 6, 350-354.

Internet Quellen

- <http://www.oecd.org>
- <http://www.hugelaw.com>
- <http://www.europe.eu.int>
- <http://www.manager-magazin.de>
- <http://www.spiegel.de>
- <http://www.risknet.risktech.de>
- <http://www.diepresse.at>
- <http://www.derkurier.at>
- <http://www.arbeiterkammer.at>
- <http://www.corporate-governance.at/>
- <http://www.braunschweig2003.at>
- <http://www.corporate-governance-code.de>
- <http://www.juraforum.de/lexikon/kontrag>
- <http://www.bnc.bayer.com>
- <http://www.abendblatt.de>
- <http://http://www.ftd.de>
- <http://www.onvista.de>
- www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publicationen.htm
- <http://www.kienbaum.de>
- <http://www.bnc.bayer.com>
- <http://www.abendblatt.de/wirtschaft/article1272924/Wie-die-Dax-Firmen-mit-neuen-Managerregeln-umgehen.html>
- http://www.homburger.ch/fileadmin/publications/08_Nikitine_01.pdf

Curriculum Vitae

Angaben zur Person

Nachname / Vorname	Köken Esra
Adresse	Kreitnergasse 22-10 1160 Wien, Österreich
Telefon	+43 699 103 69 676
E-Mail	EsraKoeken@hotmail.com
Staatsangehörigkeit	Österreich
Geburtsdatum	12.06.1979
Geschlecht	weiblich

Berufserfahrung

ab März 2012	Fachexpertin im Bundesministerium für Finanzen Abteilung für IT-Verfahren und E-Government für die Finanzverwaltung sowie für Budget-, Haushaltsangelegenheiten der gesamten Bundesverwaltung
März 2009 – März 2012	Referentin im Bundesministerium für Finanzen Abteilung Verwaltungsmanagement der Steuer und Zollverwaltung, Verantwortlich für Projektmanagement und Projektcontrolling sowie Betreuung der ausländischen Delegationen für die Sektion
Jänner 2008 – März 2009	Mitarbeiterin im Kabinett des Bundesministers für Finanzen DI Josef Pröll sowie im Kabinett des Vizekanzlers und des Bundesministers für Finanzen Mag. Wilhelm Molterer Tätigkeitsbereich: Inhaltliche Aufbereitung, Koordinierung und Abstimmung der Ministerratsangelegenheiten
Juni 2002 – Februar 2007	Mitarbeiterin im Österreichischen Forschungszentrum in Seibersdorf für Lindeberg GmbH (Industrie Anlagenbau) Verantwortlich für Bereiche: Budgetplanung Projektfinanzierungen sowie Projektcontrolling und Förderwesen
April 2001 – Juni 2002	Mitarbeiterin der Golzar Industrietechnik; A-1150 Sechshauserstr. 3 Buchhaltung und Controlling, Budgetplanung

Schul- und Berufsbildung	
März 2010 – Juli 2011	Steuerausbildung in der Bundesfinanzakademie
September 2005 - Juni 2005	Studium der Translationswissenschaften „Wirtschaftstürkisch“ an der Karl Franzens Universität in Graz
Oktober 1999 – Sept 2012	Studium der internationalen Betriebswirtschaftslehre an der Universität Wien Ausbildungsschwerpunkte: Corporate Finance, Finanzdienstleistungen und Investmentanalyse
September 1995 – Juni 1999	Höhere Lehranstalt für Tourismus in Bad Ischl Maturiert im Juni 1999 als Tourismuskauuffrau
September 1991 - Juli 1995	Hauptschule in St. Georgen im Attergau
September 1990 – Juni 1991	Sprachklasse für die deutsche Sprache in der Volksschule in St. Georgen im Attergau
September 1986 – Juli 1990	Volksschule in Izmir / Türkei
Persönliche Fähigkeiten und Kompetenzen	
Muttersprache	Türkisch
Sonstige Sprache(n)	Deutsch (fließend), Englisch (gut in Wort und Schrift), Italienisch (gut in Wort und Schrift) Französisch (Grundkenntnisse)
Soziale Fähigkeiten und Kompetenzen	Betreuung der Deutschkurse für Schuljahre 2000/01 und 2001/02 für Vorschulgruppen im Jugendzentrum Margareten 1050 Wien Grünwaldgasse 4. Vorbereitung der nicht deutschsprachigen Kinder auf die Einschulung im Herbst, Förderung der kognitiven Entwicklung, der Grob- und Feinmotorik, der sozialen Kompetenz, sprachliche Förderung.
IKT-Kenntnisse und Kompetenzen	MS Office, PRM-SAP
Künstlerische Fähigkeiten und Kompetenzen	Mitglied im Finanzchor (als Sopranistin) des Bundesministerium für Finanzen
Führerschein(e)	Führerschein Gruppe B