

**Eine ökonomische Analyse von  
Referenzgruppeneffekten bei der Gestaltung  
von Managerbezügen**

Dissertation

zur Erlangung der Würde  
eines Doktors der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften,  
vorgelegt der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät  
der Universität Freiburg (Schweiz)

von

Uwe Heller

Genehmigt von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät  
am 14. Dezember 2009 auf Antrag von  
Prof. Dr. Robert F. Göx (erster Referent) und  
Prof. Dr. Dr. Georg Schneider (zweiter Referent)

Fribourg, Schweiz 2009

Mit der Annahme einer Dissertation beabsichtigt die Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät der Universität Freiburg nicht, zu den darin enthaltenen wissenschaftlichen Meinungen des Verfassers Stellung zu nehmen.

(Fakultätsbeschluss vom 23. Januar 1990)





## *Vorwort*

Diese Forschungsarbeit ist während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Unternehmensrechnung und Controlling der Université de Fribourg (Schweiz) und meines Forschungsaufenthaltes an der Stanford University (USA) entstanden. Sie wurde im Dezember 2009 von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Université de Fribourg als Dissertation angenommen und vor ihrem Prüfungsausschuss verteidigt.

Mein besonderer Dank gilt meinem akademischen Lehrer, Herrn Prof. Dr. Robert F. Göx, der für mich während der Entstehung dieser Arbeit jederzeit ein aufgeschlossener und kritischer Diskussionspartner war und mir in großzügiger Weise stets den nötigen Freiraum zur Verwirklichung meiner Forschungsideen gewährt hat.

Mein Dank gilt auch meinem Korreferenten, Herrn Prof. Dr. Dr. Georg Schneider, sowie Herrn Prof. Dr. Stefan Reichelstein, für ihre fruchtbaren Anregungen und Diskussionen, die zum erfolgreichen Gelingen dieser Dissertation beigetragen haben. Ferner danke ich der Graduate School of Business (GSB) der Stanford University für die Einladung und dem ermöglichten Forschungsaufenthalt sowie dem Schweizerischen Nationalfonds (SNF) für die finanzielle Unterstützung in Form eines Stipendiums. Den Teilnehmern des wirtschaftswissenschaftlichen Seminars der Université de Fribourg sowie den Teilnehmern des IX. Symposiums zur Ökonomischen Analyse der Unternehmung in Augsburg möchte ich für ihre wertvollen Diskussionsbeiträge danken, anlässlich meiner Vorträge im Mai 2007 und September 2008. Schliesslich danke ich meinen Kollegen Frau cand. rer. pol. Patricia Lauper und Herrn cand. rer. pol. Jonas Schafer sowie meiner Familie, die mich während meiner Forschungsarbeit stets bestärkend unterstützt haben.

Uwe Heller



# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	VI
Tabellenverzeichnis	VII
Abkürzungsverzeichnis	VIII
Symbolverzeichnis	IX
1 Einleitung	1
1.1 Motivation und Zielsetzung . . . . .	1
1.2 Aufbau der Forschungsarbeit . . . . .	8
2 Grundlagen	11
2.1 Grundlagen der Referenzgruppenentlohnung . . . . .	11
2.1.1 Einführung . . . . .	11
2.1.2 Funktionen der Referenzgruppenentlohnung . . . . .	15
2.1.3 Stand der bisherigen Forschung . . . . .	16
Exkurs: Ein Einblick in jüngere theoretische Ansätze zur Berücksichtigung sozialer Präferenzen . . . . .	24
2.2 Modelltheoretische Grundlagen . . . . .	29
2.2.1 Das allgemeine <i>Agency</i> -Modell . . . . .	29
2.2.1.1 Das <i>Informativeness</i> -Kriterium . . . . .	36
2.2.2 Das <i>LEN</i> -Modell . . . . .	39
2.2.2.1 Relative Leistungsbewertung im <i>LEN</i> -Modell . . . . .	46
2.2.3 Das erweiterte <i>LEN</i> -Modell von DUTTA (2008) . . . . .	52

3	Risiken von Offenlegungsdirektiven	56
3.1	Einführung . . . . .	56
3.2	Institutionelle Vorgaben . . . . .	61
3.2.1	Offenlegungsdirektiven in den USA . . . . .	61
3.2.2	Offenlegungsdirektiven im europäischen Recht . . . . .	70
3.2.3	Offenlegungsdirektiven in Deutschland . . . . .	75
3.2.4	Offenlegungsdirektiven in der Schweiz . . . . .	81
3.2.5	Gemeinsamkeiten und Unterschiede nationaler Offenlegungsdirektiven	91
3.3	Formalisierung . . . . .	101
3.3.1	Modellrahmen . . . . .	102
3.3.2	Referenzgruppenentlohnung und „ <i>Competitive Benchmarking</i> ” . . .	108
3.4	Publikation von Vergütungsinformationen . . . . .	112
3.4.1	Einführung . . . . .	112
3.4.2	Keine öffentlich verfügbaren Vergütungsinformationen . . . . .	113
3.4.3	Öffentlich verfügbare Vergütungsinformationen . . . . .	116
3.4.4	Ein Beispiel (1) . . . . .	123
3.5	Kollektiv- vs. Individualausweis . . . . .	129
3.5.1	Einführung und Problemstellung . . . . .	129
3.5.2	Die Entwicklung der Vergütung bei Kollektivausweis . . . . .	131
3.5.3	Die Entwicklung der Vergütung bei Individualausweis . . . . .	132
3.5.4	Vergleich beider Ausweisverfahren . . . . .	133
3.5.5	Ein Beispiel (2) . . . . .	137
3.6	Diskussion der bisherigen Resultate . . . . .	144
3.6.1	Die Möglichkeit eines Managerwechsels im Modell . . . . .	145
3.7	Zwischenergebnis . . . . .	147
	Anhang zu Kapitel 3 . . . . .	149

4	Die duale Rolle von Vergleichsgruppen	150
4.1	Einführung . . . . .	150
4.2	Das Modell . . . . .	154
4.3	Relative Leistungsbewertung vs. Benchmarking . . . . .	157
4.4	Endogenisierte Vergleichsgruppe . . . . .	161
4.5	Zwischenergebnis . . . . .	170
5	Zusammenfassung und Forschungsausblick	173
	Literaturverzeichnis	178

## Abbildungsverzeichnis

2.1	<i>Der Vergütungsprozess in der Praxis . . . . .</i>	14
2.2	<i>Zeitlicher Ablauf der Prinzipal-Agenten-Beziehung . . . . .</i>	32
3.1	<i>Verbindliche Darstellungsform des Summary Compensation Table . . . . .</i>	65
3.2	<i>Verbindliche Darstellungsform des Director Compensation Table . . . . .</i>	67
3.3	<i>Neun Teilbereiche der Corporate Governance zu denen nach RLCG Infor- mationen auszuweisen sind . . . . .</i>	84
3.4	<i>Die erwartete Entwicklung der durchschnittlichen Managerbezüge für eine Variation von <math>\overline{\alpha}</math> . . . . .</i>	125
3.5	<i>Erwartete Entwicklung der mittleren Vorstandsbezüge bei Individual- und Kollektivausweis . . . . .</i>	140

## Tabellenverzeichnis

1.1	<i>Die Entwicklung der durchschnittlichen Vergütungen je Vorstandsmitglied für 11 Unternehmen des DAX-30 von 1985 bis 2004 . . . . .</i>	2
3.1	<i>Gemeinsamkeiten und Unterschiede nationaler Offenlegungsdirektiven . . .</i>	100
3.2	<i>Die Entwicklung der erwarteten Managerbezüge im Mittel . . . . .</i>	123
3.3	<i>Die Entwicklung der erwarteten Managerbezüge im Mittel für <math>\bar{\alpha}=1.025</math> und einer Variation von <math>\lambda</math> . . . . .</i>	126
3.4	<i>Die Entwicklung der erwarteten Managerbezüge im Mittel unter Berücksichtigung eines Korrekturfaktors . . . . .</i>	128
3.5	<i>Die Entwicklung der erwarteten Durchschnittsbezüge je Vorstandstyp . . .</i>	137
3.6	<i>Die Entwicklung der erwarteten Durchschnittsbezüge je Vorstand . . . . .</i>	138
3.7	<i>Parameterwerte der Szenarien 2 bis 5 . . . . .</i>	141
3.8	<i>Erwartete Entwicklung der mittleren Vorstandsvergütung für Szenario 2 . .</i>	141
3.9	<i>Erwartete Entwicklung der mittleren Vorstandsvergütung für Szenario 3 . .</i>	142
3.10	<i>Erwartete Entwicklung der mittleren Vorstandsvergütung für Szenario 4 . .</i>	142
3.11	<i>Erwartete Entwicklung der mittleren Vorstandsvergütung für Szenario 5 . .</i>	143
3.12	<i>Erwartete Entwicklung der mittleren Vorstandsvergütung für Szenario 6 . .</i>	143

## *Abkürzungsverzeichnis*

AktG . . . :	Aktiengesetz
BEHG . . . :	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BMJ . . . :	Bundesministerium der Justiz
BPG . . . :	Bundespersönalgesetz
CDA . . . :	Compensation Discussion and Analysis
CEO . . . :	Chief Executive Officer
CFO . . . :	Chief Financial Officer
DCGK . . :	Deutscher Corporate Governance Kodex
DSW . . . :	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.
EBK . . . :	Eidgenössische Bankenkommision
EJPD . . . :	Eidgenössisches Justiz- und Polizeidepartement
LEN . . . . :	Linear-Exponentiell-Normalverteilt
NYSE . . . :	New York Stock Exchange
ÖCGK . . :	Österreichischer Corporate Governance Kodex
OR . . . . . :	Obligationenrecht
PEO . . . :	Principal Executive Officer
PFO . . . . :	Principal Financial Officer
RLCG . . . :	Richtlinie zur Corporate Governance
S&P 500 :	Standard and Poor's 500
SEC . . . . :	Securities and Exchange Commission
SWX . . . :	Swiss Exchange
VorstOG :	Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz
WAK-N :	Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrats

## Symbolverzeichnis

$a_{it}$ .....	Arbeitseinsatz des Agenten in Unternehmen $i$ und Periode $t$
$a_j$ .....	Arbeitseinsatz des Agenten in Unternehmen $j$
$A = [0; \bar{a}]$ .....	Intervall aller möglichen Ausprägungen des Arbeitseinsatzes
$C(a), C_{it}$ .....	Disnutzen- bzw. Kostenfunktion des Agenten
$CEA_{it}$ .....	Sicherheitsäquivalent des Agenten in Unternehmen $i$ und Periode $t$
$d_i^{(N)}$ .....	Betriebszugehörigkeit des (neuen) Agenten zu Unternehmen $i$
$h(.)$ .....	Lernkurve des Agenten
$H_j$ .....	Produktivitätsbedingter Entlohnungsbeitrag des Vorstands vom Typ $j$
$i$ .....	Spieler- bzw. Unternehmensindize
$I \in \{0; 1\}$ ...	Indikatorvariable
$j, k \in \{V; M\}$ :	Vorstandstypspezifische Indizes
$k(.)$ .....	Beliebige Funktion
$L$ .....	Lagrangefunktion
$m$ .....	Anzahl der ausgeschiedenen bzw. neuen Manager, Anzahl der einfachen Vorstandsmitglieder
$n$ .....	Anzahl aller Spieler
$N$ .....	Anzahl aller Unternehmen in der Referenzgruppe
$r_i$ .....	Arrow-Pratt-Maß der absoluten Risikoaversion des Agenten $i$
$R$ .....	Risikoprämie
$s_{it}(.)$ .....	Entlohnungsvertrag in Unternehmen $i$ und Periode $t$
$s_0$ .....	Beliebiger Startwert
$s_{it}^j$ .....	Entlohnung des Vorstands vom Typ $j$ in Unternehmen $i$ und Periode $t$
$s_{it}^I$ .....	Entlohnung des Gesamtvorstandes in Unternehmen $i$ und Periode $t$ bei Individualveröffentlichung
$s_{it}^K$ .....	Entlohnung des Gesamtvorstandes in Unternehmen $i$ und Periode $t$ bei Kollektivveröffentlichung

$s_{it}^N$ .....	Vergütung eines neu rekrutierten Managers
$\bar{s}_t^{oI}, \bar{s}_t^{mI}$ ...	Durchschnittliche Managerentlohnung der Periode $t$ ohne bzw. mit Information
$\bar{s}_t^{jI}, \bar{s}_t^{jK}$ ...	Durchschnittliche Managerentlohnung der Vorstände vom Typ $j$ in Periode $t$ bei Individual- bzw. Kollektivausweis
$\bar{s}_t^I$ .....	Durchschnittliche Vorstandsentslohnung in Periode $t$ bei Individualausweis
$\bar{s}_t^K$ .....	Durchschnittliche Vorstandsentslohnung in Periode $t$ bei Kollektivausweis
$t$ .....	Periodenindize
$T$ .....	Transaktionskosten
$U_i$ .....	Nutzenfunktion des Spielers $i$ bzw. des Agenten in Unternehmen $i$
$\bar{U}_{it}$ .....	Reservationsnutzen des Agenten in Unternehmen $i$ und Periode $t$
$v_{it}$ .....	Beteiligungsparameter des Agenten in Unternehmen $i$ und Periode $t$
$V$ .....	Nutzenfunktion bzw. Sicherheitsäquivalent des Prinzipals
$w_{it}$ .....	Erfolgsunabhängiger Fixlohn in Unternehmen $i$ und Periode $t$
$w_0$ .....	Konstante bzw. Basisvergütung
$x_{it}^{(N)}$ .....	Cashflow des Unternehmens $i$ in Periode $t$ (bei neuem Manager)
$x_j$ .....	Cashflow des Vergleichsunternehmens $j$
$X = [\underline{x}, \bar{x}]$	Intervall aller möglichen Ausprägungen des Cashflows $x$
$y$ .....	Zusätzliches Signal bzw. Cashflow der Vergleichsgruppe
$z$ .....	Performancemaß bzw. Set von Performancemaßen
$\alpha$ .....	Intensität der relativen Leistungsbewertung
$\alpha_{i(j)}$ .....	Subjektive Einschätzung des Managers $i$ (vom Typ $j$ ) über die Angemessenheit seiner eigenen Basisvergütung im Vergleich zur durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorperiode
$\alpha_i^{\max}$ .....	Maximal akzeptables Anspruchsniveau des Prinzipals
$\bar{\alpha}_{VM}$ .....	Arithmetisches Mittel der sozialen Präferenzen des Gesamtvorstandes
$\beta_j$ .....	Gewicht des Cashflows von Unternehmen $j$ im Vergleichsindex
$\beta$ .....	Vektor aller Indexgewichte
$\Delta$ .....	Konstante

$\Delta_j \dots$	Differenz der Vergütungsniveaus zwischen dem Vergleichsunternehmen $j$ und dem repräsentativen Unternehmen
$\Delta_t \dots$	Differenz der durchschnittlichen Vorstandsvergütung in Periode $t$ bei Individual- und Kollektivausweis
$\Delta_K \dots$	Veränderung der durchschnittlichen Managervergütung ohne Information
$\Delta_V^{(Korr)}$	Veränderung der durchschnittlichen Managervergütung mit Information (unter Berücksichtigung eines Korrekturfaktors)
$\Delta_{\bar{\theta}} \dots$	Beitrag der $m$ neuen Manager zur Durchschnittsproduktivität der am Markt befindlichen Managerpopulation
$\varepsilon \dots$	Eindimensionale Zufallsvariable
$\gamma \dots$	Grenzproduktivität der Qualifikation
$\theta_i \dots$	Individuelle Qualifikation bzw. Fähigkeiten des Agenten in Unternehmen $i$
$\lambda_{(j)} \dots$	Multiplikator der Teilnahmebedingung bzw. marginale Veränderung des Reservationslohns auf eine Veränderung der Qualifikation bzw. Fähigkeiten des Agenten (vom Typ $j$ )
$\mu \dots$	Multiplikator der Anreizbedingung
$\pi_i \dots$	Monetäre Auszahlung des Spielers $i$
$\Pi \dots$	Gesamtauszahlung aller Spieler
$\rho \dots$	Korrelationskoeffizient
$\sigma_{ij} \dots$	Kovarianz zw. den Cashflows $i$ und $j$
$\sigma^2 \dots$	Varianz
$\tau \dots$	Periodenindize
$\phi_i \dots$	Anteil von Spieler $i$ an der Gesamtauszahlung



# Kapitel 1

## Einleitung

### 1.1 Motivation und Zielsetzung

Verschiedene empirische Studien über die Entlohnung von Führungskräften belegen, dass in den vergangenen zwanzig Jahren weltweit ein signifikanter Anstieg der Managerbezüge beobachtet werden konnte.<sup>1</sup> In den USA stieg beispielsweise das durchschnittliche Gesamtgehalt des Chief Executive Officers (CEO) eines im *Standard and Poor's 500 (S&P 500)* notierten Unternehmens zwischen 1980 und 2001 um 700%, während sich für den gleichen Zeitraum der durchschnittliche Reallohn eines Industriearbeiters um gerade einmal 15% erhöhte.<sup>2</sup>

Betraff diese Entwicklung zunächst hauptsächlich die USA, hat sie nun auch die Vorstandsetagen deutscher Aktiengesellschaften erreicht. *Tabelle (1.1)* zeigt für eine Auswahl von *DAX-30*-Unternehmen exemplarisch, wie sich die durchschnittliche Gesamtvergütung je Vorstandsmitglied im Zeitverlauf entwickelt hat.

Die Werte in *Tabelle (1.1)* vermitteln ein eindrucksvolles Bild von der rasanten Entwicklung der Vorstandsbezüge in den vergangenen zwanzig Jahren. So beläuft sich die durchschnittliche Gesamtvergütung eines Vorstandsmitglieds der *Deutschen Bank AG* im Jahr 1985 noch auf 612 Tsd. Euro, während sie bereits zehn Jahre später 930 Tsd. Euro beträgt. Eine regelrechte Explosion erfährt sie gar in der zweiten Hälfte des Betrachtungszeitraums und beläuft sich 2004 auf 6.275 Mio. Euro. Verglichen mit 1985 entspricht dies einer mehr als Verzehnfachung der durchschnittlichen Gesamtvergütung je Vorstand.

---

<sup>1</sup> Vgl. unter anderem ABOWD/KAPLAN (1999), CONYON/SCHWALBACH (2000) und für eine Übersicht MURPHY (1999).

<sup>2</sup> Vgl. HALL (2003) und HALL/MURPHY (2003).

*Tabelle 1.1: Die Entwicklung der durchschnittlichen Vergütungen je Vorstandsmitglied für 11 Unternehmen des DAX-30 von 1985 bis 2004*

Unternehmen / Jahr	Gesamtvergütung je Vorstand (Tsd. Euro)			Prozentualer Anstieg		
	1985	1995	2004	1985 - 1995	1995 - 2004	1985 - 2004
Bayer	513	841	1.629	64 %	94 %	218 %
BMW	646	962	1.983	49 %	106 %	207 %
Continental	382	692	1.362	81 %	97 %	257 %
Dt. Bank	612	930	6.275	52 %	575 %	925 %
Degussa	344	627	1.050	82 %	67 %	205 %
Henkel	425	664	1.930	56 %	191 %	354 %
Linde	342	503	2.024	47 %	302 %	492 %
TUI (Preussag)	386	773	1.976	100 %	156 %	412 %
RWE	280	670	3.603	139 %	438 %	1187 %
Schering	392	570	2.158	45 %	279 %	451 %
Thyssen	505	329	1.590	-35 %	383 %	215 %
Min.	280	329	1.050	-35 %	67 %	205 %
Max.	646	962	6.275	139 %	575 %	1187 %
Durchschnitt	439	687	2.325	57 %	238 %	430 %

*Quelle: Eigene Berechnungen aus Angaben im Anhang bzw. Geschäftsbericht der aufgeführten Unternehmen, welche freundlicherweise für den Gesamtzeitraum entsprechende Daten zur Verfügung gestellt haben: Bayer, BMW, Continental, Deutsche Bank, Degussa, Henkel, Linde, TUI (Preussag), RWE, Schering und Thyssen.*

*Die Angaben für die Gesamtvergütung sind dabei einschließlich der ausgewiesenen Werte aktienbasierter Vergütungsbestandteile pro Vorstandsmitglied inklusive des Vorstandsvorsitzenden.*

*Alle Betragsangaben sind in Tausend Euro, wobei für die Jahre 1985 und 1995 DM-Werte zum offiziellen Kurs von 1,95583 DM/Euro umgerechnet wurden.*

*Alle Durchschnittswerte beziehen sich ausschließlich auf die aufgeführten Unternehmen.*

Ein ähnliches Bild zeigt sich auch für den Energieversorger *RWE*. Bezogen dessen Vorstände 1985 mit 280 Tsd. Euro noch das niedrigste Gesamtgehalt dieser Stichprobe, erhielten sie 1995 bereits eine doppelt so hohe Gesamtvergütung und 2004 beinahe zwölf Mal so viel, wie noch 1985.

Eine beachtenswerte Ausnahme der hier aufgezeigten Unternehmen bildet hingegen die *Thyssen AG*. In der ersten Dekade sanken deren durchschnittliche Gesamtbezüge von überdurchschnittlichen 505 Tsd. Euro auf 329 Tsd. Euro je Vorstand. Dies entspricht einem Rückgang von 35%. Von 1995 bis 2004 vervierfachte sich jedoch die durchschnittliche Gesamtvergütung je Vorstand, so dass für den gesamten Betrachtungszeitraum ein Vergütungswachstum von immerhin 215% zu konstatieren ist.

Weiter zeigen die Werte in *Tabelle (1.1)*, dass sich der Trend zu einer Erhöhung der Vergütung über die Zeit noch einmal merklich verstärkt hat. Stiegen die durchschnittlichen Gesamtbezüge von 1985 bis 1995 noch um 57% von 439 auf 687 Tsd. Euro je Vorstand, ist für die zweite Hälfte des Betrachtungszeitraums ein Vergütungswachstum von 230% auf 2.256 Mio. Euro je Vorstand zu verzeichnen. In jährliche Zuwachsraten übersetzt entspricht dies mit 12.7% für die erste Dekade gegenüber 4.5% für den zweiten Betrachtungszeitraum fast einer Verdreifachung des jährlichen Wachstums der durchschnittlichen Vorstandsbezüge.<sup>3</sup>

Angesichts dieser Zahlen verwundert es nicht, dass die Höhe der Managergehälter allseits kontrovers diskutiert wird.<sup>4</sup> In der Wissenschaft stehen dabei vor allem zwei theoretische Paradigmen im Mittelpunkt, die regelmäßig dazu verwendet werden, den oben aufgezeigten Trend zu erklären. Der erste Ansatz ist die Theorie eines Marktes für Manager. Sie sieht die zu beobachtende Entwicklung als das Ergebnis eines gut funktionierenden Marktprozesses, in dem ein höherer Preis für Managementleistungen widerspiegelt, dass diese im „*War for talents*“ vergleichsweise knapp geworden sind, oder aber alternativ, dass sich deren Grenzproduktivität erhöht hat.<sup>5</sup> Zwar besitzt dieser Ansatz sicherlich

---

3 Für eine weitergehende Analyse der Entwicklung deutscher Vorstandsbezüge siehe SCHWALBACH (1999) und SCHMIDT/SCHWALBACH (2007). Für eine Analyse der Entwicklung der Aufsichtsratsbezüge in der Schweiz siehe SCHILTKNECHT (2004), ETHOS (2007) sowie OSTERLOH/ROST (2008).

4 Vereinzelt wurde in den Medien und der Politik sogar die Forderung nach einer gesetzlichen Begrenzung der Managerlöhne laut. Vgl. dazu ADAMS (2002) und für eine ökonomische Analyse GÖX (2004).

5 Vgl. BENZ/STUTZER (2003) und OSTERLOH/ROST (2008) und für eine Diskussion in der englischspra-

einen gewissen Erklärungsgehalt, Veränderungen auf der Angebots- und Nachfrageseite respektive eine gestiegene Grenzproduktivität sind bislang aber nur wenig untersucht worden oder werden von den Daten nur unzureichend gestützt. Der zweite Erklärungsansatz sieht die Entwicklung der Managerbezüge dagegen als Folge eines nur bedingt funktionierenden Managermarktes. Unter anderem ist dieser Ansatz auch unter dem Begriff des „*rent seeking*“<sup>6</sup> in die Literatur eingegangen und beschreibt auf verschiedenste Weise, wie Manager aufgrund ihrer Position und infolge eines unvollkommenen institutionellen Umfelds die Nachfrage nach der von ihnen angebotenen Dienstleistung selbst beeinflussen, um sich monetäre Renten aneignen zu können. Diskutiert werden unter anderem die Zusammensetzung und Funktionsweise von Aufsichtsräten oder aber die Rolle von zum Entlohnungsprozess hinzugezogenen Vergütungsberatern.<sup>7</sup>

Von der Diskussion nur wenig beachtet ist dagegen der eigentliche Entlohnungsprozess. Verschiedene empirische Studien belegen, dass eine Vielzahl von Unternehmen die Höhe ihrer Entlohnungsverträge durch ein so genanntes „*Benchmarking*“ bestimmt.<sup>8</sup> Sie vergleichen dabei das Lohnniveau des eigenen mit jenem in anderen Unternehmen und definieren infolge dieses Vergleichs die zu bestimmende Entlohnungshöhe relativ zu der der Vergleichsfirmen. Typischerweise werden dabei Unternehmen in den Vergleich gezogen, die in derselben Branche oder aber demselben Marktsegment tätig sind und die vergleichbare Firmengrößen aufweisen. Diese, auch als Referenzgruppenentlohnung bekannte Vergütungspraxis schließt dabei die beiden oben beschriebenen Theorieansätze eines *Marktes für Manager* und des *rent seeking* aber keinesfalls aus. Vielmehr impliziert sie die beiden, wird durch ein Vergleich der Vergütungsniveaus doch nichts anderes als der Marktwert des Managers bestimmt und durch die Struktur der Referenzgruppe respekti-

---

chigen Literatur GOMEZ-MEJIA/PALICH (1997), BOYD/FINKELSTEIN (1998), MURPHY/ZÁBOJNIK (2004) und BEBCHUCK/GRINSTEIN (2005).

6 Alternativ sind häufig auch Begriffe wie „*Managerial Power*“ oder aber „*Skimming*“ in der Fachliteratur zu finden.

7 Vgl. grundlegend CRYSTAL (1991), CONYON/PECK (1998), DAILY ET. AL. (1998), CORE/HOLTHAUSEN/LARCKER (1999), BERTRAND/MULLAINATHAN (2001), BEBCHUCK/FRIED/WALKER (2002), BEBCHUCK/FRIED (2003) und CONYON/PECK/SADLER (2006).

8 Vgl. u. a. BAKER/JENSEN/MURPHY (1988), HAMBRICK/FINKELSTEIN (1995), WADE/PORAC/POLLOCK (1997), BYRD/JOHNSON/PORTER (1998), MURPHY (1999), CONYON/PECK/SADLER (2006) und wesentlich BIZJAK/LEMMON/NAVEEN (2008).

ve einer Adjustierung der Entlohnungshöhe am Vergleichswert der Einfluss des Managers reflektiert.

Dass eine Referenzgruppenentlohnung auch in deutschen Unternehmen praktiziert wird, zeigen die nachfolgenden Zitate aus den Geschäftsberichten verschiedener DAX-Unternehmen. So heißt es im Geschäftsbericht 2006 der *DaimlerChrysler AG* beispielsweise:

*„Um die Wettbewerbsfähigkeit und Angemessenheit der Vorstandsbezüge sicherzustellen, werden diese Struktur, die einzelnen Komponenten und die Gesamtvergütung jedes Jahr mit Bezug auf eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen aus den USA, Deutschland und anderen europäischen Ländern überprüft.“*<sup>9</sup>

Eine entsprechende Vorgehensweise beschreibt auch der Vergütungsbericht der *Infineon Technologies AG* des selben Jahres:

*„Die Vergütung der Mitglieder des Vorstands der Infineon Technologies AG orientiert sich an der Größe und der globalen Ausrichtung des Unternehmens, seiner wirtschaftlichen Lage sowie an der Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung bei vergleichbaren Unternehmen im In- und Ausland. Zusätzlich werden die Aufgaben und der Beitrag des jeweiligen Vorstandsmitglieds berücksichtigt.“*<sup>10</sup>

Und auch im Geschäftsbericht 2006 der *Deutschen Bank AG* findet sich eine vergleichbare Passage:

*„Das Grundgehalt der Mitglieder des Vorstands wird auf Basis einer Analyse der Gehälter festgesetzt, die in einer ausgewählten Gruppe vergleichbarer internationaler Unternehmen an die Mitglieder der Geschäftsleitung gezahlt werden.“*<sup>11</sup>

Auch wenn in aller Regel offen bleibt, wie sich die Referenzgruppe in den einzelnen Fällen konkret zusammen setzt, zeigen die Beispiele doch, dass ein Vergleich mit den Vergütungspraktiken anderer Unternehmen eine offenbar wichtige Rolle für die Bestimmung der eigenen Entlohnungshöhe spielt.

---

<sup>9</sup> DAIMLERCHRYSLER AG (2007), S. 120.

<sup>10</sup> INFINEON TECHNOLOGIES AG (2007), S. 50. Eine sehr ähnliche Passage findet sich auch in den Vergütungsberichten der ALTANA AG (2007), S. 52 und der TUI AG (2007) auf S. 94.

<sup>11</sup> DEUTSCHE BANK AG (2007), S. 34 des Finanzberichts.

So sehr verschiedene Vergütungsberichte aber auch belegen, dass sich Unternehmen bei der Bestimmung ihrer Vergütungsstrategie regelmäßig an derer anderer Unternehmen orientieren, steht die Analyse der Referenzgruppenentlohnung in der akademischen Literatur bislang noch am Anfang. Vor allem empirische Studien wie die von PORAC, WADE und POLLOCK (1999) und BIZJAK, LEMMON und NAVEEN (2008) bestimmen das bisherige Bild, wohingegen modelltheoretische Untersuchungen weitestgehend fehlen. Grund hierfür ist nicht zuletzt, dass die Frage nach der Angemessenheit der Managervergütung seitens der traditionellen *Agency*-Theorie unbeantwortet bleibt. Ihre Ergebnisse werden in der öffentlichen und wissenschaftlichen Diskussion zwar gerne als Beleg für die Zweckmäßigkeit erfolgsabhängiger Entlohnungsformen angeführt, sie gestattet wegen der Annahme eines exogen gegebenen Reservationsnutzens aber keine Aussagen über die Höhe der Entlohnung. Denn in traditionellen *Agency*-Modellen werden Entlohnungsverträge - ungeachtet ihrer Struktur - stets derart entworfen, dass der zu erwartende Nettonutzen des Agenten (d. h. der erwartete Nutzen des Agenten aus der Entlohnung abzüglich seinen Arbeitskosten) seinem exogen definierten Reservationsnutzen entspricht. Aus einer rein *agency*-theoretischen Sichtweise ist es damit von Interesse, wie und in welcher Form der Manager entlohnt wird, nicht aber, wieviel er verdient.

Motiviert durch die zu beobachtende Entwicklung der Managerbezüge und dem Ausbleiben modelltheoretischer Erklärungsansätze ist es das Ziel dieser Arbeit, einen ersten Modellrahmen vorzulegen, der sowohl eine modelltheoretische Analyse der Referenzgruppenentlohnung als auch Aussagen über die Entwicklung der Managerbezüge über die Zeit erlaubt. Im Rahmen eines formalen *Agency*-Modells, in dem der Reservationsnutzen des Agenten nicht länger modellexogen definiert ist, soll zunächst gezeigt werden, wie sich eine Referenzgruppenentlohnung formal abbilden lässt. Konkret wird zunächst ein lineares *Agency*-Modell mit mehreren Unternehmen und mehreren Perioden betrachtet, in denen sich der Reservationsnutzen des Agenten an der durchschnittlichen Referenzgruppenentlohnung der Vorperiode orientiert. Damit eine Referenzgruppenentlohnung ihre volle Wirkung entfalten kann, ist es jedoch notwendig, dass entsprechende Informationen über die Vergütungen anderer Manager in vergleichbaren Unternehmen bekannt sind. Vor dem entwickelten modelltheoretischen Hintergrund soll daher untersucht werden, welche Wirkung eine Publikation von Vergütungsinformationen auf die Höhe der Managerbezüge

über die Zeit haben kann.<sup>12</sup>

In einer Modellerweiterung, in der zwischen den Bezügen des Vorstandsvorsitzenden und denen einfacher Vorstandsmitglieder unterschieden wird, wird ferner untersucht, wie sich eine Individualveröffentlichung gegenüber einem Kollektivausweis auf die Höhe der Managerbezüge auswirkt. Die Analyse konzentriert sich dabei auf potenzielle Gefahren verschärfter Transparenzvorschriften, die in der öffentlichen und wissenschaftlichen Diskussion bisher kaum beachtet wurden und sorgfältig gegen mögliche Vorteile abzuwägen sind.

Nachdem sich der erste Teil dieser Forschungsarbeit ausschließlich auf die Höhe der Managergehälter konzentriert, soll im folgenden, zweiten Teil auch die Wirkung einer Referenzgruppenentlohnung auf die Struktur optimaler Anreizverträge untersucht werden. Mit dem *Informativeness-Prinzip* empfiehlt die *Agency*-Theorie, die Leistung eines Managers relativ zur Leistung anderer Manager in vergleichbaren Unternehmen zu messen. Infolge dieser relativen Leistungsbewertung werden gemeinsame Zufallseinflüsse aus dem Entlohnungsvertrag herausgefiltert, wodurch das vom Manager übernommene Entlohnungsrisiko gesenkt und ein gegebenes Anreizschema zu geringeren Kosten implementiert werden kann. Sinn und Zweck dieser relativen Leistungsbewertung ist es damit, die Struktur optimaler Anreizverträge zu bestimmen, sie lässt deren eigentliche Höhe aber weiter unberücksichtigt.

Verschiedene empirische Beobachtungen zeigen nun, dass die einer relativen Leistungsbewertung zugrunde liegende Vergleichsgruppe von Unternehmen häufig auch derer entspricht, die im Zuge der Referenzgruppenentlohnung für die Bestimmung der Entlohnungshöhe herangezogen wird. Diese duale Rolle der Vergleichsunternehmen soll dazu verwendet werden, die Struktur und die Höhe des Vertrages für eine integrierte Analyse der Referenzgruppenentlohnung zu bestimmen. Im Rahmen eines allgemeinen *Agency*-Modells wird dazu unterstellt, dass der Reservationsnutzen des Agenten nicht mehr modellexogen definiert ist, sondern sich durch die Struktur des Entlohnungsvertrages bestimmt. Die Schlüsselannahme der Analyse bildet dabei, dass die Gruppe von Unternehmen, die der relativen Leistungsbewertung zugrunde liegt, zumindest zu Teilen derer entspricht, die im Rahmen der Referenzgruppenentlohnung für die Bestimmung des Reservationsnutzens

---

12 In einer spieltheoretischen Analyse wird die Gehaltstransparenz jüngst von PASSARDI-ALLMENDINGER (2006) untersucht.

herangezogen wird. Welche Konsequenzen sich aus dieser Verbindung für das *Informativeness-Prinzip* per se und die Vorteilhaftigkeit einer relativen Leistungsbewertung ergeben, und aus welchen Unternehmen sich die optimale Vergleichsgruppe zusammensetzt, soll im Rahmen dieser Arbeit untersucht werden.

## 1.2 Aufbau der Forschungsarbeit

Im Anschluss an diese Einleitung werden in Kapitel 2 die Grundlagen vorgestellt, auf denen die nachfolgende Untersuchung basiert. Sie bestehen sowohl aus empirischen Beobachtungen, sozialpsychologischen Hypothesen als auch modelltheoretischen Grundlagen, die sich im Laufe dieser Arbeit wie in einer Art Puzzle zu einem Ganzen zusammenfügen. In einer Einführung wird zunächst der in der Praxis zu beobachtende Entlohnungsprozess vorgestellt und gezeigt, an welcher Stelle eine Referenzgruppenentlohnung ansetzt. Weiter werden ihre Funktionen erläutert und ein Überblick über den aktuellen Stand der Forschung eröffnet. Ausgangspunkt bildet dabei die aus der Sozialpsychologie stammende *Social Comparison Theory*, nach der sich Individuen mit anderen Personen oder Personengruppen vergleichen, um ihre soziale Position zu bestimmen. Hierauf aufbauend wird der Stand der bisherigen Forschung zur Referenzgruppenentlohnung aufgezeigt und wichtige empirische Befunde herausgestellt, die für die nachfolgende Analyse von Bedeutung sind. In einem Exkurs erfolgt ein Einblick in jüngere theoretische Ansätze zur Berücksichtigung sozialer Präferenzen, die ebenfalls der *Social Comparison Theory* entspringen und unter anderem dazu entwickelt wurden, um mit ihnen experimentelle Befunde zu erklären, die sich mit der traditionell individualistischen Nutzenmaximierungshypothese der nicht-kooperativen Spieltheorie nicht erklären lassen. Im Anschluss an diesen Exkurs folgen die für die weitere Analyse erforderlichen modelltheoretischen Grundlagen, wobei neben dem allgemeinen *Agency*-Modell und den Grundlagen zur relativen Leistungsbewertung auch eine lineare Modellvariante vorgestellt wird.

Auf diesem Fundament aufbauend untersucht der erste Teil dieser Forschungsarbeit, welche Risiken eine Offenlegungspflicht von Managerbezügen im Rahmen einer Referenzgruppenentlohnung birgt. Zur freien Entfaltung ihrer vollen Wirkung ist es für eine Referenzgruppenentlohnung allerdings notwendig, dass entsprechende Informationen über die

Vergütungen anderer Manager in vergleichbaren Unternehmen bekannt sind. Nach einer kurzen Einführung in die Problematik untersucht daher Abschnitt 3.2 zunächst, wie sich die verschiedenen Offenlegungsvorschriften von Managergehältern in den USA, Europa, und insbesondere in Deutschland und der Schweiz, über die Zeit entwickelt haben, und stellt deren Gemeinsamkeiten und Unterschiede heraus.

Im Anschluss daran werden die grundlegenden Modellannahmen formuliert und erstmals aufgezeigt, wie sich eine Referenzgruppenentlohnung im Rahmen eines formalen *Agency*-Modells abbilden lässt. Vor dem Hintergrund der aufgezeigten Entwicklung der Transparenzvorschriften untersucht Abschnitt 3.4 die Wirkung einer Offenlegungspflicht für Managerbezüge im Rahmen des Modells. Als Referenzpunkt wird dazu zunächst eine Situation betrachtet, in der keine Vergütungsinformationen öffentlich bekannt gegeben werden, wie sie in den meisten Ländern noch bis vor wenigen Jahren vorherrschte. Daran anschließend wird die Einführung einer gesetzlichen Vorschrift zu einem Ausweis der Managerbezüge modelliert und die Ergebnisse mit der zuvor betrachteten Situation verglichen. Die wesentlichen Punkte der bis dahin erzielten Resultate werden anhand eines Beispiels noch einmal illustriert.

In einer Modellerweiterung, in der zwischen den Bezügen des Vorstandsvorsitzenden und denen einfacher Vorstandsmitglieder unterschieden wird, wird vor dem Hintergrund der sich erst kürzlich in Europa ereigneten Gesetzesreformen über die Offenlegung der Managerbezüge untersucht, wie sich die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift gegenüber einer Situation bei Kollektivausweis auf die Höhe der Managerbezüge auswirkt. Die erzielten Resultate werden auch hier anhand eines Beispiels noch einmal verdeutlicht.

Eine ausführliche Diskussion der Modellannahmen und der bis dahin erzielten Modellergebnisse erfolgt in Abschnitt 3.6, wohingegen Abschnitt 3.7 alle wesentlichen Resultate des ersten Forschungskapitels in Form eines Zwischenergebnisses noch einmal zusammenfasst.

Nachdem sich die bisherige Analyse zur Referenzgruppenentlohnung ausschließlich auf die Höhe der Managerbezüge konzentriert, widmet sich der zweite Teil dieser Arbeit auch der Gestaltung und Struktur optimaler Anreizverträge. Nach einer kurzen Einführung in die Problematik werden im Rahmen eines allgemeinen *Agency*-Modells in Abschnitt 4.2 zunächst die wesentlichen Annahmen formuliert und die dem Modell zugrunde liegende

Forschungsidee auf möglichst einfachem Wege vorgestellt. Daran anschließend untersucht Abschnitt 4.3, unter welchen Bedingungen eine relative Leistungsbewertung für einen Prinzipal von Vorteil ist, wenn diese mit der Höhe der Entlohnung in Beziehung steht.

Um weitere Einsichten in die beschriebene Problematik gewinnen zu können, wird in einer Modellerweiterung in Abschnitt 4.4 ein lineares *Agency*-Modell unterstellt und untersucht, wie sich infolge des betrachteten Zusammenhangs die optimale Intensität einer relativen Leistungsbewertung verändert und aus welchen Unternehmen sich die optimale Vergleichsgruppe zusammensetzt. Die wesentlichen Ergebnisse dieses zweiten Forschungsteils werden in Abschnitt 4.5 noch einmal übersichtlich zusammengefasst.

Ein Resümee über die gesamte Forschungsarbeit sowie ein Ausblick über zukünftige Forschungsfragen, die innerhalb des entwickelten Modellrahmens untersucht werden können, runden die hier vorliegende Arbeit ab.

## Kapitel 2

### Grundlagen

#### 2.1 Grundlagen der Referenzgruppenentlohnung

##### 2.1.1 Einführung

In der öffentlichen und wissenschaftlichen Diskussion wird häufig kritisiert, dass sich die Managerbezüge in den vergangenen zwanzig Jahren kontinuierlich erhöht haben. Immer wieder wird versucht, diese weltweit zu beobachtende Entwicklung mittels bestehender theoretischer Paradigmen zu erklären, wobei vor allem Theorien wie die eines Marktes für Manager und die des „*rent seeking*“ im Vordergrund stehen. Von dieser Diskussion nur wenig beachtet ist dagegen der eigentliche Entlohnungsprozess. Einer der Gründe hierfür ist sicherlich, dass die Gestaltung von Managerverträgen in vielen Unternehmen einem umfangreichen, firmeninternen Vergütungsprozess folgt<sup>1</sup>, in den neben dem Management mehrere weitere Interessensgruppen involviert sind.<sup>2</sup>

Ausgangspunkt dieses Prozesses bildet die hauseigene *Human Ressource* Abteilung.<sup>3</sup> Ihre Aufgabe ist es, einen ersten Vertragsentwurf auszuarbeiten, der sich nicht nur an den Zielen des Unternehmens orientiert, sondern auch die aktuelle Marktsituation für Manager berücksichtigt. Meist werden hierzu allgemeine Studien über die Vergütungen vergleichbarer Unternehmen in der eigenen Industrie erstellt, ergänzt um detaillierte Analysen

---

1 Ein weiterer Grund hierfür dürfte sein, dass der Vergütungsprozess in vielen Unternehmen wie eine Art „*Black Box*“ ist und Außenstehenden keinen Einblick erlaubt.

2 Die nachfolgenden Ausführungen zum Entlohnungsprozess in der Praxis stützen sich auf Schilderungen von CRYSTAL (1991), MURPHY (1999) und JENSEN/MURPHY/WRUCK (2004).

3 Die Verantwortlichkeit für die Bestimmung der Managerentlohnung variiert zumeist mit der Größe eines Unternehmens und seiner Komplexität. Große Unternehmen verfügen häufig über ein voll ausgestattetes „*Office of Executive Compensation*“, wohingegen in kleineren Unternehmen die Verantwortlichkeit für die Managerentlohnung vielmals dem Leiter der *Human Ressource* Abteilung obliegt.

ausgewählter Industrien und Marktgruppen. Um sich ein präziseres Bild über die aktuelle Marktsituation zu verschaffen, werden häufig aber auch externe Vergütungsberater - aus dem englischen im Folgenden auch als *Compensation Consultant* bezeichnet - zum Entlohnungsprozess hinzugezogen, welche über eine entsprechende Fachkenntnis in der Gestaltung optimaler Anreizverträge verfügen und den Unternehmen ihrerseits industriespezifische Lohn- und Marktanalysen - gegen ein entsprechendes Honorar - zur Verfügung stellen.<sup>4</sup>

Diese Studien und Analysen adjustieren für gewöhnlich die Größe eines Unternehmens durch eine Gruppierung mit anderen Vergleichsunternehmen oder bilden eine einfache log-lineare Regression der Entlohnungshöhe auf die Unternehmensgröße. Sie berichten darüber hinaus über eine Vielzahl von Lohnperzentilen, wie beispielsweise der 25sten, 50sten und der 75sten Perzentile, die den Unternehmen eine Orientierung geben sollen, wo sie sich innerhalb der Verteilungsfunktion befinden. In Beraterkreisen werden dabei Vergütungen unterhalb des 50sten Lohnperzentils häufig auch als „*below market*“ bezeichnet, wohingegen solche zwischen der 50sten und der 75sten Perzentile als „*competitive*“, also wettkämpferisch gelten.<sup>5</sup>

Mittels dieser Studien bestimmt nun die *Human Ressource* Abteilung, wie hoch die Vergütung des eigenen Managers zu bemessen ist. In aller Regel wird dazu der Median oder Mittelwert der Referenzgruppenbezüge errechnet und in Abhängigkeit dessen die eigene Entlohnungshöhe fixiert.<sup>6</sup> Daran anschließend werden die an den Manager gestellten Ziele definiert und die Struktur des Vertrages bestimmt.<sup>7</sup>

---

4 Wie verbreitet die Konsultierung externer Vergütungsberater ist, zeigt eine aktuelle Studie von CONYON, PECK und SADLER (2006). In ihrer Untersuchung über 251 öffentlich gehandelte Unternehmen des Vereinigten Königreichs von England ziehen 211 Unternehmen einen *Compensation Consultant* hinzu, wohingegen 20 Unternehmen keine Angaben machten und lediglich 20 Unternehmen ihren Verzicht erklärten.

5 Mit Bezug auf das Festgehalt vgl. MURPHY (1999) und auf die Gesamtvergütung vgl. JENSEN/MURPHY/WRUCK (2004).

6 Vgl. CONYON/PECK/SADLER (2006).

7 Hinsichtlich der Vertragsstruktur beschreibt MURPHY (1999), wie in vielen Unternehmen vor allem das erfolgsunabhängige Festgehalt durch ein „*Benchmarking*“ bestimmt wird (Der Leser vergleiche hierzu auch das Beispiel der *Deutschen Bank AG* in der Einleitung). Da viele weitere Entlohnungskomponenten in Abhängigkeit des Fixums festgelegt werden - Zielboni werden typischerweise als Prozentsatz,

In einer ersten Instanz geht dieser ausgearbeitete Vertragsentwurf - samt Studien und Analysen - dem betreffenden Manager zu. Dieser hat nun darüber zu entscheiden, ob er mit der Vertragsstruktur, den darin definierten Zielen und der Entlohnungshöhe einverstanden ist oder ob der Entwurf seitens der *Human Ressource* Abteilung nachzubessern ist.<sup>8</sup> Ist er nachzubessern, geht der revidierte Vertrag dem Manager hiernach erneut zu. Dieser Prozess wiederholt sich so lange, bis der betreffende Manager sein Einverständnis mit dem ihm vorgelegten Vertragsentwurf erklärt oder aber das Unternehmen verlässt.

Erklärt er sein Einverständnis, wird der Vertragsentwurf - wiederum samt Analysen und Studien - in einem zweiten Schritt seitens der *Human Ressource* Abteilung einem Ausschuss des Aufsichtsrates, dem so genannten *Compensation Committee*, vorgelegt. Dieses besteht typischerweise aus zwei oder mehreren Aufsichtsratsmitgliedern, die ihrer Funktion nach weder mit dem Geschäftsprozess des Unternehmens in Verbindung stehen, noch ehemalige Mitarbeiter des Unternehmens sind.<sup>9</sup> Ihre Aufgabe ist es, den ihnen vorgelegten Vertragsentwurf in seiner Höhe und Struktur im Interesse der Aktionäre zu prüfen und gegebenenfalls zurückzuweisen, falls dieser nicht mit den Interessen der Eigner in Einklang steht. Bestehen an dessen Angemessenheit Bedenken oder gar gewisse Zweifel, kontaktiert das *Compensation Committee* mitunter aber auch selbst den hinzugezogenen Vergütungsberater oder konsultiert seinerseits einen externen *Compensation Consultant*, welcher weitere Marktstudien und Lohnanalysen zu Vergleichszwecken erstellt. Ist das *Compensation Committee* hingegen mit dem ihm vorgelegten Vertragsentwurf einverstanden, wird dieser in einem dritten und letzten Schritt dem Aufsichtsrat zur Abstimmung vorgelegt. Der Aufsichtsrat als Ganzes - jedoch exklusive dem betreffenden Manager -

---

Optionszusagen sogar als ein Vielfaches des Grundgehalts definiert - betrifft eine Referenzgruppenentlohnung oftmals aber nicht nur die (Gesamt-)Entlohnungshöhe, sondern auch die Vertragsstruktur. Vgl. MURPHY (1999), S. 9 f.

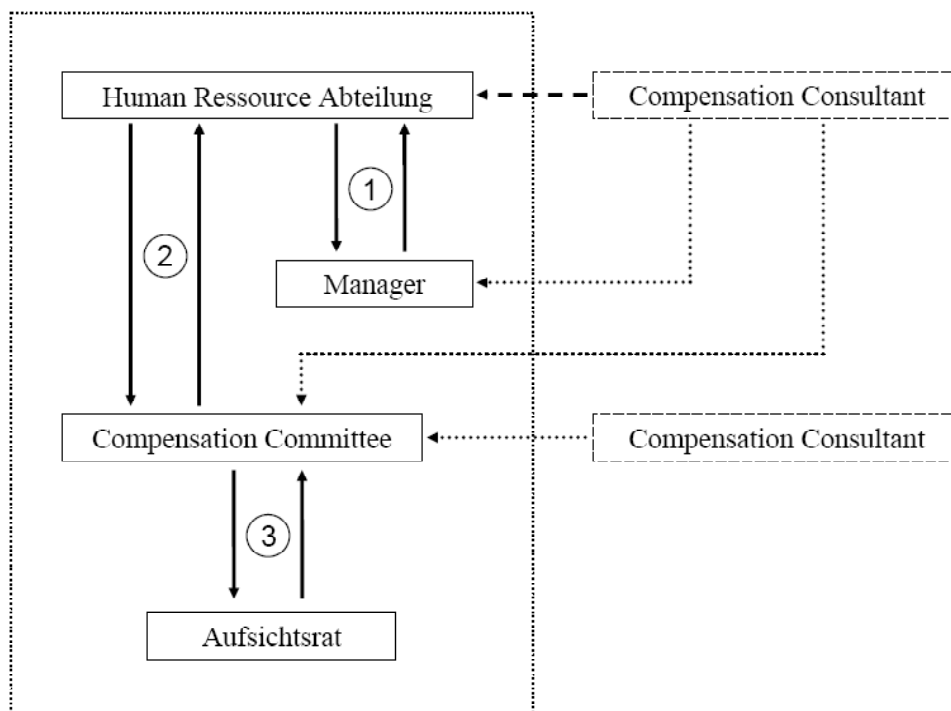
8 Häufig steht der betreffende Manager auch selbst mit dem *Compensation Consultant* in direktem Kontakt. Vgl. hierzu CRYSTAL (1991), welcher jahrelang selbst als *Compensation Consultant* gearbeitet hat und einige interessante Beispiele gibt.

9 Ansatzpunkt der Theorie des „*rent seeking*“ ist, dass der Aufsichtsrat bzw. das ihm entspringende *Compensation Committee* nicht unabhängig der Interessen des Managers ist. In der Diskussion über die Managergehälter deutscher Unternehmen wird dies unter anderem damit begründet, dass im Rahmen der Hauptversammlung börsennotierter Unternehmen die Nominierung zur (Wieder-)Wahl der Aufsichtsratsmitglieder dem Vorstandsvorsitzenden obliegt.

befindet damit in letzter Instanz, ob der ausgearbeitete und im Sinne der Eigner geprüfte Vertragsentwurf bewilligt wird oder aber abzulehnen ist.<sup>10</sup>

In *Abbildung (2.1)* ist der eben beschriebene Vergütungsprozess mit all seinen drei wesentlichen Schritten noch einmal übersichtlich zusammengestellt:

*Abbildung 2.1: Der Vergütungsprozess in der Praxis*



*Quelle: Eigene Darstellung.*

Die obigen Ausführungen als auch die Beispiele in der Einleitung zeigen, dass sich Unternehmen mit anderen vergleichen, um mittels dieses Vergleichs die Entlohnung des eigenen Managers zu bestimmen. Grundsätzlicher Ansatzpunkt einer Referenzgruppenentlohnung ist damit die Partei, die den Vertrag entwirft. Weiter zeigt der obige Vergütungsprozess, dass der initiiierende Vorschlag über die Höhe und Struktur der Entlohnung nicht von Seiten der Eigner bzw. dem sie stellvertretenden *Compensation Committee* formuliert wird. Vielmehr wird der Vertrag von Seiten der *Human Ressource Abteilung* in Kooperation

<sup>10</sup> Vgl. MURPHY (1999).

mit dem Management erstellt und den Eignern zur Prüfung und Abstimmung vorgelegt.<sup>11</sup> Ansatzpunkt einer Referenzgruppenentlohnung - nicht nur in der Praxis, sondern auch in der folgenden modelltheoretischen Untersuchung - bildet damit die *Human Ressource* Abteilung respektive das den Vertrag betreffende Management.

Nachdem aufgezeigt wurde, wo eine Referenzgruppenentlohnung ansetzt und wer sie praktiziert, sollen im folgenden Abschnitt ihre Funktionen verdeutlicht werden.

### 2.1.2 Funktionen der Referenzgruppenentlohnung

Sinn und Zweck einer Referenzgruppenentlohnung ist es, dass die Höhe der Managerverträge nicht willkürlich bestimmt wird.<sup>12</sup> Vielmehr soll anhand eines Vergleichs ein Vertrag ausgearbeitet werden, der unangemessene Vergütungspraktiken vermeidet und sich an Referenzgrößen orientiert, die als marktüblich gelten. Eine zu hohe Managervergütung soll so möglichst vermieden werden, stellt sie aus ökonomischer Sicht doch nichts anderes dar als eine Verschwendung knapper Ressourcen. Ebenso gilt es, einer Unterbezahlung des Managers entgegenzuwirken. Diese birgt die Gefahr, dass sich der Manager nach einer alternativen Beschäftigungsmöglichkeit umsieht und steigert tendenziell die Wahrscheinlichkeit, dass er das Unternehmen verlässt. Grundlegend erfüllt eine Referenzgruppenentlohnung damit vor allem zwei Funktionen:

- Eine *Orientierung an Referenz- und marktüblichen Größen* zur Vermeidung der Verschwendung knapper Ressourcen, und damit verbunden
- die *Sicherung des Humankapitals* im eigenen Unternehmen.<sup>13</sup>

Außerhalb des oben aufgezeigten Vergütungsprozesses besitzt eine Referenzgruppenentlohnung aber noch eine weitergehende Funktion. So dient eine marktorientierte Vergütung

---

11 Ist der Vertragsentwurf aus Sicht des *Compensation Committees* in Frage gestellt, kann es darüber hinaus aber auch durchaus sein, dass es trotz mitgereicherter Studien und Analysen zu einem weiteren Vergleichsprozess durch die (stellvertretenden) Unternehmenseigner und damit zu einem zweiten Ansatzpunkt einer Referenzgruppenentlohnung kommt.

12 Häufig bezieht sich dies auch auf einzelne Entlohnungskomponenten und damit die Vertragsstruktur. Vgl. MURPHY (1999), S. 9 f.

13 Vgl. HOLMSTRÖM/KAPLAN (2003), S. 27 und BIZJAK/LEMMON/NAVEEN (2008), S. 8.

Unternehmen auch dazu, qualifizierte Manager im „*War for talents*“ für sich zu gewinnen. Denn stellt ein Unternehmen potenziellen Arbeitnehmern eine vergleichsweise niedrige Vergütung in Aussicht, ist diese für hochqualifizierte Manager nur wenig attraktiv. In der Folge würden diese das Angebot tendenziell ablehnen, wohingegen es von Managern angenommen wird, welche in gut bezahlenden Vergleichsunternehmen nur geringe Aussichten auf die dort zu besetzende Position haben. Offeriert ein Unternehmen hingegen eine marktübliche Vergütung, wirkt diese auch auf qualifizierte Manager überaus attraktiv. Eine weitere Funktion der Referenzgruppenentlohnung ist damit:

- die *Sicherstellung der Attraktivität des Unternehmens* für potenziell qualifizierte Manager.<sup>14</sup>

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass eine Referenzgruppenentlohnung prinzipiell drei Funktionen besitzt. Zwei im Zuge des Vergütungsprozesses und eine weitergehende Funktion in der Bemühung um qualifizierte Manager.

Nachdem in der Einleitung der Begriff der Referenzgruppenentlohnung definiert und im Rahmen der bisherigen Grundlagen deren Ansatzpunkt und Funktionen erläutert wurden, widmet sich der nun folgende Abschnitt der Entwicklung und dem Stand der bisherigen Forschung.

### 2.1.3 *Stand der bisherigen Forschung*

Der Grundgedanke zur Referenzgruppenentlohnung formulierte 1954 der amerikanische Sozialpsychologe LEON FESTINGER. In der von ihm entwickelten *Social Comparison Theory* ist erstmals beschrieben, inwiefern sowohl soziale Beeinflussungsprozesse als auch Formen kompetitiven Verhaltens auf ein und denselben sozialpsychologischen Prozess zurückzuführen sind. Diesem, so FESTINGER, liegt der menschliche Trieb zugrunde, sich selbst zu bewerten, wonach sich Menschen mit anderen Menschen vergleichen, um unter anderem Erkenntnisse über die eigenen Meinungen und Fähigkeiten gewinnen zu können.<sup>15</sup> Im Zuge dieser Selbstevaluation werden dabei meist Personen in den Vergleich gezogen,

---

<sup>14</sup> Vgl. BIZJAK/LEMMON/NAVEEN (2008), S. 8.

<sup>15</sup> Vgl. FESTINGER (1954).

die eine ähnliche Stellung begleiten oder aber vergleichbare Fähigkeiten aufweisen, in der Absicht, ein möglichst realistisches Bild des eigenen Selbst zu erhalten.<sup>16</sup>

Auf diesem Gedanken aufbauend entwickelten sich im Laufe der Zeit verschiedene Forschungszweige unterschiedlichster Fachdisziplinen, wobei die *Social Comparison Theory* in der betriebswirtschaftlichen Forschung gleich mehrfach ihren Einzug fand. So entwickelten sich in der Spieltheorie aus ihr erste theoretische Ansätze zur Berücksichtigung sozialer Präferenzen in spieltheoretischen Modellen, die entwickelt wurden, um mit ihnen experimentelle Befunde zu erklären, die sich mit der traditionell individualistischen Nutzenmaximierungshypothese der nicht-kooperativen Spieltheorie nicht erklären lassen.<sup>17</sup> In der *Executive Compensation* und insbesondere der Referenzgruppenentlohnung bildet die *Social Comparison Theory* hingegen den Ausgangspunkt für den Vergleichsprozess, der für die Bestimmung der Entlohnungshöhe maßgeblich ist. So vergleichen sich Manager (bzw. die *Human Ressource* Abteilung) mit anderen Managern, um infolge dieses Vergleichs Erkenntnisse über den Wert ihrer eigenen Fähigkeiten gewinnen zu können. Um ein möglichst präzises Bild dieses Wertes zu erhalten, ziehen sie dabei regelmäßig Manager in den Vergleich, die eine ähnliche Position begleiten und die in vergleichbaren Unternehmen derselben Branche oder desselben Marktsegments tätig sind.

Auch wenn die *Social Comparison Theory* schon früh formuliert wurde und die Vergütungspraxis über eine Referenzgruppenentlohnung hervorragend dokumentiert ist, steht sie in der akademischen Literatur bislang noch am Anfang ihrer Forschungsgeschichte.

In der betriebswirtschaftlichen Literatur findet sich ein erster Hinweis auf eine Referenzgruppenentlohnung in BAKER, JENSEN und MURPHY (1988). Anhand eines Berichts des *Conference Boards*<sup>18</sup> und einer Studie von MURPHY (1985) stellen sie heraus, dass die

---

16 Vgl. GOODMAN (1974).

17 Einen Einblick in jüngere theoretische Ansätze zur Berücksichtigung sozialer Präferenzen in spieltheoretischen Modellen bietet ein Exkurs im Anschluss an diese Übersicht.

18 Die *Conference Board Commission on Public Trust and Private Enterprise*, eine non-profit Vereinigung ehemaliger CEOs und weltweit agierender Wirtschaftsunternehmen, hat es sich zur Aufgabe gemacht, Fachwissen zu generieren und innerhalb der Gesellschaft Wissen zu verbreiten. Mitgliedsfirmen dieser Vereinigung sind unter anderem die *Allianz AG*, *Crédit Suisse Group*, die *Deutsche Bank AG*, *Kellogg Co.*, *Lucent Technologies Inc.*, das französische Mineralölunternehmen *Total S.A.* oder aber Unternehmensberater wie *PricewaterhouseCoopers*.

Elastizität zwischen der Höhe der CEO Entlohnung und der Größe<sup>19</sup> der Unternehmen sowohl über verschiedene Industrien als auch über die Zeit konstant ist. Dies scheint als der Beleg für eine weit verbreitete Akzeptanz von Vergütungsstudien, welche die Höhe der CEO Entlohnung mit der Größe eines Unternehmens in Beziehung setzt. Derartige Lohnstudien wie auch der Bericht des *Conference Boards* dienen BAKER, JENSEN und MURPHY zufolge aber weniger dazu, empirische Gepflogenheiten aufzudecken, sondern vielmehr, um Unternehmen eine Orientierung zu geben, wo sie ihre eigene Entlohnung festsetzen sollen.

Im selben Jahr wird auch der Gedanke FESTINGERS von O'REILLY, MAIN und CRYSTAL (1988) aufgegriffen und erstmals auf die Frage nach der Höhe der Managerentlohnung angewendet. In ihrer Studie über 105 Unternehmen des *Fortune 500* untersuchen sie, ob die Höhe der CEO Entlohnung mit konventionellen ökonomischen Faktoren - wie der Unternehmensgröße und der Profitabilität - oder aber durch sozialpsychologische Faktoren erklärt werden kann. Sie testen dabei sowohl ein empirisches Modell der *Tournament Theory*<sup>20</sup> als auch ein Modell zur *Social Comparison Theory* und kommen zu dem Ergebnis, dass weniger ökonomische Faktoren, sondern vielmehr ein sozialer Vergleich die Höhe der CEO Entlohnung bestimmt, in dem Mitglieder des *Compensation Committees*, die häufig auch selbst CEOs in einem anderen Unternehmen sind<sup>21</sup>, die zu bestimmende Entlohnungshöhe durch einen Vergleich mit ihrer eigenen Vergütung als CEO definieren.

HAMBRICK und FINKELSTEIN (1995) untersuchen dagegen, wie sich die Eigentümerstruktur eines Unternehmens auf die Entscheidung über eine Erhöhung der CEO Entlohnung auswirkt. Ihre Ergebnisse deuten darauf hin, dass in management-kontrollierten Unternehmen - also Firmen mit einer breiten Eignerstruktur - die Vergütungspolitik einer „*over-arching*“ Philosophie folgt, wonach die CEO Vergütung mittels eines Vergleichs bestimmt wird, bei dem die Entlohnungshöhe oberhalb der durchschnittlichen Referenzgruppenentlohnung fixiert ist. Im Rahmen der Studie folgt dabei einer 1%igen Steigerung der durchschnittlichen Referenzgruppenentlohnung eine Steigerung der Bezüge des betrachteten CEOs um 1.37%.

---

19 Die Größe der untersuchten Unternehmen wird dabei über deren Umsatz gemessen.

20 Für einen tiefergehenden Einblick in die *Tournament Theory* s. LAZEAR/ROSEN (1981).

21 S. hierzu BACON (1982), ANDERSON/ANTHONY (1986) und KESNER (1988).

Diese Vergütungspraxis bezeichnet MURPHY (1999) auch als *Competitive Benchmarking*. Er beschreibt, wie vor allem performanceunabhängige Festgehälter anhand von industrie- und marktspezifischen Lohnstudien definiert werden, die eine Vielzahl von Lohnperzentilen, wie beispielsweise der 25sten, 50sten oder aber der 75sten Perzentile, aufzeigen. Innerhalb dieser Studien werden Fixlöhne, welche unterhalb des 50sten Perzentils liegen, häufig auch als „*below market*“ bezeichnet, während solche zwischen der 50sten und 75sten Perzentile als „*competitive*“, also wettkämpferisch gelten. Zumal Worte Macht besitzen und Unternehmen im „*War for Talents*“ ihre Vergütungsstrategie lieber als „*competitive*“ denn als „*below market*“ bezeichnen, führt die Verwendung derartiger Lohnstudien dazu, dass Unternehmen das Niveau ihrer Festgehälter regelmäßig über der durchschnittlichen Referenzgruppenentlohnung fixieren. Aber nicht nur Festgehälter sind von dieser Vergütungspraxis betroffen. Viele weitere Entlohnungskomponenten wie beispielsweise Boni und Optionen werden häufig in Relation zum Festgehalt bestimmt. So sind Zielboni typischerweise als Prozentsatz des Grundlohns definiert, Aktienoptionen sogar als ein Mehrfaches des Fixums. Eine Erhöhung des Festgehaltes besitzt damit eine weitreichende Wirkung auf viele weitere Entlohnungsbestandteile, so dass die Vergütungspraxis des *Competitive Benchmarking* letztendlich zu einer Erhöhung der Gesamtvergütung führt.

Wie Unternehmen ihre Vergleichsgruppe im Rahmen der Referenzgruppenentlohnung gestalten, zeigen PORAC, WADE und POLLOCK (1999). In ihrer Studie über 280 Unternehmen des *S&P 500* belegen sie für das Jahr 1993 exemplarisch, wie diese die Zusammensetzung ihrer Referenzgruppe zumeist nach dem Grundsatz des „*in-the-line-of-business*“ gestalten, wie von der SEC empfohlen. Mitunter, so PORAC, WADE und POLLOCK, weichen aber auch Unternehmen von diesem Grundsatz ab. Performt beispielsweise ein Unternehmen schlecht oder die eigene Industrie gut, oder aber gilt es, eine hohe Entlohnung des CEOs zu rechtfertigen, definieren Unternehmen ihre Referenzgruppe häufig in einer selbstschützenden Weise. Sie erweitern dabei die Referenzgruppe über die eigene Industriegrenze hinaus und ziehen schlecht performende Unternehmen in den Vergleich, die die eigene Position besser erscheinen lässt, als dass sie tatsächlich ist.

Einen der wesentlichsten Beiträge zur Referenzgruppenentlohnung liefern BIZJAK, LEMMON und NAVEEN (2000) beziehungsweise (2008).<sup>22</sup> Sie untersuchen, wie verbreitet die

---

22 BIZJAK, LEMMON und NAVEENS wissenschaftlicher Beitrag wurde mehrmals überarbeitet und erschien

Referenzgruppenentlohnung in der Vergütungspraxis ist und ob eine Verwendung von Vergleichsgruppen zu einer höheren und weniger effektiven Entlohnung führt. Im Rahmen einer empirischen Studie wählen sie dazu zunächst 100 zufällige Unternehmen aus dem *S&P 500-Index*<sup>23</sup> und untersuchen für das Jahr 1997, ob in deren Vergütungsbericht Hinweise auf eine Referenzgruppenentlohnung zu finden sind.<sup>24</sup> Dabei zeigt sich, dass 96 der 100 zufällig ausgewählten Unternehmen Grundlohn, Bonus und Optionszahlungen anhand von Referenzgruppen bestimmen.<sup>25</sup> Die überwiegende Mehrheit dieser Unternehmen - es sind 73 - geben sogar an, dass sie mindestens eine Vergütungskomponente am oder aber über dem Median- bzw. Mittelwert der Referenzgruppenentlohnung fixieren - im letzteren Fall damit *Competitive Benchmarking* praktizieren.<sup>26</sup> Aussagekräftige Beispiele finden sich im umfangreichen Appendix von BIZJAK, LEMMON und NAVEEN (2008), in dem es unter anderem aus dem Vergütungsbericht der *Philip Morris International Inc.* heißt:

„(...) *total compensation is targeted for the upper, or fourth, quartile of compensation paid to executives of the Peer Group when Company performance exceeds the median of the Peer Group. When Company performance is at or near the median of the Peer Group, total compensation is targeted at or near the median of the Peer Group (...). In 1996, the Committee targeted its stock option award guidelines at the 65th percentile of the Peer Group (...).*”

Und auch der Vergütungsbericht der *Coca-Cola Corporation* offenbart eine ähnliche Vergütungspraktik:

---

erst kürzlich im *Journal of Financial Economics (JFE)*.

23 Es handelt sich dabei um die 50 kleinsten und größten Unternehmen des *S&P 500*.

24 Darüber hinaus untersuchen BIZJAK, LEMMON und NAVEEN (2008) die Vergütungsberichte auf Hinweise über eine Konsultation von *Compensation Consultants*. Sie kommen dabei zu dem Ergebnis, dass mindestens 65 der 100 zufällig ausgewählten Unternehmen einen *Compensation Consultant* zum Lohnfindungsprozess hinzuziehen.

25 Zwei der verbliebenen vier Unternehmen machten keine Angaben im Vergütungsbericht und lediglich zwei Unternehmen weisen darauf hin, dass sie keine Referenzgruppen im Rahmen des Lohnfindungsprozesses verwenden.

26 Auf eine Festlegung des Fixums unterhalb des Median- bzw. Mittelwertes weisen dagegen nur fünf Unternehmen hin. In diesen Fällen sind jedoch Boni und Optionszahlungen am oder über dem Median- resp. Mittelwert zu finden.

„The Committee’s goal in setting base salary compensation is to be in the 50th percentile to 75th percentile base salary levels of consumer products companies of comparable size, using data from its independent compensation consultants (...) potential (bonus) awards range from 6% to 115% of salary.”

Anhand eines *ExecuComp*-Datensatzes für die Jahre 1992 bis 2005 untersuchen BIZJAK, LEMMON und NAVEEN (2008) weiter, welchen Einfluss eine Referenzgruppenentlohnung auf die Managervergütung besitzt.<sup>27</sup> Sie kommen dabei zu dem Ergebnis, dass der Effekt der Referenzgruppe auf eine Veränderung der CEO Vergütung signifikant größer ist als der Einfluss manch anderer ökonomischer Faktoren, wie beispielsweise der Unternehmensperformance. Darüber hinaus zeigt sich, dass CEOs, welche unterhalb des Medians ihrer Referenzgruppe entlohnt werden, massiv höhere Gehaltssteigerungen erzielen als Manager, deren Vergütung über dem Medianwert liegt. Diese Befunde sehen BIZJAK, LEMMON und NAVEEN auch als Indiz, dass die Vergütungspraxis des *Competitive Benchmarking* nicht nur weit verbreitet ist, sondern auch eine wichtige Rolle für die Struktur der Vergütung spielt.

Die Praxis des *Competitive Benchmarking* ist allerdings kontrovers. Eine Sichtweise ist, dass sie ineffizient ist und zu Gehaltssteigerungen führt, die unabhängig der Firmenperformance sind.<sup>28</sup> Eine andere Sichtweise ist dagegen, dass die Referenzgruppenentlohnung ein probates und effizientes Mittel darstellt, den Marktlohn eines Managers zu bestimmen und die Vergütungspraxis des *Competitive Benchmarking* notwendig ist, um dessen Humankapital im Unternehmen zu binden. Diese beiden Sichtweisen untersuchen die Autoren auf verschiedenste Weise und kommen zu dem Ergebnis, dass die Vergütungspraxis des *Competitive Benchmarking* weniger dazu dient, Managern eine Rente zukommen zu lassen, sondern vielmehr, um deren Talent auch langfristig für das Unternehmen zu sichern.

Abschließend untersuchen BIZJAK, LEMMON und NAVEEN, inwiefern eine Referenzgruppenentlohnung die unter anderem von GARVEY und MILBOURN (2006) dokumentierte

---

27 Um Lohnerhöhungen neuer CEOs auszublenden, wurden hierbei nur Daten von CEOs verwendet, welche ihr Amt mindestens zwei Jahre begleiteten.

28 Häufig wird sie auch mit der eingangs beschriebenen Theorie des „*rent seeking*“ in Verbindung gebracht, wonach Manager einen Einfluss auf den Lohnfindungsprozess ausüben und die Höhe ihrer Vergütung am Referenzlohn selbst fixieren.

Praxis des „*pay for luck*“ erklärt.<sup>29</sup> GARVEY und MILBOURN beobachten, dass CEOs an unkontrollierbaren Ereignissen, die ihre Vergütung positiv beeinflussen (Glück) stärker belohnt, als dass sie für negative bestraft werden (Pech). Diese Asymmetrie nehmen sie als Indiz dafür, dass Manager eine gewisse Fähigkeit besitzen, den Entlohnungsprozess zu beeinflussen und ihre eigene Vergütung - direkt oder aber indirekt - selbst mitgestalten. BIZJAK, LEMMON und NAVEEN kommen dagegen zu einem anderen Schluss. Sie sehen die zu beobachtende Asymmetrie weniger als die Folge eines „*rent seeking*“ an, sondern vielmehr als das Resultat des *Competitive Benchmarking*.

Welcher Zusammenhang zwischen der Hinzuziehung von *Compensation Consultants* - und damit verbundenen Lohnstudien - und der Höhe der Managerentlohnung besteht, untersuchen hingegen CONYON, PECK und SADLER (2006). In einer Studie über 251 öffentlich gehandelte Unternehmen des Vereinigten Königreichs von England zeigen sie zunächst für das Jahr 2003 exemplarisch, wie verbreitet die Hinzuziehung von *Compensation Consultants* ist. So befragen 211 der 251 untersuchten Unternehmen einen *Compensation Consultant* im Zuge des Entlohnungsprozesses, wohingegen 20 Unternehmen keine Angaben machten und lediglich 20 Unternehmen ihren Verzicht erklärten. Ihre Datenbasis ist dabei derart detailliert, dass sie für jedes der 211 untersuchten Unternehmen präzise bestimmen können, welcher *Compensation Consultant* zurate gezogen wurde. Auf dieser Datenbasis aufbauend zeigen sie weiter, dass die Vergütung eines CEOs tendenziell höher ausfällt, je größer der hinzugezogene *Compensation Consultant*, d. h. je mehr Klienten er besitzt. Darüber hinaus ist sie umso höher, in je mehr Angelegenheiten der *Compensation Consultant* das Unternehmen berät. Aber nicht nur die Größe eines Unternehmens und die Anzahl weiterer Beratungsleistungen ist für die Höhe der CEO Vergütung mitverantwortlich, auch die Höhe der durchschnittlichen CEO Entlohnung anderer Klienten des Consultant ist von Bedeutung. So ist die Vergütung eines CEOs umso größer, je höher die durchschnittliche CEO Entlohnung der anderen Klienten eines Consultant ist. Um diesen Befund zu erklären, testen CONYON, PECK und SADLER sowohl die Theorie des „*rent seeking*“ als auch die *Social Comparison Theory*. Dabei erweist sich auch hier letztere als

---

29 Für einen weiterführenden Einblick in die Theorie und Praxis des „*pay for luck*“ siehe grundlegend BERTRAND/MULLAINATHAN (2001), GARVEY/MILBOURN (2006) und für eine modelltheoretische Analyse GÖX (2004) respektive (2008).

evident.

Im Vergleich zur englischsprachigen Literatur findet die Referenzgruppenentlohnung im deutschsprachigen Raum erst spät ihre Aufmerksamkeit. So veröffentlichen im Jahr 2003 BENZ und STUTZER einen ersten Diskussionsbeitrag, über die in der Literatur zu findenden Erklärungsansätze steigender Managergehälter, darunter auch die Referenzgruppenentlohnung. Sie stellen ferner auch einen eigenen Erklärungsversuch vor. Ihr Ansatz konzentriert sich dabei auf die Entwicklung der Managerbezüge in den USA und verbindet eine institutionelle Änderung mit der Vorstellung eines unvollkommenen Marktes für Manager. Zunächst stellen sie heraus, dass gerade nach 1992 die Managerbezüge in den USA stark angestiegen sind.<sup>30</sup> Sie sehen dies als die direkte Folge der Einführung umfassender Offenlegungsvorschriften von Managerbezügen durch die amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde - die *Securities and Exchange Commission (SEC)* - im selben Jahr. BENZ und STUTZER stellen die provokante Hypothese auf, dass gerade die verstärkte Transparenz dazu geführt hat, dass sich ein sich selbst verstärkender Prozess in Gang setzte, der die Managerbezüge über die Zeit ansteigen lässt. Sie bezweifeln dabei aber nicht, dass entsprechende Lohnvergleiche auch schon vor 1992 durchgeführt wurden.<sup>31</sup> Vielmehr hat die Regulierung der amerikanischen Wertpapieraufsichtsbehörde dem Instrument der Referenzgruppenentlohnung ein zentrales Gewicht gegeben, da erstmals transparent wurde, wieviel die Manager der Referenzgruppe genau verdienen.

OSTERLOH und ROST (2008) untersuchen die Managerlöhne in der Schweiz. Einer ihrer wesentlichsten Befunde ist, dass sich Schweizer Managerbezüge in der Zeit von 2002 bis 2005 signifikant stärker erhöht haben als sich dies durch die Größe und Performance der Unternehmen erklären lässt. Für eine Begründung dieser Beobachtung testen sie sowohl die Theorie eines Marktes für Manager als auch die Theorie des „*rent seeking*“ und kommen zu dem Ergebnis, dass keine der beiden Paradigmen zurückgewiesen werden kann. Letztere besitzt dabei allerdings eine etwas stärkere Evidenz. Darüber hinaus belegen sie, dass sich auch in der Schweiz die Höhe der Managervergütung durch einen Lohnvergleich bestimmt. So erhalten CEOs, die unterhalb des Medianniveaus entlohnt werden, signifikant höhere Gehaltssteigerung als CEOs, deren Vergütung bereits über dem Medianwert

---

30 Vgl. dazu MURPHY (1999).

31 Siehe hierzu BAKER/JENSEN/MURPHY (1988) und O'REILLY/MAIN/CRYSTAL (1988).

liegt.<sup>32</sup> Nach Ansicht von OSTERLOH und ROST bestätigt dies die Theorie des „*rent seeking*“ im Zuge der Referenzgruppenentlohnung und widerspricht der Annahme, dass Löhne ausschließlich durch Marktmechanismen bestimmt werden.<sup>33</sup>

Der Literaturüberblick zeigt, dass sich der Stand der bisherigen Forschung zur Referenzgruppenentlohnung ausschließlich auf Argumentationsketten und empirische Studien beschränkt. Modelltheoretische Untersuchungen fehlen bislang aber noch immer. Grund hierfür ist nicht zuletzt, dass die Frage nach der Angemessenheit der Managervergütung seitens der traditionellen *Agency*-Theorie unbeantwortet bleibt. Dennoch bildet sie den Ausgangspunkt für die nachfolgende modelltheoretische Analyse, weswegen sich nach einem kurzen Exkurs in jüngere theoretische Ansätze zur Berücksichtigung sozialer Präferenzen der folgende Abschnitt der *Agency*-Theorie widmet.

### Exkurs: Ein Einblick in jüngere theoretische Ansätze zur Berücksichtigung sozialer Präferenzen

In ökonomischen Modellen ist meist (oftmals implizit) unterstellt, dass Menschen ausschließlich durch materielle Eigeninteressen motiviert sind. In den vergangenen Jahren konnte jedoch eine Vielzahl empirischer Befunde beobachtet werden, welche gegen diese Hypothese sprechen.<sup>34</sup> Sie lassen vielmehr vermuten, dass viele Menschen in sozialen Interaktionen auch andere Aspekte wie die der Fairness und der Reziprozität berücksichtigen.<sup>35</sup>

Aufbauend auf diesen Befunden und der von FESTINGER (1954) formulierten *Social Comparison Theory* entwickelten sich so in jüngerer Zeit erste theoretische Ansätze, welche

---

32 Dies entspricht im Wesentlichen dem Resultat von BIZJAK, LEMMON und NAVEEN (2008), welche die Referenzgruppenentlohnung für US-amerikanische Unternehmen untersuchen.

33 Wie BENZ und STUTZER (2003) führen OSTERLOH und ROST (2008) damit die zu beobachtende Vergütungspraxis des *Competitive Benchmarking* auf die Theorie des „*rent seeking*“ zurück.

34 Die verfügbare experimentelle Evidenz lässt aber ebenfalls vermuten, dass viele Menschen selbstsüchtig handeln, auch wenn ihnen die Möglichkeit gegeben wird, das Wohl anderer zu vergleichsweise geringen Kosten zu beeinflussen.

35 Vgl. beispielsweise zu *Ultimatum*-Spielen GÜTH/SCHMITTBERGER/SCHWARZE (1982), CAMERER/THALER (1995) und ROTH (1995), zu *Vertrauens*-Spielen BERG/DICKHAUT/McCABE (1995), FAHR/IRLENBUSCH (2000) und CAMERER (2003) und für eine Übersicht zu *Public Good*-Spielen THALER (1988) und LEDYARD (1995).

soziale Präferenzen in spieltheoretischen Modellen berücksichtigen. Gemeinhin nehmen diese Modellansätze an, dass zumindest einige Akteure soziale Präferenzen besitzen, so dass deren Nutzenfunktion nicht nur von der eigenen Auszahlung, sondern auch von der Auszahlung anderer Spieler abhängig ist. Dass sich alle Spieler perfekt rational verhalten, unterstellen aber auch diese Modelle weiterhin.

Einen umfassenden Überblick über die Berücksichtigung sozialer Präferenzen in spieltheoretischen Modellen wäre an dieser Stelle allerdings nicht zielführend und würde den hierfür angedachten Rahmen sprengen. Aus diesem Grund konzentriert sich der nun folgende Einblick in die Spieltheorie auf Modellansätze, welche in einem engen Zusammenhang zu der nachfolgenden Untersuchung stehen.

In einem vergleichenden Modell formalisiert BOLTON (1991) erstmals - wenn auch noch recht allgemein -, dass der Nutzen eines Spielers von seiner absoluten und der relativen Auszahlung zu einem zweiten Spieler bestimmt ist. Mit einer Reihe beobachtbarer Phänomene in *Bargaining*-Spielen ist dieser Ansatz auch konsistent, für andere Spieltypen liefert er aber nur eine unzureichende Erklärung.

Ein weniger allgemeines Modell schlagen hingegen FEHR und SCHMIDT (1999) vor. Hierin bestimmt sich der Nutzen eines Spielers neben der eigenen Auszahlung nicht mehr durch die relative Auszahlung, sondern nunmehr durch die absolute Auszahlungsdifferenz zu anderen Spielern. Erhält ein Spieler eine niedrigere oder aber höhere Auszahlung als der jeweils andere Spieler, empfindet er dies als Ungleichheit. In beiden Fällen senkt dieses Empfinden das Nutzenniveau, wobei die Senkung umso stärker ausfällt, je höher die Auszahlungsdifferenz ist. Darüber hinaus nehmen FEHR und SCHMIDT erstmals an, dass ein Spieler Ungleichheit stärker erfährt, wenn seine eigene Auszahlung niedriger ist als die der anderen. Zwar senkt eine höhere relative Auszahlung ebenfalls das eigene Nutzenniveau, aber nicht in gleichem Ausmaß. Ein Nutzenrückgang stellt sich damit auch dann ein, wenn keine Gleichverteilung vorliegt und der Spieler eine Auszahlung erhält, die im Mittel aller Auszahlungen liegt.

Aufbauend auf BOLTON (1991) formulieren BOLTON/OCKENFELS (2000) einen Modellansatz, in dem die Präferenzen der Akteure nicht nur anhand der eigenen Auszahlung und der eines zweiten Spielers, sondern nunmehr relativ zur Auszahlung einer Referenzgruppe

definiert werden. Das Nutzenniveau  $U$  eines Spielers  $i$ :

$$U_i = U_i(\pi_i, \phi_i)$$

mit

$$\phi_i = \phi_i(\pi_i, \Pi, n) = \begin{cases} \pi_i/\Pi & \text{wenn } \Pi > 0 \\ 1/n & \text{wenn } \Pi = 0 \end{cases}$$

und

$$\Pi = \sum_{i=1}^n \pi_i$$

ist dabei umso größer, je höher seine eigene monetäre Auszahlung ( $\pi_i$ ) ist, steigt oder sinkt aber in dem Anteil ( $\phi_i$ ), den der Spieler an der Gesamtauszahlung aller  $n$  Spieler ( $\Pi$ ) erhält. Ist der relative Anteil dabei niedriger als im Rahmen einer Gleichverteilung, erhöht die Zunahme von  $\phi_i$  seinen Nutzen, senkt ihn hingegen, wenn der Spieler mehr als bei einer gleichen Aufteilung erhält. Analog zu FEHR/SCHMIDT (1999) empfindet ein Spieler also immer dann Ungleichheit als negativ, wenn sein eigener Anteil niedriger oder höher ist als im Falle einer Gleichverteilung. Damit streben die Akteure nach einer egalitären Aufteilung des Auszahlungsbetrags und besitzen eine strikte Gleichheitspräferenz.

CHARNESS und KUHN (2004) betrachten hingegen einen Modellansatz der *Gift-Exchange*-Klasse<sup>36</sup>, in dem zwei Arbeitnehmer eines Arbeitsgebers einen wechselseitigen Lohnvergleich durchführen, falls die Entlohnung transparent ist. Jeder Arbeitnehmer überprüft dabei, ob er seine eigene Entlohnung als gerecht oder ungerecht empfindet und lässt diesen Vergleich in die Wahl über das eigene Anstrengungsniveau mit einfließen. Der Motivations- bzw. Demotivationseffekt, der aus einer Ungleichheit beider Löhne resultiert, findet sich im Anstrengungsniveau der beiden Beschäftigten allerdings nur dann wieder, wenn die Entlohnung des jeweils anderen beobachtbar, die Entlohnung also transparent ist. Weiter nehmen CHARNESS und KUHN an, dass ein Angestellter produktiver arbeitet als der andere. Infolge der höheren Produktivität gewährt ihm der Arbeitgeber ein höheres Gehalt als dem weniger produktiven Arbeiter, sodass es aufgrund unterschiedlicher Leistungsbeiträge zu einer Lohndifferenz kommt. Der Arbeitseinsatz eines jeden Angestellten wirkt

---

36 Modelle der *Gift-Exchange*-Klasse sind Teil der soziologischen Effizienzlohntheorie und betrachten das Arbeitsverhältnis als einen Austausch wechselseitiger „Geschenke“. So „schenkt“ der Arbeitgeber dem Arbeitnehmer einen Lohn, der größer ist als die marktübliche Vergütung und erhält im Gegenzug eine Arbeitsleistung „geschenkt“, welche die bei einer marktüblichen Vergütung übersteigt.

über eine Erlösfunktion auf den Gewinn des Arbeitgebers. Die Erlösfunktion ist dabei steigend im Arbeitseinsatz eines jeden Beschäftigten, die Zuwächse im Anstrengungsniveau aber abnehmend.

In einer komparativ statischen Analyse untersuchen CHARNESS und KUHN, welche Wirkung eine Offenlegung der Gehälter besitzt. Sind die Löhne für alle Beteiligten transparent, wählt der weniger produktive Arbeiter infolge der beobachteten Lohnungleichheit ein noch niedrigeres Anstrengungsniveau als zuvor. Der produktivere Arbeiter hingegen erfährt aus der beobachteten Lohndifferenz einen Motivationsschub, der seine Arbeitsanstrengung nochmals verstärkt. Aufgrund der konkaven Form der Erlösfunktion überwiegt allerdings der Erlösrückgang, der durch den weniger produktiven Angestellten ausgelöst wurde, die Erlössteigerung des produktiveren Arbeitnehmers.<sup>37</sup> Um diesem Effekt entgegenzuwirken, bietet der Dienstherr dem weniger produktiven Arbeiter eine höhere Gehaltszahlung, in der Absicht, ihn zu einem höheren Arbeitseinsatz zu motivieren. Im Gegenzug wird er aber auch das Gehalt des produktiveren Angestellten reduzieren, um dessen Arbeitseinsatz zu bremsen. Eine Transparenz der Löhne hat hier also zur Folge, dass der Arbeitgeber die Lohnspreizung zu begrenzen versucht, was insgesamt zu einer höheren Lohnsumme führen kann und seinen Gewinn in der Folge schmälert.<sup>38</sup>

Der Frage, ob und inwiefern Ungleichheitsaversion das Arbeitsverhalten eines Angestellten beeinflusst, gehen auch NEILSON und STOWE (2004) nach. In ihrem Modell unterstellen sie zwei identische Arbeitnehmer (die *Agenten*), die neben einer fixen auch eine variable Vergütung erhalten und sowohl ihre variable Vergütung vergleichen als auch um ihren sozialen Status bedacht sind. NEILSON und STOWE stellen dabei heraus, dass das Empfinden von Ungleichheit einen Agenten dazu veranlasst, einen höheren Arbeitseinsatz zu wählen als ohne soziale Präferenz. Darüber hinaus zeigen sie, dass die soziale Präferenz des Agenten dazu führt, dass der Arbeitgeber (der *Prinzipal*) eine niedrigere Beteiligungsrates im Entlohnungsvertrag wählt als er dies ohne die Berücksichtigung der Ungleichheitsaversion tut. Treibende Kraft dieser beiden Ergebnisse ist die Annahme,

---

<sup>37</sup> Ursache für den Erlösrückgang bildet die Annahme einer im Anstrengungsniveau der Angestellten konkaven Erlösfunktion. Im Fall einer linearen Erlösfunktion ist der Erlös dagegen unverändert, im Fall einer exponentiellen Funktion würde der Erlös infolge der Lohntransparenz sogar steigen.

<sup>38</sup> Für eine Diskussion verschiedener Modellansätze über die Wirkung von Transparenzvorschriften s. STADTMANN/WISSMANN (2007).

dass der Agent die Aversion besitzt, im Vergleich zu unterliegen, er also Veränderungen in der variablen Vergütung dann stärker wahrnimmt, wenn er im Vergleich zurückliegt.<sup>39</sup> Im Unterschied zu CHARNES und KUHN (2004) bewirkt hier also eine Differenz in der (variablen) Entlohnung keinen bremsenden Effekt auf den Arbeitseinsatz des weniger produktiven Arbeitnehmers, vielmehr motivieren soziale Präferenzen beide Agenten implizit, das eigene Anstrengungsniveau zu erhöhen.

Dass es nicht nur soziale Präferenzen zwischen Agenten, sondern auch zwischen Prinzipal und Agent geben kann, untersuchen ENGLMAIER und WAMBACH (2005). In ihrem Modell unterstellen sie, dass der Agent ungleichheitsavers ist und die Höhe seiner Vergütung mit dem Gewinn des Prinzipals vergleicht. Er empfindet dabei immer dann Ungleichheit, wenn der Gewinn des Prinzipals die eigene Entlohnung übersteigt, erleidet hingegen dann keinen Nutzenverlust, wenn beide eine gleich große Aufteilung erhalten. Im Rahmen eines formalen *Agency*-Modells wird nun gezeigt, dass die Annahme der Ungleichheitsaversion die Struktur optimaler Anreizverträge verändert. Dabei kann die Berücksichtigung sozialer Präferenzen dazu führen, dass der Prinzipal auf zusätzliche und über den Arbeitseinsatz des Agenten informative Signale verzichtet und der optimale Vertrag entweder zu hoch bemessen oder aber unvollständig ist. Darüber hinaus zeigen die Modellergebnisse, dass es eine starke Tendenz hin zu linearen Verteilungsregeln gibt, wie sie häufig auch in der Praxis zu beobachten sind, und eine, wenn auch recht einfache Erklärung, warum in der Empirie teambasierte Anreizsysteme weit verbreitet sind.

Wie in einer frühen Version von ENGLMAIER und WAMBACH (2005) unterstellen auch MAYER und PFEIFFER (2004) diese Form der Berücksichtigung sozialer Präferenzen. Im Unterschied nehmen sie allerdings an, dass der Agent die Höhe seiner Vergütung nicht ex post mit dem Gewinn des Prinzipals vergleicht, sondern bereits ex ante - also vor Vertragsbeginn - Erwartungen über die Differenz bildet. Aufbauend auf dieser Annahme wird nunmehr untersucht, wie sich für verschiedene Vertragssituationen die optimale Struktur der Vergütung verändert. Dabei zeigt sich, dass der Agent unabhängig der unterstellten Vertragssituation stets einen erwarteten Nutzen in Höhe seines Mindestnutzens erhält und sich seine sozialen Präferenzen ausschließlich in der Gestaltung der variablen Entlohnung wiederfinden. Erwartet der Agent beispielsweise eine ungleiche Aufteilung des Ergebnisses

---

39 Siehe hierzu auch FEHR/SCHMIDT (1999).

zu seinen Lasten, wird diese durch eine höhere Beteiligungsrate verbessert. Ist hingegen eine ungleiche Aufteilung zu Gunsten des Agenten zu erwarten, wird diese nicht durch eine geringere Entlohnung reduziert. Vielmehr erhält der Agent einen zusätzlichen Anreiz, das Ergebnis durch einen höheren Arbeitseinsatz zu verbessern, um so die erwartete Ungleichheit zu senken.

## 2.2 Modelltheoretische Grundlagen

Die nachfolgende Untersuchung zur Referenzgruppenentlohnung basiert neben sozialpsychologischen Grundlagen und empirischen Beobachtungen vor allem auf modelltheoretischen Grundlagen der *Agency*-Theorie. In den nun folgenden Abschnitten wird daher zunächst das allgemeine *Agency*-Modell vorgestellt und das von HOLMSTRÖM (1979) entwickelte *Informativeness*-Kriterium erklärt. Daran anschließend folgt die Theorie der relativen Leistungsbewertung und es wird eine für die nachfolgende Untersuchung wesentliche lineare Variante des allgemeinen *Agency*-Modells - das „*LEN*-Modell“ - vorgestellt.

### 2.2.1 Das allgemeine *Agency*-Modell

Die Prinzipal-Agenten-Theorie befasst sich grundlegend mit der Gestaltung optimaler Entlohnungsverträge zwischen zwei oder mehreren Wirtschaftssubjekten bei asymmetrisch verteilten Informationen und divergierender Interessen. Sie betrachtet eine hierarchische Konstellation, in der ein Auftraggeber (der *Prinzipal*) eine oder mehrere Aufgaben an einen Auftragnehmer (der *Agent*) delegiert, welcher für die Durchführung der Aufgaben erforderliche Kenntnisse und/oder Fähigkeiten besitzt.<sup>40</sup> Für diese Delegation werden gemeinhin verschiedene ökonomische Gründe in Betracht gezogen, wie beispielsweise eine bessere Fachkompetenz des Agenten in der Umsetzung der ihm übertragenen Aufgaben, dessen präzisere Kenntnisse der Rahmenbedingungen des operativen Geschäfts oder aber

---

40 Diese Struktur lässt sich auf eine Vielzahl betriebswirtschaftlicher Sachverhalte anwenden. So zum Beispiel auf die Beziehung zwischen Rechtsanwälten und Klienten, Versicherungsgebern und Versicherungsnehmern, Geschäftsleitung und Außendienstmitarbeitern oder wie im Folgenden betrachtet, auf die Beziehung zwischen Eignern und Managern von Kapitalgesellschaften.

einfach, dass der Prinzipal nicht „vor Ort“ sein kann.<sup>41</sup>

Im allgemeinen *Agency*-Modell ist nunmehr unterstellt, dass ein risikoneutraler Prinzipal der Eigentümer eines Unternehmens ist, dessen Geschäfte er einem risiko- und arbeitsaversen Agenten überträgt. Im Zuge der Geschäftsleitung erbringt der Agent einen Arbeitseinsatz  $a$ , welcher eine kontinuierliche Variable aus dem geschlossenen Intervall  $A = [0, \bar{a}]$  sei. Der Arbeitseinsatz ist allerdings nicht kostenfrei, sondern verursacht dem Agenten einen direkten, persönlichen Disnutzen  $C(a)$ . Die Disnutzenfunktion (im Folgenden auch als Kostenfunktion bezeichnet) sei dabei zweimal differenzierbar und in ihrer Form streng konvex, d. h.  $C'(a) > 0$  und  $C''(a) > 0$ , sodass ein höherer Arbeitseinsatz des Agenten mit steigenden Grenzkosten verbunden ist. Um eine innere Lösung der Aktionenwahl sicher zu stellen, wird weiter unterstellt, dass dem Agenten keine Kosten entstehen, wenn er keinen Arbeitseinsatz erbringt ( $C(0) = 0$ ), ihm hingegen unendlich hohe Kosten zu Teil werden, wenn er das maximale Anstrengungsniveau wählt ( $C(\bar{a}) = +\infty$ ).

Der Cashflow des Unternehmens,  $x$ , ist eine stochastische Funktion des Arbeitseinsatzes des Agenten, wobei  $x$  jeden Wert aus dem geschlossenen Intervall  $X = [\underline{x}, \bar{x}]$  annehmen kann. Der Cashflow ist für alle Parteien direkt beobachtbar und resultiert aus einer Produktionstechnologie, die als bedingte Verteilungsfunktion  $F(x|a)$  mit strikt positiver Dichte  $f(x|a)$  auf dem Intervall  $X$  abgebildet sei. Es wird dabei unterstellt, dass  $F(x|a)$  hinsichtlich des Arbeitseinsatzes zweimal differenzierbar ist und dass  $\partial F(x|a)/\partial a < 0$ . Die letzte Annahme impliziert, dass der Arbeitseinsatz des Agenten die Verteilung von  $x$  im Sinne der stochastischen Dominanz erster Ordnung nach rechts verschiebt, sodass für beliebige Aktionenwahl  $a'$  und  $a''$ , für die gilt  $a' < a''$ , der zu erwartende Cashflow bei gegebenem  $a''$  strikt größer ist als der zu erwartende Cashflow unter  $a'$ .

Die eingangs angesprochenen divergierenden Interessen - und damit der Zielkonflikt - bestehen nun darin, dass ein höherer Arbeitseinsatz des Agenten zu einem höheren Cashflow für den Prinzipal führt, dem Agenten zeitgleich aber einen steigenden Disnutzen verursacht. Dieser Zielkonflikt wäre vergleichsweise einfach zu lösen, wenn der Arbeitseinsatz des Agenten oder aber der Umweltzustand für den Prinzipal beobachtbar wäre. Er könnte

---

41 Die nachfolgenden Ausführungen zum allgemeinen *Agency*-Modell basieren auf ROSS (1973), JENSEN/MECKLING (1976) und HOLMSTRÖM (1979), und auf die weitere Analyse bezogen auf GÖX/HELLER (2008a) und GÖX/HELLER (2008b).

dabei durch eine Beobachtung von  $x$  auf den tatsächlichen Arbeitseinsatz des Agenten zurück schließen und die gewünschte Arbeitsleistung direkt durchsetzen. Die in diesem Fall erzielbare Lösung wird in der *Agency*-Theorie auch als *First-Best*-Lösung bezeichnet. Besteht hingegen eine Informationsasymmetrie, ist dies nicht möglich. Der Prinzipal beobachtet einzig den Cashflow als Ganzes, nicht aber seine Zusammensetzung. Die Realisation des Umweltzustands und der tatsächliche Arbeitseinsatz des Agenten bleiben für ihn nunmehr verborgen. Infolge der Unbeobachtbarkeit dieser beider Größen ist es für den Prinzipal nicht möglich, von einem guten (schlechten) Ergebnis mit Gewissheit auf einen hohen (niedrigen) Arbeitseinsatz des Agenten zurück zu schließen. Beobachtet er beispielsweise einen hohen Cashflow, ist dieser aus seiner Sicht auf einen hohen Arbeitseinsatz des Agenten und/oder auf einen begünstigenden Umweltzustand zurück zu führen. Er weiß dabei aber nicht, welche dieser beiden möglichen Ursachen die Tatsächliche ist und in wie weit sie den Cashflow beeinflusst hat.

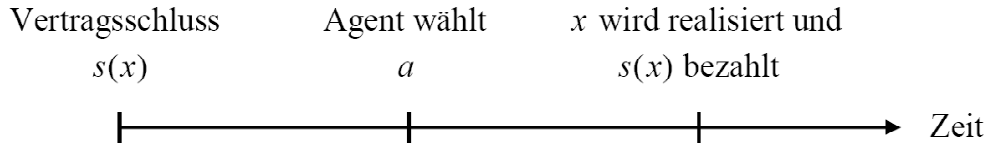
Um triviale Lösungen des *Agency*-Problems auszuschließen, wird im Folgenden unterstellt, dass sowohl der Arbeitseinsatz des Agenten als auch die Realisation des Umweltzustands für den Prinzipal unbeobachtbar sind, eine Informationsasymmetrie also generell besteht. Die in diesem Fall bestmögliche Lösung wird in der *Agency*-Theorie auch als *Second-Best*-Lösung bezeichnet.

Um nun den Agenten zu einem hohen Arbeitseinsatz zu motivieren - und die Interessen von Prinzipal und Agent in Einklang zu bringen -, bietet ihm der Prinzipal zu Periodenbeginn einen anreizorientierten Entlohnungsvertrag  $s(\cdot)$ . Als Bemessungsgrundlage kommen dabei ausschließlich beobachtbare Größen in Betracht, wobei sich der am Ende der Periode realisierte Cashflow als natürliches Performancemaß anbietet. Aus der Entlohnung erzielt der Agent einen Nutzen, der durch die Funktion  $U(s(x))$  beschrieben ist. Die Nutzenfunktion sei dabei monoton steigend in der Entlohnung und konkav, sodass der Agenten aus einer höheren Vergütung zwar einen höheren Nutzen erzielt, die Nutzenzuwächse in der Entlohnungshöhe aber abnehmen. Ferner sei unterstellt, dass  $U(s(x))$  von den Kosten der Arbeitsanstrengung  $C(a)$  additiv separierbar ist.

Neben der betrachteten Geschäftsbeziehung hat der Agent die Möglichkeit, außerhalb des Unternehmens tätig zu werden. Den Nutzen, welchen er aus der bestmöglichen, alternativen Beschäftigung erzielt, wird dabei über den so genannten Reservationsnutzen  $\bar{U}$  abgebildet.<sup>42</sup> In traditionellen *Agency*-Modellen ist der Reservationsnutzen des Agenten modellexogen gegeben und in Form einer Konstanten definiert.

Um den zeitlichen Ablauf der eben beschriebenen Prinzipal-Agenten Beziehung zu verdeutlichen, ist dieser in *Abbildung (2.2)* noch einmal illustriert.

*Abbildung 2.2: Zeitlicher Ablauf der Prinzipal-Agenten-Beziehung*



*Quelle: Eigene Darstellung.*

So schlägt der Prinzipal zu Periodenbeginn dem Agenten einen Entlohnungsvertrag  $s(x)$  vor, der neben der erwünschten Arbeitsleistung auch den Reservationsnutzen des Agenten berücksichtigt. Akzeptiert der Agent den ihm angebotenen Vertrag, wählt dieser auf einer zweiten Stufe seinen Arbeitseinsatz  $a$ , welcher ihm zeitgleich einen direkten persönlichen Disnutzen verursacht. In einem dritten und letzten Schritt realisiert sich das Ergebnis  $x$  und der Agent wird entlohnt.

Im Standardfall des Prinzipal-Agenten-Modells wird nunmehr unterstellt, dass der risikoneutrale Prinzipal zu Periodenbeginn einen Vertrag entwirft, der seinen erwarteten Residualanspruch, d. h. die erwartete Differenz zwischen dem Cashflow und der zu entrichtenden Entlohnung, maximiert:

$$\max_{s(x)} E[(x - s(x))|a]. \quad (2.1)$$

---

<sup>42</sup> Der Reservationsnutzen kann auch als Maß für die Opportunitätskosten des Agenten betrachtet werden, wenn er den Vertrag des Prinzipals akzeptiert.

Dabei hat er folgende Bedingungen zu berücksichtigen:

$$a = \arg \max_{a'} E[U(s(x)|a')] - C(a') \quad (2.2)$$

$$E[U(s(x)|a)] - C(a) \geq \bar{U}. \quad (2.3)$$

Die erste Nebenbedingung in (2.2) ist die Anreizbedingung. Sie besagt, dass der Prinzipal bei der Gestaltung des Entlohnungsvertrags berücksichtigen muss, dass der Agent für ein gegebenes Entlohnungsschema seinen Arbeitseinsatz derart wählt, dass er seinen erwarteten Nutzen aus der Entlohnung, bestehend aus  $E[U(s(x)|a)] = \int U(s(x)) \cdot f(x|a) \cdot dx$ , abzüglich dem ihm zuteil werdenden Disnutzen maximiert. Die zweite Bedingung, (2.3), ist die Teilnahmebedingung des Agenten. Sie stellt sicher, dass der Agent den ihm angebotenen Vertrag (schwach) präferiert, anstelle ihn abzulehnen. Ein rational entscheidender Agent wird dabei den Vertrag stets dann annehmen, wenn sein erwarteter (Netto-)Nutzen aus dem Vertrag mindestens dem Nutzen entspricht, den er aus seiner alternativen Beschäftigungsmöglichkeit erzielen könnte.

Da der Prinzipal den Vertrag vorschlägt und der Agent lediglich darüber entscheiden darf, ob er das Vertragsangebot annimmt oder nicht, besitzt der Prinzipal faktisch die gesamte Verhandlungsmacht. Er kann dem Agenten die Bedingungen des Vertrages diktieren und wird ihm den Entlohnungsvertrag in Form eines „*take-it-or-leave-it-offers*“ unterbreiten, in dem er die Entlohnung so bemisst, dass sie minimal ist. Für obiges Optimierungsproblem bedeutet das, dass der Prinzipal den Entlohnungsvertrag derart entwirft, dass die Teilnahmebedingung in (2.3) bindet. Der erwartete Nutzen, den der Agent aus seiner Entlohnung erzielt, ergibt sich damit als:

$$E[U(s(x)|a)] = C(a) + \bar{U} \quad (2.4)$$

und setzt sich zusammen aus dem Disnutzen des Arbeitseinsatzes und dem Reservationsnutzen des Agenten.

Aus der Entscheidungstheorie ist bekannt, dass der erwartete Nutzen eines Entscheiders dem Nutzen seines Sicherheitsäquivalents entspricht. Mit Blick auf die bindende Teilnahmebedingung in (2.4) bedeutet das, dass  $E[U(s(x)|a)] = U(CEA(a))$ , wobei  $CEA(a)$  das Sicherheitsäquivalent des Agenten definiert. Infolge dieses Zusammenhangs und unter

Verwendung von Gleichung (2.4) lässt sich nach einer kurzen Umformung das Sicherheitsäquivalent des Agenten auch wie folgt schreiben:

$$CEA(a) = U^{-1} (C(a) + \overline{U}) . \quad (2.5)$$

Es ergibt sich aus der inversen Nutzenfunktion des Agenten über den Disnutzen, welchen er aus seinem Arbeitseinsatz erfährt und dem exogen definierten Reservationsnutzen.

Die Beteiligung des Agenten am unsicheren Cashflow impliziert allerdings, dass der risiko-averse Agent für das von ihm übernommene Geschäftsrisiko zu entschädigen ist. Dies gelingt, indem der Prinzipal dem Agenten eine Risikoprämie zugesteht, die den Agenten für den von ihm übernommenen Anteil am Geschäftsrisiko vollständig kompensiert. Die Höhe dieser Risikoprämie ergibt sich aus der Differenz der erwarteten Entlohnung und dem Sicherheitsäquivalent des Agenten:

$$R(s(x)) = E[s(x)] - CEA(a), \quad (2.6)$$

und unter Verwendung von (2.5) als:

$$R(s(x)) = E[s(x)] - U^{-1} (C(a) + \overline{U}) . \quad (2.7)$$

Aufgrund der allgemeinen Modellstruktur lässt sich die Risikoprämie allerdings nicht weiter konkretisieren.

Die Lösung des Anreizproblems erzielt man, indem man den in *Abbildung (2.2)* dargestellten zeitlichen Ablauf rückwärts induziert. In einem ersten Schritt antizipiert der Prinzipal, wie der Agent auf ein ihm angebotenes Entlohnungsschema reagiert. Er löst hierzu für gegebene Entlohnungsparameter die Anreizbedingung des Agenten in (2.2):

$$a = \arg \max_a \left\{ \int U(s(x)) \cdot f(x|a) \cdot dx - C(a) \right\}$$

$$\int U(s(x)) \cdot f_a(x|a) \cdot dx = C'(a). \quad (2.8)$$

Die in (2.8) aufgezeigte Lösung ist eines der Standardresultate des allgemeinen *Agency*-Modells. Sie besagt, dass der Agent seinen optimalen Arbeitseinsatz derart wählt, dass

sein Grenznutzen aus der Tätigkeiten für den Prinzipal seinen Grenzkosten entspricht.<sup>43</sup> Unter Verwendung dieser ersten Teillösung ergibt sich für das obige *Agency*-Problem die folgende Lagrangefunktion:

$$\begin{aligned} L = & E[(x - s(x))|a] \\ & + \lambda \cdot \left( \int U(s(x)) \cdot f(x|a) \cdot dx - C(a) - \bar{U} \right) \\ & + \mu \cdot \left( \int U(s(x)) \cdot f_a(x|a) \cdot dx - C'(a) \right). \end{aligned}$$

Der Parameter  $\lambda$  bezeichnet darin den Multiplikator der Teilnahmebedingung,  $\mu$  hingegen den Multiplikator für die Anreizbedingung. Gegeben die optimale Reaktion des Agenten auf einen ihm angebotenen Vertrag maximiert der Prinzipal nun in einem zweiten Schritt die Lagrangefunktion punktweise über den Entlohnungsvertrag:

$$L' = -1 + \lambda \cdot (U'(s(x)) \cdot f(x|a)) + \mu \cdot (U'(s(x)) \cdot f_a(x|a)) \stackrel{!}{=} 0. \quad (2.9)$$

Dabei beschreibt  $U'(s(x))$  den Grenznutzen des Agenten, den er aus seiner Vergütung erzielt.<sup>44</sup> Löst man Gleichung (2.9) nach dem Verhältnis der Grenznutzen von Prinzipal zu Agent auf, folgt nach einer kurzen Umformung die folgende Charakterisierung für den optimalen Anreizvertrag:

$$\frac{1}{U'(s(x))} = \lambda + \mu \cdot \frac{f_a(x|a)}{f(x|a)}. \quad (2.10)$$

Der Ausdruck in (2.10) lässt sich wie folgt interpretieren: Wann immer das Wahrscheinlichkeitsverhältnis  $f_a(x|a)/f(x|a)$  einer Konstanten entspricht, ist der Vertrag  $s(x)$  aus einer rein risikoallokativen Sicht pareto-optimal. Der risikoneutrale Prinzipal versichert dabei den risikoaversen Agenten vollständig gegen das unternehmerische Risiko, indem er ihm eine fixe Lohnzahlung anbietet, die unabhängig seiner Performance ist. Ist das Wahrscheinlichkeitsverhältnis  $f_a(x|a)/f(x|a)$  hingegen nicht konstant, hängt die optimale Entlohnung des Agenten auf eine nicht triviale Weise von der Realisation des zufallsbedingten Cashflows ab. Versichert der Prinzipal den Agenten dennoch vollständig gegen das unternehmerische Risiko, hätte der Agent keinen Anreiz, einen Arbeitseinsatz zu erbringen,

---

<sup>43</sup> Der Ausdruck  $f_a(x|a)$  bezeichnet hierin die partielle Ableitung der Dichtefunktion von  $x$  bezüglich  $a$ .

<sup>44</sup> Infolge der Annahme der Risikoneutralität des Prinzipals ist sein Grenznutzen aus der Entlohnung des Agenten  $-1$ .

sodass der optimale Vertrag aus einem Kompromiss besteht, zwischen der Anreizwirkung auf der einen, und der Risikoteilung auf der anderen Seite.

Eine Teilung des Geschäftsrisikos impliziert allerdings, dass der risikoaverse Agent für den von ihm übernommenen Risikoanteil zu entschädigen ist. Dies geschieht, indem der Prinzipal dem Agenten die in (2.7) bestimmte Risikoprämie zugesteht, welche den Agenten für den von ihm übernommenen Risikoanteil vollständig kompensiert. Gleichzeitig reduziert diese Risikoprämie aber auch den Gewinn des Prinzipals, sodass asymmetrisch verteilte Informationen - verbunden mit der Annahme eines risikoaversen Agenten - im Ergebnis dazu führen, dass die Allokation des Geschäftsrisikos suboptimal ist und der erwartete Gewinn des Prinzipals zwar noch immer positiv (d. h.  $E[(x - s(x))|a = 0] \geq 0$ ), aber niedriger ausfällt als im Fall der *First-Best*-Lösung.

### 2.2.1.1 Das Informativeness-Kriterium

Eines der wesentlichen Resultate des Standard-*Agency*-Modells ist, dass bei asymmetrisch verteilten Informationen die Risikoallokation keiner *First-Best*-Lösung folgt. Vielmehr wäre ein höheres Ergebnis realisierbar, wenn der Prinzipal den Arbeitseinsatz des Agenten beobachten könnte und/oder den Umweltzustand kennt. Da die Annahme der Informationsasymmetrie dies aber explizit ausschließt, ist es für den Prinzipal zweckmäßig, nach Möglichkeiten zu suchen, die bestehende Informationsasymmetrie zu verringern. Dazu kommen Signale in Frage, die Aufschluss über den Arbeitseinsatz des Agenten geben.

Es sei nun  $y$  ein zusätzliches Signal, welches neben  $x$  von beiden Parteien beobachtet werden kann. Die Verteilungsfunktion von  $x$  und  $y$  gegeben  $a$  sei dabei durch  $F(x, y|a)$  formalisiert, die zugehörige Dichtefunktion durch  $f(x, y|a)$  beschrieben.<sup>45</sup> Äquivalent zu der obigen Berechnung ergibt sich für einen neuen Entlohnungsvertrag, der sowohl auf dem Cashflow  $x$  als auch auf dem Signal  $y$  basiert,  $s(x, y)$ , die folgende Optimalitätsbedingung:

$$\frac{1}{U'(s(x, y))} = \lambda + \mu \cdot \frac{f_a(x, y|a)}{f(x, y|a)}. \quad (2.11)$$

Aus (2.11) ist leicht ersichtlich, dass ein verbesserter Trade-off zwischen der Risikoteilung und dem Anzeizeffekt immer dann erzielt wird, wenn dem Agenten anstelle von  $s(x)$  ein

---

45 Wie im vorangegangenen Abschnitt sei auch hier angenommen, dass  $f_a$  und  $f_{aa}$  existiert.

Entlohnungsvertrag  $s(x, y)$  angeboten werden kann, für den die folgende Bedingung nicht mit Gleichheit erfüllt ist:

$$\frac{f_a(x, y|a)}{f(x, y|a)} = k(x, a). \quad (2.12)$$

Darin beschreibt  $k(x, a)$  eine beliebige Funktion von  $x$  und  $a$ , welche unabhängig des zusätzlichen Signals  $y$  ist. Aus Beziehung (2.12) lässt sich die folgende Definition ableiten:

**Definition 1:** Das **Informativeness-Kriterium** (HOLMSTRÖM (1979)): *Gegeben  $x$  wird beobachtet ist ein zusätzliches Signal  $y$  informativ über den Arbeitseinsatz des Agenten, wenn die Bedingung in (2.12) nicht mit Gleichheit erfüllt ist - und nicht informativ in jedem anderen Fall.*

Denn wäre die Bedingung (2.12) mit Gleichheit erfüllt, können aus dem zusätzlichen Signal  $y$  keine weiteren Informationen über den Arbeitseinsatz des Agenten gewonnen werden. Sämtliche Information, die durch eine Beobachtung von  $y$  über den Arbeitseinsatz geschlussfolgert werden kann, ist dabei schon in  $x$  enthalten. Zieht der Prinzipal dennoch das zusätzliche Signal für die Beurteilung des Agenten heran, erhöht sich einzig das im Entlohnungsvertrag enthaltene Risiko, ohne dass zusätzliche Arbeitsanreize generiert werden.

Ist die Bedingung (2.12) hingegen nicht erfüllt, ist das zusätzliche Signal  $y$  informativ über den Arbeitseinsatz des Agenten, gegeben  $x$  wird beobachtet. Der Prinzipal kann nun das informative Signal dazu verwenden, einen Teil des im Entlohnungsvertrag enthaltenen Risikos herauszufiltern, indem er den Vertrag nicht nur auf  $x$ , sondern zusätzlich auch auf das informative Signal  $y$  konditioniert. Die zu erwartenden Kosten für die Induzierung eines gegebenen Anstrengungsniveaus  $a'$  sind so reduzierbar, ohne dass sich der Nutzen des Agenten verändert. Ein Vertrag, der die folgende Bedingung erfüllt:

$$E[U(s(x, y)|a')] = E[U(s(x)|a')] \text{ und } E[s(x, y)|a'] < E[s(x)|a'], \quad (2.13)$$

kann also immer dann implementiert werden, wenn das Signal  $y$  informativ im Sinne HOLMSTRÖMS ist.

**Beweis:** Im allgemeinen *Agency*-Modell mit nur einem Performancemaß beträgt die Risikoprämie des Agenten gemäß (2.6)  $R(s(x)) = E[s(x)] - CEA(a)$ . Aus der in (2.13) formulierten Vorteilhaftigkeitsbedingung über die Verwendung eines informativen Signals lässt sich so die äquivalente Aussage ableiten, dass die Risikoprämie eines Vertrages  $s(x, y)$ ,

$$R(s(x, y)|a') = E[s(x, y)|a'] - CEA(a'), \quad (2.14)$$

strikt kleiner ist als die Risikoprämie, die mit dem Vertrag  $s(x)$  verbunden ist,

$$R(s(x)|a') = E[s(x)|a'] - CEA(a'). \quad (2.15)$$

Da im Standard-*Agency*-Modell der Reservationsnutzen des Agenten exogen gegeben und die Teilnahmebedingung unabhängig des unterstellten Vertrages mit Gleichheit erfüllt ist, erzielen beide Entlohnungsverträge einen erwarteten Nutzen in Höhe von

$$E[U(s(x))|a'] = E[U(s(x, y))|a'] = \bar{U} + C(a').$$

Für gegebenes  $a'$  führen sie damit zu identischen Sicherheitsäquivalenten, sodass der Agent unabhängig des ihm angebotenen Vertrags stets dieselbe Nettoentlohnung zu erwarten hat.

Löst man die Definitionen der Risikoprämien in (2.14) und (2.15) hinsichtlich des Sicherheitsäquivalents auf und setzt die resultierenden Ausdrücke gleich, ergibt sich nach kurzer Umformung:

$$E[s(x)|a'] - E[s(x, y)|a'] = R(s(x)|a') - R(s(x, y)|a') > 0. \quad (2.16)$$

Aus (2.16) ist ersichtlich, dass die erwartete Lohndifferenz, die durch einen Wechsel von einem Vertrag  $s(x)$  zu einem Vertrag  $s(x, y)$  entsteht, äquivalent ist zu der Differenz der Risikoprämien, die mit beiden Verträgen verbunden ist.

Da der Prinzipal annahmegemäß die gesamte Verhandlungsmacht besitzt und den Vertrag derart entwirft, dass der Agent stets nur seinen erwarteten Nettonutzen erhält, kann er die aus der Lohndifferenz resultierende Rente einer verbesserten Risikoteilung im Standard-*Agency*-Modell mit exogen definiertem Reservationsnutzen vollständig für sich beanspruchen. Die Verwendung eines zusätzlichen und informativen Signals führt damit zu einer

Steigerung des Gesamtgewinns für den Prinzipal<sup>46</sup>, was bei gleich bleibendem Nettonutzen des Agenten einer Pareto-Verbesserung entspricht.

Das zusätzliche Signal  $y$  kann Verschiedenes sein. So zum Beispiel der zufallsbedingte Cashflow eines Vergleichsunternehmens. Ist dieses in derselben Branche oder demselben Marktsegment tätig, so liegt es nur nahe, dass externe Umwelteinflüsse auf beide Unternehmen in einer gemeinsamen Weise wirken. Denkbar wäre beispielsweise, dass die Nachfrage nach einem von beiden Unternehmen produzierten Gut saisonal schwankt oder aber die Rohstoffpreise weltweit steigen. Der Prinzipal wird nun das Signal  $y$  immer dann in den Entlohnungsvertrag mitaufnehmen, wenn dieses informativ über den Arbeitseinsatz des Agenten ist, d. h. wenn externe Zufallseinflüsse, welche den Cashflow  $y$  beeinflussen, auch auf  $x$  wirken - und vice versa. Die Leistung des Agenten wird nunmehr relativ zur Performance eines Agenten im Vergleichsunternehmen gemessen, weswegen ein derartiger Vergleich in Theorie und Praxis auch als „*relative Leistungsbewertung*“ bezeichnet wird.

Neben den Grundlagen des allgemeinen *Agency*-Modells basiert die nachfolgende Untersuchung zur Referenzgruppenentlohnung auch auf *agency*-theoretischen Grundlagen einer linearen Modellvariante. Im Folgenden wird daher zunächst das lineare *Agency*-Modell vorgestellt und in dessen Rahmen die relative Leistungsbewertung en détail aufgezeigt. Daran anschließend folgt die verkürzte Darstellung eines jüngeren Prinzipal-Agenten-Modells von DUTTA (2008), welches von der traditionellen *Agency*-Theorie abweicht und den modelltheoretischen Grundstein für die nachfolgende Analyse legt.

### 2.2.2 Das LEN-Modell

In Kapitel (2.2.1) wurde das allgemeine *Agency*-Modell vorgestellt, welches es erlaubt, Aussagen über die optimale Risikoteilung zu formulieren. Eine explizite Lösung des *Agency*-Problems ist in diesem allgemein gehaltenen Modellrahmen allerdings nicht möglich. Um nun analysieren zu können, wie sich der induzierte Arbeitseinsatz des Agenten und das

---

46 Dies zeigt sich auch durch die in Gleichung (2.1) formulierte Zielfunktion des Prinzipals. Die Verwendung eines zusätzlichen, informativen Signals lässt für gegebenen Arbeitseinsatz des Agenten den erwarteten Cashflow  $E[x]$  zwar konstant und unbeeinflusst, senkt jedoch die Höhe der zu erwartenden Entlohnung  $E[s(x, y)]$ .

unterstellte Entlohnungsschema auf eine Variation der Modellparameter verändert, spezifizierte SPREMAN (1987) die Funktionen und Variablen des Standard-*Agency*-Modells. Das Set der unterstellten Annahmen besteht dabei aus drei grundlegenden Prämissen, die dieser neuen Modellklasse ihren Namen „*LEN-Modell*“ geben:

- (*L*) Das Entlohnungsschema  $s(\cdot)$  ist eine **L**ineare Funktion des Outputs und jeder mögliche Output sei linear im Risiko.
- (*E*) Die Nutzenfunktion des Agenten ist **E**xponentiell, die des Prinzipals besitze gleichermaßen eine konstante, absolute Risikoaversion.
- (*N*) Die Verteilungsfunktion des Risikos sei **N**ormalverteilt.

Die Spezifikationen (*N*) und (*L*) implizieren, dass sowohl die Entlohnung des Agenten als auch der Residualgewinn des Prinzipals einer Normalverteilung folgen. In Verbindung mit (*E*) ist es nunmehr möglich, die Risikoprämie des Agenten konkret zu bestimmen und die Präferenzen von Prinzipal und Agent durch das Sicherheitsäquivalent des Erwartungsnutzens abzubilden.

Im linearen *Agency*-Modell wird unterstellt, dass sich der Cashflow des Unternehmens,  $x$ , additiv aus dem Arbeitseinsatz  $a \in \mathfrak{R}_+$  des Agenten und einer eindimensionalen Zufallsvariablen  $\varepsilon$  zusammensetzt:

$$x = a + \varepsilon. \quad (2.17)$$

Die Zufallsvariable erfasst dabei alle externen Umwelteinflüsse, welche außerhalb des Einflussbereichs des Agenten liegen, auf den Cashflow  $x$  aber dennoch wirken. Als Beispiele kommen unter anderem Preisschwankungen auf Absatz- und Beschaffungsmärkten, Wechselkursrisiken oder aber unerwartete Ereignisse im Laufe des Produktionsprozesses in Frage. Um all diese exogenen Zufallseinflüsse wiederzugeben, werden diese aggregiert durch die stochastische Größe  $\varepsilon$  erfasst. Formal sei  $\varepsilon$  die Realisation einer normalverteilten Zufallsvariablen mit einem Erwartungswert von Null und einer Varianz  $\sigma^2$ . Um triviale Lösungen auszuschließen, sei im Folgenden unterstellt, dass der Prinzipal weder den Arbeitseinsatz des Agenten noch die Realisation von  $\varepsilon$  beobachten kann. Er beobachtet einzig den Cashflow als Ganzes, nicht aber seine Zusammensetzung.

Der Interessenkonflikt zwischen Prinzipal und Agent besteht erneut darin, dass der Prinzipal ein möglichst hohes Anstrengungsniveau des Agenten zu induzieren versucht, der Arbeitseinsatz dem Agenten aber einen direkten, persönlichen Disnutzen verursacht. Das monetäre Äquivalent dieses Disnutzens wird dabei durch die Kostenfunktion  $C(a)$  erfasst. Sie sei quadratisch im Arbeitseinsatz

$$C(a) = \frac{1}{2} \cdot a^2, \quad (2.18)$$

sodass ein höheres Anstrengungsniveau des Agenten mit steigenden Grenzkosten verbunden ist.

Analog zum allgemeinen *Agency*-Modell bietet der Prinzipal dem Agenten zu Periodenbeginn einen anreizorientierten Entlohnungsvertrag. Der Entlohnungsvertrag habe die in der Praxis weit verbreitete (affin-)lineare Gestalt, welche ihrer Form wegen zwar nicht unumstritten ist, in Verbindung mit der Verteilungsannahme über den Störterm und der unterstellten Nutzenfunktion des Agenten aber eine explizite Lösung des *Agency*-Problems ermöglicht:<sup>47</sup>

$$s(x) = w + v \cdot x. \quad (2.19)$$

Der Parameter  $w$  bezeichnet dabei ein erfolgsunabhängiges Festgehalt, das dem Agenten auch dann zuteil wird, wenn er keinen Arbeitseinsatz erbringt. Der zweite Teil des Entlohnungsvertrages,  $v \cdot x$ , erfasst hingegen die erfolgsabhängige Komponente der Entlohnung. Darin gibt der Parameter  $v$  den prozentualen Anteil an, mit dem der Agenten am Unternehmenserfolg beteiligt und insofern einem Entlohnungsrisiko ausgesetzt ist.

Der Prinzipal ist annahmegemäß risikoneutral. Seine Präferenzen lassen sich in Form einer linearen Nutzenfunktion abbilden, die sich aus der erwarteten Differenz zwischen dem Cashflow und der zu entrichtenden Entlohnung,  $E[x - s(x)]$ , ergibt. Der Agent ist dagegen risikoscheu und arbeitsavers. Seine Präferenzen lassen sich in Form einer exponentiellen Nutzenfunktion der Art:

$$U(x, a) = -e^{-r \cdot [s(x) - C(a)]} \quad (2.20)$$

---

47 Für Kritik s. WAGENHOFER/EWERT (1993) und HEMMER (2004).

abbilden, wobei  $r$  das Arrow-Pratt-Maß der absoluten Risikoaversion beschreibt.<sup>48</sup> Das Arrow-Pratt-Maß ist dabei umso größer, je höher die Aversion des Agenten gegenüber Risiken ist, unabhängig von seinem Vermögen. Ein  $r$  von Null bedeutet in diesem Zusammenhang, dass der Agent Risiken im Vergleich zu Chancen gleich bewertet, er also risikoneutral ist. Ein negatives Arrow-Pratt-Maß charakterisiert hingegen einen risikofreudigen Entscheider. Im Folgenden soll aber davon ausgegangen werden, dass der Agent risikoavers ist,  $r$  also stets einen Wert größer Null annimmt ( $r > 0$ ).

Durch die Annahme einer linearen Entlohnungs- und exponentiellen Nutzenfunktion ist es in Verbindung mit der Verteilungsannahme über den Störterm möglich, die Präferenzen des Agenten durch das Sicherheitsäquivalent des Erwartungsnutzens abzubilden:

$$CEA = E[s(x)] - C(a) - R. \quad (2.21)$$

Es setzt sich zusammen aus der erwarteten Entlohnung, den Kosten des Arbeitseinsatzes und einem dritten Term, der die Risikoprämie des Agenten erfasst. Letztere ist notwendig, da der Agent am unsicheren Ergebnis beteiligt wird, Risiken im Vergleich zu Chancen aber höher bewertet. Infolge dieser ungleichen Bewertung erhält der Agent eine Art Kompensationszahlung für den von ihm übernommenen Anteil am Geschäftsrisiko, die Risikoprämie. Sie lässt sich mittels quadratischer Ergänzung einfach bestimmen und setzt sich multiplikativ aus der Varianz der Entlohnung und dem Arrow-Pratt-Maß des Agenten zusammen:

$$R = \frac{r}{2} \cdot \text{Var}[s(x)] = \frac{r}{2} \cdot v^2 \cdot \sigma^2. \quad (2.22)$$

Die Zahlung einer Risikoprämie kann in drei Fällen unterbleiben. Ist der Agent risikoneutral ( $r = 0$ ), d. h. bewertet er Chancen im Vergleich zu Risiken gleich, entfällt eine Ausgleichszahlung für höher bewertete Risiken. Die Risikoprämie entfällt auch dann, wenn der Agent eine fixe Entlohnung erhält, am unsicheren Ergebnis aber nicht beteiligt wird ( $v = 0$ ). In diesem Fall trägt der Agent keinerlei Anteil am Geschäftsrisiko, weswegen sich auch die Zahlung einer Risikoprämie erübrigt. Gleiches gilt für den Fall eines sicheren

---

<sup>48</sup> Das Arrow-Pratt-Maß erfasst die konstante absolute Risikoaversion eines Entscheiders. Es bedingt eine mindestens zweimal differenzierbare Nutzenfunktion und ist formal als  $r(x) = -U''(x)/U'(x)$  definiert.

Ergebnisses. Ist die Varianz des Störterms Null ( $\sigma^2 = 0$ ) besteht keinerlei Geschäftsrisiko, das es zu teilen gibt, und insofern auch keine Risikoprämie.

Auch wenn infolge der *LEN*-Annahmen die Risikoprämie des Agenten quantifizierbar ist, bleibt das *Agency*-Problem in seiner Struktur erhalten. So ist der Prinzipal daran interessiert, seinen erwarteten Residualanspruch  $E[x - s(x)]$  zu maximieren, wobei er die beiden nachfolgenden Bedingungen zu berücksichtigen hat:

$$a = \underset{a'}{\operatorname{argmax}} CEA(a') \quad (2.23)$$

$$CEA \geq \bar{U}. \quad (2.24)$$

Gleichung (2.23) beschreibt die *Anreizbedingung* des linearen *Agency*-Modells, Gleichung (2.24) die *Teilnahmebedingung*. Ihre Interpretation entspricht im Wesentlichen derer des allgemeinen *Agency*-Modells, sie unterscheiden sich jedoch darin, dass in beiden Nebenbedingungen der erwartete Nutzen des Agenten aus seiner Entlohnung abzüglich dem Disnutzen des Arbeitseinsatzes über das Sicherheitsäquivalent des Agenten abgebildet werden kann.

Da der Prinzipal den Vertrag in Form eines „*take-it-or-leave-it-offers*“ vorschlägt, wird er - äquivalent zum allgemeinen *Agency*-Modell - die Entlohnung so bemessen, dass die Teilnahmebedingung des Agenten in (2.24) gerade bindet:

$$CEA = \bar{U}. \quad (2.25)$$

Unter Verwendung der Definitionen für  $s(x)$  aus (2.19) und  $CEA$  aus (2.21) lässt sich anhand von Gleichung (2.25) das optimale Fixum wie folgt bestimmen:

$$w^* = \bar{U} + C(a) + R - v \cdot E[x]. \quad (2.26)$$

Das optimale Festgehalt  $w^*$  setzt sich aus dem Reservationslohn des Agenten, seinen persönlichen Kosten des Arbeitseinsatzes, der Risikoprämie und dem Erwartungswert der erfolgsabhängigen Vergütung zusammen, wobei letzterer Term negativ in das Festgehalt eingeht. Die erfolgsunabhängige Komponente der Entlohnung wird also immer so gewählt, dass die Teilnahmebedingung in (2.24) als Gleichung erfüllt ist.

Aus (2.26) lässt sich leicht erkennen, dass das optimale Festgehalt auch negative Werte annehmen kann. Ist die Summe aus dem Reservationslohn, der erwarteten Kostenkomponente  $C(a)$  und der Risikoprämie  $R$  gegenüber der erwarteten variablen Vergütung vergleichsweise klein, wird das optimale Fixum negativ. Zu verstehen ist ein negativer Fixlohn als eine Art Eintrittszahlung des Agenten an den Prinzipal, die der Agent dafür zu leisten hat, dass der Vertrag überhaupt zustande kommt.<sup>49</sup> Um die nachfolgende Analyse aber nicht unnötig zu komplizieren und Fallunterscheidungen zu vermeiden, sei im Folgenden unterstellt, dass das Festgehalt stets positiv ist, also nur einen Wert größer oder gleich Null annehmen kann.

Die Lösung des Anreizproblems erhält man erneut, indem man den in *Abbildung (2.2)* dargestellten zeitlichen Ablauf rückwärts induziert. In einem ersten Schritt antizipiert der Prinzipal, wie der Agent auf ein ihm angebotenes Entlohnungsschema reagiert. Für gegebene Entlohnungsparameter und unter Verwendung der Definitionen für  $C(a)$  aus (2.18) und  $R$  aus (2.22) maximiert er das Sicherheitsäquivalent des Agenten über dessen Arbeitseinsatz, wodurch

$$a^* = v. \quad (2.27)$$

Wie im allgemeinen *Agency*-Modell in (2.8) wählt der Agent auch im *LEN*-Modell seinen Arbeitseinsatz im Optimum derart, dass der Grenzerlös aus seiner Tätigkeit für den Prinzipal seinen Grenzkosten entspricht. Der optimale Arbeitseinsatz ist dabei umso größer, je stärker der Agent am Cashflow beteiligt wird, fällt hingegen niedriger aus, wenn der Anreizparameter und damit die Anreizwirkung des Vertrages ebenfalls gering ist.

Unter Berücksichtigung des optimalen Fixums aus (2.26) und der optimalen Reaktion des Agenten auf einen ihm angebotenen Vertrag aus (2.27) maximiert der Prinzipal in einem zweiten Schritt seine Zielfunktion über den Bonuskoeffizienten  $v$ . Nach kurzer Umformung ergibt sich für die optimale Beteiligungsrate:

$$v^* = \frac{1}{1 + r \cdot \sigma^2}. \quad (2.28)$$

Der Ausdruck in (2.28) entspricht der bekannten Lösung des linearen *Agency*-Modells bei quadratischer Kostenfunktion. Er besagt, dass die variable Vergütung umso kleiner

---

49 Vgl. SPREMANN (1987) sowie RICHTER/FURUBOTN (2003), S. 234.

sein sollte, je risikoaverser der Agent ist und je größer die Varianz des Performancemaßes ausfällt. Ihren kleinstmöglichen Wert, Null, nimmt die optimale Beteiligungsrate dann an, wenn der Agent überaus risikoavers ( $r \rightarrow \infty$ ) oder aber die Varianz des Cashflows unendlich groß ist ( $\sigma^2 \rightarrow \infty$ ). Ist der Agent risikoneutral ( $r = 0$ ) oder aber das Performancemaß präzise ( $\sigma^2 = 0$ ), erreicht sie hingegen ihre Obergrenze  $v = 1$ . Dabei entfällt eine Risikoausgleichszahlung an den Agenten, was einer *First-Best*-Lösung entspricht, in der das Unternehmen faktisch an den Agenten verpachtet wird.

Die Beteiligungsrate, und insbesondere deren Höhe, besitzt im linearen *Agency*-Modell eine weitreichende Wirkung. Eine hohe variable Vergütung induziert Gleichung (2.27) zufolge einen hohen Arbeitseinsatz des Agenten, der wiederum zu einem hohen erwarteten Unternehmens-Cashflow führt. Gleichzeitig impliziert eine hohe Beteiligungsrate aber auch, dass der Agent für hohe Arbeitskosten zu entschädigen ist und nicht nur am Erfolg, sondern auch am unternehmerischen Risiko intensiv beteiligt wird. Eine niedrige Beteiligungsrate bewirkt dagegen, dass der Agent einen nur geringen Arbeitseinsatz erbringt, das erwartete Unternehmensergebnis in der Folge niedriger ausfällt. Andererseits sind nun die Arbeitskosten des Agenten ebenfalls gering, wie auch die an ihn zu entrichtende Risikoprämie.

Die optimale Beteiligungsrate in (2.28) findet hier den passenden Trade-off. Durch sie wird der optimale Ausgleich erzielt, zwischen der Anreizwirkung auf der einen und der Risikoteilung auf der anderen Seite.

Setzt man die Ausdrücke für das Fixum und den Bonuskoeffizienten aus (2.26) und (2.28) in den Entlohnungsvertrag (2.19) ein, ergibt sich nach kurzer Umformung für die erwartete Entlohnung der folgende Ausdruck:

$$\begin{aligned} E[s(x)] &= \bar{U} + \frac{1}{2} \cdot (v^*)^2 \cdot (1 + r \cdot \sigma^2) \\ &= \bar{U} + \frac{v^*}{2}. \end{aligned} \tag{2.29}$$

Die erwartete Entlohnung setzt sich gemäß (2.29) aus dem Reservationslohn des Agenten und einer erfolgsabhängigen Komponente zusammen. Letztere spiegelt die Arbeitskosten und die Risikoprämie des Agenten wider. Diese mindern allerdings seinen erwarteten Nutzen bzw. das Sicherheitsäquivalent, sodass der Agent eine erwartete (Netto-)Vergütung

erhält, die sich - entsprechend der bindenden Teilnahmebedingung - ausschließlich aus seinem Reservationslohn ergibt.

### 2.2.2.1 Relative Leistungsbewertung im LEN-Modell

Das Prinzip der relativen Leistungsbewertung wurde im Rahmen des allgemeinen *Agency*-Modell bereits vorgestellt. Allerdings konnte eine eingehende Analyse hierbei nicht erfolgen, ließ dies die allgemeine Modellstruktur doch nicht zu. Im *LEN*-Modell ist dies nunmehr möglich.

Aufbauend auf dem im vorangegangenen Abschnitt vorgestellten *LEN*-Modell sei unterstellt, dass der Prinzipal ein zusätzliches Signal  $y$  beobachtet. Dieses sei der Cashflow eines Vergleichsunternehmens, welcher linear in der stochastischen Größe  $\varepsilon_y$  ist:

$$y = E[y] + \varepsilon_y.$$

Der Störterm habe die Eigenschaft normalverteilt zu sein, mit einer Varianz  $\sigma_y^2$ .

Das Vergleichsunternehmen sei in derselben Branche oder demselben Marktsegment tätig, sodass es nahe liegt, dass externe Umwelteinflüsse auf beide Unternehmen in einer gemeinsamen Weise wirken. Denkbar wäre beispielsweise, dass Preisveränderungen auf dem Beschaffungs- und Absatzmarkt den Cashflow beider Unternehmen beeinflussen oder aber, dass saisonelle Nachfrageschwankungen auf die Ergebnisse beider Unternehmen wirken. Der Prinzipal wird nun das Signal  $y$  immer dann in den Entlohnungsvertrag mit aufnehmen, wenn dieses informativ im Sinne HOLMSTRÖMS ist, wenn also Umwelteinflüsse, welche den Cashflow  $y$  beeinflussen, auch auf  $x$  wirken - und vice versa.

Ist das zusätzliche Signal  $y$  informativ, offeriert der Prinzipal dem Agenten den folgenden linearen Entlohnungsvertrag:

$$s(z) = w + v \cdot z \text{ mit } z = x - \alpha \cdot y. \quad (2.30)$$

Darin bezeichnet der Parameter  $w$  das erfolgsunabhängige Festgehalt, der Term  $v \cdot z$  die erfolgsabhängige Komponente der Entlohnung. Der Parameter  $v$  gibt den Bonuskoeffizienten des Performancemaßes  $z$  wieder, welches sich aus der Differenz zwischen dem Cashflow des repräsentativen Unternehmens und dem des Vergleichsunternehmens ergibt. Dabei

spiegelt der Parameter  $\alpha \geq 0$  das Gewicht des informativen Signals  $y$  in der Bemessungsgrundlage wider und misst insofern die Intensität der relativen Leistungsbewertung im Entlohnungsvertrag des Agenten.

Um den optimalen Vertrag zu bestimmen, werden in einem ersten Schritt der Erwartungswert und die Varianz der Entlohnung berechnet. Unter Verwendung der Definition für  $s(z)$  in (2.30) ergeben sich so die folgenden Ausdrücke:

$$E[s(z)] = w + v \cdot (a - \alpha \cdot E[y]) \quad (2.31)$$

$$Var[s(z)] = v^2 \cdot (\sigma^2 + \alpha^2 \sigma_y^2 - 2\alpha \cdot \sigma_{xy}) = v^2 \cdot \sigma_z^2(\alpha) \quad (2.32)$$

$$\text{wobei } \sigma_{xy} = \sigma \cdot \sigma_y \cdot \rho.$$

Der Term  $\sigma_{xy}$  beschreibt die Kovarianz zwischen dem Cashflow  $x$  und dem Vergleichsergebnis  $y$ . Der Parameter  $\rho$  kennzeichnet dabei den Korrelationskoeffizienten zwischen diesen beiden Cashflows. Dieser ist positiv, wenn die Umwelteinflüsse, welche auf  $x$  wirken, in einer gleichen Weise auch  $y$  beeinflussen, negativ hingegen, wenn diese eine entgegengesetzte Wirkung auf die beiden Cashflows ausüben.<sup>50</sup> Sind die Störterme  $\varepsilon$  und  $\varepsilon_y$  unabhängig voneinander, nimmt  $\rho$  den Wert Null an. In diesem Fall ist das zusätzliche Signal  $y$  uninformativ über den Arbeitseinsatz des Agenten und erhöht für  $\sigma_y^2 \neq 0$  einzig die in (2.32) ermittelte Varianz der Entlohnung. Sie führt ihrerseits zu einer höheren Risikoprämie und steigert damit die zu erwartenden Kosten der Entlohnung.

Unabhängig von der Bemessungsgrundlage wird der Prinzipal den Vertrag derart entwerfen, dass die Teilnahmebedingung des Agenten bindet. Für die Höhe der zu erwartenden Vergütung ergibt sich so:

$$E[s(z)] = \bar{U} + C(a) + R(s(z)), \quad (2.33)$$

$$\text{wobei } R(s(z)) = \frac{r}{2} \cdot Var[s(z)]$$

die Risikoprämie des neuen Vertrages definiert. Substituiert man die Höhe der erwarteten Entlohnung in (2.33) in die Zielfunktion des Prinzipals, resultiert für dessen erwarteten

---

<sup>50</sup> Denkbar wäre beispielsweise, dass infolge eines Imageverlusts die Nachfrage für das Gut eines Unternehmens sinkt, während sie für ein Substitut des anderen Unternehmens steigt.

Residualanspruch - im Folgenden auch als das Sicherheitsäquivalent des Prinzipals bezeichnet - der folgende Ausdruck:

$$V = E[x - s(z)] \quad (2.34)$$

$$= E[x] - \bar{U} - C(a) - R(s(z)). \quad (2.35)$$

Er setzt sich zusammen aus der Differenz zwischen dem erwarteten Cashflow und dem Reservationslohn des Agenten, den Kosten seines Arbeitseinsatzes und der mit dem neuen Entlohnungsvertrag verbundenen Risikoprämie.

Der Prinzipal antizipiert zunächst, wie der Agent auf das ihm angebotene, neue Entlohnungsschema in (2.30) reagiert. Er maximiert dazu für gegebene Entlohnungsparameter und unter Verwendung der Ausdrücke in (2.31) und (2.32) das Sicherheitsäquivalent des Agenten über dessen Arbeitseinsatz, wodurch

$$a^* = v. \quad (2.36)$$

Die Teillösung in (2.36) zeigt, dass für eine relative Leistungsbewertung die optimale Reaktion des Agenten auf einen ihm angebotenen Vertrag strukturell unverändert bleibt. Der Agent wählt sein optimales Anstrengungsniveau weiterhin derart, dass der Grenzerlös aus seiner Tätigkeit für den Prinzipal seinen Grenzkosten entspricht.

Unter Berücksichtigung dieser ersten Teillösung maximiert der Prinzipal seinen Residualgewinn in (2.35) über den Bonuskoeffizienten  $v$  des neuen Entlohnungsvertrages. Nach kurzer Umformung folgt für die optimale Beteiligungsrate des Vertrags  $s(z)$ :

$$v^{**} = \frac{1}{1 + r \cdot \sigma_z^2(\alpha)}. \quad (2.37)$$

Der Ausdruck in (2.37) entspricht strukturell der bekannten Lösung für das optimale Anreizgewicht des Standard-*LEN*-Modells in (2.28). Er besagt, dass die variable Entlohnung umso kleiner sein sollte, je risikoaverser der Agent ist und je größer die Varianz des verwendeten Performancemaßes ausfällt. Allerdings besteht die Varianz des Performancemaßes nunmehr nicht ausschließlich aus der Varianz von  $x$ , sondern wird auch durch das zusätzliche Signal  $y$  bestimmt. Mit Blick auf die Varianz der Entlohnung in (2.32) sollte

die optimale Beteiligungsrate für gegebenes  $\alpha$  umso kleiner sein, je unpräziser die Signale  $x$  und  $y$  sind und je niedriger  $|\rho|$  ausfällt, d. h. je weniger das zusätzliche Signal  $y$  über den Arbeitseinsatz des Agenten erklärt.

Die optimale Beteiligungsrate in (2.37) zeigt, dass der Intensitätsparameter  $\alpha$  für die Bestimmung der aggregierten Varianz des Performancemaßes  $z$  wesentlich ist. Für einen gegebenen Bonuskoeffizienten berechnet sich die optimale Intensität der relativen Leistungsbewertung durch eine Maximierung des erwarteten Residualanspruchs des Prinzipals in (2.35) über  $\alpha$ :

$$\frac{\partial V}{\partial \alpha} = -\frac{\partial R(s(z))}{\partial \alpha} \stackrel{!}{=} 0. \quad (2.38)$$

Die Optimalitätsbedingung in (2.38) zeigt, dass der Prinzipal durch eine Kalibrierung des Intensitätsparameters  $\alpha$  einzig die Risikoprämie des Agenten minimiert. Diese wird minimal, wenn:

$$\frac{\partial R(s(z))}{\partial \alpha} = \frac{r}{2} \cdot v^2 \cdot \frac{\partial \sigma_z^2(\alpha)}{\partial \alpha}, \quad (2.39)$$

wenn also die Varianz des Performancemaßes  $z$  minimal ist. Der optimale Intensitätsparameter  $\alpha^*$  berechnet sich hieraus als:

$$\alpha^* = \frac{\sigma_{xy}}{\sigma_y^2}. \quad (2.40)$$

Gemäß (2.40) entspricht die optimale Intensität einer relativen Leistungsbewertung dem Verhältnis der Kovarianz von  $x$  und  $y$  zur Varianz des zusätzlichen Signals  $y$ . Der Intensitätsparameter ist dabei umso größer, je mehr das zusätzliche Signal über den Arbeitseinsatz des Agenten erklärt - je größer also  $\sigma_{xy}$  -, sinkt allerdings, je mehr das Signal  $y$  zur Gesamtvarianz des Performancemaßes  $z$  beiträgt. Der Intensitätsparameters  $\alpha^*$  ist dabei positiv, wenn externe Umwelteinflüsse, welche den Cashflow  $y$  beeinflussen, in einer gleichen Weise auch auf  $x$  wirken ( $\rho > 0$ ) und vice versa. Wirken die Störeinflüsse entgegengesetzt ( $\rho < 0$ ), nimmt  $\alpha^*$  einen negativen Wert an, wodurch das zusätzliche Signal  $y$  im Performancemaß  $z$  ein positives Gewicht erhält.

Sind die Störterme unkorreliert ( $\rho = 0$ ), d. h. ist das zusätzliche Signal  $y$  nicht informativ über den Arbeitseinsatz des Agenten, findet  $y$  im Entlohnungsvertrag keine Berücksichtigung ( $\alpha^* = 0$ ). In diesem Fall wird der Agent einzig anhand des eigenen Cashflows  $x$

beurteilt, wodurch die Varianz der Entlohnung der des Standard-*LEN*-Modells entspricht ( $\sigma_z^2(0) = \sigma^2$ ).

Ist das Signal  $y$  informativ, d. h. gilt  $\rho \neq 0$ , berechnet sich für  $\alpha^*$  die Varianz der Entlohnung wie folgt:

$$\begin{aligned}\sigma_z^2(\alpha^*) &= \sigma^2 - \frac{(\sigma_{xy})^2}{\sigma_y^2} < \sigma^2 \\ &= \sigma^2 \cdot (1 - \rho^2) < \sigma^2.\end{aligned}\tag{2.41}$$

Da  $\sigma_z^2(\alpha) = \sigma^2$  für  $\alpha = 0$ , reduziert die optimale Intensität einer relativen Leistungsbewertung die Varianz der Entlohnung von  $\sigma^2$  zu  $\sigma_z^2(\alpha^*)$ . Die Entlohnungsvarianz sinkt dabei umso stärker, je grösser die Korrelation zwischen  $x$  und  $y$  ist, unabhängig ihres Vorzeichens - je mehr also das zusätzliche Signal über den Arbeitseinsatz des Agenten erklärt, gegeben  $x$  wird beobachtet. Mit Blick auf Gleichung (2.39) minimiert  $\alpha^*$  die an den Agenten zu entrichtende Risikoprämie und maximiert Gleichung (2.38) zufolge den zu erwartenden Residualgewinn des Prinzipals.

Diese Lösung ist konsistent mit dem Ergebnis des von HOLMSTRÖM (1979) entwickelten und in Abschnitt 2.2.1.1 vorgestellten *Informativeness*-Kriterium. Da das zusätzliche Signal  $y$  mit  $x$  korreliert ist, ist es informativ über den Arbeitseinsatz des Agenten, gegeben  $x$  wird beobachtet. Es reduziert die Risikoprämie des Agenten und senkt für gegebenen Arbeitseinsatz die Kosten der Entlohnung.

Die Struktur des *LEN*-Modells ermöglicht es, weitere Einsichten über die bislang erzielten Erkenntnisse der relativen Leistungsbewertung zu gewinnen. So ist es für den Prinzipal attraktiv, durch die Senkung der Entlohnungsvarianz ein höheres Anstrengungsniveau im Optimum zu induzieren als ohne einen Leistungsvergleich. Denn für  $\sigma^2 > \sigma_z^2(\alpha^*)$  gilt im Gleichgewicht  $v^{**} > v^*$ . Die höhere Beteiligungsrate und darauf folgend das höhere Anstrengungsniveau führt zu einem höheren erwarteten Unternehmens-Cashflow, impliziert andererseits jedoch, dass der Agent am höheren Erfolg stärker beteiligt und für die Kosten seines höheren Arbeitseinsatzes zu kompensieren ist.

Substituiert man das optimale Anstrengungsniveau  $a^*$  aus (2.36) respektive (2.37) in Gleichung (2.33), folgt für die zu erwartende Höhe des Entlohnungsvertrages  $s(z)$ :

$$E[s(z)] = \bar{U} + \frac{v^{**}}{2}.\tag{2.42}$$

Der symmetrischen Struktur der Ergebnisse folgend setzt sich die Höhe der erwarteten Vergütung in (2.42) analog zu (2.29) aus dem Reservationslohn des Agenten und einer erfolgsabhängigen Komponente zusammen. Letztere spiegelt dabei die persönlichen Kosten des Arbeitseinsatzes und die Risikoprämie des Agenten wider. Da für ein zusätzliches und informatives Signal die Beteiligungsrate größer ist als im Standard-*LEN*-Modell ( $v^{**} > v^*$ ), ist auch die zu erwartende Vergütung des Agenten für eine relative Leistungsbewertung höher. Allerdings mindert die erfolgsabhängige Komponente seinen erwarteten Nutzen bzw. das Sicherheitsäquivalent, sodass der Agent - unabhängig von der unterstellten Bemessungsgrundlage - einen erwarteten Nettonutzen erhält, der sich aus seinem Reservationslohn ergibt.

Setzt man die Höhe der zu erwartenden Vergütung aus (2.42) in die Zielfunktion des Prinzipals in (2.34) ein, resultiert aus der betrachteten Vertragsbeziehung der folgende zu erwartende Residualgewinn:<sup>51</sup>

$$V = \frac{v^{**}}{2} - \bar{U}. \quad (2.43)$$

Der erwartete Residualgewinn setzt sich zusammen aus dem Überschuss, der sich aus der Differenz zwischen dem erwarteten Cashflow, den Kosten der Arbeitsanstrengung und der Risikoprämie ergibt, abzüglich dem Reservationslohn des Agenten. Da für ein zusätzliches und informatives Signal  $v^{**} > v^*$  ist, erhöht die Verwendung von  $y$  den Residualgewinn des Prinzipals, sodass sich bei gleichbleibendem Reservationslohn des Agenten eine Situation ergibt, welche einer Pareto-Verbesserung entspricht.

Die bisher vorgestellten Grundlagen zur *Agency*-Theorie zeigen, dass sowohl der Reservationsnutzen des allgemeinen *Agency*-Modells als auch der Reservationslohn des *LEN*-Modells modellexogen definiert ist. Beide Modellklassen gestatten damit weder Aussagen über die Höhe der Managervergütung, noch - in einem mehrperiodigen Kontext - über deren Entwicklung über die Zeit. Sie konzentrieren sich vielmehr auf die Gestaltung optimaler Anreizverträge innerhalb eines Unternehmens, lassen deren Höhe aber unberücksichtigt.

---

51 Substituiert man die Beteiligungsrate  $v^{**}$  aus (2.37) in die Zielfunktion des Prinzipals, folgt der zu erwartende Residualgewinn auch unmittelbar.

DUTTA (2008) entwickelt nun einen ersten modelltheoretischen Ansatz, in dem der Reservationslohn des Agenten nicht mehr modellexogen definiert, sondern durch das Modell bestimmt wird.

### 2.2.3 Das erweiterte LEN-Modell von DUTTA (2008)

In der Prinzipal-Agenten-Theorie wird gemeinhin unterstellt, dass die Zusammensetzung des Cashflows für den Prinzipal unbeobachtbar ist. Um den Agenten zu einem Arbeitseinsatz zu motivieren, bietet ihm der Prinzipal einen anreizorientierten Entlohnungsvertrag, dessen optimale Sensitivität sich - wie in (2.10) und (2.28) charakterisiert - durch einen Trade-off bestimmt, zwischen der Anreizwirkung auf der einen, und der Risikoteilung auf der anderen Seite.

Verschiedene empirische Studien testen diese theoretische Hypothese und kommen zu dem Schluss, dass sie eine empirische Evidenz nur bedingt konstatieren können.<sup>52</sup> Nach Auffassung von DUTTA (2008) ist dieses Ergebnis nicht sonderlich überraschend, bedenkt man, dass der Arbeitseinsatz eines Managers häufig nicht die einzige Determinante für die Performance eines Unternehmens ist. Gerade in Zeiten eines immer schneller werdenden technologischen Wandels hat die Bedeutung der Fachkompetenz für moderne Wirtschaftsunternehmen weiter zugenommen. Infolge dieses Bedeutungszuwachses untersucht nun DUTTA (2008), wie sich die optimale Sensitivität eines Vertrages verändert, wenn sowohl das Ergebnis als auch der Reservationsnutzen des Agenten von dessen individueller Qualifikation abhängt, die Information über diese Wissen aber privater Natur ist.

In einem einperiodigen Prinzipal-Agenten-Modell unterstellt DUTTA, dass sich der Cashflow  $x$  additiv aus drei Komponenten zusammensetzt:<sup>53</sup>

$$x = a + \gamma \cdot \theta + \varepsilon.$$

Der Beitrag des Agenten zum Unternehmens-Cashflow wird dabei durch zwei Terme

---

52 Einen Überblick über verschiedene Studien, welche die negative Beziehung zwischen dem Risiko und der Sensitivität von Entlohnungsverträgen empirisch testen, bietet PRENDERGAST (2002).

53 In DUTTA (2008) ist das Ergebnis  $x$  einzig als Output deklariert. Um konsistent zu den vorangegangenen modelltheoretischen Grundlagen zu bleiben, wird im Folgenden der Output  $x$  als Cashflow bezeichnet.

berücksichtigt, dem Arbeitseinsatz des Agenten,  $a \geq 0$ , und dem Produkt  $\gamma \cdot \theta$ . Letzterer repräsentiert den Geldbetrag, welcher dem Unternehmen aufgrund der Qualifikation - bestehend aus Fachkenntnis, Erfahrung und Fähigkeiten - des Agenten zufließt und liefert damit neben dem Arbeitseinsatz des Agenten einen zweiten, modellendogenen Grund für dessen Beschäftigung.

Der Parameter  $\theta$  beschreibt die individuelle Qualifikation des Managers. Sie wird als modellexogen gegeben unterstellt und ist im Modell von DUTTA (2008) private Information des Agenten. Zwar weiß der Prinzipal um gewisse Eigenschaften dieser Kompetenz - wie etwa deren Verteilungsfunktion -, nicht aber um deren Ausprägung. Die Grenzproduktivität der Qualifikation wird durch den Parameter  $\gamma$  erfasst. Dieser wird relativ zur (auf 1 normierten) Grenzproduktivität des Arbeitseinsatzes gemessen und ist strikt positiv. Die dritte Komponente des Cashflows bildet auch hier die stochastische Größe  $\varepsilon$ .

In der *Agency*-Literatur ist der Reservationsnutzen des Agenten gemeinhin als eine modellexogene Konstante unterstellt. Von dieser Annahme weicht DUTTA erstmals ab und modelliert den Wert der alternativen Beschäftigungsmöglichkeit in einer allgemeineren Darstellungsform. Er nimmt an, dass die Höhe des (risikofreien) Reservationslohns von der Qualifikation des Agenten abhängig ist und sich wie folgt zusammensetzt:

$$\overline{U} = w_0 + \lambda \cdot \gamma \cdot \theta.$$

Dabei bezeichnet der Parameter  $w_0 \geq 0$  eine beobachtbare Konstante, die unabhängig der Fachkompetenz des Agenten ist. Sie kann insofern auch als eine marktübliche Entlohnung interpretiert werden, wenn der Agent weder über Erfahrung, Fachkenntnis, noch über Fähigkeiten verfügt. Der zweite Term des Reservationslohns repräsentiert hingegen die agentspezifische Komponente. Der Parameter  $\lambda \geq 0$  beschreibt darin die marginale Veränderung des Reservationslohns auf eine Veränderung der Qualifikation des Agenten. Er ist für den Prinzipal beobachtbar und repräsentiert nach DUTTA die Art der Fachkompetenz des Agenten, d. h. ob sie firmenspezifisch oder aber auch für andere Unternehmen von Wert ist.

Weist  $\lambda$  einen verhältnismäßig kleinen Wert auf, ist die Kompetenz des Agenten eher firmenspezifisch, der Reservationslohn damit größtenteils unabhängig von  $\theta$ . Für  $\lambda = 0$  ist

die Qualifikation ausschließlich firmenspezifischer Natur, sodass der Reservationslohn des Agenten - wie im Standard-*LEN*-Modell - einer Konstanten entspricht. Sind die Fachkompetenzen hingegen mehr allgemein, nimmt  $\lambda$  tendenziell höhere Werte an. Der Parameter  $\lambda$  ist also umso größer, je mehr die Qualifikation des Agenten auch für andere Unternehmen wertvoll ist.

Das Produkt aus  $\lambda$  und  $\gamma$  kann auch als Maß für die Grenzproduktivität der Fachkompetenz interpretiert werden, die der Agent außerhalb des Unternehmens besitzt. Ist der Agent innerhalb des betrachteten Unternehmens mindestens genauso produktiv wie außerhalb, gilt  $\lambda \leq 1$ .

Alle weiteren Modellelemente entsprechen dagegen denen des in Abschnitt (2.2.2) vorgestellten Standard-*LEN*-Modells.

Innerhalb dieses Modellrahmens untersucht DUTTA (2008), inwiefern sich die optimale Vertragssensitivität verändert, wenn die Qualifikation des Agenten dessen private Information ist. Er kommt dabei zu dem Ergebnis, dass für eine überwiegend firmenspezifische (allgemeine) Fachkompetenz die optimale Beteiligungsrate niedriger (höher) ausfällt als ihr optimaler Wert bei symmetrischer Information. Darüber hinaus zeigt sich, dass die optimale Beteiligungsrate monoton steigt (sinkt), wenn die Qualifikation des Agenten überwiegend firmenspezifischer (allgemeiner) Natur ist, deren Bedeutung für die Performance eines Unternehmens aber weiter zunimmt. Die Ergebnisse sagen damit voraus, dass die Beteiligungsraten für Manager der „*New Economy*“ - also in Hightech-Firmen, in denen die Fähigkeit eines Managers eine vergleichsweise wichtige Rolle für die Performance eines Unternehmens spielt und in denen Erfahrung und Fachkenntnis auf Unternehmen derselben Branche und Industrie leichter übertragbar, d. h. mehr mobil sind - höher sein werden, als für Manager in traditionellen Unternehmen.

Weiter zeigt die Analyse, dass die Beziehung zwischen Risikoteilung und Anreizeffekt von der Art der Qualifikation abhängig ist. Sind die Erfahrung, Fachkenntnis und Fähigkeiten eines Managers überwiegend firmenspezifischer Natur, bestätigt das Modell die von der *Agency*-Theorie vorausgesagte, negative Beziehung. Ist die Qualifikation dagegen eher allgemein, zeigt die Analyse, dass die Beziehung zwischen Risikoteilung und Anreizeffekt auch positiv sein kann, wie von einigen empirischen Studien konstatiert.

Aufbauend auf diesen modelltheoretischen Grundlagen, den vorgestellten empirischen Befunden und sozialpsychologischen Hypothesen, widmen sich die nun folgenden Kapitel dieser Forschungsarbeit der ökonomischen Analyse der Referenzgruppenentlohnung.

## Kapitel 3

# Referenzgruppenentlohnung und Risiken einer Offenlegungspflicht von Vorstandsbezügen

### 3.1 Einführung

In den vergangenen zwanzig Jahren konnte auch in deutschen Aktiengesellschaften ein signifikanter Anstieg der Vorstandsbezüge beobachtet werden. *Tabelle (1.1)* der Einleitung zeigt für eine exemplarische Auswahl von *DAX-30*-Unternehmen, wie sich die Gesamtvergütung je Vorstandsmitglied im Zeitverlauf entwickelt hat. Angesichts dieser Entwicklung verwundert es nicht, dass die Höhe der Managergehälter allseits kontrovers diskutiert wird.<sup>1</sup> Umso überraschender ist es, dass der eigentliche, in Abschnitt 2.1.1 vorgestellte Vergütungsprozess in der öffentlichen und wissenschaftlichen Diskussion nur wenig Beachtung findet. Belegen verschiedene empirischen Studien doch, dass eine Vielzahl von Unternehmen die Höhe ihrer Entlohnungsverträge mittels eines Vergleichs zur Vergütung in anderen Unternehmen bestimmt. Dass auch deutsche Unternehmen diese Art der Lohnfindung praktizieren, zeigen die Beispiele der *DaimlerChrysler AG*, der *Infineon Technologies AG* und der *Deutschen Bank AG* im Rahmen der Einleitung.

So sehr verschiedene Vergütungsberichte aber auch belegen, dass sich Unternehmen bei der Bestimmung ihrer Vergütungsstrategie mit derer anderer Unternehmen vergleichen, steht die Untersuchung der Referenzgruppenentlohnung in der akademischen Literatur bislang noch am Anfang. Der Literaturüberblick in Abschnitt 2.1.3 offenbart, dass vor allem empirische Studien das bisherige Bild bestimmen, wohingegen modelltheoretische Untersuchungen weitestgehend fehlen. Einer der Gründe hierfür ist sicherlich, dass die Frage nach der Angemessenheit der Managerbezüge seitens der *Agency*-Theorie unbeantwortet

---

<sup>1</sup> Vereinzelt wurden sogar Forderungen nach einer gesetzlichen Begrenzung der Managerbezüge laut. Vgl. dazu ADAMS (2002) und für eine ökonomische Analyse derartiger Vorschläge GÖX (2004).

bleibt. Zwar werden ihre Ergebnisse in der öffentlichen und wissenschaftlichen Diskussion gerne als Beleg für die Zweckmäßigkeit erfolgsabhängiger Entlohnungsformen herangezogen, sie gestattet aber wegen der Annahme eines exogen gegebenen Reservationsnutzens keine Aussagen über die Höhe der Managerentlohnung.<sup>2</sup>

Motiviert durch die zu beobachtende Entwicklung der Managerbezüge und das Fehlen modelltheoretischer Erklärungsansätze soll in diesem Kapitel ein erster Modellrahmen vorgelegt werden, der sowohl eine modelltheoretische Analyse der Referenzgruppenentlohnung als auch Aussagen über die Entwicklung der Managerbezüge über die Zeit erlaubt. Damit eine Referenzgruppenentlohnung ihre volle Wirkung entfalten kann, ist es allerdings notwendig, dass entsprechende Informationen über die Vergütungen in anderen Unternehmen bekannt sind.

Einleitend wird daher zunächst untersucht, wie sich die verschiedenen institutionellen Vorgaben über die Offenlegung von Managerbezügen in den USA und in Europa, und insbesondere in Deutschland und der Schweiz, über die Zeit entwickelt haben. Dabei zeigt sich, dass in Deutschland bereits seit 1985 börsennotierte Unternehmen gemäß § 285 Abs. 9a HGB die Gesamtbezüge des Vorstands im Anhang des Einzelabschlusses publizieren müssen. Mit Einführung des *Deutschen Corporate Governance Kodexes* (DCGK) im Jahre 2002 wird darüber hinaus ein individualisierter Ausweis der Vorstandsbezüge auf freiwilliger Basis empfohlen.<sup>3</sup> Da dieser Empfehlung von einer Reihe namhafter Unternehmen anfangs nur sehr zögerlich Folge geleistet wurde, sah sich der deutsche Gesetzgeber nicht zuletzt auch wegen des wachsenden öffentlichen Drucks veranlasst, die Frage nach einem individualisierten Ausweis gesetzlich zu regeln.<sup>4</sup>

Seit dem 31. Dezember 2005 ist nunmehr das so genannte *Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz* (*VorstOG*) in Kraft. Es schreibt die individualisierte Angabe der Gesamtbezüge für jedes Mitglied der Geschäftsleitung börsennotierter Unternehmen unter Namensnennung verbindlich vor und verlangt darüber hinaus einen getrennten Ausweis

---

2 S. dazu im Rahmen der Grundlagen das allgemeine *Agency*-Modell in Abschnitt 2.2.1 und das *LEN*-Modell in Abschnitt 2.2.2.

3 S. BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2002).

4 Vgl. zu den Details dieser Diskussion etwa die Stellungnahme der Arbeitgeberverbände zum Gesetzesentwurf in BDI/BDA/GDV (2005).

erfolgsabhängiger und -unabhängiger Entlohnungsbestandteile. Vergleichbare Regelungen wurden auch in der Schweiz beschlossen.<sup>5</sup> Damit folgen diese beiden Länder mit einer Verspätung von mehr als 25 Jahren dem Beispiel der USA, wo börsennotierte Unternehmen von der amerikanischen Wertpapieraufsichtsbehörde *SEC* bereits im Jahre 1978 verpflichtet wurden, die jährlichen Bezüge des *CEO*, *CFO* und der drei höchstbezahlten Manager separat und in detaillierter Form auszuweisen.

Erklärte Zielsetzung des deutschen Gesetzgebers ist es, Aktionären ein Instrument an die Hand zu geben, mit dessen Hilfe sie beurteilen können, „*ob die Bezüge in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen*“.<sup>6</sup> Diese Formulierung suggeriert, dass die Vorschrift vor allem dazu dienen soll, unangemessene Vergütungspraktiken aufzudecken und auf diese Weise einen Beitrag zur Begrenzung des allgemeinen Trends steigender Vorstandsbezüge zu leisten. Auch wenn die Disziplinierungsfunktion einer erhöhten Transparenz in Einzelfällen durchaus zu wirken scheint<sup>7</sup>, ist der generelle Zusammenhang zwischen Vergütungstransparenz und der Höhe der Managementbezüge keineswegs eindeutig. So ist doch gerade in den USA seit Anfang der Neunziger Jahre das höchste Wachstum der Managergehälter zu beobachten, obwohl dort schon seit geraumer Zeit die strengsten Publikationsvorschriften gelten.<sup>8</sup>

Aufbauend auf dieser Beobachtung entwickelten BENZ und STUTZER (2003) die provokante These, dass der immense Anstieg der Managerbezüge erst durch die detaillierten Transparenzvorschriften der *SEC* ausgelöst wurde. Sie stützen ihre Vermutung auf empirische Studien, die belegen, dass Unternehmen die Vergütungen ihres Managements in der Regel durch einen Vergleich zu einer selbst oder von hinzugezogenen *Compensation Consultants* definierten Referenzgruppe bestimmen, die Mehrheit der betrachte-

---

<sup>5</sup> Siehe die mit Wirkung vom 01.01.2007 beschlossene Änderung des *Schweizerischen Obligationenrechts* in Art. 663b. In Österreich existiert hingegen keine gesetzliche Verpflichtung zu einem individuellen Ausweis der Vergütung, sondern lediglich eine entsprechende Empfehlung im *Österreichischen Corporate Governance Kodex* (*ÖCGK*). S. dazu ÖSTERREICHISCHER ARBEITSKREIS FÜR CORPORATE GOVERNANCE (2007), 31. *ÖCGK*.

<sup>6</sup> BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2005b), S. 1.

<sup>7</sup> Zwei bekannte Beispiele aus jüngster Zeit sind die Firmen Siemens und Oerlikon. In beiden Fällen hatten die Vorstandsvorsitzenden nach anhaltendem öffentlichen Druck aus den Medien freiwillig auf erhebliche Bestandteile ihrer Bezüge verzichtet.

<sup>8</sup> S. dazu etwa MURPHY (1999).

ten Unternehmen die Bezüge dabei allerdings am oder aber über dem Median der Vergleichsgruppe definiert. Diese, auch als *Competitive Benchmarking* bekannte Vergütungspraxis wurde im Rahmen der Literaturübersicht in Abschnitt 2.1.3 bereits vorgestellt und ist neben verschiedenen empirischen Studien wie von HAMBRICK/FINKELSTEIN (1995), PORAC/WADE/POLLOCK (1999) und BIZJAK/LEMMON/NAVEEN (2008) auch durch zahlreiche Vergütungsberichte namhafter Unternehmen belegt.<sup>9</sup> Im Ergebnis führt diese Praxis dazu, dass die Vergütung der meisten Manager am Ende des Vergleichsprozesses tatsächlich über dem Durchschnitt zum Vergleichszeitpunkt liegt. Setzt sich dieser Prozess über mehrere Perioden fort, kommt es beinahe zwangsläufig zu einer permanenten Erhöhung der Bezüge. Entscheidende Voraussetzung für die Wirksamkeit dieses Prozesses ist jedoch, dass Informationen über die Vergütungen innerhalb einer Referenzgruppe verfügbar sind, da sich ohne diese Information keine Wechselwirkung zwischen den Bezügen verschiedener Unternehmen entfalten kann.

Gestützt auf die geschilderten und im Rahmen der Grundlagen detailliert beschriebenen empirischen Befunde - und basierend auf GÖX/HELLER (2008a) - soll im Folgenden ein Modellrahmen vorgelegt werden, der neben einer modelltheoretischen Analyse der Referenzgruppenentlohnung auch Aussagen über die Entwicklung der Managerbezüge über die Zeit erlaubt.

Im Rahmen eines linearen *Agency*-Modells mit mehreren Unternehmen und mehreren Perioden wird dazu unterstellt, dass der Reservationsnutzen des Agenten nicht mehr modellexogen gegeben ist, sondern sich am durchschnittlichen Referenzgruppenlohn der Vorperiode orientiert. Dabei wird die Praxis des *Competitive Benchmarking* durch die Annahme berücksichtigt, dass im Mittel aller Agenten mehr als der durchschnittliche Basislohn der Vorperiode gezahlt werden muss, um die Teilnahmebedingung des Agenten zu erfüllen. Innerhalb dieses Modellrahmens, der zunächst auf die Höhe der Managerentlohnung fokussiert, kann gezeigt werden, dass die Einführung einer Publikationspflicht die Höhe der Managementbezüge über die Zeit ansteigen lässt, wenn die Unternehmen innerhalb ihrer Referenzgruppe *Competitive Benchmarking* praktizieren. In einer Modellerweiterung, in der zwischen den Bezügen des Vorstandsvorsitzenden und denen einfacher

---

<sup>9</sup> Zwei aussagekräftige Beispiele eröffnet der Literaturüberblick in Abschnitt 2.1.3. Weitere Beispiele findet der interessierte Leser im umfangreichen Appendix von BIZJAK/LEMMON/NAVEEN (2008).

Vorstandsmitglieder unterschieden wird, wird darüber hinaus untersucht, wie sich eine Individualveröffentlichung gegenüber einer Situation bei Kollektivausweis auf die Höhe der Managerbezüge auswirken kann. Dabei zeigt sich, dass eine Individualveröffentlichung insbesondere dann mit einem stärkeren Vergütungswachstum verbunden ist, wenn sich beide Kategorien von Vorständen hinsichtlich ihrer sozialen Präferenzen unterscheiden.

Auch wenn sich die Ergebnisse mit den empirischen Befunden decken, muss einschränkend konstatiert werden, dass dieses Kapitel und der damit verbundene Forschungsbeitrag keine gesamthafte Wohlfahrtsbetrachtung verschärfter Transparenzvorschriften anstrebt. Würde es dieses Ziel verfolgen, müsste es zum einen die Möglichkeit berücksichtigen, überzogene Vergütungspraktiken zu disziplinieren und zum anderen mögliche Vorteile aus einer besseren Kenntnis der auf das Management wirkenden Anreizstruktur abbilden. Da eine Berücksichtigung dieser Aspekte den Rahmen des Modells jedoch sprengen würde, beschränkt sich der erste Teil dieser Forschungsarbeit darauf, mögliche Risiken einer Transparenzvorschrift im Rahmen der Referenzgruppenentlohnung aufzuzeigen, ohne diese explizit gegen allfällige Vorteile abzuwägen.

Dieses Kapitel gliedert sich wie folgt: Im Anschluss an diese Einführung wird in Abschnitt 3.2 zunächst die Entwicklung der institutionellen Vorgaben betreffend der Offenlegung von Managerbezügen in den USA, Europa und insbesondere in Deutschland und der Schweiz aufgezeigt und deren Gemeinsamkeiten und Unterschiede herausgestellt. In Abschnitt 3.3 erfolgt eine Spezifizierung der Modellannahmen und es wird gezeigt, wie sich eine Referenzgruppenentlohnung im Rahmen eines *Agency*-Modells formal abbilden lässt.

Vor dem Hintergrund der aufgezeigten Entwicklung der Transparenzvorschriften wird in Abschnitt 3.4 die Wirkung einer Offenlegung von Managerbezügen im Rahmen des Modells untersucht. Als Referenzpunkt dient dazu zunächst eine Situation, in der keine Vergütungsinformationen öffentlich bekannt gegeben werden müssen, wie sie in den meisten Ländern noch bis vor wenigen Jahren vorherrschte. Daran anschließend wird die Einführung einer gesetzlichen Vorschrift zu einer Offenlegung von Managerbezügen modelliert und die erzielten Ergebnisse mit der zuvor betrachteten Situation verglichen. Zur Illustration der bis dahin durchgeführten Analyse werden die wesentlichen Ergebnisse anhand eines Beispiels noch einmal aufgezeigt.

In einer Modellerweiterung, in der zwischen den Bezügen des Vorstandsvorsitzenden und denen einfacher Vorstandsmitglieder unterschieden wird, untersucht Abschnitt 3.5, wie sich die erst kürzlich in Europa eingeführten Vorschriften zu einer Individualveröffentlichung gegenüber einer Situation bei Kollektivausweis auf die Höhe der Managerbezüge auswirken. Die wesentlichen Ergebnisse dieser weiterführenden Analyse werden auch hier anhand eines Beispiels noch einmal illustriert.

Eine ausführliche Diskussion der Modellannahmen und der bis dahin erzielten Resultate erfolgt in Abschnitt 3.6, wohingegen eine kurze Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Abschnitt 3.7 diesen ersten Forschungsteil abrundet.

### *3.2 Die Entwicklung institutioneller Direktiven betreffend der Offenlegung von Managerbezügen*

In den USA und Europa, und insbesondere in Deutschland und der Schweiz, wurden zunächst vereinzelt beachtliche Managerbezüge bekannt. Stiegen diese im Laufe der Zeit immer weiter an, nahm zeitgleich auch das damit verbundene öffentliche Interesse zu. Aktionäre drängten darauf, nicht nur vereinzelt, sondern regelmäßig die Höhe der Managervergütungen zu erfahren, um sich ein eigenes Bild machen zu können, ob deren Höhe, und damit die Beteiligung des Managements an ihrem Eigentum, in einem angemessenen Verhältnis zu dessen Aufgaben und zur Lage der Gesellschaft stehen oder nicht. Infolge des zunehmenden öffentlichen Interesses und des damit verbundenen wachsenden Drucks auf die Politik entstanden so im Laufe der Zeit länderspezifische Regelwerke für einen Ausweis von Vergütungsinformationen.

#### *3.2.1 Offenlegungsdirektiven in den USA*

Bereits zu Anfang des vergangenen Jahrhunderts, noch während des ersten Weltkriegs, wurden in den USA erstmals vereinzelt Managergehälter bekannt. Eisenbahngesellschaften, welche nunmehr durch die amerikanische Regierung geführt wurden, enthüllten für die damalige Zeit bemerkenswert hohe Gehaltszahlungen ihrer Direktoren, welche schnell das Interesse der Öffentlichkeit weckten. Diese, wie auch beachtliche Gehaltszahlungen an die

Direktoren von Banken, begann die damalige Presse Anfang der 30er Jahre erstmals zu publizieren.<sup>10</sup> Schnell stieg das Interesse der Öffentlichkeit an den vergleichsweise hohen Entlohnungen und schon bald hatte sich die Kontroverse um die Höhe der Managerbezüge auf die Unternehmen aller Bereiche, Branchen und Industrien ausgeweitet. Ihren vorläufigen Höhepunkt erreichte die öffentliche Diskussion als die amerikanische Wirtschaft Anfang der 40er Jahre in ihre „große Depression“ rutschte und die Öffentlichkeit noch energischer auf freigiebige Gehälter und Bonuszahlungen reagierte.<sup>11</sup> Infolge der wachsenden Unruhe forderten verschiedene amerikanische Institutionen wie die *Federal Trade Commission* und die *Reconstruction Finance Corporation* die in ihrem Zuständigkeitsbereich liegenden Unternehmen auf, Informationen über die Gehälter ihrer Manager bekannt zu geben.<sup>12</sup>

Mit der Gründung der amerikanischen Wertpapieraufsichtsbehörde *SEC* im Jahre 1934 wurden die verschiedenen Bemühungen um eine Beobachtung der Managerbezüge zentralisiert. Die *SEC* erhielt die Aufgabe, den Ausweis von Informationen börsennotierter Unternehmen zu regeln, darunter auch von Informationen über die Entlohnung des Managements. Ziel der Offenlegung der Managerbezüge war und ist es, Manager und Direktoren davon abzuhalten, Teile des Firmenvermögens zu veruntreuen oder allgemein, sich gegenüber dem Unternehmen unrechtmäßig zu verhalten. Noch in den ersten Jahren nach Gründung der *SEC* sahen die bestehenden Regularien der verschiedenen Institutionen vor, die aggregierte Vergütung (definiert als Barvergütung und Boni) der drei höchstbezahltesten Manager eines börsennotierten Unternehmens namentlich und unter Angabe der begleitenden Position im Jahresbericht (Form 10-K) auszuweisen.<sup>13</sup>

---

10 Vgl. unter anderem „Explains Big Salary of Railroad Head. Charles Frederick Carter Says Competent President Earns it Many Times“, *New York Times* (24. Dezember 1922); „Comptroller Seeks Salary Data From National Banks“, *Wall Street Journal* (25. Februar 1921); „Commerce Commission Goes Into Executives’ Salaries“, *Wall Street Journal* (23. Dezember 1922); „They Earns Their Salaries“, *Wall Street Journal* (27. Februar 1923); in FRYDMAN/SAKS (2007).

11 Vgl. „Inquiry Into High Salaries Pressed by the Government“, *New York Times* (29. Oktober 1933); in FRYDMAN/SAKS (2007).

12 So bekundete die *Federal Trade Commission* großes Interesse an Informationen über die Managervergütungen in Unternehmen, welche an der *New York Stock Exchange (NYSE)* kotiert sind. Siehe *Senate Resolution No. 75, Seventy-third Congress*, in FRYDMAN/SAKS (2007).

13 Vgl. FRYDMAN/SAKS (2007).

Im Jahre 1938 gab die SEC erstmals die „*Executive and Director Compensation Disclosure Rules*“ bekannt. Von nun an waren Vergütungsinformationen nicht mehr im Jahresbericht zu veröffentlichen, sondern müssen den Aktionären noch im Vorfeld der Jahreshauptversammlung im *Annual Proxy Statement* zugehen.<sup>14</sup> Dabei hat sich sowohl der Inhalt als auch die Form der Informationen an den Vorgaben der SEC zu orientieren.

Im Laufe der Zeit verlangte die amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde immer detailliertere quantitative und qualitative Informationen über die Hauptformen der Vergütungen börsennotierter Unternehmen. So führte sie 1942 ein, Managerbezüge auch in tabellarischer Form auszuweisen und verlangte darüber hinaus 1952 eine separate Tabelle für Pensionszahlungen und nachträgliche Entlohnungen.<sup>15</sup> Im Jahr 1978 erweiterte sie die Vorschrift des Individualausweises, wonach noch bis heute neben den Vergütungen der drei höchstbezahltesten Manager auch die Bezüge des *Chief Executive Officers* (CEO) und des *Chief Financial Officers* (CFO) offen zu legen sind.<sup>16</sup> Der Ausweis hat dabei auch in tabellarischer Form zu erfolgen und beabsichtigt, möglichst alle Entlohnungsformen abzudecken.<sup>17</sup> Durch die Vorgabe der „*Disclosure of Executive Compensation*“ von 1983 wurde der tabellarische Ausweis allerdings auf die Barvergütung begrenzt.<sup>18</sup>

Öffentliche Kritik an den Vorschriften, die sich auch politisch manifestierte, aber auch Kritik an den Vergütungspraktiken einiger Unternehmen veranlasste die SEC 1992 dazu, die bis dato geltenden Vorschriften erneut zu ändern. Dabei bewegte sie sich weg von einer Beschreibungen in Textform und hin zu einer tabellarischen Offenlegung, in der Absicht, Managervergütungen sowohl über die Zeit als auch zwischen Unternehmen vergleichbar zu machen. Im Jahr 2001 wurden diese Vorgaben noch einmal aktualisiert.

---

14 Vgl. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1938), *Release No. 34-1823*.

15 Vgl. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1942), *Release No. 34-3347* und SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1952), *Release No. 34-4775*.

16 In einigen Unternehmen beziehen CEO und CFO nicht die höchste Vergütung (man denke beispielsweise an Investmentbanker einer Großbank), weswegen neben deren Bezüge auch die Einkommen der drei höchstbezahltesten Manager bekannt zu geben sind.

17 Vgl. „*Uniform and Integrated Reporting Requirements: Management Remuneration*“, SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1978), *Release No. 33-6003*.

18 Vgl. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1983), *Release No. 33-6486*.

Nachdem amerikanische Unternehmen infolge der Globalisierung immer größer und die Führungsaufgaben damit immer komplexer wurden, entwickelten sich im Lauf der Zeit auch immer variantenreichere Vergütungsformen. Veranlasst durch diese Entwicklung erfuhren die Vorschriften der *SEC* im Jahr 2006 ihre erneute und vorerst letzte Änderung. Von nun an waren alle Entlohnungsbestandteile in tabellarischer Form offen zu legen und die aggregierten Gesamtbezüge eines jeden der fünf genannten Manager vollumfänglich auszuweisen. Ebenso gilt es seither, die Bezüge aller Mitglieder des *Board of Directors* tabellarisch anzuzeigen. Darüber hinaus ist eine allgemeine Diskussion und Analyse der Vergütungen in Textform beizulegen, welche spezifische (Hintergrund-)Informationen über die jeweiligen Werte der Tabellen enthält.<sup>19</sup> Erklärte Zielsetzung der *SEC* war es, mit diesen neuen Bestimmungen und den darin enthaltenen Übersichtstabellen „*to provide clarity and comparability*“, also zu gewährleisten, dass die Vergütungen klar und vergleichbar sind.<sup>20</sup>

Die Vorschriften der *SEC* verpflichten im Wesentlichen zu folgendem Ausweis:<sup>21</sup>

Für den *Principal Executive Officer (PEO)*, den *Principal Financial Officer (PFO)* und die drei höchstbezahltesten Manager sind die Vergütungshöhe sowie sämtliche Entlohnungsbestandteile individualisiert offen zu legen.<sup>22</sup> Der Ausweis hat dabei in Form des *Summary Compensation Table* zu erfolgen, in dem neben den Bezügen des abgelaufenen Geschäftsjahres auch die Bezüge der beiden vorangegangenen Jahre anzuzeigen sind. *Abbildung (3.1)* illustriert die aktuelle Darstellungsform des *Summary Compensation Table*, wie sie die *SEC* seit dem Jahr 2006 vorgibt:

---

19 Vgl. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2006), *Release No. 33-8732A*, S. 18.

20 Vgl. ebenda, S. 18.

21 Vgl. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2006), *Release Nos. 33-8732A, 34-54302A, IC-27444, File No. S7-03-06*.

22 Die Termini *Chief Executive Officer (CEO)* und *Chief Financial Officer (CFO)* wurden im Jahr 2006 durch die Bezeichnungen *Prinzipal Executive Officer (PEO)* und *Prinzipal Financial Officer (PFO)* ersetzt.

Abbildung 3.1: Verbindliche Darstellungsform des Summary Compensation Table

SUMMARY COMPENSATION TABLE

Name and Principal Position	Year	Salary (\$)	Bonus (\$)	Stock Awards (\$)	Option Awards (\$)	Non-Equity Incentive Plan Compensation (\$)	Change in Pension Value and Non-qualified Deferred Compensation Earnings (\$)	All Other Compensation (\$)	Total (\$)
(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)
PEO									
PFO									
A									
B									
C									

Quelle: Securities and Exchange Commission (2006), S. 49.

In der *Summary Compensation Table* ist neben dem Namen und der Position (a) eines jeden Managers zunächst das Jahr der gewährten Vergütung (b) anzugeben. Hiernach folgen sämtliche, in dem betreffenden Jahr gewährten Vergütungskomponenten, die zu ihrem jeweiligen Marktwert in US-Dollar auszuweisen sind.<sup>23</sup> Offen zu legen sind Grundgehälter (c), gewährte Boni (d), aktienbasierte Vergütungsbestandteile wie Aktien- (e) und Optionsbewilligungen<sup>24</sup> (f), nicht-aktienbasierte Anreizkomponenten der Entlohnung (g), Veränderungen in Pensionsrückstellungen und nachträgliche Kompensationszahlungen (h) sowie alle weiteren Leistungen des Unternehmens an die jeweiligen Manager (i).<sup>25</sup> Nicht nur einzelne Vergütungskomponenten und deren Wert im laufenden Geschäftsjahr und

23 Dies bezieht sich auch auf „*Longterm Incentive Plans*“, also auf langfristige Anreizpläne und Vergütungskomponenten, die im laufenden Geschäftsjahr zwar bewilligt, aber erst in zukünftigen Perioden realisiert bzw. ausbezahlt werden.

24 Bewertet zu ihrem „*Fair Value*“ am Bewilligungszeitpunkt.

25 Dabei sind auch Nebeneinkünfte und Vergünstigungen zu benennen, wenn diese in Summe 10.000 USD oder mehr betragen, und offen zu legen, sofern sie sich auf 25.000 USD oder mehr, oder aber mindestens zehn Prozent aller Nebeneinkünfte und Vergünstigungen belaufen. Zu nennen sind unter anderem Honorare aus Beratertätigkeiten, Abgangsentschädigungen oder zinsgünstige Kredite und Orgendarlehen.

den beiden vorangegangenen Jahren sind auszuweisen, auch die Gesamtbezüge eines jeden Managers (j), welche sich aus der Summe aller Entlohnungsbestandteile (d. h. aus der Addition der jeweiligen Werte der Spalten (c) bis (i)) ergeben, sind durch die neuen Bestimmungen tabellarisch offen zu legen.

Die *Summary Compensation Table* ist um individualisierte Tabellen aller laufenden und leistungsabhängigen Vergütungsbestandteile und Kompensationspläne zu ergänzen. So um die Tabelle „*Grants of Plan-Based Awards*“ zu gewähren und noch ausstehenden Bonuszahlungen und zu aktienbasierten Vergütungsbestandteilen die Tabellen „*Outstanding Equity Awards at Fiscal Year-End*“ sowie „*Option Exercises and Stock Vested*“. Darüber hinaus sind Tabellen mit Angaben zu Abgangsentschädigungen und Pensions- und Vorsorgeleistungen zu erstellen und deren voraussichtliche Auszahlungen bekannt zu geben.

Neben den Bezügen des Managements sind auch für das *Board of Directors* die Vergütungen offen zu legen. Dabei wird ein tabellarischer Ausweis der Bezüge aller Board-Mitglieder verlangt, in dem die Entlohnung namentlich für das abgelaufene Geschäftsjahr bekannt zu geben ist, nicht aber die der beiden vorangegangenen Jahre. *Abbildung (3.2)* illustriert die aktuelle Formvorlage des *Director Compensation Table*, wie sie die *SEC* seit 2006 verbindlich vorschreibt:

Abbildung 3.2: Verbindliche Darstellungsform des Director Compensation Table

DIRECTOR COMPENSATION TABLE							
Name	Fees Earned or Paid in Cash (\$)	Stock Awards (\$)	Option Awards (\$)	Non-Equity Incentive Plan Compensation (\$)	Change in Pension Value and Non-qualified Deferred Compensation Earnings (\$)	All Other Compensation (\$)	Total (\$)
(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)
A							
B							
C							
D							
E							

Quelle: Securities and Exchange Commission (2006), S. 123.

Wie Abbildung (3.2) zeigt, sind in der *Director Compensation Table* neben Honoraren und Barvergütungen (b) auch aktienbasierte Entlohnungskomponenten (Spalte (c) und (d)) und nicht-aktienbasierte Anreizkomponenten der Entlohnung (e) sowie Veränderungen in Pensionszusagen und nachträgliche Kompensationszahlungen (f) einzeln auszuweisen. In der Kolumne „*All other compensation*“ (g) sind ferner alle weiteren Leistungen des Unternehmens an die jeweiligen Board-Mitglieder in Summe aufzuführen.<sup>26</sup> Sämtliche Angaben sind dabei auch hier zu ihrem Marktwert in US-Dollar auszuweisen. In der letzten Spalte des *Director Compensation Table* sind die Gesamtbezüge eines jeden Board-Mitglieds offen zu legen. Diese ergeben sich erneut aus der Summe der kategorisiert aufgeführten Entlohnungsbestandteile, hier der Spalten (b) bis (g).<sup>27</sup>

Abgesehen von einer tabellarischen Offenlegung der Manager- und Direktorenbezüge verlangt die SEC auch einen Ausweis in Textform. Dieser hat eine allgemeine Diskussion und Analyse der Vergütungen zu enthalten, aber auch spezifisch-materielle (Hintergrund-)

<sup>26</sup> Diese allerdings nur, sofern sie 10.000 USD oder mehr betragen.

<sup>27</sup> Ferner sind alle Transaktionen zwischen dem Unternehmen und den mit Managern und Direktoren verbundenen Personen offen zu legen, sofern diese 120.000 USD oder mehr betragen.

Informationen über die Werte der Tabellen zu umfassen. Die „*Compensation Discussion and Analysis* (CDA)“ soll unter anderem Informationen über die Ziele des Kompensationsplans aufzeigen, angeben, welche Leistungen die Vergütungen belohnen, und welche nicht, wie sich die Entschädigung konkret berechnet (inkl. Formel) und wie das jeweilige Unternehmen die Höhe der Entlohnung bestimmt.<sup>28</sup>

Dabei ist auch offen zu legen, ob das Unternehmen „*Benchmarking*“ praktiziert. Auch eine Referenzgruppenentlohnung bezogen auf einzelne Vergütungskomponenten ist, falls zutreffend, bekannt zu geben. Bestimmt ein Unternehmen die Entlohnungshöhe oder einzelne Vergütungsbestandteile durch einen Vergleich, ist im CDA die Bemessungsgrundlage (der *Benchmark*) auszuweisen und all seine Komponenten, d. h. die Referenzunternehmen sind offen zu legen. Nicht offen gelegt werden müssen hingegen individuell quantitative und qualitative Zielvereinbarungen und andere vertrauliche Informationen im Zusammenhang mit den Leistungszielen, deren Bekanntgabe zu einem Wettbewerbsnachteil für das Unternehmen führen kann.

Ferner verlangt die SEC, dass auch die Arbeitsweise des *Compensation Committees* zu beschreiben ist und im CDA erläutert werden soll, welche Rolle von zum Entlohnungsprozess hinzugezogene *Compensation Consultants* für die Höhe und Struktur der Vergütung spielen.

Die amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde sieht weiter vor, dass börsennotierte Unternehmen neben der Offenlegung der eigentlichen Manager- und Direktorenbezüge auch einen „*Performance Graph*“ ausweisen. Dieser soll für einen Zeitraum von mindestens fünf Jahren die jährliche prozentuale Veränderung der kumulierten Aktiengewinne vergleichen, mit der eines breiten Marktindex und der jährlichen prozentualen Veränderung eines selbst gewählten Industrie- oder „*line-of-business*“-Index.<sup>29</sup> Der Marktindex hat dem Marktsegment zu entsprechen, in dem das jeweilige Unternehmen selbst enthalten ist, wohingegen die frei wählbare Vergleichsgruppe in „*good faith*“, also in gutem Glauben

---

28 Für die Erstellung von Optionen postuliert die SEC darüber hinaus einen detaillierten Sonderbericht.

29 Die jährliche prozentuale Veränderung der kumulierten Aktiengewinne bestimmt sich aus der Summe der kumulierten Dividendenzahlungen der betrachteten Periode und der Differenz zwischen dem Aktienkurs am Ende und zu Beginn des Betrachtungszeitraums, dividiert durch den Aktienkurs zu Periodenbeginn.

bestimmt werden soll. Dabei gibt der Terminus „*line-of-business*“ einzig vor, dass die Unternehmen aus einer wirtschaftlichen Sichtweise grundsätzlich vergleichbar sind. Eine exakte Definition der Referenzgruppe bleibt allerdings den Unternehmen freigestellt. Im Fall einer selbst definierten Vergleichsgruppe sind jedoch die Zusammensetzung des Benchmarks und insofern die hierin enthaltenen Vergleichsunternehmen offen zu legen. Mit dem „*Performance Graph*“ in Verbindung mit den tabellarisch auszuweisenden Vergütungsinformationen gibt die amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde damit den Aktionären ein Instrument an die Hand, mit dessen Hilfe sie beurteilen können, ob die Entwicklung der absoluten leistungsabhängigen Entlohnung in einem angemessenen Verhältnis zur Entwicklung der Aktienrendite steht. Dieser direkte Vergleich verdeutlicht dabei, ob die Referenzgruppe im Falle eines „*Benchmarking*“ der Vergleichsgruppe entspricht, die im Rahmen des „*Performance Graph*“ ihre Berücksichtigung findet.

Zusammenfassend ist damit festzuhalten, dass in den USA bereits früh erste gesetzliche Vorschriften zu einem Ausweis von Vergütungsinformationen bestanden. So sind nach *SEC* bereits seit 1938 die Bezüge der drei höchstbezahltesten Manager individualisiert auszuweisen und seit 1978 zusätzlich die Bezüge des *CEO* und *CFO* offen zu legen. Darüber hinaus verlangte die *SEC* im Laufe der Zeit auch immer umfangreichere Informationen, zu den individuell bekannt zu gebenden Vergütungen. Um deren Übersicht und Vergleichbarkeit zu gewährleisten, sieht sie seit 1942 auch einen standardisierten Ausweis dieser Informationen in tabellarischer Form vor. Seit 2006 ist dieser nunmehr auch auf die individualisierten Bezüge aller Mitglieder des *Board of Directors* anzuwenden. Zur Erläuterung der ausgewiesenen Tabellen sind diese um eine allgemeine Diskussion und Analyse in Textform zu ergänzen. Diese soll unter anderem die Rolle von zum Entlohnungsprozess hinzugezogenen *Compensation Consultants* beschreiben und anzeigen, wie das jeweilige Unternehmen die Höhe der Entlohnung bestimmt. Dabei ist auch anzugeben, ob das Unternehmen „*Benchmarking*“ praktiziert. Trifft dies zu, sind sowohl die Bemessungsgrundlage als auch die hierin enthaltenen Referenzunternehmen offen zu legen.

Die aufgezeigte Entwicklung unterstreicht, dass in den USA neben der Vollständigkeit vor allem die Vergleichbarkeit der Information im Vordergrund steht. So beabsichtigt der tabellarische Ausweis, dass die Manager- und Direktorenbezüge sowohl über die Zeit als auch zwischen den Unternehmen vergleichbar sind. Allerdings ist dies nicht nur für

Aktionäre von Interesse, sondern auch für Personen und Personengruppen, welche in den in Abschnitt 2.1.1 beschriebenen Vergütungsprozess involviert sind. So kann die *Human Ressource* Abteilung beispielsweise die vorgesehene Höhe der Managerentlohnung mit den Bezügen anderer Manager in branchenverwandten Unternehmen vergleichen, sodass die in den USA praktizierte, individualisierte und standardisierte Form der Offenlegung für eine Lohnfindung mittels einer Referenzgruppenentlohnung geradezu förderlich ist.

### 3.2.2 Offenlegungsdirektiven im europäischen Recht

In Europa und insbesondere der *Europäischen Union (EU)* bestanden lange Zeit keine länderübergreifenden Bestimmungen zu einem Ausweis von Vergütungsinformationen. Vielmehr existierten in den jeweiligen Mitgliedsstaaten unterschiedliche Offenlegungsregularien, die je nach Land teils obligatorisch, teils fakultativ anzuwenden sind.

Um diese und andere länderspezifischen Regelungen zu koordinieren, verabschiedete der *Europäische Rat* am 25. Juli 1978 die *4. Richtlinie 78/660/EWG* über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen. In dieser Richtlinie enthalten ist eine Vorschrift, die sich auf den Ausweis von Vergütungsinformationen bezieht. Gemäß *Artikel 43 (1), Satz 12* sind im Anhang des Jahresabschlusses „(...) die für ihre Tätigkeit im Geschäftsjahr gewährten Bezüge der Mitglieder der Verwaltungs-, Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgane sowie die entstanden oder eingegangenen Pensionsverpflichtungen gegenüber früheren Mitgliedern der genannten Organe“ offen zu legen. Die Angaben sind dabei in aggregierter Form und für die jeweilige Personengruppe einzeln auszuweisen.<sup>30</sup>

Diese Vorschrift als auch die sie umfassende Richtlinie verpflichtet die Mitgliedsstaaten zu einer Umsetzung auf nationaler Ebene, überlässt die Wahl der Methode aber den einzelnen Ländern.<sup>31</sup> Auch wenn sie sich auf die Offenlegung der Managergehälter bezieht, lässt sie doch weitere Inhalte moderner Corporate-Governance-Kodizes offen. Um diesem

---

<sup>30</sup> Darüber hinaus empfiehlt die Richtlinie, dass auch alle Beträge der den Mitgliedern des Verwaltungs- und Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgane gewährten Vorschüsse und Kredite (unter Angabe der jeweiligen Zinsen u. ä.) im Anhang zum Jahresabschluss offen zu legen sind. Vgl. *4. Richtlinie 78/660/EWG, Artikel 43 (1), Satz 13*.

<sup>31</sup> In Deutschland wird eine europäische Richtlinie zumeist in Form eines Gesetzes oder als Verordnung umgesetzt und verabschiedet.

Defizit entgegenzuwirken, veröffentlichte die *Europäische Kommission* am 11. Mai 1999 einen Aktionsplan für Finanzdienstleistungen, in dem sie die Überprüfung der Corporate-Governance-Kodizes aller Mitgliedsstaaten der - nunmehr - *EU* lancierte.<sup>32</sup> Dazu setzte sie im September 2001 eine Expertengruppe ein und gab die Prüfung der für die *EU* relevanten Corporate-Governance-Kodizes in Auftrag.<sup>33</sup>

Im Januar 2002 veröffentlichte die renommierte und international tätige Anwaltskanzlei „WEIL, GOTHAL & MANGES“ eine umfassende Studie über die Corporate-Governance-Kodizes der *EU*-Mitgliedsstaaten.<sup>34</sup> Diese kommt zu dem Schluss, dass ein europäischer Corporate-Governance-Kodex nicht erforderlich ist, da die bereits bestehenden Kodizes ein bemerkenswert hohes Maß an Übereinstimmung aufweisen.

Zu dieser Ansicht gelangen im April 2002 auch der *Europäische Rat* und die von der *Europäischen Kommission* eingesetzte Expertengruppe.<sup>35</sup> Letztere legte am 4. November 2002 ihren Schlussbericht vor, in dem sie empfiehlt, die nationalen Unternehmensführungssysteme zu harmonisieren, einen europäischen Corporate-Governance-Kodex aber ebenfalls als nicht erforderlich erachtet. Dennoch rät sie, dass die *Europäische Kommission* bei der Schaffung nationaler Corporate-Governance-Kodizes eine aktive Rolle einnehmen sollte.<sup>36</sup>

Diesem Rat folgend sah es die *Europäische Kommission* als erforderlich an, neben den bisherigen Richtlinien gewisse Regeln und Grundsätze auf *EU*-Ebene vorzugeben. Dazu verabschiedete sie am 21. Mai 2003 einen Aktionsplan, in dem sie von der Entwicklung eines europäischen Corporate-Governance Reglements absieht, die verschiedenen Corporate-Governance-Kodizes der *EU* aber dennoch koordiniert.

Ziel dieses Aktionsplanes ist es unter anderem, zur Stärkung der Aktionärsrechte und zu einer Verbesserung des Schutzes Dritter beizutragen, sowie eine Annäherung der verschiedenen Kodizes als auch einen Austausch empfehlenswerter Praktiken zu fördern.<sup>37</sup>

---

32 Vgl. *Kommission der Europäischen Gemeinschaften* (1999).

33 Vgl. *Kommission der Europäischen Gemeinschaften* (2003), S. 4 und S. 13.

34 Vgl. GREGORY/SIMMELKJAER II. (2002).

35 Vgl. *Kommission der Europäischen Gemeinschaften* (2003), S. 13.

36 Vgl. WINTER ET. AL. (2002).

37 Vgl. *Kommission der Europäischen Gemeinschaften* (2003), S. 3 bzw. S. 9 ff. und S. 14.

Innerhalb dieses Aktionsplanes gab die *EU*-Kommission bekannt, dass sie einen Grundsatz ausarbeiten werde, demzufolge Aktionäre den Zusammenhang zwischen dem Unternehmensergebnis und der Höhe der Direktorenbezüge sowohl ex ante als auch ex post umfassend einschätzen können. Darüber hinaus sollen sie Entscheidungen über aktienbasierte Entlohnungsbestandteile fällen können.<sup>38</sup>

Infolge dieser Absichtserklärung veröffentlichte die *Europäische Kommission* am 29. Dezember 2004 konkrete Grundsätze, an denen sich die Regulierungsbehörden der einzelnen Länder bei der Erstellung nationaler Corporate-Governance-Kodizes orientieren können. Mit der Empfehlung zu einer Offenlegung von Managerbezügen erklärt sie hierin die Absicht, Aktionären „*a clear and comprehensive overview of the company's remuneration policy*“ zu geben.<sup>39</sup> Im Detail wird empfohlen, dass börsennotierte Unternehmen eine Stellungnahme zu ihrer eigenen Vergütungsstrategie verfassen, die sie als Teil des unabhängigen Vergütungsberichts und/oder im Jahres- bzw. Rechenschaftsbericht oder dessen Anhang publizieren.<sup>40</sup> Das „*remuneration statement*“ soll dabei die Direktorenbezüge des nachfolgenden Geschäftsjahres und, sofern angebracht, der zukünftigen Jahre offen legen, aber auch einen Überblick über die Art der im vorangegangenen Geschäftsjahr umgesetzten Vergütungsstrategie vermitteln.<sup>41</sup>

Innerhalb des Berichts sind unter anderem eine Erklärung der relativen Bedeutung variabler und nicht-variabler Vergütungsbestandteile abzugeben, die Verbindung zwischen der Entlohnung und der Performance offen zu legen sowie maßgebliche Parameter und Begründungen für jegliche Arten von Bonusschemata und anderer geldwerter Vorteile bekannt zu geben. Ferner sollen hinreichende Informationen zu Performance-Kriterien, welche zu Ansprüchen auf Aktien, Aktienoptionen oder alle weiteren variablen Entlohnungskomponenten berechtigen, offengelegt und eine Beschreibung der grundlegenden Charakteristika zusätzlicher Pensionszahlungen und frühzeitiger Abgangsentschädigungen bzw. derer Schemata bekanntgegeben werden.

---

38 Vgl. *Kommission der Europäischen Gemeinschaften* (2003), S. 19.

39 *Commission of the European Communities* (2004), S. L 385/55, Absatz 5.

40 Der Vergütungsbericht sollte darüber hinaus auch auf der unternehmenseigenen Webseite publiziert werden. Vgl. *Commission of the European Communities* (2004), 3.1.

41 Vgl. ebenda, 3.2.

Allerdings sind diese Informationen nur dann auszuweisen, wenn deren Offenlegung nicht zu einem Wettbewerbsnachteil für das Unternehmen führen kann.<sup>42</sup> Des Weiteren sollen auch Informationen über die Bezüge exekutiver Direktoren und über den Vorbereitungs- und Entscheidungsfindungsprozess veröffentlicht werden, welche für die Bestimmung der Vergütungspolitik von Bedeutung sind.<sup>43</sup>

Zur Art des Ausweises empfiehlt die *Europäische Kommission*, dass neben dem von der 4. Richtlinie 78/660/EWG vorgeschriebenen, kumulierten Ausweis die Direktorenbezüge auch individualisiert offen zu legen sind. Hinsichtlich nicht aktienbasierter Vergütungsbestandteile wird den Mitgliedsstaaten nahe gelegt, dass die Höhe der Honorare und Barvergütungen, Gewinnbeteiligungen und Boni (inklusive der Gründe ihrer Bewilligung) sowie alle weiteren, im Geschäftsjahr gewährten Bezüge aus einer Tätigkeit für das Unternehmen auszuweisen sind, einschließlich eventueller Abgangsentschädigungen exekutiver Direktoren. Für aktienbasierte Entlohnungsbestandteile wird hingegen angeraten, dass die Anzahl der im Geschäftsjahr gewährten Aktien und vorgesehenen Aktienoptionen individualisiert offen zu legen ist und deren Ausübungsbedingungen bekannt zu geben sind. Darüber hinaus sollen auch die Konzepte zusätzlicher Pensionszahlungen auf individualisierter Basis offengelegt werden.<sup>44</sup>

Viele europäische Länder sind aber nicht nur in der *Europäischen Union* vertreten, sondern auch Mitgliedsstaaten der „*Organisation for Economic Co-operation and Development*“ (*OECD*). So beispielsweise Deutschland, Österreich, Frankreich, Spanien und das Vereinigte Königreich von England. Aber auch Nicht-*EU*-Staaten, wie die Schweiz und Nationen wie Japan, Kanada und die USA, sind Teil der *OECD*. Im April 1998 beschlossen diese Länder, gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance zu entwickeln, an deren Schaffung sich auch die *Europäische Kommission* beteiligte. Ziel dieser Grundsätze sollte es sein bzw. ist es, den *OECD*-Mitgliedsstaaten aber auch Nicht-Mitgliedsstaaten eine Orientierungshilfe für Gesetzes- und Regulierungsinitiativen zu einer verbesserten

---

42 Vgl. *Commission of the European Communities* (2004), 3.3.

43 Vgl. ebenda, 3.4. und 3.5.

44 Vgl. ebenda, 5.2. und 5.5. Ferner sollen auch die von der Gesellschaft an die Direktoren gewährten Kredite, Vorschüsse und Garantieverpflichtungen offen gelegt werden. Vgl. ebenda, 5.6.

Corporate Governance auf nationaler Ebene zu geben.<sup>45</sup>

Im Jahr 1999 wurden diese Grundsätze erstmals publiziert. Sie sehen unter anderem vor, dass börsennotierte Unternehmen Informationen über die Vergütungen von Board-Mitgliedern und Managern in Schlüsselpositionen offen legen. Die Art des Ausweises, ob individualisiert oder aber in aggregierter Form, ist dabei explizit freigestellt.<sup>46</sup>

Die Grundsätze der *OECD* wurden 2004 noch einmal aktualisiert und empfehlen seitdem, dass die Vergütungspolitik für die Mitglieder der Geschäftsleitung und des Kontrollorgans offen zu legen ist.<sup>47</sup> Vor allem der Zusammenhang zwischen den Vergütungen der genannten Personen und dem Unternehmensergebnis ist dabei von besonderem Interesse. Erwartet wird, dass börsennotierte Unternehmen hinreichende Informationen über die Bezüge der Geschäftsführung und des Kontrollorgans offen legen, sodass die Anleger sowohl die Kosten als auch den Nutzen der Entlohnungssysteme sowie den Beitrag der Anreizschemata zum Unternehmensergebnis beurteilen können. Ein Ausweis personenbezogener Daten (einschließlich Abfindungen und Altersvorsorgeregelungen) wird seitens der *OECD* als „*zunehmend empfehlenswerte Praxis*“ erachtet.<sup>48</sup> Präzise Offenlegungsvorgaben werden aber auch von ihr nicht formuliert und sind den jeweiligen Mitglieds- bzw. Nicht-Mitgliedsstaaten überlassen.

Die Regularien der *EU* und der *OECD* zeigen, dass ein europaweiter, gesetzlicher Ausweis von Vergütungsinformationen bislang nicht besteht. Vielmehr gibt die *EU* eine Richtlinie vor, welche auf nationaler Ebene umzusetzen ist. Von beiden Institutionen werden darüber hinaus Leitlinien für die Erstellung nationaler Corporate-Governance-Kodizes vorgegeben, welche einen Ausweis von Vergütungsinformationen empfehlen. Die Bestimmung der Rechtsform der Transparenzvorschriften sowie deren konkreter Inhalt, Art und Form des Ausweises bleibt jedoch den einzelnen Ländern vorbehalten. Beispielhaft für Europa werden nun im Folgenden die Entwicklung und der aktuelle Stand der Transparenzvorschriften in Deutschland und der Schweiz aufgezeigt und deren Gemeinsamkeiten und Unterschiede mit den Vorschriften der *SEC* herausgestellt.

---

45 Vgl. *OECD* (1999), S. 2.

46 Vgl. ebenda, S. 20.

47 Vgl. ebenda, S. 25.

48 Vgl. ebenda, S. 64.

### 3.2.3 Offenlegungsdirektiven in Deutschland

Infolge der 4. Richtlinie 78/660/EWG des Europäischen Rates trat im Jahr 1985 in Deutschland ein Gesetz in Kraft, welches den Ausweis von Vergütungsinformationen für Kapitalgesellschaften verbindlich vorschreibt. Gemäß § 285 Nr. 9a des *Handelsgesetzbuches* (HGB) sind im Anhang zum Einzelabschluss „für die Mitglieder des Geschäftsführungsorgans, eines Aufsichtsrats, eines Beirats oder einer ähnlichen Einrichtung jeweils für jede Personengruppe die für die Tätigkeit im Geschäftsjahr gewährten Gesamtbezüge (Gehälter, Gewinnbeteiligungen, Bezugsrechte, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen und Nebenleistungen jeder Art)” auszuweisen. In die Gesamtbezüge sind dabei auch Einkünfte einzurechnen, welche nicht ausbezahlt, sondern in Ansprüche anderer Art umgewandelt oder zu einer Erhöhung anderer Ansprüche verwendet wurden.<sup>49</sup> Außer den Bezügen für das laufende Geschäftsjahr gilt es ferner auch Einkünfte offen zu legen, welche im Geschäftsjahr zwar gewährt wurden, bis zu diesem Zeitpunkt aber in noch keinem anderen Jahresabschluss zu finden sind.

Neben den Bezügen der amtierenden Manager sind auch die Gesamtbezüge ehemaliger Vorstands-, Aufsichtsrats- und Beiratsmitglieder offen zu legen. Zu berücksichtigen sind dabei Abfindungen und Ruhegehälter, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art. Auch der Betrag der für diese Personengruppen gebildeten Rückstellungen für laufende Pensionen, Anwartschaften auf Pensionen und der für diese Verpflichtungen nicht gebildeten Rückstellungen ist anzuzeigen.<sup>50</sup>

Äquivalent zum Einzelabschluss besteht auch für den Konzernabschluss eine entsprechende Vorschrift. So sind gemäß § 314 Abs. 1 Nr. 6 HGB im Anhang zum Konzernabschluss die für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben im Konzern oder einem Tochterunternehmen gewährten Gesamtbezüge der Mitglieder der Geschäftsleitung, eines Aufsichtsrats, eines Beirats oder einer ähnlichen Einrichtung des Konzerns offen zu legen und die Gesamtbezüge ehemaliger Organmitglieder auszuweisen.<sup>51</sup>

---

49 Überdies sind auch gewährte Vorschüsse und Kredite (unter Angabe der Zinssätze, wesentlichen Bedingungen und der im Geschäftsjahr zurückbezahlten Beträge) aber auch Haftungsverhältnisse, welche zugunsten dieser Personen eingegangen wurden, anzugeben. Vgl. § 285 Nr. 9c HGB.

50 Vgl. § 285 Nr. 9b HGB.

51 Die im Konzernabschluss zu berücksichtigenden und auszuweisenden Elemente entsprechen in ihrer

Infolge des vereinzelt Bekannt werdens beachtlicher Vergütungen einzelner Manager und einer immer stärkeren Globalisierung der Kapitalmärkte sahen sich Ende des 20sten Jahrhunderts verschiedene Institutionen veranlasst, erste Corporate Governance Grundsätze auch für deutsche Unternehmen zu entwickeln. So veröffentlichte die Frankfurter Grundsatzkommission im Jahr 2000 den „*Code of Best Practice*“ und beinahe zeitgleich der Berliner Initiativkreis den „*German Code of Corporate Governance*“.<sup>52</sup> Auch die Bundesregierung erkannte diese Entwicklung und setzte im Mai 2000 die „*Regierungskommission Corporate Governance*“ ein. Ziel dieser Kommission war es, erste Vorschläge auszuarbeiten, wie das System der Unternehmensführung und -kontrolle verbessert werden kann. Im Juli 2001 legte sie hierzu ihren Abschlussbericht vor, in dem sie empfiehlt, einen „*Code of Best Practice*“ auch für deutsche Unternehmen zu entwickeln.

Diesem Rat folgend berief das *Bundesministerium der Justiz (BMJ)* am 6. September 2001 die „*Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*“ und betraute sie mit der Aufgabe, einen solchen Kodex zu erstellen. Nach knapp 6-monatiger Beratung legte die Kommission am 26. Februar 2002 den „*Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK)*“ erstmals vor. Er richtet sich in erster Linie an börsennotierte Unternehmen und beinhaltet verschiedene Empfehlungen zu einer verantwortungsbewussten Unternehmensführung.<sup>53</sup> Unternehmen, welche diesen Kodex annehmen, haben dabei zu erklären, welchen dieser Empfehlungen sie folgen und welchen nicht, wobei Empfehlungsabweichungen gemäß dem „*comply or explain*“-Prinzip zu begründen sind.<sup>54</sup>

Eine dieser Empfehlungen sieht vor, dass die Vergütung der Vorstandsmitglieder vom Aufsichtsrat in einer angemessenen Höhe und auf Grundlage einer Leistungsbeurteilung festgelegt wird. Für die Bestimmung der Angemessenheit der Vergütung werden unter anderem Kriterien empfohlen, wie die Aufgaben und die Leistung des Vorstandsmitglieds, die wirtschaftliche Lage sowie der Erfolg und die Zukunftsaussichten des Unternehmens unter Berücksichtigung eines Vergleichsumfelds.<sup>55</sup>

---

Art derer des Einzelabschlusses.

52 S. FRANKFURTER GRUNDSATZKOMMISSION (2000) und BERLINER INITIATIVKREIS GERMAN CODE OF CORPORATE GOVERNANCE (2000).

53 Allerdings wird auch nicht börsenkotierten Unternehmen die Beachtung des *DCGK* empfohlen.

54 Vgl. BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2002), *Präambel DCGK*.

55 Vgl. ebenda, 4.2.2 *DCGK*.

Aber nicht nur für die Bestimmung der Höhe der Managerbezüge spricht der *DCGK* eine Empfehlung aus, sondern auch für den Ausweis von Vergütungsinformationen. So soll gemäß 4.2.4 *DCGK* (2002) die Vergütung der Vorstandsmitglieder im Anhang zum Konzernabschluss getrennt nach Festgehältern, erfolgsabhängigen Entlohnungskomponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen werden. Ausdrücklich wird empfohlen, die Angaben individualisiert offen zu legen. Auch konkrete Ausgestaltungen von Aktienoptionsplänen oder vergleichbarer Vergütungsinstrumente sollen in geeigneter Form bekannt gegeben werden.<sup>56</sup>

Neben dem Ausweis der Vorstandsbezüge empfiehlt der *DCGK* auch eine Offenlegung der Bezüge für den Aufsichtsrat. Getrennt nach Entlohnungsbestandteilen sollen diese im Anhang zum Konzernabschluss ausgewiesen werden, wobei auch die vom Unternehmen an die Mitglieder des Aufsichtsrates bezahlten Vergütungen oder gewährten Vorteile für persönlich erbrachte Leistungen (wie Beratungs- und Vermittlungsleistungen) im Anhang zum Konzernabschluss bekannt zu geben sind. Zur Art des Ausweises rät der *DCGK* auch für den Aufsichtsrat, die Angaben individualisiert offen zu legen.

Mit Blick auf die Höhe der Aufsichtsratsbezüge wird nach 5.4.5 *DCGK* (2002) empfohlen, dass diese durch einen Beschluss der Hauptversammlung bestimmt werden. Alternativ wird angeraten, diese im Rahmen der Satzung festzulegen.

Um aktuelle Entwicklungen nationaler und internationaler Corporate Governance zu berücksichtigen, wird der *DCGK* regelmäßig - zumeist einmal im Jahr - überprüft und bei Bedarf angepasst. Infolge seiner zweiten Revision vom 21. Mai 2003 empfiehlt er, dass der Aufsichtsrat mit dem Vorstand eine Begrenzung (Cap) variabler Entlohnungskomponenten mit Anreizwirkung und Risikocharakter vereinbart, der für den Fall außerordentlicher, nicht vorhersehbarer Ereignisse gilt. Außerdem sollen nunmehr auch die Grundzüge des Vergütungssystems für den Vorstand sowie konkrete Ausgestaltungen von Aktienoptionsplänen oder vergleichbarer Vergütungsinstrumente auf der Internetseite der Gesellschaft bekannt geben und im Geschäftsbericht erläutert werden. Über die Grundzüge des Vergütungssystems und dessen Veränderungen soll der Aufsichtsratsvorsitzende die Aktionäre im Zuge der Hauptversammlung noch einmal ausführlich informieren.<sup>57</sup>

---

<sup>56</sup> Vgl. BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2002), 4.2.3 *DCGK*.

<sup>57</sup> Vgl. ebenda, 4.2.3 *DCGK*.

Hinsichtlich der Offenlegung der Bezüge für den Aufsichtsrat wird seit dem 2. Juni 2005 empfohlen, diese nicht mehr im Anhang des Konzernabschlusses auszuweisen, sondern von nun an im Corporate Governance Bericht individualisiert und aufgegliedert nach Vergütungsbestandteilen offen zu legen.<sup>58</sup>

Eine der wesentlichsten Änderungen über die Empfehlung zu einem Ausweis von Vergütungsinformationen erfuhr der *DCGK* am 12. Juni 2006. In seiner aktualisierten Ausgabe empfiehlt er, Informationen über die Vorstandsbezüge in Form eines Vergütungsberichts offen zu legen, welcher Teil des Corporate Governance Berichts ist. Unter anderem soll der Vergütungsbericht das Entlohnungssystem der Vorstandsmitglieder in allgemein verständlicher Form beschreiben und aufzeigen, welchen Wert Aktienoptionspläne oder vergleichbare Vergütungsinstrumente besitzen. Darüber hinaus soll er jährliche Zuführungen zu Pensionsrückstellungen oder Pensionfonds offen legen und Angaben über die Art der von der Gesellschaft erbrachten Nebenleistungen enthalten.<sup>59</sup>

In einer nunmehr eigenständigen Empfehlung rät der *DCGK*, die aggregierte Vergütung eines jeden Vorstandsmitglieds individualisiert und unter Namensnennung offen zu legen. Der Ausweis soll dabei getrennt nach erfolgsunabhängigen und erfolgsbezogenen Entlohnungskomponenten erfolgen sowie nach Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung.<sup>60</sup> Neu ist, dass ein individualisierter Ausweis indes unterbleiben kann, wenn dies die Hauptversammlung mit einer Dreiviertelmehrheit anderweitig beschließt.<sup>61</sup>

Wurde die Empfehlung zu einem individualisierten Ausweis der Vorstands- und Aufsichtsratsbezüge von den betreffenden Unternehmen anfänglich nur sehr zögerlich umgesetzt, sah sich der deutsche Gesetzgeber veranlasst, die Frage nach einem individualisierten Ausweis gesetzlich zu regeln.<sup>62</sup>

---

58 Vgl. BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2005a), 5.4.7 *DCGK*.

59 Vgl. BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2006), 4.2.5 *DCGK*.

60 In der Auflage des *DCGK* aus dem Jahr 2006 wird ferner der Umfang der Vorstandsvergütung konkretisiert. Vgl. ebenda, 4.2.3 und 4.2.4 *DCGK*.

61 Vgl. ebenda, 4.2.4 *DCGK*. In den beiden bislang letzten Auflagen des *DCGK* vom 14. Juni 2007 und 6. Juni 2008 haben die aufgezeigten Empfehlungen zu einer individualisierten Offenlegung der Managerbezüge weiterhin unverändert Bestand.

62 Vgl. zu den Details dieser Diskussion den Gesetzentwurf des BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2005b) oder die Stellungnahme der Arbeitgeberverbände zum Gesetzentwurf in BDI/BDA/GDV (2005).

Seit dem 31. Dezember 2005 ist nunmehr das so genannte *Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz* (*VorstOG*) in Kraft. Es erweitert die bisherige gesetzliche Regelung und schreibt in § 285 Abs. 1 Nr. 9a HGB die individualisierte Angabe der Gesamtbezüge für jedes Mitglied der Geschäftsleitung börsennotierter Aktiengesellschaften unter Namensnennung verbindlich vor. Darüber hinaus verlangt es einen getrennten Ausweis erfolgsunabhängiger und erfolgsbezogener Entlohnungskomponenten sowie von Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung. Offen zu legen sind ferner auch Leistungen, welche einem Vorstandsmitglied für den Fall einer (vorzeitigen) Beendigung seiner Vorstandstätigkeit zugesagt worden sind. Dabei ist der wesentliche Inhalt dieser Zusagen wiederzugeben, sofern sie in ihrer rechtlichen Ausgestaltung nicht in unerheblichem Maße von den den Arbeitnehmern gewährten Zusagen abweichen. Wurden einem Vorstandsmitglied im Hinblick auf seine Tätigkeit als Organmitglied weitere Leistungen von Seiten Dritter zugesagt oder im Geschäftsjahr gewährt, oder enthält der Jahresabschluss weitergehende Angaben zu bestimmten Bezügen, sind auch diese in individualisierter Form offen zu legen. Die Angaben haben im Anhang zum Jahresabschluss zu erfolgen oder können alternativ in Form eines Vergütungsberichts im Lagebericht ausgewiesen werden.<sup>63</sup>

Wie die Empfehlung des *DCGK* sieht auch die gesetzliche Regelung einen Befreiungsbeschluss vor. So kann ein individualisierter Ausweis der Vorstandsbezüge unterbleiben, wenn die Hauptversammlung dies mit einer satzungsändernden, d. h. qualifizierten Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals beschließt. Der Befreiungsbeschluss kann höchstens für einen Zeitraum von fünf Jahren gefasst werden und ist im Fall einer Verlängerung der Hauptversammlung hiernach erneut vorzulegen.<sup>64</sup>

Das *VorstOG* sieht weiter vor, dass im Lagebericht börsennotierter Aktiengesellschaften auch die Grundzüge des Vergütungssystems offengelegt werden.<sup>65</sup> Dies ist allerdings eine Soll-Vorschrift und hat keinen verbindlichen Charakter. Im Rahmen des Lageberichts sollen unter anderem Angaben zur Vergütungsstruktur erläutert, einzelne Parameter, welche für die Erfolgsbindung der Vergütung wesentlich sind, offengelegt und erörtert, sowie An-

---

<sup>63</sup> Vgl. § 285 Abs. 1 Nr. 9a HGB und § 285 Abs. 2 Nr. 5 HGB.

<sup>64</sup> Vgl. § 286 Abs. 5 HGB.

<sup>65</sup> Vgl. § 289 Abs. 2 Nr. 5 HGB.

gaben zu den Bedingungen gemacht werden, an die Bonusleistungen, Aktienbezugsrechte und Aktienoptionen geknüpft sind. Sind diese Angaben nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung dazu geeignet, die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft nachteilig zu beeinflussen, kann ein Ausweis dieser Informationen jedoch unterbleiben.<sup>66</sup>

Neben dem Einzelabschluss sieht das *VorstOG* auch für den Konzernabschluss entsprechende Änderungen vor. Mit der Erweiterung des Artikels 314 Abs. 1 Nr. 6a HGB ist der individualisierte Ausweis der Vorstandsbezüge nun auch für den Konzernabschluss maßgeblich. Allerdings sind diese Angaben nicht im Lagebericht des Konzerns auszuweisen, sondern direkt im Konzernanhang offen zu legen. Grundsätzlich sind damit alle Vorstandsbezüge börsennotierter Aktiengesellschaften individualisiert auszuweisen, unabhängig, ob diese von Seiten des Konzerns oder einem Tochterunternehmen gewährt wurden.

Die gesetzliche Regelung zu einem Individualausweis beschränkt sich auf die Bezüge der Vorstandsmitglieder, lässt die Bezüge des Aufsichtsrats aber unberührt. Als Begründung gibt der deutsche Gesetzgeber an, dass die Aufsichtsratsvergütungen in ihrer Bemessungsgrundlage von der Hauptversammlung selbst beschlossen werden, wodurch der Gesichtspunkt der Kontrolle nachgeordneter Vergütungsebenen hier nicht zum Tragen kommt. Es erscheint ihm daher als ausreichend, die entsprechende Empfehlung des *DCGK* zu bestätigen und auf eine gesetzliche Regelung zu einem individualisierten Ausweis der Aufsichtsratsbezüge zu verzichten.<sup>67</sup>

Neben der Erweiterung des Artikels 314 Abs. 1 Nr. 6a HGB wurde für den Konzernabschluss auch die Nr. 4 des Artikels 315 Abs. 2 HGB ergänzt. Hiernach sind im Konzernlagebericht die Grundzüge des Vergütungssystems offen zu legen, sofern das Mutterunternehmen eine börsennotierte Aktiengesellschaft ist. Umfassen diese Informationen auch die Angaben des § 314 Abs. 1 Nr. 6a Satz 5 bis 9, sind diese im Lagebericht des Konzerns auszuweisen, können im Konzernanhang aber unterbleiben.<sup>68</sup>

---

66 Vgl. BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2005b), S. 12 f.

67 Vgl. ebenda, S. 9.

68 Neu definiert wurde im Zuge der Gesetzesreform auch der Bußgeldrahmen für einen Nichtausweis der geforderten Informationen. Wurde jede Ordnungswidrigkeit bis zu diesem Zeitpunkt noch mit einer Geldbuße von bis zu 25.000 Euro (bzw. 50.000 DM) sanktioniert, sind gemäss § 334 Abs. 3, § 340n Abs. 3 und § 341n Abs. 3 HGB nunmehr Maßregelungen von bis zu 50.000 Euro möglich.

Mit der Gesetzesreform und der darin enthaltenen Regelung zu einem individualisierten Ausweis der Vorstandsbezüge entspricht der deutsche Gesetzgeber der aktuellen Richtlinie der EU-Kommission vom 29. Dezember 2004. Darüber hinaus verleiht sie der Empfehlung des DCGK mehr Nachdruck, ohne dass diese überflüssig wird. Erklärte Zielsetzung des deutschen Gesetzgebers ist es, mit dem neuen Gesetz Aktionären ein Instrument an die Hand zu geben, mit dessen Hilfe sie beurteilen können, ob „*die Bezüge in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen*“.<sup>69</sup> Diese Formulierung suggeriert, dass die Vorschrift vor allem dazu dienen soll, unangemessene Vergütungspraktiken aufzudecken und auf diese Weise einen Beitrag zur Begrenzung des allgemeinen Trends der Steigerung von Managergehältern zu leisten.

### 3.2.4 Offenlegungsdirektiven in der Schweiz

Infolge der Grundsätze der OECD und der Entwicklung erster nationaler Corporate Governance Kodizes in Europa griff die Diskussion über eine verbesserte Corporate Governance auch auf die Schweiz über. Vor allem die vereinzelte Bekanntgabe beachtlicher Verwaltungsratsbezüge schürte in Medien und Politik die Diskussion um eine Offenlegung der Managerbezüge, gab es in der Schweiz doch lange Zeit keine Vorgaben zu einem Ausweis von Vergütungsinformationen. Einzig Artikel 697 des schweizerischen Obligationenrechts (OR) sah vor, dass Aktionäre ein Recht haben, Auskunft über die Angelegenheiten der Gesellschaft zu erhalten.

Die Diskussion um die Transparenz der Managergehälter wurde in der Schweiz vor allem durch den Umstand verschärft, dass sich der Lohnfindungsprozess für den Verwaltungsrat von der in Abschnitt 2.1.1 vorgestellten Verfahrensweise unterscheidet. Denn entgegen dem amerikanischen und dem deutschen System befinden in der Schweiz die Mitglieder des Verwaltungsrates selbst über die Höhe und Struktur ihrer eigenen Vergütung. Sie schließen im Namen der Gesellschaft mit sich selbst Verträge (so genannte *self-dealings* oder auch *Insichgeschäfte* genannt) und gewähren sich Vergütungen und andere Leistungen zu Lasten der betreffenden Gesellschaft. Zwar verfügen sie über die Befugnis, im Namen der Gesellschaft zu handeln, sie sind gleichzeitig aber auch dazu verpflichtet, die Interessen

---

69 BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2005b), S. 1. Siehe dazu auch § 87 Abs. 1 des deutschen Aktiengesetzes (AktG).

der Gesellschaft zu wahren. Da die Mitglieder des Verwaltungsrates damit sowohl Leistungssteller als auch Leistungsempfänger sind, resultiert hieraus beinahe zwangsläufig ein Interessenkonflikt.<sup>70</sup>

Um diesem Umstand zu begegnen und die Kontrollrechte der Aktionäre zu stärken, wurde dem schweizerischen Nationalrat am 9. Mai 2001 eine erste parlamentarische Initiative eingereicht, mit dem Titel „*Transparenz bei börsenkotierten Firmen*“. Sie sah vor, dass das *Obligationenrecht* ergänzt bzw. revidiert werden sollte und börsennotierte Aktiengesellschaften dazu verpflichtet werden, alle Bezüge ihrer Verwaltungsratsmitglieder im Anhang zur Bilanz offen zu legen. Am 11. März 2002 beschloß der Schweizer Nationalrat, diese Initiative weiter zu verfolgen. Er betraute die *Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrats* (WAK-N), einen ersten Gesetzesentwurf auszuarbeiten, welche ihrerseits am 28. Oktober 2002 diesen Auftrag an Prof. Boemle erteilte.<sup>71</sup>

Zur selben Zeit setzte auch die *Economiesuisse*<sup>72</sup> eine Kommission zur Verbesserung der nationalen Corporate Governance ein.<sup>73</sup> Ihre Aufgabe war es, die rechtlichen und faktischen Parameter der Corporate Governance börsennotierter Gesellschaften in der Schweiz zu untersuchen und Best-Practice-Empfehlungen zu entwickeln, sofern sie diese als notwendig erachtet.<sup>74</sup> Dabei zeigte sich, dass auch in der Schweiz ein grundsätzlicher Handlungsbedarf für die Entwicklung von Best-Practice-Empfehlungen bestand. Infolgedessen erstellte die Kommission den „*Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*“, einen Corporate Governance Kodex für die Schweiz.<sup>75</sup>

---

70 Vgl. SCHWEIZERISCHER BUNDESRAT (2004), S. 4475.

71 Vgl. ebenda, S. 4477 f.

72 *Economiesuisse* ist der Dachverband der schweizerischen Wirtschaft. Er wurde im Jahr 2000 gegründet und setzt sich aus einer Reihe namhafter Schweizer Unternehmen zusammen, wie der *Nestlé Suisse SA* oder der *Novartis International AG*. Nähere Informationen hierzu findet der interessierte Leser unter [www.economiesuisse.ch](http://www.economiesuisse.ch).

73 Die Kommission „*Corporate Governance*“ bestand sowohl aus Vertretern der Wissenschaft als auch der Industrie. Unter anderem nahmen hierin die Professoren Böckli und Hofstetter und Unternehmen wie die *ABB*, *Bâloise Holding*, die *Credit Suisse Group*, *Nestlé SA*, *Novartis International AG* oder die *UBS AG* ihren Sitz ein. Darüber hinaus nahmen auch die Anlagestiftung *Ethos* oder aber die *Schweizer Börse SWX* (*Swiss Exchange*) an der Kommission teil.

74 Vgl. HOFSTETTER (2002), S. 1.

75 Im Folgenden verkürzt auch als „*Swiss Code*“ bezeichnet.

Auf Initiative der *Eidgenössischen Bankenkommission (EBK)* und in Abstimmung mit der Kommission der *Economiesuisse* entschied sich auch die *Schweizer Börse SWX (Swiss Exchange)*, eine Transparenz-Richtlinie zur Corporate Governance zu erlassen.<sup>76</sup> Zusammen mit dem *Swiss Code* stellt die „*Richtlinie zur Corporate Governance*“ (*RLCG*) eine breite Basis für Empfehlungen und Vorgaben zur Corporate Governance dar und wurde parallel zum *Swiss Code* im Herbst 2001 in ein Vernehmlassungsverfahren geschickt. Sowohl die *RLCG* als auch der *Swiss Code* fanden hierin ihre breite Zustimmung.<sup>77</sup>

Am 25. März 2002 wurde der *Swiss Code* vom Vorstand der *Economiesuisse* einstimmig verabschiedet und ist seit dem 1. Juli 2002 in Kraft.<sup>78</sup> Er richtet sich an schweizerische Publikumsgesellschaften und spricht neben börsenkotierten Aktiengesellschaften damit auch volkswirtschaftlich relevante Gesellschaften und Organisationen an, die nicht an der *Schweizer Börse SWX* kotiert sind.<sup>79</sup> Wie der *DCGK* stellt auch der *Swiss Code* keine verbindliche Handlungsvorgabe dar. Er bildet vielmehr eine Leitlinie und Handlungsempfehlung, welche dem Prinzip des „*comply or explain*“ folgt.

In *Ziffer 26* empfiehlt der *Swiss Code*, dass der Entschädigungsausschuss bei der Festlegung der Managerbezüge darauf achten sollte, dass „*die Gesellschaft markt- und leistungsgerechte Gesamtentschädigungen anbietet, um Personen mit den nötigen Fähigkeiten und Charaktereigenschaften zu gewinnen und zu behalten*“.<sup>80</sup> Diese Gesamtentschädigungen sind nach *Ziffer 30* des *Swiss Codes* offen zu legen, wobei hinsichtlich der einzelnen Angaben auf die *RLCG* der Schweizer Börse verwiesen wird.

Mit Einführung des *Swiss Codes* trat am 1. Juli 2002 zeitgleich auch die *Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance (RLCG)* der Schweizer Börse in Kraft. Sie richtet sich an alle Unternehmen, deren Aktien an der *SWX* kotiert sind und spricht damit, anders als der *Swiss Code*, nur indirekt auch volkswirtschaftlich relevante Gesellschaften

---

76 Gemäss Art. 4 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995 verfügt die *Schweizer Börse SWX* über die Kompetenz, sich selbst zu regulieren.

77 Vgl. HOFSTETTER (2002) S. 56.

78 Im Zuge der Veröffentlichung des *Swiss Codes* wurde ein Bericht im Zusammenhang mit der Arbeit der Kommission „*Corporate Governance*“ publiziert. Dieser Report von HOFSTETTER (2002) dient als begleitendes Analysepapier des *Swiss Codes* und begründet und erklärt die einzelnen Empfehlungen.

79 Vgl. ECONOMIESUISSE (2002), *Ziffer 3* und SCHWEIZERISCHER BUNDESRAT (2004), S. 4474.

80 HOFSTETTER (2002), S. 71, *Ziffer 26 Swiss Code*.

und Organisationen an, die nicht an der *SWX* notiert sind.<sup>81</sup> Die *RLCG* erfasst neun Teilbereiche der Corporate Governance, wie etwa die Konzernstruktur und das Aktionariat oder den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung, zu denen Informationen auszuweisen sind.

Abbildung 3.3: Neun Teilbereiche der Corporate Governance zu denen nach *RLCG* Informationen auszuweisen sind



Quelle: Schweizer/Schneider/Huwylser (2002), S. 9.

In Kapitel fünf finden sich hier Bestimmungen über den Ausweis von Entschädigungen, Beteiligungen und Darlehen, die den Mitgliedern des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung von der Gesellschaft gewährt wurden. Entgegen den übrigen Auskünften, die auch im *RLCG* dem Prinzip des „*comply or explain*“ folgen, sind diese Angaben für alle betreffenden Aktiengesellschaften verbindlich offen zu legen.<sup>82</sup> Nicht börsennotierten Gesellschaften und Organisationen wird ein solcher Ausweis durch *Ziffer 30* des *Swiss Codes* zumindest empfohlen.

<sup>81</sup> Ausgenommen vom Anwendungsbereich sind gemäß *Präambel Ziffer 3 RLCG* Emittenten, deren Gesellschaftssitz nicht in der Schweiz ist und deren Beteiligungsrechte sowohl an der *SWX* als auch an einer Börse im Heimatstaat kotiert sind.

<sup>82</sup> Vgl. SWISS EXCHANGE (2002), *Präambel Ziffer 7 RLCG*.

Gemäß *RLCG* sind die Gesamtsummen aller Entschädigungen offen zu legen, welche im Berichtsjahr vom Emittenten oder der Konzerngesellschaft an die amtierenden Mitglieder des Verwaltungsrates und/oder der Geschäftsleitung gewährt wurden.<sup>83</sup> Diese Gesamtsummen gilt es ferner auch getrennt auszuweisen, nach exekutiven und nicht-exekutiven Mitgliedern.<sup>84</sup> Nicht kumuliert sondern separat sind dagegen zusätzliche Entschädigungen bekannt zu geben, welche an die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung im Berichtsjahr für die Beendigung ihrer Tätigkeit bewilligt wurden.<sup>85</sup>

Äquivalent zu 5.2.1 und 5.2.2 *RLCG* findet sich über die Transparenz der Bezüge ehemaliger Organmitglieder in den *Ziffern* 5.3.1 und 5.3.2 *RLCG* eine entsprechende Regelung. So sind auch hier die Gesamtbezüge aller ehemaligen Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung in Summe auszuweisen, und zusätzlich getrennt nach exekutiven und für den Verwaltungsrat nicht-exekutiven Mitgliedern. Für letztere gilt es dabei auf die Anzahl der Personen hinzuweisen, welche durch die jeweiligen Zahlungen begünstigt werden.

Neben einem kumulierten Ausweis der Bezüge sieht die *RLCG* auch eine einzelne individualisierte Offenlegung vor. So ist für das Mitglied des Verwaltungsrates mit der höchsten Summe aller Entschädigungen die im Berichtsjahr gewährte Vergütung individualisiert auszuweisen. Dabei ist ohne Namensnennung die Höhe der Entlohnung offen zu legen und Aktien- und Optionszuteilungen sind bekannt zu geben.<sup>86</sup>

In *Ziffer* 5.1 sieht die *RLCG* auch einen Ausweis von Informationen über den Inhalt und das Festsetzungsverfahren von Entschädigungen und Beteiligungsprogrammen vor. Unter anderem verlangt sie, dass Informationen über die Grundlagen und Elemente von Entschädigungen und Beteiligungsprogrammen (sowohl für amtierende als auch ehemalige Organmitglieder) bekannt gegeben werden sowie Angaben über Zuständigkeiten und das Verfahren zu deren Festsetzung offen zu legen sind.<sup>87</sup> Ferner gilt es, Informationen über

---

<sup>83</sup> In die Gesamtsummen gilt es auch Bezüge an Organmitglieder mit einzurechnen, die im Berichtsjahr ihre Funktion beendet haben. Vgl. SWISS EXCHANGE (2002), 5.2.1 *RLCG*.

<sup>84</sup> Vgl. ebenda, 5.2.2 *RLCG*.

<sup>85</sup> Vgl. ebenda, 5.2.3 *RLCG*.

<sup>86</sup> Vgl. ebenda, 5.9 *RLCG*.

<sup>87</sup> Vgl. ebenda, 5.1 *RLCG*.

Aktienzuteilungen und den Aktienbesitz bekannt zu geben und im Berichtsjahr gewährte Optionen und Orgendarlehen in ihrer Gesamtheit auszuweisen. Nicht kumuliert sondern für jedes Mitglied des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung individuell sind zusätzliche Honorare (wie beispielsweise aus Beratertätigkeiten für das Unternehmen) und andere Vergütungen aus einer Tätigkeit für das Unternehmen anzuzeigen, sofern deren Summe die Hälfte der Gesamtentschädigung des betreffenden Organmitglieds erreicht.<sup>88</sup>

Zusammen mit dem *Swiss Code* bildet die *RLCG* damit eine breite Basis von Vorgaben über die Offenlegung von Vergütungsinformationen - oder allgemein zur Corporate Governance. Ihre Empfehlungen und Regelungen sollten allerdings nicht unabhängig voneinander betrachtet werden, greifen sie doch vielmehr ineinander.

Neben der *Economiesuisse* und der *Schweizer Börse SWX* wurde infolge der eingangs angesprochenen parlamentarischen Initiative auch das *Eidgenössische Justiz- und Polizeidepartement (EJPD)* aktiv. Dieses setzte die Arbeitsgruppe „*Corporate Governance*“ ein, welche die Frage vorziehen sollte, nach einem gesetzlichen Ausweis der Entschädigungen und Beteiligungen für die oberste Führungsriege börsennotierter Aktiengesellschaften. Gestützt auf dem hieraus folgenden Zwischenbericht vom 25. März 2003 und dem zeitgleich von Prof. Boemle ausgearbeiteten Report über Vorschläge zu einer Gesetzesänderung erarbeitete das *Bundesamt für Justiz* einen ersten Vorentwurf zu einem Gesetz über die Transparenz von Organentschädigungen und -darlehen. Dieser Vorentwurf wurde am 5. Dezember 2003 in ein Vernehmlassungsverfahren geschickt und infolge auseinander gehender Ansichten und Meinungen aus Wirtschaft und Politik noch einmal überarbeitet.<sup>89</sup>

Seit dem 1. Januar 2007 ist nunmehr das neue Gesetz und damit verbunden die Änderung des schweizerischen *Obligationenrechts* in Kraft. In *Artikel 663b<sup>bis</sup> Abs. 1 OR* schreibt es den Ausweis der Gesamtbezüge für den Verwaltungsrat, die Geschäftsleitung und den Beirat börsennotierter Gesellschaften im Anhang zur Bilanz verbindlich vor und verlangt darüber hinaus einen Ausweis der im Berichtsjahr gewährten Gesamtbezüge ehemali-

---

<sup>88</sup> Vgl. SWISS EXCHANGE (2002), 5.7 *RLCG*. Im Zuge der Einführung der *RLCG* veröffentlichte die *Swiss Exchange* gleichsam eine „*Checkliste*“, welche sicherstellen soll, dass alle Angaben von den betreffenden Unternehmen vollständig ausgewiesen werden.

<sup>89</sup> Vgl. SCHWEIZERISCHER BUNDESRAT (2004), S. 4478.

ger Organmitglieder.<sup>90</sup> In die jeweiligen Gesamtbezüge sind im Einzelnen Honorare und Löhne einzurechnen, Bonifikation und Gutschriften zu berücksichtigen sowie alle Arten von Beteiligungen und Sachleistungen einzubeziehen, die im Geschäftsjahr bewilligt wurden. Darüber hinaus sind auch Gewährungen von Beteiligungen, Wandel- und Optionsrechten sowie Abgangsentschädigungen und Pensionsrückstellungen zu berücksichtigen und alle weiteren Leistungen für zusätzliche Arbeiten in die Summen einzubeziehen.<sup>91</sup>

Neben diesem kumulierten Ausweis schreibt das *Obligationenrecht* auch eine im Vergleich zu den Vorgaben der *RLCG* amplifizierte, individualisierte Offenlegung der Bezüge vor. So sind gemäß *Artikel 663b<sup>bis</sup> Abs. 4 OR* die auf ein Mitglied des Verwaltungsrates und des Beirats entfallenden Vergütungen individualisiert offen zu legen und der höchste einem Mitglied der Geschäftsleitung zugewiesenen Betrag. Die ausgerichteten Bezüge sind dabei unter Namensnennung offen zu legen und unter Nennung der Funktion der jeweils betreffenden Person.<sup>92</sup>

Für Unternehmen und Anstalten des Bundes sind die Bezüge des obersten Kaders und der Mitglieder leitender Organe bereits seit dem 20. Juni 2003 offen zu legen. Neben einem aggregierten Ausweis der Bezüge der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrates ist dabei auch ein individualisierter Ausweis der Bezüge für die Vorsitzenden dieser Organe verlangt. Für privatrechtliche Unternehmen, die sich in der Hand des Bundes befinden (d. h. kapital- und stimmenmäßig vom Bund beherrscht werden) und ihren Sitz in der Schweiz haben, finden diese Bestimmungen sinngemäß Anwendung. Ausgenommen sind (neuerdings) einzig Gesellschaften, deren Aktien an der *SWX* kotiert sind und die damit

---

90 Diese allerdings nur, sofern sie im Zusammenhang mit der früheren Tätigkeit als Organmitglied stehen oder als marktüblich gelten.

91 Ferner sind Tantiemen, Bürgschaften und Garantieverpflichtungen sowie Pfandbestellungen zugunsten Dritter und andere Sicherheiten zu berücksichtigen, aber auch der Verzicht auf Forderungen ist in die Gesamtsummen einzubeziehen. Vgl. *Art. 663b<sup>bis</sup> Abs. 2 OR*.

92 Die Gesetzesänderung sieht weiter vor, dass neben den Vergütungen auch individualisierte Informationen über die von der Gesellschaft gewährten und noch ausstehenden Kredite und Darlehen an amtierende Organmitglieder offen zu legen sind. Diese gilt es auch dann auszuweisen, wenn sie zu nicht marktüblichen Bedingungen an ehemalige Organmitglieder oder an ihnen bzw. gegenwärtigen Organmitgliedern nahe stehenden Personen vergeben wurden und noch ausstehen. Vgl. *Art. 663b<sup>bis</sup> Abs. 3, 4 und 5 OR*.

bereits *Art. 663b<sup>bis</sup> OR* unterliegen.<sup>93</sup>

Als Ort des Ausweises der offen zu legenden Information definiert das *Obligationenrecht* den Anhang zur Bilanz. Gemäß *Artikel 662 Abs. 2 OR* ist dieser Teil der Jahresrechnung. Nach *Artikel 662a Abs. 1 OR* sind in der Jahresrechnung auch die jeweiligen Vorjahreszahlen aufzuzeigen, sodass sich dies auch den kumulierten und individualisierten Ausweis der Managervergütungen bezieht. Der Bilanzanhang als Teil der Jahresrechnung ist von Seiten der Revisionsstelle zu prüfen. Darüber hinaus ist er für börsennotierte Aktiengesellschaften (im Rahmen der Jahresrechnung) im Schweizerischen Handelsamtsblatt zu publizieren oder jeder Person zuzustellen, die dies innerhalb eines Jahres nach Abnahme verlangt.<sup>94</sup> Sowohl für Aktionäre als auch für die breite Öffentlichkeit ist es damit möglich, zu jeder Zeit und an jedem Ort geprüfte Informationen zu erhalten, über die Vergütungen des Führungskaders.<sup>95</sup>

Die Änderung des *Obligationenrechts* übernimmt zu großen Teilen die Vorgaben der *RLCG* und verankert sie auf einer gesetzlichen Ebene. Um nicht identische Regelungen sowohl in der *RLCG* als auch im *Obligationenrecht* vorzugeben, und um damit Doppelspurigkeiten zu vermeiden, hat die Zulassungsstelle der Schweizer Börse ihre Richtlinie zum 1. Januar 2007 aktualisiert. So wurden die *Ziffern 5.3 bis 5.9 RLCG* annulliert und *Ziffer 5.2 RLCG* angepasst. Sie bezieht sich von nun an ausschließlich auf die Transparenz der Entschädigungen, Beteiligungen und Darlehen von Emittenten mit Sitz im Ausland, fallen diese doch nicht unter das Schweizerische *Obligationenrecht*.<sup>96</sup>

Von der Gesetzesreform unberührt bleibt indessen *Ziffer 5.1 RLCG*. Informationen über den Inhalt und das Festsetzungsverfahren von Entschädigungen und Beteiligungsprogram-

---

93 Vgl. *Art. 6a Abs. 4 und 6 Bundespersonalgesetz (BPG)*.

94 Vgl. *Art. 727c OR* und *Art. 697h Abs. 1 OR*.

95 Verweigert eine Gesellschaft, ihrer Pflicht zu einem Ausweis dieser Informationen nachzukommen, stellt dies nach Schweizer Recht eine Verletzung der aktienrechtlichen Pflicht dar. Sanktioniert werden kann dies mit der Absetzung eines zuwiderhandelnden Geschäftsleitungsmitglieds durch den Verwaltungsrat oder durch die Abberufung eines eigenen Mitglieds aus dem Rat. Vgl. *Art. 726 Abs. 1 OR*. Darüber hinaus sind von Seiten der *Schweizer Börse SWX* für eine Verletzung der Informationspflicht gegenüber ihr selbst Sanktionen wie ein Verweis und/oder eine Geldbuße von bis zu 200.000 CHF möglich. Vgl. *SWISS EXCHANGE (2008), Art. 82 Kotierungsreglement*.

96 Vgl. *SWISS EXCHANGE (2007)*.

men sind demzufolge nicht im Jahresabschluss, sondern weiterhin im Kapitel zur Corporate Governance offen zu legen. Sie sind damit nach bestem Wissen und Gewissen bekannt zu geben, unterliegen aber nicht einer Revisionspflicht.

Die Aktualisierung der *RLCG* sieht weiter vor, dass die Angaben in *Kapitel 5* nicht mehr obligatorisch auszuweisen sind. Vielmehr folgen auch sie von nun an dem Prinzip des „*comply or explain*“, das damit auf alle Kapitel der *RLCG* Anwendung findet.

Parallel zur *RLCG* wurde auch der *Swiss Code* aktualisiert.<sup>97</sup> In Hinblick auf die Offenlegung verweist er in *Ziffer 30* zwar noch immer auf die Vorgaben der *SWX*, in *Anhang I* ergänzt und präzisiert er aber die bestehenden Empfehlungen zu den Vergütungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Erstmals bezieht er sich konkret auf die Referenzgruppenentlohnung. So empfiehlt er, dass das *Compensation Committee* sowohl Lohnvergleiche mit Drittunternehmen als auch die Arbeit interner und externer *Compensation Consultants* kritisch hinterfragen soll. Dabei ist die Zusammensetzung der Vergleichsgruppe zu prüfen und die Schlüssigkeit der gezogenen Vergleiche für die eigene Vergütung eingehend zu beleuchten. Unternehmen, deren Berücksichtigung aufgrund mangelnder Corporate Governance oder anderer Gründe zu einer Verzerrung führen kann, sollen aus dem Vergleich ausgeschlossen werden.<sup>98</sup>

Der Anhang zum *Swiss Code* rät weiter, dass der Verwaltungsrat einen jährlichen Entschädigungsbericht erstellt, welcher der Generalversammlung vorzulegen ist.<sup>99</sup> Der Entschädigungsbericht soll unter anderem das Vergütungssystem aufzeigen und erklären, wie dieses im Berichtsjahr umgesetzt wurde.<sup>100</sup> Tabellarisch soll er wiedergeben, wie sich das Vergütungssystem wertmäßig für den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung als jeweils Ganzes ausgewirkt hat sowie für die jeweiligen Mitglieder des Verwaltungsrates und das Mitglied der Geschäftsleitung mit dem höchsten Einkommen. Darüber hinaus soll er die wesentlichen Kriterien für die Bemessung der variablen Vergütung aufzeigen und ex-

---

97 Vorausgegangen ist dieser Aktualisierung ein Sonderbericht von HOFSTETTER (2007), der den *Swiss Code* in seinem fünfjährigen Bestehen mit Blick auf die Frage der Entschädigungen von Verwaltungsrat und Management in schweizerischen Publikumsgesellschaften untersucht.

98 Vgl. ECONOMIESUISSE (2007), *Anhang I b Ziffer 7 Swiss Code*.

99 Vgl. ebenda, *Anhang I c Ziffer 8 Swiss Code*.

100 Vgl. ebenda, *Anhang I c Ziffer 8* und *Anhang I d Ziffer 10 Swiss Code*.

terne, zum Entlohnungsprozess hinzugezogene *Compensation Consultants* benennen. Der Entschädigungsbericht soll auch eine Beschreibung erstellter Lohnvergleiche enthalten, mittels denen die Vergütung festgelegt wurde.<sup>101</sup> Er kann vom Verwaltungsrat separat als Teil des Geschäftsberichts verfasst werden oder auch wahlweise als Teil des Corporate-Governance-Berichts.<sup>102</sup>

Dieser Überblick zeigt, dass auch in der Schweiz lange Zeit keine Vorgaben zu einem Ausweis von Vergütungsinformationen bestanden. Erst mit der Einführung des *Swiss Codes* und der *RLCG* im Jahre 2002 wurde eine Offenlegung für alle schweizerischen Publikumsgesellschaften empfohlen - und seitens der *SWX* für börsenkotierte Aktiengesellschaften mit Sitz in der Schweiz vorgeschrieben. Die Regularien sahen zunächst vor, dass die Gesamtbezüge des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung jeweils in Summe auszuweisen sind und die Vergütung des Verwaltungsratsmitglieds mit dem höchsten Einkommen individualisiert offen zu legen ist. Mit der Änderung des *Obligationenrechts* vom 1. Januar 2007 existiert nun auch in der Schweiz eine gesetzliche Vorschrift, die den Ausweis von Vergütungsinformationen verbindlich regelt. So sind nach dem *Obligationenrecht* die Gesamtbezüge des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung in Summe anzuzeigen und die Bezüge für nunmehr alle Mitglieder des Verwaltungsrates individualisiert offen zu legen. Darüber hinaus ist erstmals auch der höchste, auf ein Mitglied der Geschäftsleitung entfallende Betrag separat anzuzeigen. Wie schon der *Swiss Code* und die *RLCG* sieht aber auch die gesetzliche Regelung davon ab, einen gesonderten Ausweis einzelner Vergütungskomponenten vorzuschreiben.

Infolge der Harmonisierung des *Swiss Codes* und der *RLCG* mit der Änderung des *Obligationenrechts* wird seit dem Jahr 2007 auch die Publikation eines Entschädigungsberichts (nunmehr explizit) empfohlen. Unter anderem soll dieser das Vergütungssystem erklären und dessen Umsetzung wertmäßig und in tabellarischer Form wiedergeben. Darüber hinaus soll der Entschädigungsbericht eine Beschreibung praktizierter Lohnvergleiche aufzeigen, mittels derer die Vergütung festgelegt wurde.

---

101 Vgl. *ECONOMIESUISSE* (2007), *Anhang I c Ziffer 8 Swiss Code*.

102 Vgl. ebenda, *Anhang I d Ziffer 10 Swiss Code*.

### 3.2.5 Gemeinsamkeiten und Unterschiede nationaler Offenlegungsrichtlinien

Die Entwicklung und der aktuelle Stand geltender Vorschriften zu einer Offenlegung von Managerbezügen weisen in den USA, Deutschland und der Schweiz eine Vielzahl von Gemeinsamkeiten, aber auch Unterschiede auf. Die wesentlichen Charakteristika werden im Rahmen dieses Abschnittes einzeln gegenüber gestellt, wobei sich die Struktur der jeweiligen Vergleiche an der der vorangegangenen Abschnitte orientiert. Wo es als angemessen erscheint wird darüber hinaus zwischen Direktiven unterschieden, die sich auf die Bezüge der Geschäftsleitung konzentrieren und denen, welche die Vergütungen des Kontrollorgans betreffen.

#### *Kriterium: Historie*

Der wohl augenfälligste Unterschied ist, dass die historische Entwicklung, wie es zu ersten Transparenzvorschriften kam, in den USA und Europa nicht zeitgleich ihren Anfang nahm. Im Gegensatz zum europäischen Raum entbrannte die Diskussion über die Höhe der Managergehälter in den USA bereits Mitte der 20er Jahre. Mit der Gründung der *SEC* kam im Jahr 1938 eine erste gesetzliche Regelung auf, die den Ausweis von Vergütungsinformationen für börsennotierte Aktiengesellschaften verbindlich vorschreibt. In Europa ist die Entwicklung erster Transparenzvorschriften mit einer zeitlichen Verzögerung von mehr als 40 Jahren zu beobachten. So gab die *EWG* im Jahr 1978 erstmals eine Richtlinie heraus, welche ihren Mitgliedsstaaten die Umsetzung von Transparenzvorgaben auf nationaler Ebene vorgibt. Diese Richtlinie wurde von der Regulierungsbehörde der Bundesrepublik Deutschland 1985 umgesetzt und in Form eines Gesetzes verankert. Auch die *OECD* entschloß sich, infolge der Bekanntgabe erster nationaler *Best-Practices*-Empfehlungen ihren Mitgliedsstaaten im Jahr 1999 allgemeine Grundsätze für die Entwicklung nationaler Corporate-Governance-Kodizes vorzugeben, in denen sie eine Offenlegung von Vergütungsinformationen empfiehlt. Dieser Empfehlung folgte man in der Schweiz im Jahre 2002 mit der Schaffung des *Swiss Code* und der *RLCG*. Danach sind für nicht-börsennotierte Gesellschaften die Bezüge des Managements fakultativ, für börsennotierte Gesellschaften obligatorisch offen zu legen.

Damit sehen nunmehr alle drei Länder einen Ausweis von Vergütungsinformationen vor. Es existiert insofern eine gemeinsame, wenn auch zeitlich versetzte Entwicklung, hin zu

einer grundsätzlichen Offenlegung von Vergütungsinformationen.

*Kriterium: Sinn und Zweck der Offenlegungsrichtlinien*

Angesicht dieser gemeinsamen Entwicklung ist allen drei Ländern auch der Sinn und Zweck der verabschiedeten Richtlinien gemein. So sollen durch eine erhöhte Transparenz die Kontrollrechte der Aktionäre gestärkt und unangemessene Vergütungspraktiken aufgedeckt bzw. Selbstbereicherungen vorgebeugt werden. Darüber hinaus erklärt die *SEC* das Ziel, dass die Informationen nicht nur eindeutig, sondern auch vergleichbar auszuweisen sind. Denn nicht nur anhand der Leistung des eigenen Managements soll es Aktionären möglich sein, über die Angemessenheit der Vergütung zu urteilen, sondern auch durch einen Vergleich zu anderen Unternehmen.

*Kriterium: Die Bezüge der Geschäftsleitung: Individual- vs. Kollektivausweis*

Mit der Einführung der gesetzlichen Regelung von 1938 sind in den USA die Bezüge der drei höchstbezahltesten Manager individualisiert auszuweisen. Im Jahre 1978 wurden diese Vorgaben noch einmal aktualisiert und sehen seitdem die Bekanntgabe der Bezüge des *CEO*, *CFO* (seit 2006 *PEO* und *PFO*) und der drei höchstbezahltesten Manager vor. In Europa verlangte die aus demselben Jahr stammende Richtlinie der *EWG* dagegen einen Ausweis der Bezüge für alle Mitglieder der Geschäftsleitung. Allerdings ist dabei keine individualisierte Offenlegung vorgesehen, sondern eine Bekanntgabe der Bezüge in Summe.

Im Laufe der Zeit wurden auch in Europa vereinzelt beachtliche Entlohnungen einzelner Manager bekannt. Schnell weckten diese auch hierzulande das Interesse von Öffentlichkeit und Medien und führten zu einem stetig wachsenden Druck auf die Politik, die Kontrollrechte der Aktionäre zu stärken. Um dieser Forderung nachzukommen, verabschiedeten sowohl die *Europäische Kommission* als auch die *OECD* erste Grundsätze und Richtlinien, welche ihren Mitgliedsstaaten empfehlen, im Zuge der Entwicklung nationaler Corporate-Governance-Kodizes eine Empfehlung vorzusehen, wonach Unternehmen die Bezüge der Geschäftsleitung individualisiert ausweisen. In Deutschland sind per Gesetz seit 1985 die Bezüge der Geschäftsleitung und damit der Vorstandsmitglieder in Summe offen zu legen. Mit der Einführung des *DCGK* im Jahr 2002 wird darüber hinaus ein individualisierter

Ausweis der Vorstandbezüge auf freiwilliger Basis empfohlen. Erst mit der Lancierung des *VorstOG* im Jahre 2006 ist nunmehr auch in Deutschland ein individualisierter Ausweis der Bezüge für alle Mitglieder der Geschäftsleitung börsennotierter Kapitalgesellschaften verbindlich. Ähnlich, wenn auch nicht in gleichem Umfang, verhält es sich mit den Vorgaben in der Schweiz. Hier verlangte die *RLCG* 2002 zunächst eine Offenlegung der Bezüge der Geschäftsleitung in Summe. Mit der Änderung des *Obligationenrechts* im Jahr 2007 ist neben dem Ausweis der Gesamtbezüge nunmehr auch der höchste auf ein Mitglied der Geschäftsleitung entfallende Betrag individualisiert offen zu legen. Eine personenbezogene Bekanntgabe der Bezüge aller Mitglieder der Geschäftsleitung lehnt der Schweizer Gesetzgeber aber grundsätzlich ab.

*Kriterium: Die Bezüge des Kontrollorgans: Individual- vs. Kollektivausweis*

Mit Blick auf das Kontrollorgan ist in den USA seit 2006 ein tabellarischer und individualisierter Ausweis der Bezüge vorgesehen. Allerdings bezieht sich dieser nicht gezielt auf einzelne Mitglieder, sondern umfasst die Vergütung aller Mitglieder des *Board of Directors*. Demgegenüber verlangte die Richtlinie der *EWG* in Europa zunächst einen aggregierten Ausweis der Kontrollorganbezüge. Seit 2004 empfehlen die *Europäische Kommission* und die *OECD*, dass bei der Erstellung nationaler Corporate Governance Kodizes auch für das Kontrollorgan eine Empfehlung berücksichtigt werden soll, wonach dessen Bezüge individualisiert auszuweisen sind. In Deutschland haben Kapitalgesellschaften seit dem Jahr 1978 die Bezüge des Aufsichtsrates in Summe bekannt zu geben. Mit der Einführung des *DCGK* wird darüber hinaus ein individualisierter Ausweis der Aufsichtsratsbezüge auf freiwilliger Basis empfohlen. Diese Empfehlung hat noch bis heute Bestand, wurde sie im Zuge der Einführung des *VorstOG* doch nicht gesetzlich verankert. Anders die Regelungen in der Schweiz. Hier sieht die *RLCG* bereits seit 2002 einen Ausweis der Gesamtbezüge für den Verwaltungsrat vor und eine Offenlegung des höchsten auf ein Mitglied des Verwaltungsrates entfallenden Betrages. Infolge der Änderung des *Obligationenrechts* sind seit dem Jahr 2007 nunmehr nicht nur die Bezüge des Verwaltungsratsmitglieds mit dem höchsten Einkommen auszuweisen, sondern alle Bezüge der Mitglieder des Verwaltungsrates individualisiert offen zu legen.

Damit zeigen diese Entwicklungen, dass sowohl in den USA als auch in Deutschland und der Schweiz eine Tendenz zu beobachten ist, zu einem immer detaillierteren und individualisierten Ausweis von Vergütungsinformationen. So vergrößerte sich in den USA die Gruppe der Personen, deren Bezüge individualisiert auszuweisen sind, während die Direktiven in Europa zunächst einen aggregierten Ausweis der Bezüge für Geschäftsleitung und Kontrollorgan vorsahen. Im Laufe der Zeit folgte man allerdings dem Beispiel der USA, wodurch für die beiden europäischen Länder eine zusätzliche Entwicklung zu konstatieren ist, von einem aggregierten zu einem individualisierten Ausweis von Vergütungsinformationen.

Der aktuelle Stand der Offenlegungsvorschriften zeigt weiter, dass sowohl in den USA als auch in Deutschland und der Schweiz die Vergütung für mindestens eine Personengruppe individualisiert offen zu legen ist. Nur in Deutschland besteht für die Aktionäre die Möglichkeit, von diesem abzusehen und einen Befreiungsbeschluss zu fassen. Eine äquivalente Regelung existiert dagegen weder in der Schweiz, noch in den USA.

#### *Kriterium: Klassifizierter Ausweis der Entlohnungsbestandteile*

Nachdem wir zunächst die Entwicklung und die Zielgruppe der Offenlegungsvorschriften verglichen haben, betrachten wir in einem nächsten Schritt, welche Elemente der Entlohnung für wen offen zu legen sind. So gilt es in den USA für die Geschäftsführung die Vergütungen des *PEO*, *PFO* und der drei höchstbezahltesten Manager getrennt nach Fixum, Bonus sowie aktienbasierten und nicht-aktienbasierten Vergütungsbestandteilen bekannt zu geben. Darüber hinaus sind Veränderungen in Pensionsrückstellungen und verzögerte Kompensationszahlungen sowie alle weiteren Leistungen des Unternehmens an die geschäftsführenden Manager offen zu legen. Von der *Europäischen Kommission* wird hingegen empfohlen, nicht-aktienbasierte Vergütungsbestandteile getrennt nach Barvergütungen, Gewinnbeteiligungen und Boni sowie allen weiteren, im Geschäftsjahr gewährten Bezüge aus einer Tätigkeit für das Unternehmen gesondert auszuweisen. Für aktienbasierte Entlohnungsbestandteile sollen dabei die Anzahl der im Geschäftsjahr gewährten Aktien und vorgesehenen Aktienoptionen offengelegt und die Konzepte zusätzlicher Pensionszahlungen auf individualisierter Basis ausgewiesen werden. Die *OECD* macht zu einem kategorisierten oder gesonderten Ausweis dagegen keine Angaben, wohingegen

in Deutschland die Bezüge eines jeden Vorstandsmitglieds kategorisiert nach erfolgsunabhängigen und erfolgsbezogenen Vergütungskomponenten sowie nach Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung offen zu legen sind. Eine nähere Klassifizierung, wie sie in den USA besteht, sieht der deutsche Gesetzgeber aber nicht vor. In der Schweiz ist eine kategorisierte oder gar detaillierte Offenlegung der Vergütungskomponenten gesetzlich nicht geregelt. Einzig die *RLCG* gibt vor, dass börsennotierte Gesellschaften die Elemente der Entschädigungen für die Mitglieder der Geschäftsleitung anzugeben haben, doch sieht auch sie von einem Ausweis der Höhe einzelner Entlohnungsbestandteile ab.

Für das *Board of Directors* sind in den USA die Bezüge getrennt nach Barvergütungen, aktienbasierten und nicht-aktienbasierten Vergütungsbestandteilen offen zu legen. Auch Veränderungen in Pensionszusagen und verzögerte Kompensationszusagen sowie alle weiteren Leistungen des Unternehmens an die Mitglieder des *Boards* sind bekannt zu geben. Eine klassifizierte Offenlegung der Aufsichts- und Verwaltungsratsbezüge ist in Deutschland und der Schweiz von Seiten des Gesetzes nicht geregelt. Allerdings empfiehlt der *DCGK*, dass die Vergütung des Aufsichtsrates getrennt nach Bestandteilen auszuweisen ist und konkretisiert, dass sich die Vergütung aus erfolgsunabhängigen und erfolgsbezogenen Entlohnungskomponenten sowie aus Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung zusammensetzen soll. In der Schweiz gibt die *RLCG* ebenfalls vor, dass börsennotierte Gesellschaften die Elemente der Entschädigungen für die Mitglieder des Verwaltungsrates offen legen, von einem Ausweis der Höhe der einzelnen Vergütungsbestandteile sehen aber auch die Empfehlungen der *RLCG* ab.

#### *Kriterium: Nebeneinkünfte*

Neben den eigentlichen Vergütungen sind in allen drei Ländern auch die von der Gesellschaft gewährten Nebeneinkünfte für die Mitglieder der Geschäftsleitung und des Kontrollorgans offen zu legen. In den USA gilt es, diese in Form der Kolumne „*All other compensations*“ individualisiert auszuweisen, sofern sie 10.000 USD oder mehr betragen. In Deutschland sind Nebeneinkünfte von Vorstandsmitgliedern börsennotierter Aktiengesellschaften gleichfalls individualisiert auszuweisen, wohingegen für den Aufsichtsrat ein aggregierter Ausweis gesetzlich vorgeschrieben ist. Allerdings wird auch hier durch den *DCGK* empfohlen, Nebeneinkünfte von Aufsichtsratsmitgliedern gesondert und individualisiert

auszuweisen. Zusätzliche Vergütungen für erbrachte Nebenleistungen sind in der Schweiz nicht separat offen zu legen. Diese gilt es vielmehr in den jeweiligen Summen zu berücksichtigen.

Damit bleibt festzuhalten, dass in allen drei Ländern die Höhe der individualisierten Vergütungen - möglichst - vollumfänglich offen zu legen ist. Eine Pflicht zu einem detaillierten Ausweis aller Entlohnungsbestandteile besteht aber nicht. Einzig in Deutschland und den USA sind Vergütungskomponenten gesondert, jedoch kategorisiert auszuweisen.

#### *Kriterium: Vorjahresbezüge und Abgangsentschädigungen*

Neben den Vergütungen des aktuellen Geschäftsjahres sind in den USA auch die Bezüge der beiden vorangegangenen Jahre offen zu legen. Aktionären soll es so auf einfachste Weise ermöglicht werden, die Entwicklung der Vergütung auf einen Blick zu erfassen. Einen, wenn auch kurzfristigeren Vergleichshorizont bieten hingegen die Regularien der Schweiz. Hier sind die Bezüge des aktuellen und des vorangegangenen Berichtsjahres offen zu legen, während in Deutschland gar nur die Vergütung des abgelaufenen Geschäftsjahres auszuweisen ist.

Auch Entschädigungen im Falle eines vorzeitigen Ausscheidens eines Managers sind in allen drei Ländern offen zu legen. Diese gilt es in den USA individualisiert anzuzeigen und in der Kolumne „*All other compensations*“ zu berücksichtigen. In Deutschland sind für den Vorstand bereits Zusagen von Abgangsentschädigungen individualisiert offen zu legen, wobei der *DCGK* eine Beschränkung von deren Höhe empfiehlt. Für den Aufsichtsrat gibt es hinsichtlich des Ausweises von Abgangsentschädigungen dagegen keine gesetzlichen Vorgaben oder Empfehlungen. Anders in der Schweiz. Hier sind sowohl für die Geschäftsleitung als auch für den Verwaltungsrat per Gesetz Abgangsentschädigungen im Rahmen der individualisierten und aggregierten Gesamtbezüge zu berücksichtigen. Allerdings empfiehlt der *Swiss Code*, dass weder für den Verwaltungsrat noch für die Geschäftsleitung Entschädigungen für den Fall einer vorzeitigen und unfreiwilligen Vertragsauflösung gewährt werden sollen. Diese Angaben komplettieren damit das Bild, dass die Managementvergütung sowohl in Europa als auch in den USA nicht nur individualisiert, sondern möglichst vollumfänglich ausgewiesen wird.

*Kriterium: Darstellungsform*

Gibt es bislang eine Vielzahl von Parallelen und Gemeinsamkeiten der Offenlegungsdirektiven in Europa und den USA, bildet der wohl größte Unterschied die Darstellungsform. So bestehen in den USA exakte Formvorgaben, wie Vergütungsinformationen offen zu legen sind. Unter anderem gilt es, die Bezüge des *PEO*, *PFO* und der drei höchstbezahltesten Manager im *Summary Compensation Table* (Abbildung (3.1)) tabellarisch anzuzeigen und die Vergütungen der Mitglieder des *Board of Directors* im *Director Compensation Table* (Abbildung (3.2)) übersichtlich darzustellen. Derart verbindliche Formvorgaben gibt es in Deutschland und der Schweiz nicht. Einzig im *Swiss Code* ist ein Vermerk zu finden, wonach die Umsetzung des Vergütungssystems im Berichtsjahr auch in tabellarischer Form aufgezeigt werden soll, eine verbindliche Formvorgabe lehnt der Herausgeber des *Swiss Codes*, die *Economiesuisse*, aber ausdrücklich ab.

*Kriterium: Vergütungsbericht*

Neben einer tabellarischen Offenlegung ist in den USA auch eine allgemeine Diskussion und Analyse der Managerbezüge (*CDA*) verlangt. Diese hat eine detaillierte Beschreibung aller Tabellen in Textform zu beinhalten und spezifisch-materielle (Hintergrund-) Informationen auszuweisen. In Deutschland sieht das *VorstOG* dagegen eine Offenlegung der Grundzüge des Vergütungssystems für börsennotierte Aktiengesellschaften im Lagebericht vor. Dies ist allerdings eine „*Soll-Vorschrift*“ und hat keinen verbindlichen Charakter. Auch von Seiten des *DCGK* wird ein Vergütungsbericht empfohlen. In der Schweiz ist die Publikation eines solchen Berichts nicht gesetzlich vorgeschrieben, wird jedoch - wie in Deutschland - durch den Corporate Governance Kodex den Unternehmen nahe gelegt.

*Kriterium: Referenzgruppenentlohnung*

Mit Blick auf den Lohnfindungsprozess sind nach *SEC* im Vergütungsbericht auch Informationen offen zu legen, wie das jeweilige Unternehmen die Höhe der Entlohnung bestimmt. Dabei ist bekannt zu geben, ob das Unternehmen „*Benchmarking*“ praktiziert. Auch eine Referenzgruppenentlohnung bezogen auf einzelne Vergütungskomponenten ist, falls zutreffend, anzuzeigen. Bestimmt ein Unternehmen die Entlohnungshöhe oder einzelne Vergütungskomponenten durch einen Vergleich, ist im *CDA* die Bemessungsgrundlage

(d. h. der *Benchmark*) auszuweisen und all seine Komponenten (die Referenzunternehmen) sind bekannt zu geben. In Deutschland sind derartige Angaben bislang nicht verlangt. Seit jüngster Zeit empfiehlt aber auch der *Swiss Code*, dass im Vergütungsbericht Vergleiche beschrieben werden, welche für die Festsetzung der Entlohnung wesentlich sind. Welche Informationen dies im Detail umfasst, konkretisiert der *Swiss Code* bislang aber noch nicht.

*Kriterium: Performance Graph*

Um die Bezüge zwischen Unternehmen auch in Abhängigkeit der Unternehmensperformance vergleichen zu können, weist die *SEC* amerikanische Unternehmen an, dass neben der Offenlegung der eigentlichen Vergütungsinformationen auch ein „*Performance Graph*“ auszuweisen ist. Eine solche oder vergleichbare grafische Unterstützung für die Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung sehen die Vorschriften in Deutschland und der Schweiz dagegen nicht vor. Hier beschränkt sich der Gesetzgeber darauf, dass Vergütungsinformationen grundsätzlich offengelegt werden, überlässt die Art und Weise der Beurteilung über die Angemessenheit der Vergütung aber den Adressaten.

*Kriterium: Angaben über Bezüge ehemaliger Organmitglieder*

Neben den Bezügen des amtierenden Managements sind in allen drei Ländern auch die gegenwärtigen Bezüge ehemaliger Organmitglieder offen zu legen. In den USA gilt es, diese individualisiert auszuweisen und in Deutschland und der Schweiz in Summe bekannt zu geben. Grundsätzlich sehen damit alle drei Länder - wenn auch in einer unterschiedlichen Weise - vor, dass auch zeitlich verzögerte Gehaltszahlungen zu veröffentlichen sind.

*Kriterium: Ort des Ausweises*

All die aufgezeigten und von Seiten des Gesetzes bekannt zu gebenden Vergütungsinformationen sind in den USA im *Annual Proxy Statement* aufzuzeigen. In Deutschland und der Schweiz sind diese Angaben im Anhang zur Bilanz offen zu legen oder können in Deutschland auch alternativ in Form eines Vergütungsberichts im Lagebericht erfolgen. Sie sind damit durch die Revisionsstelle zu prüfen, wodurch ein Mindestmaß an Vollständigkeit und Richtigkeit sichergestellt wird.

Der gesamte Vergleich zeigt, dass es eine Vielzahl von Gemeinsamkeiten, aber auch Unterschiede in der Entwicklung und dem aktuellen Stand der Offenlegungsrichtlinien in den USA, Deutschland und der Schweiz gibt. Die wesentlichen Similaritäten und Antagonismen sind in *Tabelle (3.1)* noch einmal übersichtlich zusammengefasst.

Tabelle 3.1: Gemeinsamkeiten und Unterschiede nationaler Offenlegungsdirektiven

Land Kriterium	USA	Deutschland	Schweiz
Einführung eines gesetzlichen Ausweises von Vergütungsinformationen	Ja	Ja	Ja
Ziel der Transparenzvorschriften	Stärkung der Kontrollrechte	Stärkung der Kontrollrechte	Stärkung der Kontrollrechte
Aggregierter Ausweis der Bezüge für die Geschäftsleitung	Nein	Ja	Ja
Aggregierter Ausweis der Bezüge für das Kontrollorgan	Kalkulierbar	Ja	Ja
Individualisierter Ausweis der Bezüge für die Geschäftsleitung	PEO, PFO und der drei höchstbezahltesten Manager	Ja	Nur des Mitglieds mit dem höchsten Einkommen
Individualisierter Ausweis der Bezüge für das Kontrollorgan	Ja	Ja (nach DCGK)	Ja
Befreiungsbeschluss für individualisierten Ausweis fassbar	Nein	Ja	Nein
Offenlegung der Entlohnungshöhe je Organmitglied	Ja	Ja	Ja
Klassifizierte Offenlegung der Vergütungsbestandteile	Ja	Ja	Nein
Ausweis von Nebeneinkünften	Ja	Ja	Ja
Ausweis der Vorjahresbezüge	Ja	Nein	Ja
Berücksichtigung von Abgangsschädigungen	Ja	Ja	Ja
Tabellarischer Ausweis von Vergütungsinformationen	Ja	Nein	Ja (nach Swiss Code)
Verbindliche Darstellungsform des tabellarischen Ausweises	Ja	Nein	Nein
Vergütungsbericht	Ja	Ja	Ja (nach RLCG)
Informationen zur Referenzgruppenentlohnung	Ja	Nein	Ja (nach Swiss Code)
Offenlegung der Referenzgruppe	Ja	Nein	Nein
„Performance Graph“	Ja	Nein	Nein
Angaben über Bezüge ehemaliger Organmitglieder	Ja	Ja	Ja
Ort des Ausweises	Annual Proxy Statement	Anhang zur Bilanz oder im Lagebericht	Anhang zur Bilanz

Quelle: Eigene Darstellung.

Mit Blick auf die nun folgende Analyse zur Referenzgruppenentlohnung soll noch einmal festgehalten werden, dass in allen drei Ländern zunächst keine Vorgaben zu einem Ausweis von Vergütungsinformationen bestanden. Erst im Laufe der Zeit kamen verschiedene Direktiven zu einer Stärkung der Kontrollrechte für die Aktionäre auf, welche einen Ausweis von Vergütungsinformationen vorsehen. Entgegen der Entwicklung in den USA ist in Europa, und insbesondere in Deutschland und der Schweiz, eine zusätzliche Entwicklung der Offenlegungsvorschriften zu beobachten. Verlangten die Vorgaben in Deutschland und der Schweiz zunächst noch einen überwiegend aggregierten Ausweis der Bezüge in Summe, sind in beiden Ländern in jüngst vergangener Zeit Gesetze erlassen und reformiert worden, welche neuerdings auch hier eine individualisierte Offenlegung der Managerbezüge vorschreiben. Sowohl in den beiden europäischen Ländern als auch in den USA steht dabei die Höhe der Individualvergütung im Vordergrund, wobei zu konstatieren ist, dass in den USA bislang noch immer die umfangreichsten Publikationsvorschriften herrschen. Paradoxerweise ist aber gerade in den USA das höchste Vergütungswachstum zu beobachten.<sup>103</sup> Steigen aber gerade in dem Land mit den vorbildlichsten Publikationsvorschriften die Bezüge am stärksten, so scheint es doch fragwürdig, ob eine erhöhte Transparenz der Managerbezüge tatsächlich geeignet ist, einen Beitrag zur Begrenzung des weltweit zu beobachtenden Trends zu leisten.

### 3.3 Formalisierung der Referenzgruppenentlohnung

In den folgenden Abschnitten soll nun ein Modellrahmen vorgelegt werden, der sowohl eine modelltheoretische Analyse der Referenzgruppenentlohnung als auch Aussagen über die Entwicklung der Managerbezüge über die Zeit erlaubt. Im Rahmen eines linearen *Agency*-Modells, in dem der Reservationsnutzen des Agenten nicht modellexogen definiert ist, soll zunächst gezeigt werden, wie sich eine Referenzgruppenentlohnung formal abbilden lässt. Damit diese ihre volle Wirkung entfalten kann, ist es jedoch notwendig, dass entsprechende Informationen über die Vergütungen anderer Manager in vergleichbaren Unternehmen bekannt sind. Vor dem Hintergrund der aufgezeigten Entwicklung der Transparenzvorschriften wird im Rahmen des entwickelten Modells untersucht, welche

---

103 Vgl. MURPHY (1999).

Wirkung eine Publikationspflicht von Vergütungsinformationen auf die Höhe der Managerbezüge über die Zeit haben kann. Die Analyse konzentriert sich dabei auf potenzielle Gefahren verschärfter Transparenzvorschriften, die in der öffentlichen und wissenschaftlichen Diskussion bisher kaum beachtet wurden und sorgfältig gegen mögliche Vorteile abzuwägen sind.

### 3.3.1 Modellrahmen

Um eine Referenzgruppenentlohnung formal darstellen und die Wirkung öffentlich verfügbarer Vergütungsinformationen untersuchen zu können, wird zunächst ein Modellrahmen vorgelegt, der sowohl Aussagen über die Höhe der Entlohnung als auch Aussagen über die Entwicklung der Managerbezüge über die Zeit erlaubt. Denn wie Abschnitt 2.2.1 zeigt, konzentrieren sich traditionelle *Agency*-Modelle auf die Gestaltung optimaler Anreizverträge innerhalb eines repräsentativen Unternehmens. Ihre Ergebnisse werden in der öffentlichen und wissenschaftlichen Diskussion zwar gern als Beleg für die Zweckmäßigkeit erfolgsabhängiger Entlohnungsformen herangezogen, sie gestatten aber wegen der Annahme eines exogen definierten Reservationsnutzens keine Aussagen über die Höhe der Entlohnung. Ein erstes Modell, das auch Aussagen über die Höhe der Managerentlohnung gestattet, beschreibt DUTTA (2008) und bildet den Ausgangspunkt für die nachfolgende Analyse.<sup>104</sup>

Um einen Vergleich der Vergütungspraktiken verschiedener Unternehmen zu ermöglichen und die Entwicklung der Managerbezüge über die Zeit untersuchen zu können, wird das Modell um mehrere Perioden,  $t = 1..T$ , und mehrere Unternehmen,  $i = 1..N$ , erweitert. Jedes der nun insgesamt  $N$  Unternehmen bestehe aus einem risikoneutralen Eigner (der *Prinzipal*) und einem risiko- und arbeitsaversen Manager (der *Agent*), der die Leitung der Geschäfte übernimmt. Aus dieser Beziehung resultiert in Unternehmen  $i$  und Periode  $t$  ein Cashflow,  $x_{it}$ , der sich additiv aus drei Komponenten zusammensetzt:

$$x_{it} = a_{it} + h(d_i) \cdot \theta_i + \varepsilon_{it}. \quad (3.1)$$

Der Beitrag des Agenten zum Unternehmens-Cashflow wird hierin durch zwei Terme berücksichtigt. Seinem Arbeitseinsatz in Unternehmen  $i$  und Periode  $t$ ,  $a_{it}$ , und dem

---

104 S. Abschnitt 2.2.3.

Produkt,  $h(d_i) \cdot \theta_i$ . Dieser zweite Term repräsentiert den Geldbetrag, welcher dem Unternehmen aufgrund der Erfahrung und der individuellen Fähigkeiten des Agenten zufließt und liefert damit neben dem Arbeitseinsatz des Agenten einen zweiten, modellendogenen Grund für dessen Beschäftigung.

Der Parameter  $\theta_i$  beschreibt die individuellen Fähigkeiten des Managers. So etwa seine Kreativität, sein analytisches Denken oder aber seine Fähigkeit, Probleme zu lösen. Diese Fähigkeiten seien über die Zeit konstant und im Gegensatz zu DUTTA (2008) innerhalb des Unternehmens beiden Parteien bekannt.<sup>105</sup> Die Wirkung dieser Fähigkeiten auf den Unternehmenserfolg misst die Funktion  $h(d_i)$ . Sie sei in Abhängigkeit der Betriebszugehörigkeit  $d_i$  des Agenten, wobei unterstellt wird, dass der Agent seine Fähigkeiten von Periode zu Periode immer besser einzusetzen weiß, sodass die Grenzproduktivität der Fähigkeit mit zunehmender Betriebszugehörigkeit steigt. Zumal Lerneffekten in aller Regel Grenzen gesetzt sind, wird unterstellt, dass die möglichen Produktivitätszuwächse im Laufe der Zeit abnehmen. Formal gelte daher  $h' > 0$  und  $h'' > 0$ , und aus Gründen der Einfachheit zusätzlich  $h(1) = 1$ .

Um nicht bereits von Beginn an mittels zweier Differenzierungsmerkmale - Erfahrung und Fähigkeit - zwischen den Agenten unterscheiden zu müssen, wird vorerst angenommen, dass alle Agenten zu  $t = 0$  ihre Arbeit aufnehmen. Dies ist keine grundlegende Einschränkung des Modells, vereinfacht die weitere Analyse aber wesentlich. Sie impliziert, dass die Erfahrung der Agenten zu jedem Zeitpunkt identisch ist ( $h(d_i) = h(d_j) = h(d)$  für  $i \neq j$ ) und die Betriebszugehörigkeit der Agenten der betrachteten Periode entspricht,  $d = t$ . Als Differenzierungskriterium verbleiben so der Arbeitseinsatz eines jeden Agenten und dessen individuelle Fähigkeit.

Der Unternehmens-Cashflow wird schließlich auch durch externe Zufallseinflüsse bestimmt. Als Beispiele kommen Preisschwankungen auf Absatz- und Beschaffungsmärkten in Frage, Wechselkursrisiken oder aber unerwartete Ereignisse im Laufe des Produktionsprozesses. Um all diese Einflüsse wiederzugeben, werden diese in Summe durch die stochastische Größe  $\varepsilon_{it}$  erfasst. Formal sei  $\varepsilon_{it}$  die Realisation einer normalverteilten Zufallsvariablen

---

<sup>105</sup> In dem von DUTTA (2008) untersuchten Fall asymmetrischer Information über  $\theta_i$  ergibt sich strukturell eine vergleichbare Lösung. In der Regel erweist es sich jedoch als optimal, auf die Teilnahme weniger qualifizierter Manager zu verzichten. Siehe hierfür grundlegend GÖX/BUDDE/SCHÖNDUBE (2002).

mit einem Erwartungswert von Null und einer über die Zeit konstanten und für alle Unternehmen identischen Varianz  $\sigma^2$ . Vereinfachend wird dabei angenommen, dass die Störterme sowohl zwischen den Unternehmen als auch über die Zeit unkorreliert sind.

Am Ende einer jeden Periode beobachtet der Prinzipal einzig den Cashflow als Ganzes, nicht aber seine Zusammensetzung. Zwar weiß er um die Erfahrung und Fähigkeiten des Agenten, der tatsächliche Arbeitseinsatz des Agenten sowie die Realisation des Störterms bleiben für ihn aber verborgen. Infolge der Unbeobachtbarkeit dieser beiden Größen ist es für den Prinzipal damit nicht möglich, von einem guten (schlechten) Ergebnis mit Gewissheit auf einen hohen Arbeitseinsatz des Agenten zurück zu schliessen. Beobachtet er beispielsweise ein hohes Ergebnis, ist dieses aus seiner Sicht auf einen hohen Arbeitseinsatz des Agenten und/oder auf einen begünstigenden Umweltzustand zurück zu führen. Er weiß dabei aber nicht, welche dieser beiden möglichen Ursachen die Tatsächliche ist und in wie weit sie den Cashflow beeinflusst hat.

Der Interessenkonflikt zwischen Prinzipal und Agent resultiert erneut daraus, dass der Beitrag des Agenten zum Unternehmens-Cashflow nicht kostenfrei ist. Zwar verursache das Einbringen der ohnehin gegebenen, individuellen Fähigkeiten dem Agenten keinen persönlichen Disnutzen, der Arbeitseinsatz ist im Gegensatz dazu aber mit direkten persönlichen Kosten verbunden. Die Kostenfunktion sei dabei quadratisch im Arbeitseinsatz

$$C_{it} = \frac{1}{2} \cdot a_{it}^2,$$

sodass ein höheres Anstrengungsniveau des Agenten mit steigenden Grenzkosten verbunden ist. Um den Agenten zu einem Arbeitseinsatz zu motivieren, bietet ihm der Prinzipal zu Beginn einer jeden Periode einen anreizorientierten Entlohnungsvertrag  $s_{it}$ . Der Entlohnungsvertrag habe die in der Praxis häufig zu beobachtende (affin-)lineare Form und setze sich aus einem Fixum  $w_{it}$  und einer erfolgsabhängigen Komponente zusammen:

$$s_{it} = w_{it} + v_{it} \cdot x_{it}. \quad (3.2)$$

Der Parameter  $v_{it} \in [0; 1]$  bezeichnet darin den prozentualen Anteil, mit dem der Agenten am Erfolg des Unternehmens beteiligt und insofern einem Entlohnungsrisiko ausgesetzt ist.

Durch die Verwendung einer linearen Entlohnungsfunktion sowie einer wie in (2.20) beschriebenen exponentiellen Nutzenfunktion des Agenten ist es in Verbindung mit der Annahme eines normalverteilten Störterms möglich, die Präferenzen des Agenten durch das Sicherheitsäquivalent des Erwartungsnutzens abzubilden. Wie im *LEN*-Modell in Abschnitt 2.2.2 gezeigt, setzt sich dieses aus der erwarteten Entlohnung, den Kosten des Arbeitseinsatzes und einem dritten Term zusammen, der die Risikoprämie des Agenten erfasst:

$$CEA_{it} = E[s_{it}] - C_{it} - \frac{r_i}{2} \cdot Var[s_{it}]. \quad (3.3)$$

Damit der Agent für das Unternehmen tätig wird und auch in den Folgeperioden im Unternehmen verbleibt, muss das Vertragsangebot des Prinzipals so beschaffen sein, dass es jederzeit konkurrenzfähig ist. Konkurrenzfähig bedeutet, dass die erwartete Entlohnung so zu bemessen ist, dass das Sicherheitsäquivalent des Agenten in jeder Periode mindestens seinem Reservationslohn entspricht, d. h.  $CEA_{it} \geq \bar{U}_{it}$ . In traditionellen *Agency*-Modellen ist der Reservationslohn des Agenten exogen gegeben und über die Zeit konstant. Infolge dieser doch recht einschränkenden Annahme lassen diese Modelle zwar Aussagen über die Gestaltung optimaler Anreizverträge innerhalb eines repräsentativen Unternehmens zu, sie gestatten aber keine Aussage über die Höhe der Entlohnung.

Um diesem Umstand zu begegnen, ist es notwendig, von der klassischen Annahme eines exogen gegebenen Reservationsnutzens abzuweichen. In Anlehnung an DUTTA (2008) wird im Folgenden unterstellt, dass der Reservationslohn des Agenten von seinen individuellen Fähigkeiten abhängig ist und die folgende Struktur aufweist:<sup>106</sup>

$$\bar{U}_{it} = w_0 + \lambda \cdot h(t) \cdot \theta_i. \quad (3.4)$$

Der Reservationslohn des Agenten  $i$  setzt sich aus zwei Komponenten zusammen. Der Parameter  $w_0$  beschreibt eine Basiskomponente, die der Agent unabhängig seiner individuellen Fähigkeit und seiner Erfahrung in jeder Periode erhält. Das zweite Element,  $\lambda \cdot h(t) \cdot \theta_i$ , spiegelt dagegen die für jeden Agenten spezifische Komponente des Reservationslohns wider. Darin bestimmt der Parameter  $\lambda \in [0; 1]$  den Anteil, den der Agent vom individuellen Beitrag aus seiner Erfahrung und seinen Fähigkeiten zum Unternehmenserfolg

---

106 Vgl. Abschnitt 2.2.3.

für sich beanspruchen kann. Aus Vereinfachungsgründen ist dabei  $\lambda$  für alle Agenten identisch und über die Zeit konstant.

Auch wenn im Rahmen des Modells der Markt für Manager nicht explizit modelliert wird, kann der Parameter  $\lambda$  doch als Verhandlungsmacht des Agenten interpretiert werden. Die Stärke der Verhandlungsmacht richtet sich dabei nach der alternativen Verfügbarkeit der individuellen Fähigkeiten am Markt. Ist es relativ einfach, die Managerleistung zu ersetzen, fällt die Verhandlungsmacht des Agenten eher klein aus. Ist der Markt gar gesättigt, gilt  $\lambda = 0$ . Sind die Fähigkeiten des Agenten dagegen äußerst knapp, nimmt  $\lambda$  tendenziell höhere Werte an. Seine natürliche Obergrenze findet der Parameter  $\lambda$  dort, wo der Agent mehr fordert als seine Erfahrung und Fähigkeit dem Unternehmen einbringen, weswegen gilt  $\lambda \leq 1$ .

Dieses mehrperiodige *Agency*-Problem mit mehreren Unternehmen und endogenisiertem Reservationsnutzen entspricht in seiner Struktur dem des in Abschnitt 2.2.2 vorgestellten Standard-*LEN*-Modells. Der Prinzipal ist daran interessiert, die erwartete Differenz aus dem Unternehmens-Cashflow und der Entlohnung des Agenten,  $E[x_{it} - s_{it}]$ , zu maximieren. Dies gelingt, indem er den Entlohnungsvertrag derart entwirft, dass die Anreiz- und Teilnahmebedingung des Agenten erfüllt sind:

$$a_{it} = \underset{a'}{\operatorname{argmax}} CEA_{it}(a') \quad (3.5)$$

$$CEA_{it} \geq \bar{U}_{it}. \quad (3.6)$$

Analog zur Lösung des *LEN*-Modells in Abschnitt (2.2.2) wird der Prinzipal die Höhe der Gesamtentlohnung so bemessen, dass sie minimal ist. Das bedeutet, dass er auch bei endogenisiertem Reservationsnutzen den Entlohnungsvertrag derart entwirft, dass die Teilnahmebedingung des Agenten gerade bindet:

$$CEA_{it} = \bar{U}_{it}.$$

Unter Verwendung der Definitionen für  $s_{it}$  aus (3.2) und  $CEA_{it}$  aus (3.3) lässt sich durch die bindende Teilnahmebedingung das optimale Festgehalt wie folgt bestimmen:

$$w_{it}^* = \bar{U}_{it} + C_{it} + R_{it} - v_{it} \cdot E[x_{it}]. \quad (3.7)$$

Das Fixum setzt sich zusammen aus dem Reservationslohn des Agenten und der Differenz zwischen seinen persönlichen Kosten des Arbeitseinsatzes, der Risikoprämie und dem Erwartungswert der erfolgsabhängigen Entlohnung. Substituiert man  $w_{it}^*$  in die Zielfunktion des Prinzipals und berücksichtigt, dass der Agent seinen Arbeitseinsatz gemäß (3.5) derart wählt, dass  $a_{it}^* = v_{it}$ , ergibt sich für den optimalen Beteiligungsparameter des Entlohnungsvertrages:

$$v_{it}^* = \frac{1}{1 + r_i \cdot \sigma^2}. \quad (3.8)$$

Der Ausdruck in (3.8) entspricht der bekannten Lösung des linearen *Agency*-Modells mit quadratischen Kosten in Gleichung (2.28). Er besagt, dass die optimale Beteiligungsrate umso kleiner sein sollte, je risikoaverser der Agent ist und je größer die Varianz des verwendeten Performancemaßes ausfällt. Aufgrund der Annahmen einer über die Zeit konstanten Risikoaversion und einer in  $t$  konstanten Varianz des Performancemaßes ist auch die optimale Beteiligungsrate des Agenten über die Zeit konstant. Sie unterscheidet sich zwischen den Agenten einzig durch die Heterogenität der Risikoaversion. Zur Vereinfachung der Notation wird daher im Folgenden  $v_i$  verwendet, anstelle von  $v_{it}^*$ .

Setzt man die Ausdrücke für das Fixum und die Beteiligungsrate aus (3.7) und (3.8) in den Entlohnungsvertrag (3.2) ein, ergibt sich nach Vereinfachung für die realisierte Vergütung von Agent  $i$  in Periode  $t$ :

$$s_{it} = \bar{U}_{it} + v_i \cdot \left( \frac{1}{2} + \varepsilon_{it} \right). \quad (3.9)$$

Diese setzt sich aus dem Reservationslohn des Agenten in Unternehmen  $i$  und Periode  $t$  und einer erfolgsabhängigen Komponente  $v_i \cdot \left( \frac{1}{2} + \varepsilon_{it} \right)$  zusammen. Letztere besteht ihrerseits aus den Arbeitskosten und der Risikoprämie des Agenten,  $v_i/2$ , sowie einer stochastischen Komponente  $v_i \cdot \varepsilon_{it}$ . Substituiert man den Reservationslohn durch die Definition in (3.4), lässt sich die realisierte Vergütung des Agenten auch wie folgt schreiben:

$$s_{it} = w_0 + \lambda \cdot h(t) \cdot \theta_i + v_i \cdot \left( \frac{1}{2} + \varepsilon_{it} \right). \quad (3.10)$$

Diese Darstellungsform bildet den Ausgangspunkt für die nachfolgende Analyse.

### 3.3.2 Referenzgruppenentlohnung und „Competitive Benchmarking“

Um auf Basis des soeben formulierten Modellrahmens eine Referenzgruppenentlohnung abbilden zu können, bedarf es eines Zusammenhangs zwischen den Vergütungen verschiedener Unternehmen. Dieser Zusammenhang soll durch die Annahme berücksichtigt werden, dass sich die Manager bei der Bestimmung der aus ihrer Sicht akzeptablen Basisvergütung  $w_0$  jeweils an der Entlohnung ihrer Referenzgruppe orientieren. Als Referenzgröße wird dabei die durchschnittliche Gesamtvergütung aller  $N$  Unternehmen verwendet, die sich in Periode  $t$  als  $\bar{s}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N s_{it}$  berechnet. Grundsätzlich sind auch andere Referenzgrößen, wie etwa ein gewichteter Durchschnitt der Gesamtvergütung denkbar, es soll aber auf möglichst einfache Weise gezeigt werden, wie sich eine Referenzgruppenentlohnung formalisieren lässt.

Da Vergütungsinformationen in aller Regel erst am Ende eines Geschäftsjahres bekannt gegeben werden - wie beispielsweise im Lagebericht oder im Vergütungsbericht im Anhang zur Bilanz - können diese Informationen nicht bereits in der aktuellen, sondern erst in der Folgeperiode ihre Berücksichtigung finden. Im Rahmen des Modells soll daher angenommen werden, dass sich die Basiskomponente des Reservationslohns in (3.10) multiplikativ aus einem für den Manager spezifischen Parameter  $\alpha_i$  und der durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorperiode zusammensetzt:

$$w_0 = \alpha_i \cdot \bar{s}_{t-1}. \quad (3.11)$$

Der strikt positive Parameter  $\alpha_i > 0$  beschreibt die subjektive Einschätzung des Managers  $i$  über die Angemessenheit seiner eigenen Basisvergütung im Vergleich zur durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorperiode. Ist  $\alpha_i > 1$  beansprucht der Agent eine Basisvergütung, die über der durchschnittlichen Gesamtvergütung der Vorperiode liegt. Für  $\alpha_i < 1$  gibt er sich hingegen mit einer unterdurchschnittlichen Basisvergütung zufrieden und begnügt sich für  $\alpha_i = 1$  mit einer Basisentlohnung, die in ihrer Höhe der durchschnittlichen Referenzgruppenentlohnung der Vorperiode entspricht.

Unter Berücksichtigung dieser neuen Basiskomponente wird der Reservationslohn des Agenten zu:

$$\bar{U}_{it} = \alpha_i \cdot \bar{s}_{t-1} + \lambda \cdot h(t) \cdot \theta_i \quad (3.12)$$

und setzt sich somit aus einer referenzgruppenabhängigen Komponente und einer von der Erfahrung und den individuellen Fähigkeiten des Agenten abhängigen Komponente zusammen. Substituiert man die referenzgruppenbezogene Basisvergütung aus (3.11) in (3.10), erhält man schließlich für Agent  $i$  und Periode  $t$  die folgende realisierte Vergütung:

$$s_{it} = \alpha_i \cdot \bar{s}_{t-1} + \lambda \cdot h(t) \cdot \theta_i + v_i \cdot \left( \frac{1}{2} + \varepsilon_{it} \right). \quad (3.13)$$

Die Struktur der Entlohnung in (3.13) spiegelt die in der Praxis häufig zu beobachtende Referenzgruppenentlohnung wider. Sie setzt sich zusammen aus einem Basislohn, der mittels eines Referenzgruppenvergleichs bestimmt wird, beinhaltet eine erfahrungs- und fähigkeitsspezifische Komponente und umfasst eine Beteiligung des Managers am Unternehmenserfolg.

Die Vergütungsstruktur in (3.13) deckt sich darüber hinaus auch mit jüngeren theoretischen Ansätzen zur Berücksichtigung *sozialer Präferenzen* in spieltheoretischen Modellen. Diese wurden entwickelt, um mit ihnen experimentelle Befunde zu erklären, die sich mit der traditionell individualistischen Nutzenmaximierungshypothese der nicht-kooperativen Spieltheorie nicht erklären lassen. Ein Überblick über diese jüngeren Modellansätze und die damit verbundene Theorie der sozialen Präferenzen ist im Rahmen eines *Exkurses* in Kapitel 2 geben worden. Unter anderem ist darin ein Modellansatz von BOLTON und OCKENFELS (2000) beschrieben, in dem die Präferenzen der Akteure nicht nur von ihrer eigenen Auszahlung abhängen, sondern auch durch die relative Auszahlung zu einer Referenzgruppe bestimmt werden.

Entscheidend für die weitere Analyse ist aber nicht allein die Tatsache, dass sich die Unternehmen bei der Festlegung ihrer eigenen Vergütungspolitik an der Höhe der Bezüge anderer Manager orientieren, sondern vielmehr, wo die Höhe der Vergütung relativ zur Referenzgruppenentlohnung fixiert wird. Wie der Literaturüberblick in Abschnitt 2.1.3 zeigt, belegen verschiedene empirische Studien, dass eine Vielzahl von Unternehmen die Höhe ihrer Managerbezüge am oder aber über dem Median- bzw. Mittelwert der Referenzgruppenentlohnung definiert. So deuten beispielsweise die Ergebnisse von HAMBRICK und FINKELSTEIN (1995) darauf hin, dass in management-kontrollierten Unternehmen die Vergütungspolitik einer „*overarching*“ Philosophie folgt, wonach Unternehmen die CEO-Vergütung durch einen Vergleich bestimmen, in dem die Höhe der CEO-Bezüge

oberhalb der durchschnittlichen Referenzgruppenentlohnung festgelegt wird. Im Rahmen ihrer Studie folgt dabei einer 1%igen Steigerung der durchschnittlichen Referenzgruppenentlohnung eine Steigerung der Bezüge des betrachteten CEOs um 1.37%.

Diese zu beobachtende Vergütungspraxis bezeichnet MURPHY (1999) auch als „*Competitive Benchmarking*“.<sup>107</sup> Er beschreibt, wie vor allem performanceunabhängige Festgehälter anhand von industrie- und marktspezifischen Lohnstudien festgelegt werden, welche eine Vielzahl von Lohnperzentilen aufzeigen. Innerhalb dieser Studien werden Festgehälter, welche unterhalb des 50sten Perzentils liegen, häufig auch als „*below market*“ bezeichnet, während solche zwischen der 50sten und 75sten Perzentile als „*competitive*“, also wettbewerbsfähig gelten. Zumal Unternehmen im „*War for Talents*“ ihre Vergütungsstrategie lieber als „*competitive*“ denn als „*below market*“ bezeichnen, führt die Verwendung derartiger Lohnstudien dazu, dass das Niveau der Festgehälter am Ende einer Periode tatsächlich über der durchschnittlichen Referenzgruppenentlohnung liegt. Aber nicht nur Festgehälter sind von dieser Vergütungspraxis betroffen. Viele weitere Entlohnungskomponenten, wie etwa Boni und Optionen, werden häufig in Relation zum Festgehalt bestimmt. So sind Zielboni typischerweise als Prozentsatz des Grundlohns, Aktienoptionen sogar als ein Mehrfaches des Fixums definiert. Eine Erhöhung des Festgehaltes besitzt damit eine weitreichende Wirkung auf viele weitere Entlohnungsbestandteile, so dass die Vergütungspraxis des *Competitive Benchmarking* schließlich zu einer Erhöhung der Gesamtvergütung führt.

Dass die Vergütungspraxis des *Competitive Benchmarking* nicht nur vereinzelt praktiziert wird, sondern weit verbreitet ist, belegen BIZJAK, LEMMON und NAVEEN (2008). In ihrer Studie über 100 zufällig ausgewählte Unternehmen des *S&P 500* zeigen sie für das Jahr 1997 exemplarisch, dass 96 der untersuchten Unternehmen Grundlohn, Boni und Optionszahlungen anhand von Referenzgruppen bestimmen.<sup>108</sup> Die überwiegende Mehrheit - es sind 73 von 96 - geben sogar an, dass sie mindestens eine Vergütungskomponente am oder aber über dem Median- bzw. Mittelwert der Referenzgruppenentlohnung fixieren, und im

---

107 Vgl. MURPHY (1999), S. 9.

108 BIZJAK, LEMMON und NAVEEN (2008) wählen dabei die 50 kleinsten und größten Unternehmen des *S&P 500*-Index.

letzteren Fall *Competitive Benchmarking* praktizieren.<sup>109</sup> Zwei aussagekräftige Beispiele aus den USA, die *Philip Morris International Inc.* und die *Coca-Cola Corporation*, wurden im Rahmen des Literaturüberblicks vorgestellt.

Auch wenn entsprechende Studien für Deutschland und die Schweiz bislang fehlen, deuten verschiedene Geschäfts- und Vergütungsberichte doch darauf hin, dass vergleichbare Vergütungspraktiken auch hierzulande üblich sind. So heißt es im Vergütungsbericht der *Siemens AG* aus dem Jahr 2006 beispielsweise:

„Das Zieleinkommen wird regelmäßig in Abständen von zwei bis drei Jahren auf Grundlage einer Analyse der Einkommen überprüft, die vergleichbare Unternehmen an Mitglieder ihrer Geschäftsleitung zahlen. Die letzte Überprüfung fand am 1. April 2006 statt. Bei dieser Überprüfung wurden die Zieleinkommen um rund 20% angepasst.“<sup>110</sup>

Und auch der Vergütungsbericht der *UBS AG* aus dem Jahr 2007 lässt auf eine vergleichbare Vergütungspraxis schließen:

„Konkurrenzfähige Kompensationen auf Führungsstufe sind (daher) von grösster Wichtigkeit, um zu vermeiden, dass UBS(-)Führungstalente und damit Erfahrung an ihre Konkurrenten verliert.“<sup>111</sup>

Diese Beispiele zeigen, dass auch in Deutschland und der Schweiz *Competitive Benchmarking* praktiziert wird. Im Rahmen des Modells wird diese Vergütungspraxis wie folgt operationalisiert:

**Definition 1:** Wird bei einer gegebenen Agentenpopulation im Mittel mehr als der durchschnittliche Basislohn der Vorperiode gefordert, d. h. gilt  $\bar{\alpha} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \alpha_i > 1$ , sei diese Situation als *Competitive Benchmarking* bezeichnet.

---

109 Auf eine Festlegung des Fixums unterhalb des Median- bzw. Mittelwertes weisen nur fünf Unternehmen hin. Allerdings sind in diesen Fällen Boni und Optionszahlungen am oder über dem Median- resp. Mittelwert zu finden.

110 SIEMENS AG (2007), S. 86.

111 UBS AG (2008), S. 29.

Diese Definition schließt nicht aus, dass auch im Fall des *Competitive Benchmarking* einzelne Unternehmen ihren Agenten eine Basisvergütung unterhalb des Durchschnitts der Vorperiode zahlen. Entscheidend ist vielmehr, dass in Übereinstimmung mit den empirischen Befunden ein Basislohn gewährt wird, der im Mittel über der durchschnittlichen Vorperiodenentlohnung liegt.

Dieser Modellrahmen lässt neben Aussagen über die Gestaltung optimaler Anreizverträge auch Aussagen über die Höhe der Managerbezüge zu. Denn anders als im Standard-*Agency*-Modell ist die Höhe der Managerentlohnung - neben einer Erfolgsbeteiligung und den Fähigkeiten des Agenten - durch die unterstellte Referenzgruppenentlohnung bestimmt. Damit diese ihre volle Wirkung entfalten kann, ist es allerdings notwendig, dass entsprechende Informationen über die Vergütungen anderer Manager öffentlich bekannt sind. Vor dem Hintergrund der in Abschnitt 3.2 aufgezeigten Entwicklung der Transparenzvorschriften betreffend Managerlöhne wird nun im Rahmen dieses Modells untersucht, welche Wirkung eine Publikation von Vergütungsinformationen auf die Entwicklung der Managerbezüge haben kann.

### 3.4 Wirkung der Publikation von Vergütungsinformationen: Das Modell

#### 3.4.1 Einführung

Um auf Basis des vorgestellten Modellrahmens zur Referenzgruppenentlohnung Erkenntnisse über die Auswirkung öffentlich verfügbarer Vergütungsinformationen auf die Höhe der Managerbezüge gewinnen zu können, wird auf einer ersten Stufe eine Situation betrachtet, in der keine Vergütungsinformationen öffentlich bekannt sind. Dies entspricht einer Situation, wie sie vor allem in Europa noch lange Zeit vorherrschte. Auf dieser Variante aufbauend wird auf einer zweiten Stufe eine Situation untersucht, in der ein Gesetz erlassen wird, welches Unternehmen dazu verpflichtet, Informationen über die Vergütungen ihres Managements offen zu legen. Diese ist dabei derart konstruiert, dass sie nahtlos an die erste Modellvariante anknüpft, sodass es möglich ist, Erkenntnisse über die Wirkung der Gesetzesreform sowohl über die Zeit als auch für die Periode des Übergangs gewinnen zu können.

## 3.4.2 Keine öffentlich verfügbaren Vergütungsinformationen

Betrachten wir zunächst eine Situation, in der eine Referenzgruppenentlohnung zwar praktiziert wird, jedoch keine Vergütungsinformationen öffentlich bekannt sind. Da Informationen über die Vergütungen der jeweils anderen Manager nicht beobachtbar sind, kann die durchschnittliche Referenzgruppenentlohnung der Vorperiode in (3.13) lediglich geschätzt werden. Wie diese Schätzung im Detail erfolgt und welchen konkreten Verteilungsannahmen sie unterliegt, ist für diese Analyse aber unwesentlich. Unterstellt sei einzig, dass die Unternehmen innerhalb ihrer Referenzgruppe symmetrische Erwartungen über die Höhe der durchschnittlichen Entlohnung besitzen. Infolge dieser Annahme ergibt sich das von den Unternehmen erwartete Durchschnittseinkommen der Vorperiode als konstanter Erwartungswert  $E[\bar{s}_{t-1}]$ . Da sich die Präferenzen der Agenten im Laufe der Zeit annahmegemäß nicht ändern, ist auch das erwartete Durchschnittsgehalt  $E[\bar{s}_{t-1}]$  über die Zeit konstant. Vereinfachend wird daher im Folgenden das erwartete Durchschnittsgehalt mit  $s_0$  bezeichnet.<sup>112</sup>

Substituiert man das erwartete Durchschnittsgehalt  $s_0$  in Gleichung (3.13), ergibt sich für die realisierte Vergütung des Agenten in Unternehmen  $i$  und Periode  $t$ :

$$s_{it} = \alpha_i \cdot s_0 + \lambda \cdot h(t) \cdot \theta_i + v_i \cdot \left( \frac{1}{2} + \varepsilon_{it} \right). \quad (3.14)$$

Der Ausdruck in (3.14) zeigt, dass die Basiskomponente  $w_0 = \alpha_i \cdot s_0$  einzig dem individuellen Anspruchsniveau des Agenten  $i$  unterliegt. Da dieses über die Zeit konstant ist, ist auch die Basiskomponente  $w_0$  in allen Perioden identisch. Sie differiert damit einzig zwischen den Agenten, nicht aber über die Zeit. Bei unbeobachtbaren Vergütungsinformationen ergibt sich für die betrachtete Gruppe von Unternehmen das folgende Durchschnittsgehalt in Periode  $t$ :

$$\bar{s}_t = \bar{\alpha} \cdot s_0 + H(t) \quad (3.15)$$

mit

$$H(t) = \lambda \cdot h(t) \cdot \bar{\theta} + \bar{v} \cdot \left( \frac{1}{2} + \bar{\varepsilon}_t \right).$$

---

<sup>112</sup> Das Modell lässt sich problemlos um inflationsbedingte Gehaltsanpassungen im Zeitverlauf erweitern. Da hier aber nur strukturelle Einsichten vermittelt werden sollen, würde eine derartige Erweiterung keine zusätzlichen Erkenntniswerte mit sich bringen.

Darin bezeichnet  $\bar{\theta} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \theta_i$  die durchschnittlichen Fähigkeiten aller Agenten innerhalb der Referenzgruppe und  $\bar{v} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N v_i$  deren durchschnittliche prozentuale Ergebnisbeteiligung. Der Parameter  $\bar{\varepsilon}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \varepsilon_{it}$  charakterisiert hingegen den mittleren Zufallseinfluss auf die Unternehmensergebnisse. Im Gegensatz zu  $\bar{\theta}$  und  $\bar{v}$  ist er von  $t$  abhängig und kann insofern in jeder Periode eine andere Ausprägung annehmen.

Betrachtet man die Veränderung der durchschnittlichen Entlohnung zweier beliebiger, aufeinander folgender Perioden,

$$\begin{aligned} \Delta_K &= \bar{s}_{t+1} - \bar{s}_t = H(t+1) - H(t) \\ &= \lambda \cdot (h(t+1) - h(t)) \cdot \bar{\theta} + \bar{v} \cdot (\bar{\varepsilon}_{t+1} + \bar{\varepsilon}_t), \end{aligned} \quad (3.16)$$

zeigen sich zwei Effekte: Infolge der gestiegenen Erfahrung der Manager steigt auch das erwartete Durchschnittseinkommen von Periode zu Periode an. Da Lerneffekten in aller Regel aber Grenzen gesetzt sind, erfolgt dieser Erfahrungszuwachs annahmegemäß mit einer über die Zeit abnehmenden Rate. Auch wenn die Vergütung angesichts dieses Effekts über die Zeit steigt, kann es in einzelnen Perioden aber durchaus sein, dass es zu einer rückläufigen Gesamtvergütung kommt. Dies ist immer dann der Fall, wenn unvorhersehbare Ereignisse negativ auf den Unternehmenserfolg wirken und die durchschnittliche Beteiligung an der sich verschlechternden Umweltsituation die mittlere erfahrungsbedingte Lohnsteigerung übersteigt. Eine solche Konstellation ist gerade für Unternehmen wahrscheinlich, mit stark schwankendem Cashflow und hoher variabler Vergütung. So beispielsweise für Unternehmen der *New Economy*. Hier werden Managern häufig Verträge unterbreitet, die eine hohe erfolgsabhängige Entlohnung beinhalten, deren Unternehmen gleichzeitig aber auch hohen Umsatzschwankungen unterliegen.

Es ist damit festzuhalten, dass bei einer Referenzgruppenentlohnung ohne öffentlich verfügbare Vergütungsinformationen zwar über die Zeit Gehaltssteigerungen zu erwarten sind, diese im Erwartungswert jedoch ausschließlich auf den Erfahrungszuwachs der Manager zurückzuführen sind und im Zeitverlauf abnehmen. Denn es gilt:

$$E[\Delta_K] = \lambda \cdot (h(t+1) - h(t)) \cdot \bar{\theta}.$$

Lässt man nun die Annahme fallen, dass alle Manager ihre Tätigkeit zum gleichen Zeitpunkt aufnehmen und im Unternehmen verbleiben, wäre es auch bei im Zeitablauf zu-

nehmender Erfahrung einzelner Manager denkbar, dass die Durchschnittsproduktivität der am Markt befindlichen Managerpopulation in einzelnen Perioden sinkt. Dazu sei beispielsweise angenommen, dass am Ende von Periode  $t$  die ersten  $m$  Manager aus den Unternehmen ausscheiden und durch neue Manager mit analogen sozialen Präferenzen, gleichen individuellen Fähigkeiten und identischen Verträgen ersetzt werden. Infolge der Neuanstellung sinkt aufgrund der mangelnden Erfahrung der neuen Manager ( $h(1) = 1$ ) die Vergütung in den vom Wechsel betroffenen Unternehmen auf

$$s_{it+1} = \alpha_i \cdot s_0 + \lambda \cdot \theta_i + v_i \cdot \left( \frac{1}{2} + \varepsilon_{it+1} \right).$$

Reduzieren sich nun aber durch den Managerwechsel einzelne Vergütungen, hat dies entsprechende Konsequenzen für die Durchschnittsentlohnung der Folgeperiode:

$$\bar{s}_{t+1} = \bar{\alpha} \cdot s_0 + \lambda \cdot [h(t+1) \cdot \bar{\theta} - (h(t+1) - 1) \cdot \Delta_{\bar{\theta}}] + \bar{v} \cdot \left( \frac{1}{2} + \bar{\varepsilon}_{t+1} \right). \quad (3.17)$$

Darin bezeichnet  $\Delta_{\bar{\theta}} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^m \theta_i$  den Beitrag der  $m$  neuen Manager zur Durchschnittsproduktivität der am Markt befindlichen Managerpopulation. Das Produkt  $(h(t+1) - 1) \cdot \Delta_{\bar{\theta}}$  misst demnach den Beitragsverlust, der infolge des Managerwechsels entsteht.

Aus dem Vergleich der Ausdrücke in (3.15) und (3.17) ergibt sich schließlich, dass die erwartete Durchschnittsvergütung in Periode  $t+1$  nur dann ansteigt, wenn die nachfolgende Bedingung erfüllt ist:

$$(h(t+1) - h(t)) \cdot \bar{\theta} > (h(t+1) - 1) \cdot \Delta_{\bar{\theta}}. \quad (3.18)$$

Diese besagt, dass der Vergütungsanstieg, der ohne das Ausscheiden der erfahrenen Manager zu erwarten ist, größer sein muss als der durch den Eintritt der neuen Manager bedingte Vergütungsrückgang. Da  $\bar{\theta} > \Delta_{\bar{\theta}}$  und annahmegemäß  $h(t) > 1$  für  $t > 1$ , ist das Vorzeichen des Ausdrucks in (3.18) nicht eindeutig. Ein Managerwechsel kann damit sowohl eine Steigerung der erwarteten Durchschnittsvergütung verursachen als auch einen Rückgang der erwarteten mittleren Referenzgruppenentlohnung bewirken. Um die weitere Analyse nicht unnötig zu komplizieren, soll im Folgenden unterstellt werden, dass alle Manager zu jedem Zeitpunkt im Unternehmen verbleiben. Sicherlich ist diese Annahme restriktiv, sie vermeidet aber, dass fortwährende Fallunterscheidungen untersucht werden müssen und ermöglicht den Fokus auf die eigentliche Fragestellung dieser Arbeit.

Zur freien Entfaltung ihrer vollen Wirkung ist es für eine Referenzgruppenentlohnung notwendig, dass entsprechende Informationen über die Vergütungen anderer Manager bekannt sind. Vor dem Hintergrund der in Abschnitt 3.2 aufgezeigten Entwicklung der Transparenzvorschriften in den USA, Europa und insbesondere in Deutschland und der Schweiz, soll nun im Folgenden untersucht werden, wie sich bei einer Referenzgruppenentlohnung die Einführung einer Offenlegungsvorschrift auf die Höhe und Entwicklung der Managerbezüge auswirken kann.

### 3.4.3 Öffentlich verfügbare Vergütungsinformationen

Nehmen wir nun an, dass in Periode  $t$  eine gesetzliche Vorschrift erlassen wird, derzufolge die Gesamtvergütung aller Unternehmen am Ende einer Periode öffentlich bekannt zu geben ist, etwa durch Publikation im Geschäftsbericht. Dies entspricht einer Situation, wie sie in den USA 1938, in Deutschland 1985 und in der Schweiz 2002 (nach *RLCG*) vollzogen wurde. Da die Entlohnungsverträge zu Beginn einer Periode geschlossen, die Managervergütungen aber erst am Ende einer Periode bekannt werden, ergibt sich die Durchschnittsvergütung der Einführungsperiode  $t$  aus Gleichung (3.15). In der Folgeperiode haben die Unternehmen nun erstmals die Möglichkeit, sich an den öffentlich verfügbaren Vergütungsinformationen ihrer Referenzgruppe zu orientieren. Dabei sei unterstellt, dass lediglich die aggregierte Gesamtvergütung der Manager beobachtet werden kann, nicht aber die Struktur der Entlohnung. Für den Manager in Unternehmen  $i$  ergibt sich so aus Gleichung (3.13) die Vergütung

$$s_{it+1} = \alpha_i \cdot \bar{s}_t + \lambda \cdot h(t+1) \cdot \theta_i + v_i \cdot \left( \frac{1}{2} + \varepsilon_{it+1} \right)$$

und durch Aggregation der Bezüge über alle  $N$  Unternehmen erhält man für die durchschnittliche Entlohnung der Periode  $t+1$ :

$$\bar{s}_{t+1} = \bar{\alpha} \cdot \bar{s}_t + \lambda \cdot h(t+1) \cdot \bar{\theta} + \bar{v} \cdot \left( \frac{1}{2} + \bar{\varepsilon}_{t+1} \right). \quad (3.19)$$

Betrachtet man erneut die Differenz der durchschnittlichen Managervergütung zweier beliebiger, aufeinander folgender Perioden, ergibt sich für deren jährliche Veränderung der folgende Ausdruck:

$$\Delta_V = \bar{s}_{t+1} - \bar{s}_t = \bar{\alpha} \cdot (\bar{s}_t - \bar{s}_{t-1}) + H(t+1) - H(t). \quad (3.20)$$

Wie im Fall unbeobachtbarer Managerbezüge in (3.16) steigt auch hier die erwartete Durchschnittsvergütung angesichts erfahrungsbedingter Produktivitätszuwächse über die Zeit an, während die tatsächliche Vergütung aufgrund der erfolgsabhängigen Entlohnungsbestandteile im Zeitverlauf schwankt. Allerdings tritt nun noch ein weiterer, zweiter Effekt auf, der sich erst aus dem Prozess der Referenzgruppenentlohnung ergibt. Vergleicht man die periodischen Veränderungsraten der mittleren Gesamtbezüge mit und ohne öffentlich verfügbare Vergütungsinformationen in (3.16) und (3.20), zeigt sich, dass sich diese durch den Term

$$\Delta_V - \Delta_K = \bar{\alpha} \cdot (\bar{s}_t - \bar{s}_{t-1}) \quad (3.21)$$

unterscheiden. Dieser ist positiv, wenn die Durchschnittsvergütung der Referenzgruppe über die Zeit steigt, negativ hingegen, wenn diese sinkt. Die Darstellungsform in (3.21) lässt jedoch keine weiteren Einsichten zu. Um diese gewinnen zu können, bedarf es eines geschlossenen Ausdrucks für die durchschnittliche Vergütung in Periode  $t$ , den man formal als Lösung der Differenzengleichung (3.13) mit dem Startwert  $s_0$  erhält. Um dies dem Leser zu veranschaulichen, wird erneut unterstellt, dass das neue Gesetz in Periode  $t$  erlassen wird und die Unternehmen erstmals in Periode  $t + 1$  auf die Durchschnittsvergütung in (3.15) rekurren können. Für den Manager in Unternehmen  $i$  ergibt sich so die folgende Vergütung:

$$\begin{aligned} s_{it+1} &= \alpha_i \cdot \bar{s}_t + H(t+1) \\ &= \alpha_i \cdot (\bar{\alpha} \cdot s_0 + H(t)) + H(t+1). \end{aligned}$$

Aggregiert man die Bezüge über alle Unternehmen, folgt für die Durchschnittsvergütung in Periode  $t + 1$ :

$$\bar{s}_{t+1} = \bar{\alpha}^2 \cdot s_0 + \bar{\alpha} \cdot H(t) + H(t+1).$$

Diese dient in der Folgeperiode als Vergleichsmaßstab, sodass sich die durchschnittliche Vergütung der Periode  $t + 2$  als

$$\begin{aligned} \bar{s}_{t+2} &= \bar{\alpha} \cdot \bar{s}_{t+1} + H(t+2) \\ &= \bar{\alpha} \cdot (\bar{\alpha}^2 \cdot s_0 + \bar{\alpha} \cdot H(t) + H(t+1)) + H(t+2) \\ &= \bar{\alpha}^3 \cdot s_0 + \bar{\alpha}^2 \cdot H(t) + \bar{\alpha} \cdot H(t+1) + H(t+2) \end{aligned}$$

ergibt. Erachtet man die Einführungsperiode der Offenlegungsvorschrift als Periode 1, erhält man für die Durchschnittsvergütung der Periode  $t$  den folgenden, geschlossenen Ausdruck:

$$\bar{s}_t = \bar{\alpha}^t \cdot s_0 + \sum_{\tau=1}^t \bar{\alpha}^{t-\tau} \cdot H(\tau). \quad (3.22)$$

In Verbindung mit *Definition 1* gestattet (3.22) die folgende Beobachtung:

**Lemma 1:** *Eine Referenzgruppenentlohnung in Verbindung mit der Vergütungspraxis des Competitive Benchmarking lässt bei öffentlich verfügbaren Vergütungsinformationen das durchschnittlich zu erwartende Managergehalt über die Zeit exponentiell ansteigen.*

**Beweis:** Da  $E[H(t)] = \lambda \cdot h(t) \cdot \bar{\theta} > 0$  und  $\bar{\alpha} > 1$  gemäß *Definition 1*, wächst  $E[\bar{s}_t]$  exponentiell in  $t$ .

Gemäß *Lemma 1* führt eine Referenzgruppenentlohnung in Verbindung mit öffentlich verfügbaren Vergütungsinformationen und der weit verbreiteten Praxis des *Competitive Benchmarking* zu einem exponentiellen Anstieg der erwarteten Durchschnittsvergütung im Zeitablauf. Dabei erstreckt sich das Wachstum der Bezüge nicht nur auf die Basis-komponente  $s_0$ , sondern der Prozess der Referenzgruppenentlohnung führt auch dazu, dass die im Term  $H(\tau)$  enthaltenen erfahrungsbedingten Produktivitätszuwächse, Arbeitskosten und Risikoprämien sowie Zufallseinflüsse aus früheren Perioden ( $\tau < t$ ) mit einer zeitlichen Verzögerung in die durchschnittlichen Bezüge der laufenden Periode einfließen und diese im Erwartungswert weiter ansteigen lassen. Dieser Nebeneffekt bleibt auch dann erhalten, wenn sich in einzelnen Perioden durch das Ausscheiden erfahrener Manager ein Rückgang der in  $H(\tau)$  enthaltenen Produktivitätskomponente ergibt. Wie in der vorangegangenen Modellvariante ist es aber auch hier nicht ausgeschlossen, dass die realisierte Vergütung wegen des in  $H(\tau)$  enthaltenen Störterms in einzelnen Perioden sinkt.

Vergleicht man die erwartete Veränderung der durchschnittlichen Vergütung zweier beliebiger, aufeinander folgender Perioden unter Verwendung des geschlossenen Ausdrucks in (3.22),

$$E[\Delta_V] = (\bar{\alpha} - 1) \cdot \bar{s}_t + E[H(t+1)], \quad (3.23)$$

zeigt sich, dass im Fall des *Competitive Benchmarking* die Durchschnittsvergütung selbst dann ansteigt, wenn der erwartete Produktivitätsbeitrag der Manager infolge verschiedener Wechsel in der Führungsebene einzelner Unternehmen kleiner ausfällt als in der Vorperiode. Darüber hinaus zeigt (3.23), dass für  $\bar{\alpha} > 1$  nicht nur das erwartete Durchschnittsgehalt per se, sondern auch dessen Veränderungsrate über die Zeit exponentiell steigt. Im Ergebnis stellt sich damit eine Vergütungsspirale ein, die sich, zumindest aus theoretischer Sicht, unaufhörlich weiterdreht. Die Geschwindigkeit des Gehaltsanstiegs hängt dabei von der Dauer des Anpassungsprozesses und vom Ausmaß des *Competitive Benchmarking* ab. Je länger die Zeitperiode und je größer das durchschnittliche Anspruchsniveau  $\bar{\alpha}$  der Manager, desto höher ist auch die jährliche Steigerungsrate im Zeitverlauf. Es erhöhen sich damit nicht nur allperiodig die Vergütungen, sondern es steigt auch das Ausmaß der Erhöhung. Sein Ende findet dieser Prozess erst dann, wenn der Manager das Unternehmen verlässt oder aber zu teuer für das jeweilige Unternehmen wird. Im Rahmen des Modells wäre dies spätestens dann der Fall, wenn die Vergütung des Agenten  $i$  seinen Nettobeitrag zum Unternehmenserfolg übersteigt.

Die aufgezeigte Entwicklung des Vergütungswachstums ist unabhängig vom Term  $H(\tau)$ . Sie stellt sich also auch dann ein, wenn die Agenten keine spezifischen Fähigkeiten besitzen ( $\bar{\theta} = 0$ ) oder keiner der Manager eine Kompensation für seine individuellen Fähigkeiten durchsetzen kann ( $\lambda = 0$ ). Im Hinblick auf mögliche Auswirkungen einer Publikationspflicht von Vergütungsinformationen lässt sich im Rahmen dieses Modells zur Referenzgruppenentlohnung daher das folgende Ergebnis festhalten:

**Proposition 1:** *Praktizieren Unternehmen eine Referenzgruppenentlohnung in Verbindung mit Competitive Benchmarking, führt eine Publikationspflicht für Managerbezüge zu einem exponentiellen Anstieg der Vergütungen.*

**Beweis:** *Die durch eine Publikationspflicht bewirkte Veränderung der erwarteten Durchschnittsentlohnung beträgt  $\Delta_V - \Delta_K = \bar{\alpha} \cdot (\bar{s}_t - \bar{s}_{t-1})$ . Dieser Ausdruck ist gemäß Lemma 1 im Fall des Competitive Benchmarking positiv.*

Eine Referenzgruppenentlohnung in Verbindung mit *Competitive Benchmarking* birgt bei Einführung einer Publikationspflicht für Managerbezüge also die Gefahr, dass eine Vergütungsspirale in Gang gesetzt wird, ohne dass dadurch zusätzliche Werte für die Unternehmenseigner geschaffen werden. Vielmehr erfolgt eine Umverteilung von Seiten der Aktionäre zu Gunsten des Managements. In der öffentlichen Diskussion um die steigenden Managerbezüge und die Stärkung der Kontrollrechte der Aktionäre wird dieser Umverteilungsaspekt regelmäßig außer Acht gelassen. Die Diskussion fokussiert sich vielmehr auf allfällige Vorteile, die sich aus einer erhöhten Transparenz ergeben, ohne diese gegen den Verlust, der infolge der Referenzgruppenentlohnung für die Aktionäre entsteht, abzuwägen.

Trotz der offensichtlichen Gefahr einer Vergütungsspirale soll nicht verschwiegen werden, dass eine Referenzgruppenentlohnung ohne *Competitive Benchmarking* keine derartigen Konsequenzen befürchten lässt. Denn fordern die Manager im Mittel etwa nur die durchschnittliche Vorperiodenvergütung ihrer Referenzgruppe ( $\bar{\alpha} = 1$ ), wird  $\Delta_V = H(t + 1)$  und damit  $\Delta_V - \Delta_K = H(t)$ . Ein allfälliger Vergütungsanstieg geht damit einzig aus der produktivitätsbedingten Vergütungskomponente hervor. Aus der unterstellten Struktur der Referenzgruppenentlohnung in (3.11) ergibt sich nämlich, dass im Fall öffentlich verfügbarer Vergütungsinformationen erfahrungsbedingte Produktivitätszuwächse, Arbeitskosten und Risikoprämien sowie Zufallseinflüsse vergangener Perioden mit einer zeitlichen Verzögerung in die durchschnittlichen Bezüge der laufenden Periode miteinfließen. Um diesem Umstand zu begegnen, wird im Folgenden unterstellt, dass die Unternehmen über symmetrische Erwartungen der durchschnittlichen Fähigkeiten, mittleren Beteiligungsraten und Zufallseinflüsse vergangener Perioden verfügen und einen Korrekturfaktor für den Durchschnitt der über die eigentliche Basisentlohnung hinausgehenden Vergütungskomponenten berücksichtigen:

$$w_0 = \alpha_i \cdot (\bar{s}_t - H(t)). \quad (3.24)$$

Der Korrekturfaktor steigt im Erfahrungszuwachs der Manager und passt sich der variierenden Zufallseinflüsse über die Zeit an. Er ist positiv ( $H(t) > 0$ ), wenn die Umwelteinflüsse im Mittel förderlich für den Unternehmenserfolg sind oder wenn die fähigkeitsbedingten Erfolgsbeteiligungen samt Kompensationen für Arbeitskosten und Risikoprämien

im Mittel die durchschnittlich negativ wirkenden Umwelteinflüsse kompensieren. Seine natürliche Obergrenze findet der Korrekturfaktor dort, wo er die Durchschnittsvergütung übersteigt. Im Folgenden gelte daher stets  $H(t)^{Max} < \bar{s}_t$ . Allerdings kann es in einzelnen Perioden auch sein, dass der Korrekturfaktor - zumindest aus theoretischer Sicht - negative Werte annimmt ( $H(t) < 0$ ). Er tut dies dann, wenn die Umwelteinflüsse derart mindernd auf den Unternehmenserfolg wirken, dass sie durch die anderen Vergütungskomponenten nicht vollumfänglich kompensiert werden können, sodass die Berücksichtigung von  $H(t)$  dazu führen kann, dass die Basiskomponente höhere Werte annimmt als ohne eine entsprechende Korrektur. Im Erwartungswert gilt jedoch  $E[H(t)] > 0$ .

Setzt man die revidierte Basiskomponente aus (3.24) in die Entlohnung (3.10) ein, ergibt sich für die Vergütung von Agent  $i$ :

$$s_{it+1} = \alpha_i \cdot (\bar{s}_t - H(t)) + \lambda \cdot h(t+1) \cdot \theta_i + v \cdot \left( \frac{1}{2} + \varepsilon_{it+1} \right) \quad (3.25)$$

und für die durchschnittlichen Managerbezüge der Periode  $t+1$ :

$$\bar{s}_{t+1} = \bar{\alpha} \cdot (\bar{s}_t - H(t)) + H(t+1). \quad (3.26)$$

Unter Verwendung von (3.26) resultiert so für das bereinigte Gehalt von Agent  $i$  und Periode  $t+1$ :

$$\begin{aligned} s_{it+1} &= \alpha_i \cdot (\bar{\alpha} \cdot s_0 + H(t) - H(t)) + H(t+1) \\ &= \alpha_i \cdot (\bar{\alpha} \cdot s_0) + H(t+1) \end{aligned}$$

und durch Aggregation der Vergütungen über alle Unternehmen für die Durchschnittsbezüge:

$$\bar{s}_{t+1} = \bar{\alpha}^2 \cdot s_0 + H(t+1).$$

Bereits hier zeigt sich, dass Arbeitskosten, Risikoprämien und erfahrungsbedingte Produktivitätszuwächse sowie Beteiligungen an unvorhersehbaren Ereignissen der Vorperiode durch den Korrekturterm herausgefiltert werden. Führt man diese Zeitreihenentwicklung über einen beliebigen Betrachtungszeitraum fort, ergibt sich für die bereinigte Durchschnittsvergütung einer beliebigen Periode  $t$  der folgende, geschlossene Ausdruck:

$$\bar{s}_t = \bar{\alpha}^t \cdot s_0 + H(t). \quad (3.27)$$

Die realisierte Managervergütung in (3.27) ist um den strukturbedingten Effekt der Referenzgruppenentlohnung in allen Perioden bereinigt. So profitieren die Manager nun ausschließlich von den Arbeitskosten, Risikoprämien und Erfolgsbeteiligungen sowie von erfahrungsbedingten Produktivitätszuwächsen der aktuellen Periode, nicht aber an diesen Elementen vorangegangener Zeitpunkte. Darüber hinaus zeigt der Ausdruck in (3.27), dass eine Referenzgruppenentlohnung in Verbindung mit *Competitive Benchmarking* ungeachtet des Korrekturfaktors das durchschnittlich zu erwartende Managergehalt über die Zeit exponentiell ansteigen lässt. Der Anstieg ist dabei zwar geringer als ohne eine Korrektur ( $E[\Delta_V^{Korr} - \Delta_V] < 0$ ), verglichen mit dem Fall ohne öffentlich verfügbare Vergütungsinformationen in Abschnitt 3.4.2 ist er aber gleichsam höher ( $E[\Delta_V^{Korr} - \Delta_K] > 0$ ). Folglich führt die Berücksichtigung eines Korrekturfaktors zu materiell gleichen Ergebnissen wie die in Abschnitt 3.4.3 beschriebene Modellvariante, praktizieren die Unternehmen *Competitive Benchmarking*.

Dieses Ergebnis ändert sich, rückt man von *Lemma 1* ab. Beanspruchen die Agenten erneut eine Basisvergütung in Höhe der Durchschnittsentlohnung der Vorperiode ( $\bar{\alpha} = 1$ ), entspricht der Gehaltsanstieg mit Vergütungsinformationen und Korrekturterm der Gehaltssteigerung ohne öffentlich verfügbare Vergütungsinformationen ( $\Delta_V^{Korr} = \Delta_K$ ). Der Anstieg basiert dabei einzig auf dem Erfahrungszuwachs der Manager, welcher bedingt durch die Korrektur nur einmal seine Berücksichtigung in der Vergütung findet. Würden sich die Manager im Mittel gar mit weniger als dem Durchschnitt der Vorperiodenentlohnung zufrieden geben ( $\bar{\alpha} < 1$ ), könnte es sogar zu einer Umkehr des prognostizierten Trends kommen. Allerdings sprechen die empirischen Befunde in Abschnitt 2.1.3 eher für eine verbreitete Anwendung des *Competitive Benchmarking* als für eine Orientierung unterhalb des Vorperiodendurchschnitts.

## 3.4.4 Ein Beispiel (1)

Um die bisherigen Gedankengänge zu illustrieren, werden im Folgenden konkrete Zahlenwerte für die obigen Parameter verwendet. So entspreche die Einschätzung der Agenten über die Angemessenheit ihrer Basisvergütung im Mittel zunächst der durchschnittlichen Referenzgruppenentlohnung der Vorperiode ( $\bar{\alpha} = 1$ ). Infolge ihres Arbeitseinsatzes erhalten die Agenten eine Erfolgsbeteiligung von im Mittel 2% ( $\bar{v} = 0.02$ ) und partizipieren zu 0.25% an dem aus ihrer Erfahrung und ihren Fähigkeiten zusätzlich geschaffenen Wert ( $\lambda = 0.0025$ ). Vereinfachend sei dabei unterstellt, dass die Lern- und Erfahrungskurve in Form einer Konstanten beschrieben und auf den Wert eins normiert ist ( $h(t) = 1$ ). Der monetäre Wert der durchschnittlichen Fähigkeiten sei  $\bar{\theta} = 100$ . Als Startwert für die nun folgenden Berechnungen gelte  $s_0 = 10$ .

Setzt man diese Werte in die Gleichungen (3.15) und (3.22) ein, wird deutlich, wie sich die erwartete Managervergütung bei einer Referenzgruppenentlohnung entwickelt. Für einen Zeitraum von 8 Perioden ist diese Entwicklung im oberen Teil der *Tabelle (3.2)* dargestellt:

Tabelle 3.2: Die Entwicklung der erwarteten Managerbezüge im Mittel

	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$	$t = 5$	$t = 6$	$t = 7$	$t = 8$
$E[\bar{s}_t^{oI}] : \bar{\alpha} = 1.000$	10.26	10.26	10.26	10.26	10.26	10.26	10.26	10.26
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \bar{\alpha} = 1.000$	10.26	10.52	10.78	11.04	11.30	11.56	11.82	12.08
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \bar{\alpha} = 1.025$	10.51	11.03	11.57	12.12	12.68	13.26	13.85	14.46
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \bar{\alpha} = 1.050$	10.76	11.56	12.40	13.28	14.20	15.17	16.19	17.26
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \bar{\alpha} = 1.075$	11.01	12.10	13.26	14.52	15.87	17.32	18.88	20.55
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \bar{\alpha} = 1.100$	11.26	12.65	14.17	15.85	17.69	19.72	21.95	24.41

Die Werte in *Tabelle (3.2)* illustrieren, dass eine Referenzgruppenentlohnung ohne öffentlich verfügbare Vergütungsinformationen die durchschnittlich zu erwartende Managerentlohnung ( $E[\bar{s}_t^{oI}]$ ) über die Zeit konstant und in diesem Beispiel auf einem Niveau von 10.26 unverändert lässt. Da im Fall unbeobachtbarer Vergütungsinformationen die Agenten stets auf dieselbe, konstante Information  $s_0$  rekurren, sind wegen  $h(t) = 1$  keine Gehaltssteigerungen zu erwarten.

Sind dagegen Vergütungsinformationen öffentlich bekannt, steigt bei einem mittleren Anspruchsniveau von  $\bar{\alpha} = 1.00$  die zu erwartende Managerentlohnung im Mittel ( $E[\bar{s}_t^M]$ ) von 10.26 in Periode 1 auf 12.08 in Periode 8. Stimulus dieses Anstiegs bildet die unterstellte Struktur der Referenzgruppenentlohnung, wonach Arbeitskosten und Risikoprämien vergangener Perioden sowie realisierte, fähigkeitsbedingte Produktivitätsbeiträge in der aktuellen Periode erneut berücksichtigt werden. In der Folge erhöht sich in jeder Periode die zugrunde liegende Bemessungsgrundlage, im Beispiel für  $\bar{\alpha} = 1.00$  und  $h(t) = 1$  um den konstanten Wert 0.26. Für eine Referenzgruppenentlohnung in Verbindung mit öffentlich verfügbaren Vergütungsinformationen ist für obige Parameterwerte damit ein Vergütungswachstum von jährlich 1.43% zu prognostizieren bzw. von 17.74% über den gesamten Betrachtungszeitraum.

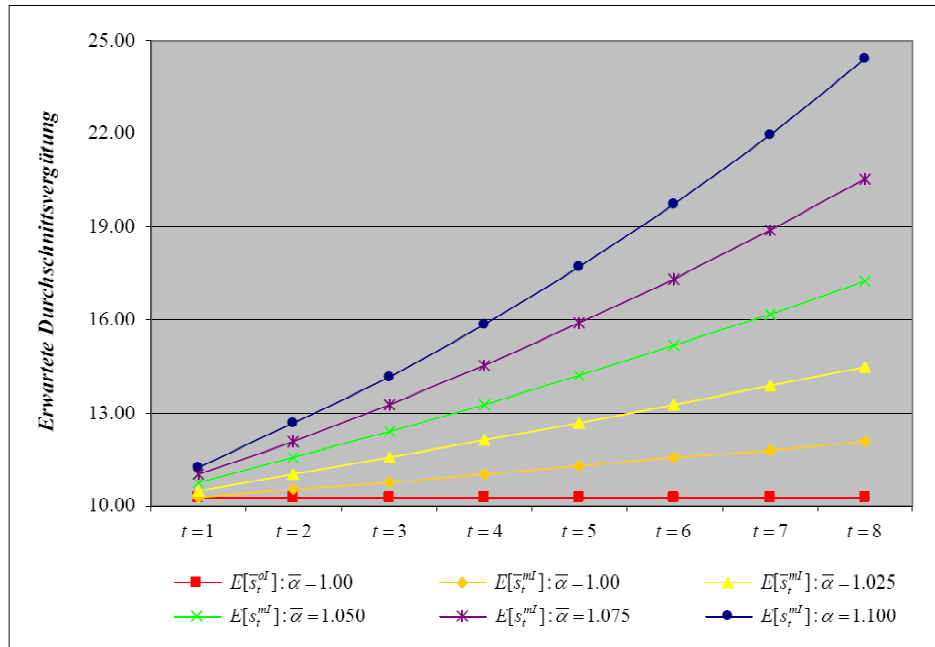
Diese Zuwachsraten sind aber nur dann zu erwarten, wenn die Basisvergütung im Mittel der vorperiodigen Referenzgruppenentlohnung entspricht ( $\bar{\alpha} = 1$ ). Weicht man von dieser Annahme ab und unterstellt, dass die Unternehmen wie in *Definition 1* formuliert *Competitive Benchmarking* praktizieren, entwickelt sich die erwartete Durchschnittsvergütung auf eine sukzessive Erhöhung der sozialen Präferenzen wie in der Weiterführung der *Tabelle (3.2)*. Darin spiegeln die Werte der Spalte  $t = 1$  die Höhe der zu erwartenden Durchschnittsbezüge ohne öffentlich verfügbare Vergütungsinformationen wider. Die darauffolgenden Spaltenwerte zeigen hingegen an, wie sich die erwarteten Managerbezüge infolge der Einführung einer Publikationspflicht für eine Variation von  $\bar{\alpha}$  entwickeln. Wie man leicht erkennt, steigen die mittleren Managementvergütungen nicht mehr linear im Zeitverlauf an, sondern es ist nun ein exponentielles Wachstum der erwarteten Durchschnittsbezüge zu prognostizieren. Dabei bewirkt ein moderates Anspruchsniveau von im Mittel 2.5%, dass die durchschnittlichen Managergehälter von Periode 1 zu Periode 2 um 0.51 ansteigen, während sie im Übergang zu Periode 8 ein Wachstum von 0.61 erfahren.

Dies veranschaulicht die in *Proposition 1* formulierte Beobachtung, wonach bei einer Referenzgruppenentlohnung in Verbindung mit *Competitive Benchmarking* die Einführung einer Publikationspflicht für Managerbezüge zu einem exponentiellen Anstieg der Vergütungen führt.

Erhöht man die mittleren sozialen Präferenzen sukzessiv um 2.5%, verdeutlichen die weiteren Werte der *Tabelle (3.2)*, wie die durchschnittlich zu erwartende Managervergütung

auf diese Veränderung korrespondiert. So steigt die erwartete Durchschnittsentlohnung bis in Periode 8 auf 17.26 für ein mittleres Anspruchsniveau von  $\bar{\alpha} = 1.05$ . Im Fall eines exzessiven *Competitive Benchmarking* erreicht sie für  $\bar{\alpha} = 1.1$  gar einen Wert von 24.41. Diese eindrucksvolle Entwicklung wie auch die der weiteren betrachteten Werte für  $\bar{\alpha}$  ist in *Abbildung (3.4)* noch einmal graphisch illustriert:

*Abbildung 3.4: Die erwartete Entwicklung der durchschnittlichen Managerbezüge für eine Variation von  $\bar{\alpha}$*



Wie man aus *Abbildung (3.4)* erkennt, besitzt die Intensität des *Competitive Benchmarking* einen bemerkenswerten Einfluss auf die Höhe und Entwicklung der durchschnittlichen Managervergütung. Eine weitere Substanzgröße, welche ebenfalls eine ausgesprägte Wirkung auf die Höhe der Managerbezüge besitzt, bildet die Verhandlungsmacht ( $\lambda$ ) der Agenten. Variiert man beispielsweise für  $\bar{\alpha} = 1.025$  die Verhandlungsstärke  $\lambda$  im Intervall  $[0.5\%; 1.5\%]$ , ergibt sich für die durchschnittliche Managervergütung die folgende zu erwartende Entwicklung:

Tabelle 3.3: Die Entwicklung der erwarteten Managerbezüge im Mittel für  $\bar{\alpha}=1.025$  und einer Variation von  $\lambda$

	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$	$t = 5$	$t = 6$	$t = 7$	$t = 8$
$E[\bar{s}_t^{oI}] : \lambda = 0.005$	10.76	10.76	10.76	10.76	10.76	10.76	10.76	10.76
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \lambda = 0.005$	10.76	11.54	12.34	13.16	13.99	14.85	15.74	16.64
$E[\bar{s}_t^{oI}] : \lambda = 0.0075$	11.01	12.05	13.11	14.19	15.31	16.45	17.62	18.82
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \lambda = 0.0100$	11.26	12.55	13.88	15.23	16.62	18.05	19.51	21.01
$E[\bar{s}_t^{oI}] : \lambda = 0.0125$	11.51	13.06	14.64	16.27	17.94	19.65	21.40	23.19
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \lambda = 0.0150$	11.76	13.56	15.41	17.31	19.25	21.24	23.28	25.38

Vergleicht man die Ergebnisse in *Tabelle (3.3)* mit ihren korrespondierenden Werten in *Tabelle (3.2)* zeigt sich, wie die zu erwartende Referenzgruppenentlohnung auf eine Veränderung der Verhandlungsstärke reagiert. Betrachten wir zunächst den Fall, in dem keine Vergütungsinformationen öffentlich bekannt sind. Diese Situation beschreiben die Werte in der ersten Zeile der *Tabelle (3.3)*. Danach bleibt die erwartete Durchschnittsentlohnung auf einem Niveau von 10.76 über die Zeit konstant. Erhöht man die Verhandlungsstärke sukzessive um 0.25% steigt die durchschnittlich zu erwartende Managervergütung um 0.25, wie die Werte der Spalte  $t = 1$  zeigen.

Sind Vergütungsinformationen öffentlich bekannt, steigt die erwartete Managerentlohnung im Mittel exponentiell an. Mit zunehmender Verhandlungsstärke ist die erwartete Durchschnittsvergütung dabei stets größer als ihre korrespondierenden Werte in *Tabelle (3.2)*. So beläuft sich in Periode 5 die erwartete Managerentlohnung für  $\lambda = 0.25\%$  im Durchschnitt auf 12.68, während sie sich für eine fähigkeitsbedingte Erfolgsbeteiligung von einem Prozent als 16.62 berechnet. Ceteris paribus bewirkt damit zu  $t = 5$  eine Vervierfachung der Verhandlungsstärke eine um 31.07% höhere, erwartete Durchschnittsentlohnung. Dies illustriert, welche Wirkung eine marginale Veränderung der Verhandlungsstärke auf die Höhe der durchschnittlich zu erwartenden Managervergütung und insofern auf deren Entwicklung im Rahmen einer Referenzgruppenentlohnung besitzt.

Dieselben Werte wie in *Tabelle (3.3)* erhält man, wenn für  $\bar{\alpha} = 1.025$  die Verhandlungsmacht auf einem Niveau von  $\lambda = 0.25\%$  konstant gehalten und der Wert der durch-

schnittlichen Fähigkeiten schrittweise von  $\bar{\theta} = 200$  um je 100 bis auf  $\bar{\theta} = 600$  erhöht wird. Denn eine Variation der durchschnittlichen Fähigkeiten besitzt aufgrund der Multiplikation dieselbe Wirkung auf die Höhe der zu erwartenden Durchschnittsvergütung wie eine Veränderung der Verhandlungsstärke.

Damit ist festzuhalten, dass in diesem Beispiel die durchschnittlich zu erwartende Managerentlohnung über die Zeit konstant bleibt, sind keine Vergütungsinformationen öffentlich bekannt. Wird indes eine Vorschrift zu einer Offenlegung von Managerbezügen erlassen, kann diese dazu führen, dass die Höhe der Managergehälter über die Zeit steigt. Der Anstieg bedingt dabei der Intensität des *Competitive Benchmarking*, doch sind auch ohne diese gängige Vergütungspraxis signifikante Gehaltssteigerungen zu erwarten. Denn die unterstellte Struktur der Referenzgruppenentlohnung birgt in sich, dass Kompensationen für Risikoprämien und Arbeitskosten vergangener Perioden sowie Beteiligungen fähigkeitsbedingter Erfolgszuwächse mit einer zeitlichen Verzögerung in die Bezüge der laufenden Periode mit einfließen und diese weiter ansteigen lassen. Um diesem Begleitumstand zu begegnen, soll in einer Weiterführung dieses Beispiels im Folgenden unterstellt werden, dass die Unternehmen symmetrische Erwartungen über die durchschnittlichen Fähigkeiten, mittleren Beteiligungsraten und externen Umwelteinflüsse besitzen und einen Korrekturfaktor für den Durchschnitt der über die eigentliche Basisentlohnung hinausgehenden Vergütungskomponenten berücksichtigen. Infolge der Annahme  $h(t) = 1$  ist dieser Korrekturfaktor über die Zeit konstant und berechnet sich für die obigen Parameter- und Variablenwerte als  $E[H(t)] = \lambda \cdot \bar{\theta} + \frac{\bar{\vartheta}}{2} = 0.26$ .

Analog zum eingangs betrachteten Szenario stellt sich unter Berücksichtigung dieses Korrekturwertes die Entwicklung der durchschnittlich zu erwartenden Managervergütung wie folgt dar:

Tabelle 3.4: Die Entwicklung der erwarteten Managerbezüge im Mittel unter Berücksichtigung eines Korrekturfaktors

	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$	$t = 5$	$t = 6$	$t = 7$	$t = 8$
$E[\bar{s}_t^{oI}] : \bar{\alpha} = 1.000$	10.26	10.26	10.26	10.26	10.26	10.26	10.26	10.26
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \bar{\alpha} = 1.000$	10.26	10.26	10.26	10.26	10.26	10.26	10.26	10.26
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \bar{\alpha} = 1.025$	10.51	10.77	11.03	11.30	11.57	11.86	12.15	12.44
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \bar{\alpha} = 1.050$	10.76	11.29	11.84	12.42	13.02	13.66	14.33	15.03
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \bar{\alpha} = 1.075$	11.01	11.82	12.68	13.61	14.62	15.69	16.85	18.09
$E[\bar{s}_t^{mI}] : \bar{\alpha} = 1.100$	11.26	12.36	13.57	14.90	16.37	17.98	19.75	21.70

Die Werte in *Tabelle (3.4)* illustrieren, dass infolge der Korrektur für  $\bar{\alpha} = 1$  die erwarteten Durchschnittsbezüge ohne und mit Publikationsvorschrift zu jedem Zeitpunkt einander entsprechen. Sie berechnen sich aus dem Startwert  $s_0$  addiert um die erwartete durchschnittliche Beteiligung der fähigkeitsbedingten Erfolgszuwächse. Als Folge der Vereinfachung  $h(t) = 1$  sind die durchschnittlich zu erwartenden Managerbezüge mit und ohne Publikationspflicht über die Zeit konstant, auf einem Niveau von 10.26.

Weicht man von der Annahme  $\bar{\alpha} = 1$  ab und unterstellt, dass die Unternehmen *Competitive Benchmarking* praktizieren, steigt im Fall öffentlich verfügbarer Vergütungsinformationen auch unter Berücksichtigung eines Korrekturfaktors die erwartete Durchschnittsentlohnung über die Zeit an. Für ein Anspruchsniveau von im Mittel 5% beträgt sie gemäß *Tabelle (3.4)* in Periode 1 10.76 und steigt bis zum letzten Betrachtungszeitpunkt auf 15.03. Im Vergleich zum vorangehenden Beispiel ohne Korrekturfaktor fällt sie damit um 2.23 bzw. 12.92% geringer aus als ihr korrespondierender Wert in  $t = 8$ .

Im Fall des *Competitive Benchmarking* zeigt sich ferner, dass sich die erwartete Differenz der mittleren Managerentlohnung trotz des Korrekturfaktors über die Zeit erhöht. So berechnet sich diese für  $\bar{\alpha} = 1.05$  in  $t = 2$  noch als 0.53, steigt im Übergang zu Periode 8 aber bis auf 0.7 an. Dies verdeutlicht, dass bei einer Referenzgruppenentlohnung mit öffentlich verfügbaren Vergütungsinformationen und *Competitive Benchmarking* die durchschnittlich zu erwartenden Managerbezüge auch unter Berücksichtigung eines Korrekturfaktors exponentiell ansteigen, infolge der Korrektur jedoch mit einer geringeren Rate.

### 3.5 Wirkung der Publikation von Vergütungsinformationen:

#### *Kollektiv- vs. Individualausweis*

##### 3.5.1 Einführung und Problemstellung

Die Entwicklung der Vorschriften über eine Offenlegung von Managerbezügen in Abschnitt 3.2 zeigt, dass im Gegensatz zu den USA für Europa ein zusätzlicher Trend zu beobachten ist. So galt es von Seiten der *Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG)* in ihren Mitgliedsstaaten die Bezüge der Mitglieder des Verwaltungs-, Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgans zunächst noch aggregiert und für jede Personengruppe in Summe auszuweisen. Seit jüngster Zeit sind diese Angaben in einer Vielzahl der europäischen Länder nun auch individualisiert offen zu legen. In Deutschland beispielsweise mussten börsennotierte Unternehmen seit 1985 die Gesamtbezüge für den Vorstand und den Aufsichtsrat zunächst ausschließlich in Summe anzeigen. Mit der Einführung des *Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK)* im Jahr 2002 wird darüber hinaus ein individualisierter Ausweis auf freiwilliger Basis empfohlen. Allerdings wurde dieser Empfehlung von einer Reihe namhafter *DAX*-Unternehmen nicht oder nur unzureichend Folge geleistet. Der deutsche Gesetzgeber sah sich daher veranlasst, die Frage nach einem individualisierten Ausweis der Managerbezüge gesetzlich zu regeln. Seit dem 31. Dezember 2005 ist nunmehr das *Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorstOG)* in Kraft, welches die individualisierte Bekanntgabe der Bezüge für jedes Mitglied der Geschäftsleitung börsennotierter Aktiengesellschaften unter Namensnennung verbindlich vorschreibt.

Eine vergleichbare Entwicklung - wenn auch mit einer zeitlichen Verzögerung - ist auch für die Schweiz zu konstatieren. So mussten seit 2002 die an der Schweizer Börse *SWX* kotierten Unternehmen zunächst die Gesamtsummen aller Entschädigungen für die Mitglieder des Verwaltungsrates und/oder der Geschäftsleitung und zusätzlich das höchste auf ein Mitglied des Verwaltungsrates entfallende Gehalt ausweisen. Am 1. Januar 2007 trat nun auch in der Schweiz ein Gesetz in Kraft, welches die individualisierte Bekanntgabe der Bezüge für alle Mitglieder des Verwaltungsrates und den höchsten auf ein Mitglied der Geschäftsleitung entfallenden Betrag vorschreibt.

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung soll im Rahmen des vorgestellten Modells zur Referenzgruppenentlohnung untersucht werden, welche Wirkung eine Vorschrift zu einem individualisierten Ausweis der Managerbezüge auf deren Höhe besitzt und ob dadurch allenfalls die Gefahr einer Vergütungsspirale abgeschwächt werden kann.

Um die Wirkung einer Individualveröffentlichungsvorschrift auf die Höhe der Managerbezüge untersuchen zu können, bedarf es einer Erweiterung der Annahmen des in Abschnitt 3.3.1 formulierten Modells. So ist es erforderlich anzunehmen, dass das Management eines Unternehmens aus einem mehrere Personen umfassenden Vorstand besteht. Der Vorstand setze sich aus einem Vorstandsvorsitzenden ( $V$ ) und  $m$  weiteren, einfachen Vorstandsmitgliedern ( $M$ ) zusammen. Um die Analyse möglichst übersichtlich zu halten, sei dabei unterstellt, dass sowohl der Vorstandsvorsitzende als auch die Vorstandsmitglieder dieselben Charakteristika aufweisen wie der Manager im Basismodell. Sie unterscheiden sich einzig hinsichtlich ihrer sozialen Präferenzen  $\alpha_{ij}$  und ihrer Verhandlungsstärke  $\lambda_j$  bei der Durchsetzung der Vergütung ihres individuellen Produktivitätsbeitrages. Für den Vorstand vom Typ  $j \in \{V; M\}$  ergibt sich damit die folgende Vergütung:

$$s_{it}^j = \alpha_{ij} \cdot \bar{s}_{t-1} + \lambda_j \cdot h(t) \cdot \theta_i + v_i \cdot \left( \frac{1}{2} + \varepsilon_{it} \right). \quad (3.28)$$

Innerhalb dieser Struktur können sich Vergütungsunterschiede zwischen dem Vorstandsvorsitzenden eines Unternehmens und den einfachen Vorstandsmitgliedern bei identischer Referenzgruppe entweder aus dem unterschiedlichen Anspruchsniveau oder aber aus einer besseren (schlechteren) Verhandlungsposition ergeben. Unterstellt man beispielsweise, dass das Anspruchsniveau der Vorstandsvorsitzenden im Mittel höher ist als das der einfachen Vorstandsmitglieder bei gleichzeitig besserer Verhandlungsposition ( $\alpha_{iV} \geq \alpha_{iM}$  und  $\lambda_V > \lambda_M$ ), verdient der Vorstandsvorsitzende bei gleicher Referenzgruppe mehr als ein einfaches Vorstandsmitglied. Diese Parameterkonstellation scheint auch intuitiv einleutend und entspricht der gängigen Vergütungspraxis in der überwiegenden Mehrzahl deutscher Großunternehmen. So kommt die *Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)* in ihrer Studie über die Vorstandsbezüge der *DAX-30*-Unternehmen zu dem Ergebnis, dass die durchschnittliche Vergütung eines Vorstandsmitglieds 1.705 Mio. Euro beträgt, während sich die der Vorstandsvorsitzenden auf 3 Mio. Euro beläuft.<sup>113</sup>

---

113 Vgl. DEUTSCHE SCHUTZVEREINIGUNG FÜR WERTPAPIERBESITZ (2006).

Vor diesem Hintergrund soll im Folgenden untersucht werden, wie sich die in Europa und insbesondere in Deutschland und der Schweiz verabschiedeten Reformen zu einer Individualveröffentlichung auf die Entwicklung der Vorstandsbezüge auswirken. Dabei ist es naheliegend, davon auszugehen, dass sich die einzelnen Mitglieder eines Vorstands je nach Informationslage mit der für sie relevanten Referenzgruppe vergleichen. Im Fall einer Kollektivveröffentlichung bedeutet das, dass mangels detaillierter Informationen für beide Vorstandstypen das durchschnittliche Gehalt je Vorstand der relevante Referenzlohn ist, während im Fall eines Individualausweises sich die Vorstandsvorsitzenden mit den Bezügen anderer Vorstandsvorsitzender und einfache Vorstandsmitglieder sich mit den Bezügen anderer Vorstandsmitglieder in ähnlichen Positionen vergleichen.

### 3.5.2 Die Entwicklung der Vergütung bei Kollektivausweis

Noch bis Ende 2005 mussten börsennotierte Aktiengesellschaften in Deutschland die Bezüge des Vorstandes in Summe ausweisen. Dabei galt es, lediglich die Gesamtbezüge, nicht aber deren Zusammensetzung zu publizieren. Im Rahmen des Modells ergeben sich die Gesamtbezüge aus der Summe der Vergütung des Vorstandsvorsitzenden und der mit ihrer Anzahl multiplizierten Entlohnungen aller weiteren Vorstandsmitglieder. Unter Verwendung der Definition (3.28) erhält man für die Gesamtvergütung von Unternehmen  $i$  in Periode  $t$  den folgenden Ausdruck:

$$s_{it}^K = (\alpha_{iV} + m \cdot \alpha_{iM}) \cdot \bar{s}_{t-1}^K + (\lambda_V + m \cdot \lambda_M) \cdot h(t) \cdot \theta_i + (1 + m) \cdot v_i \cdot \left( \frac{1}{2} + \varepsilon_{it} \right). \quad (3.29)$$

Die Durchschnittsvergütung je Vorstand in Unternehmen  $i$  ergibt sich, indem man die Gesamtvergütung in (3.29) durch die Anzahl aller Vorstände - einschließlich des Vorstandsvorsitzenden - dividiert. Durch Aggregation über alle  $N$  Unternehmen ergibt sich hieraus die nachfolgende Differenzengleichung für die Durchschnittsvergütung am Markt:

$$\bar{s}_t^K = \bar{\alpha}_{VM} \cdot \bar{s}_{t-1}^K + \bar{\lambda} \cdot h(t) \cdot \bar{\theta} + \bar{v} \cdot \left( \frac{1}{2} + \bar{\varepsilon}_t \right). \quad (3.30)$$

Darin bezeichnet  $\bar{\alpha}_{VM}$  das gewogene arithmetische Mittel der durchschnittlichen sozialen Präferenzen aller Vorstände und  $\bar{\lambda}$  deren mittlere Verhandlungsstärke. Formal sind diese Durchschnittsgrößen wie folgt definiert:

$$\bar{\alpha}_{VM} = \frac{\bar{\alpha}_V + m \cdot \bar{\alpha}_M}{1 + m} \quad \text{und} \quad \bar{\lambda} = \frac{\lambda_V + m \cdot \lambda_M}{1 + m}.$$

Löst man die Differenzengleichung in (3.30) mit dem Startwert  $s_0$  auf, führt dies schließlich zu:<sup>114</sup>

$$\begin{aligned} \bar{s}_t^K &= \bar{\alpha}_{VM}^t \cdot s_0 + \sum_{\tau=1}^t \bar{\alpha}_{VM}^{t-\tau} \cdot \bar{H}(\tau) \\ \text{mit } \bar{H}(t) &= \bar{\lambda} \cdot h(t) \cdot \bar{\theta} + \bar{v} \cdot \left( \frac{1}{2} + \bar{\varepsilon}_t \right). \end{aligned} \quad (3.31)$$

Analog zum Basismodell steigt auch bei einer Kollektivveröffentlichung im Fall des *Competitive Benchmarking* die erwartete Durchschnittsvergütung über die Zeit exponentiell an. Im Gegensatz zu (3.31) ergibt sich der Wachstumsfaktor aber nicht als einzelne, managerspezifische soziale Präferenz, sondern als gewogener Durchschnitt der mittleren Anspruchsniveaus aller Vorstandsvorsitzenden und Vorstandsmitglieder am Markt. Das Wachstum der Bezüge erstreckt sich allerdings auch hier nicht nur auf die Basiskomponente  $s_0$ , sondern es profitieren alle Vorstandsmitglieder von den erfahrungsbedingten Produktivitätszuwächsen, Arbeitskosten und Risikoprämien sowie von Zufallseinflüssen vergangener Perioden, unabhängig, ob sich diese im eigenen Unternehmen oder aber in anderen Unternehmen der Referenzgruppe ereignet haben.

### 3.5.3 Die Entwicklung der Vergütung bei Individualausweis

In jüngster Zeit entstanden in Deutschland und der Schweiz gesetzliche Vorgaben und Regelungen zu einem individualisierten Ausweis von Vorstands- bzw. Verwaltungsratsbezügen. Unterstellt man die Einführung eines solchen Gesetzes im Rahmen des Modells, erhalten die Akteure nunmehr die Möglichkeit, ihre Vergütungen unmittelbar mit denen der für sie zutreffenden Referenzgruppe zu vergleichen. Es sei dabei unterstellt, dass sich ein Vorstandsvorsitzender bei der Bemessung seines Einkommens ausschließlich an den Bezügen anderer Vorstandsvorsitzender orientiert und ein einfaches Vorstandsmitglied einzig auf die Bezüge anderer Vorstandsmitglieder in vergleichbaren Unternehmen rekurriert. Entsprechend ergibt sich für die durchschnittliche Vergütung eines Vorstands vom Typ  $j$  in Periode  $t$ :

$$\bar{s}_t^{jI} = \bar{\alpha}_j^t \cdot s_0 + \sum_{\tau=1}^t \bar{\alpha}_j^{t-\tau} \cdot H_j(\tau) \quad (3.32)$$

---

<sup>114</sup> Die Entwicklung der Durchschnittsvergütung mit dem Startwert  $s_0$  entspricht substanziell derer des allgemeinen Modells, weswegen an dieser Stelle auf eine erneute Zeitreihenentwicklung verzichtet wird.

$$\text{mit } H_j(t) = \lambda_j \cdot h(t) \cdot \bar{\theta} + \bar{v} \cdot \left( \frac{1}{2} + \bar{\varepsilon}_t \right).$$

Infolge der Annahmen unterscheidet sich die Durchschnittsvergütung der Vorstandsvorsitzenden von derer einfacher Vorstandsmitglieder durch die Höhe der durchschnittlichen sozialen Präferenz ( $\bar{\alpha}_j$ ) sowie der im Term  $H_j(t)$  enthaltenen Verhandlungsstärke ( $\lambda_j$ ).

#### 3.5.4 Vergleich beider Ausweisverfahren

In den beiden vorangegangenen Abschnitten wurde gezeigt, wie sich im Rahmen einer Referenzgruppenentlohnung ein Kollektiv- und ein Individualausweis auf die durchschnittlichen Vorstandsbezüge auswirkt. Im Folgenden soll nun der Frage nachgegangen werden, ob von einem individualisierten Ausweisverfahren - und dem damit verbundenen höheren Detaillierungsgrad der Information - eine Abschwächung des für den Fall des *Competitive Benchmarking* konstatierten Vergütungswachstums zu erwarten ist.

Betrachten wir dazu zunächst, wie sich im Rahmen der Referenzgruppenentlohnung die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift auf die Höhe der Bezüge für die betrachteten Gruppen von Vorständen auswirkt, und daran anschließend, welche Wirkung die Gesetzesreform auf die Vergütung des Gesamtvorstandes besitzt.

Infolge der unterstellten Struktur der Referenzgruppenentlohnung wird die Art des Ausweisverfahrens in den Bezügen des Vorstandsvorsitzenden und der Vorstandsmitglieder in (3.28) lediglich über den zu Grunde liegenden Vorperiodendurchschnitt berücksichtigt. Es genügt daher, die jeweils relevanten Durchschnittsbezüge zu vergleichen, um die Auswirkung eines veränderten Ausweisverfahrens auf die Höhe und Entwicklung der Vergütungen aufzuzeigen. So ergibt sich für einen Vorstand vom Typ  $j$  durch Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift gegenüber einer Situation der Beibehaltung eines Kollektivausweises in Periode  $t$  eine Lohndifferenz in Höhe von  $\alpha_{ij} \cdot \left( \bar{s}_{t-1}^j - \bar{s}_{t-1}^K \right)$ . Er erzielt damit eine Verbesserung seiner Einkommensposition, wenn der Ausdruck

$$\bar{s}_t^j - \bar{s}_t^K = (\bar{\alpha}_j^t - \bar{\alpha}_{VM}^t) \cdot s_0 + \sum_{\tau=1}^t \bar{\alpha}_j^{t-\tau} \cdot H_j(\tau) - \sum_{\tau=1}^t \bar{\alpha}_{VM}^{t-\tau} \cdot \bar{H}(\tau) \quad (3.33)$$

positiv ist. Dies ist der Fall, wenn  $\bar{\alpha}_j^t \geq \bar{\alpha}_{VM}^t$  und  $H_j(\tau) \geq \bar{H}(\tau)$ , wobei mindestens eine der beiden Ungleichungen strikt, d. h. nicht mit Gleichheit erfüllt sein muss. Aus dieser

Beobachtung lässt sich der folgende Zusammenhang ableiten:

**Lemma 2:** *Eine Referenzgruppenentlohnung führt bei Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift gegenüber einer Situation der Beibehaltung eines Kollektivausweises zu einer Steigerung der erwarteten Bezüge eines Vorstands vom Typ  $j$ , wenn  $\bar{\alpha}_j \geq \bar{\alpha}_k$  und  $\lambda_j \geq \lambda_k$  für  $j, k \in \{V; M\}$  und eine der beiden Bedingungen als strikte Ungleichung erfüllt ist.*

**Beweis:**  $\bar{\alpha}_j^t \geq \bar{\alpha}_{VM}^t$  impliziert  $\bar{\alpha}_j \geq \bar{\alpha}_k$  und  $H_j(\tau) \geq \bar{H}(\tau)$  impliziert  $\lambda_j \geq \lambda_k$ .

Gemäß *Lemma 2* bewirkt damit der Übergang von einer Kollektiv- zu einer Individualveröffentlichung immer dann einen eindeutigen Anstieg der durchschnittlichen Bezüge für einen Vorstand vom Typ  $j$ , wenn die Vorstände der gleichen Kategorie im Mittel entweder stärker ausgeprägte soziale Präferenzen bei mindestens gleich großer Verhandlungsmacht oder aber im Falle gleicher sozialer Präferenzen in beiden Kategorien eine stärkere Verhandlungsmacht bei der Durchsetzung der Vergütungen für ihre individuellen Produktivitätsbeiträge besitzen. So würde beispielsweise für die oben aufgeführte Parameterkonstellation  $\alpha_{iV} \geq \alpha_{iM}$  und  $\lambda_V > \lambda_M$  ein Vorstandsvorsitzender mit einer weiteren Steigerung seiner Bezüge rechnen können, während sich der Vergütungsanstieg der einfachen Vorstandsmitglieder im Vergleich zu einer Situation bei Kollektivausweis durch eine Individualveröffentlichung abschwächt. Sind die oben unterstellten Relationen von sozialer Präferenz und Verhandlungsmacht beider Gruppen gegenläufig, ist das Vorzeichen des Ausdrucks in (3.33) unbestimmt.

Um beurteilen zu können, ob die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift für eine Abschwächung des für den Fall des *Competitive Benchmarking* prognostizierten Vergütungswachstums geeignet ist, ist aber nicht die Entwicklung der kategorisierten Vorstandsentslohnung isoliert maßgeblich, sondern die durchschnittliche Vergütung des Gesamtvorstandes. Im Fall des Kollektivausweises ist diese durch die Gleichung (3.30) definiert. Besteht eine Vorschrift zu einem Individualausweis berechnet sich die durchschnittliche Entlohnung des Gesamtvorstandes als gewogener Durchschnitt der Vergütungen in (3.32). Für die Periode  $t$  ergibt sie sich als:

$$\begin{aligned}
\bar{s}_t^I &= \frac{\bar{s}_t^{VI} + m \cdot \bar{s}_t^{MI}}{1 + m} \\
&= \frac{\bar{\alpha}_V^t + m \cdot \bar{\alpha}_M^t}{1 + m} \cdot s_0 + \frac{\sum_{\tau=1}^t \bar{\alpha}_V^{t-\tau} \cdot H_V(\tau) + m \cdot \sum_{\tau=1}^t \bar{\alpha}_M^{t-\tau} \cdot H_M(\tau)}{1 + m} \quad (3.34)
\end{aligned}$$

Nach Umformung und Vereinfachung folgt als Differenz der durchschnittlichen Gesamtvergütung je Vorstand in (3.34) und (3.30):

$$\begin{aligned}
\bar{s}_t^I - \bar{s}_t^K &= \left( \frac{\bar{\alpha}_V^t + m \cdot \bar{\alpha}_M^t}{1 + m} - \bar{\alpha}_{VM}^t \right) \cdot s_0 \\
&\quad + \sum_{\tau=1}^t \left( \frac{\bar{\alpha}_V^{t-\tau} + m \cdot \bar{\alpha}_M^{t-\tau}}{1 + m} - \bar{\alpha}_{VM}^{t-\tau} \right) \cdot H_V(\tau) \\
&\quad + \frac{m}{1 + m} \sum_{\tau=1}^t (\bar{\alpha}_{VM}^{t-\tau} - \bar{\alpha}_M^{t-\tau}) \cdot [H_V(\tau) - H_M(\tau)]. \quad (3.35)
\end{aligned}$$

Eine Analyse des Ausdrucks in (3.35) führt zu folgenden Ergebnissen:

**Proposition 2:** *Die Wirkung einer Individualveröffentlichungsvorschrift auf das durchschnittliche Vorstandsgehalt wird maßgeblich von den sozialen Präferenzen der beiden Vorstandstypen  $V$  und  $M$  bestimmt:*

- 1) *Bei im Mittel unterschiedlichen sozialen Präferenzen ( $\bar{\alpha}_V \neq \bar{\alpha}_M$ ) bewirkt eine Individualveröffentlichung immer dann eine Erhöhung der erwarteten Durchschnittsvergütung je Vorstand, wenn a) der Vorstandstyp mit den stärkeren sozialen Präferenzen keine geringere Verhandlungsmacht besitzt als der Vorstandstyp mit den geringeren sozialen Präferenzen oder b) die Unterschiede in den erwarteten produktivitätsbedingten Entlohnungsbeiträgen  $E[H_V(\tau) - H_M(\tau)]$  im Vergleich zur Basisentlohnung nicht zu groß sind.*
- 2) *Bei im Mittel identischen sozialen Präferenzen beider Vorstandstypen ( $\bar{\alpha}_V = \bar{\alpha}_M$ ) bleibt die durchschnittliche Vergütung je Vorstand gegenüber der bei einer Kollektivveröffentlichungspflicht unverändert.<sup>115</sup>*

---

115 Der Beweis zu Proposition 2 findet sich im Anhang zu Kapitel 3.

Praktizieren die Unternehmen eine Referenzgruppenentlohnung, ist gemäß *Proposition 2* die Gefahr, dass eine Individualveröffentlichungsvorschrift zu einer Erhöhung der durchschnittlichen Gesamtbezüge am Markt führt, dann besonders groß, wenn sich die sozialen Präferenzen der Vorstandsvorsitzenden von denen der einfachen Vorstandsmitglieder im Mittel unterscheiden. Dabei kommt es zunächst nicht darauf an, welche der beiden Gruppen über die stärkeren sozialen Präferenzen verfügt, entscheidend ist vielmehr, dass diese im Durchschnitt differieren. Intuitiv leuchtet dieses Ergebnis auch ein, bedenkt man, dass der gewogene Durchschnitt zweier exponentieller Wachstumsprozesse mit unterschiedlichen Raten schneller wächst als ein entsprechender Prozess über den selben Zeitraum mit der durchschnittlichen Rate beider Prozesse. Im Ergebnis führt die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift bei einer Referenzgruppenentlohnung mit im Mittel differierenden sozialen Präferenzen also dazu, dass sich das Vergütungswachstum in der Gruppe mit den stärker ausgeprägten sozialen Präferenzen stärker erhöht als dass sich dieses in der Gruppe mit den geringeren sozialen Präferenzen abschwächt.

Allerdings können sich - zumindest aus theoretischer Sicht - auch gegenläufige Effekte aus den erfahrungsbedingten Produktivitätsbeiträgen ergeben. Diese entstehen, wenn die produktivitätsbedingten Entlohnungsbeiträge in der Gruppe mit den im Mittel schwächeren sozialen Präferenzen sehr viel stärker ausgeprägt sind als dies in der Gruppe mit den stärkeren sozialen Präferenzen der Fall ist. Sind hingegen die sozialen Präferenzen wie auch die Verhandlungsmacht von Vorstandsvorsitzenden und Vorstandsmitgliedern im Mittel gleich groß, besitzt die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift hinsichtlich der Höhe der durchschnittlichen Vorstandsbezüge keine Wirkung. Zu einer Senkung der Gesamtbezüge, wie von den Initianten der Gesetzesreformen beabsichtigt, kann eine Individualveröffentlichungspflicht aber nur unter sehr einschränkenden Bedingungen beitragen.

Damit bleibt festzuhalten, dass im Rahmen der Referenzgruppenentlohnung die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift für die Mehrheit der betrachteten Szenarien zu einer weiteren Erhöhung der Vorstandsbezüge führt, ohne dass dadurch zusätzliche Vermögenswerte auf Seiten der Aktionäre geschaffen werden. Angesichts dieser bedenklichen Prognose erscheinen Zweifel an der Wirksamkeit der beschlossenen Gesetzesreformen für angebracht.

## 3.5.5 Ein Beispiel (2)

Um die Wirkung der Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift auf die Höhe der Vorstandsbezüge zu illustrieren, setze sich das Management der Unternehmen aus einem Vorstandsvorsitzenden und zwei einfachen Vorstandsmitgliedern ( $m = 2$ ) zusammen. Beide Vorstandstypen verfügen über dieselben Charakteristika wie der Manager in *Beispiel (1)*, unterscheiden sich jedoch hinsichtlich ihrer individuellen sozialen Präferenz und ihrer Verhandlungsstärke. So erwarten die Vorstandsvorsitzenden im Mittel 7% und die einfachen Vorstandsmitglieder 1% mehr als die durchschnittliche Vorperiodenentlohnung. Darüber hinaus werden die Vorstandsvorsitzenden mit 0.5% an dem aus ihren Fähigkeiten und ihrer Erfahrung zusätzlich geschaffenen Wert beteiligt, während die einfachen Vorstandsmitglieder an ihrem individuellen Wertbeitrag zu 0.25% partizipieren. Alle weiteren Parameter- und Variablenwerte sowie der Startwert  $s_0$  entsprechen denen in *Beispiel (1)*.

Analog zur Vorgehensweise im vorangegangenen Abschnitt soll zunächst die Entwicklung der Bezüge für ein einzelnes Vorstandsmitglied, daran anschließend die Entwicklung der Vergütung für den Gesamtvorstand illustriert werden.

Im Fall des Kollektivausweises lassen sich die kategorisierten Mittelwerte der Vorstandsbezüge aus Gleichung (3.31) einfach bestimmen. Setzt man die definierten Zahlenwerte für die Variablen und Parameter in die resultierenden Ausdrücke sowie in Gleichung (3.32) ein, ist für einen Kollektiv- und einen Individualausweis die folgende Entwicklung der durchschnittlichen Bezüge je Vorstandstyp zu erwarten:

Tabelle 3.5: Die Entwicklung der erwarteten Durchschnittsbezüge je Vorstandstyp

	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$	$t = 5$	$t = 6$	$t = 7$	$t = 8$
$E[\bar{s}_t^{VK}]$	11.21	11.90	12.61	13.34	14.09	14.86	15.66	16.48
$E[\bar{s}_t^{VI}]$	11.21	12.50	13.89	15.37	16.96	18.66	20.47	22.41
$E[\bar{s}_t^{MK}]$	10.36	11.01	11.68	12.37	13.08	13.81	14.56	15.34
$E[\bar{s}_t^{MI}]$	10.36	10.72	11.09	11.46	11.84	12.21	12.60	12.98

Wie die Werte in *Tabelle (3.5)* belegen, ist für eine Referenzgruppenentlohnung in Verbindung mit *Competitive Benchmarking* und öffentlich verfügbaren Vergütungsinformationen ein exponentieller Anstieg der Bezüge für beide Vorstandstypen zu erwarten. Dies, unabhängig vom Ausweisverfahren. Darüber hinaus illustrieren die Werte in *Tabelle (3.5)*, dass die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift zu einer weiteren Erhöhung der erwarteten Durchschnittsbezüge für die Vorstandsvorsitzenden führen kann, während sich der Vergütungsanstieg der einfachen Vorstandsmitglieder im Vergleich zu einer Situation der Beibehaltung eines Kollektivausweises abschwächt. So steigen die erwarteten Durchschnittsbezüge der Vorstandsvorsitzenden bei kollektiver Bekanntgabe der Managerlöhne bis in Periode 8 auf 16.48 und bei einer Individualveröffentlichung bis auf 22.41, während die der einfachen Vorstandsmitglieder bei kollektiver Offenlegung zwar bis auf 15.34 anwachsen, im Fall der Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift jedoch lediglich einen Anstieg bis auf einen Wert von 12.98 erfahren. Diese konträre Entwicklung folgt dabei aus der Annahme, dass die sozialen Präferenzen der Vorstandsvorsitzenden im Mittel stärker ausgeprägt sind als die der einfachen Vorstandsmitglieder ( $\bar{\alpha}_V > \bar{\alpha}_M$ ) und sie gleichzeitig über eine bessere Verhandlungsposition verfügen, bei der Durchsetzung der Vergütungen für ihre individuellen Produktivitätsbeiträge ( $\lambda_V > \lambda_M$ ).<sup>116</sup>

Betrachten wir weiter, wie sich bei einem Individual- und einem Kollektivausweis die erwarteten Durchschnittsbezüge für den Gesamtvorstand entwickeln. Diese erhält man als gewogenes Mittel der vorstandsspezifischen Durchschnittslöhne in *Tabelle (3.5)* oder aber alternativ, durch Einsetzen der Zahlenwerte in die Gleichungen (3.31) und (3.34).

*Tabelle 3.6: Die Entwicklung der erwarteten Durchschnittsbezüge je Vorstand*

	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$	$t = 5$	$t = 6$	$t = 7$	$t = 8$
$E[\bar{s}_t^K]$	10.64	11.31	11.99	12.69	13.42	14.16	14.93	15.72
$E[\bar{s}_t^I]$	10.64	11.32	12.02	12.77	13.54	14.36	15.22	16.13
$E[\Delta_t]$	0.00	0.01	0.03	0.08	0.12	0.20	0.29	0.41

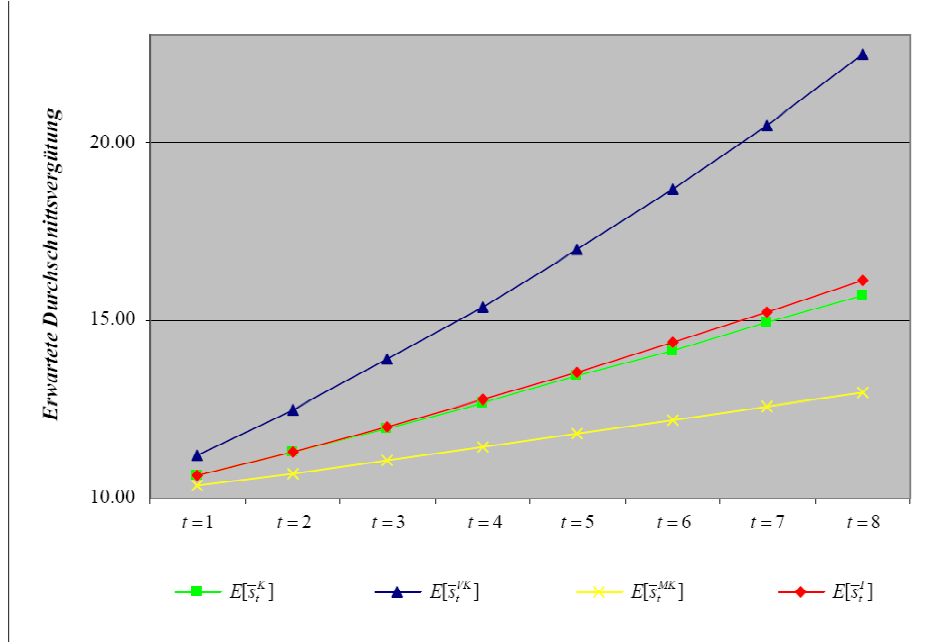
---

<sup>116</sup> S. dazu *Lemma 2*.

Die Ergebnisse in *Tabelle (3.6)* zeigen, dass die durchschnittliche Gesamtvergütung bei einer individualisierten Offenlegung für  $t > 1$  stets größere Werte annimmt als bei einer Beibehaltung des Kollektivausweises. Die unterschiedliche Entwicklung resultiert dabei aus der Annahme, dass sich die sozialen Präferenzen der Vorstandsvorsitzenden im Mittel von denen der einfachen Vorstandsmitglieder unterscheiden und die Gruppe von Vorständen mit dem höheren Anspruchsniveau (die Vorstandsvorsitzenden) über keine geringere Verhandlungsmacht verfügt als der Vorstandstyp mit den niedrigeren sozialen Präferenzen (die einfachen Vorstandsmitglieder). Sie illustriert damit das in allgemeiner Form beschriebene Ergebnis der *Proposition 2: 1) a)*.

Die Werte in *Tabelle (3.6)* illustrieren ferner, dass die Divergenz zwischen der durchschnittlichen Vorstandsvergütung bei einer Individual- und einer Kollektivveröffentlichung über die Zeit kontinuierlich ansteigt. Berechnet sich deren Differenz zu Periode 4 noch als 0.08, beläuft sie sich in Periode 8 bereits auf 0.41. Diese divergierende Entwicklung erklärt sich aus der Tatsache, dass der gewogene Durchschnitt zweier exponentieller Wachstumsprozesse mit unterschiedlichen Raten über die Zeit schneller ansteigt als ein entsprechender Prozess mit einer über den gleichen Zeitraum durchschnittlichen Rate - im Beispiel  $((1.07)^t + 2 \cdot (1.01)^t)/3 > 1.03^t$  für  $t > 1$ . Im Ergebnis führt die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift also dazu, dass sich die Vorstandsbezüge schneller erhöhen als im Fall kollektiv veröffentlichter Vergütungsinformationen, was *Abbildung (3.5)* noch einmal graphisch veranschaulicht:

Abbildung 3.5: Erwartete Entwicklung der mittleren Vorstandsbezüge bei Individual- und Kollektivausweis



Bislang wurde das für die Intention sprechende Szenario unterstellt, in dem die sozialen Präferenzen der Vorstandsvorsitzenden stärker ausgeprägt sind als die der einfachen Vorstandsmitglieder und sie zeitgleich über eine größere Verhandlungsmacht verfügen. Im Folgenden soll nun illustriert werden, welche Wirkung die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift auf die zu erwartenden Gesamtbezüge des Vorstandes besitzt, für eine Variation der Parameterkonstellation  $\{\bar{\alpha}_V, \bar{\alpha}_M\}$  und  $\{\lambda_V, \lambda_M\}$ . Mit Blick auf *Proposition 2: 1)* werden dazu zunächst die Szenarien:

Szenario 2:  $\bar{\alpha}_V > \bar{\alpha}_M$  und  $\lambda_V = \lambda_M$

Szenario 3:  $\bar{\alpha}_V < \bar{\alpha}_M$  und  $\lambda_V = \lambda_M$

betrachtet und in Bezug auf *Proposition 2: 2)* die Konstellationen:

Szenario 4:  $\bar{\alpha}_V = \bar{\alpha}_M$  und  $\lambda_V > \lambda_M$

Szenario 5:  $\bar{\alpha}_V = \bar{\alpha}_M$  und  $\lambda_V < \lambda_M$

untersucht. Die hierfür verwendeten Parameterwerte gibt die *Tabelle (3.7)* wieder:

*Tabelle 3.7: Parameterwerte der Szenarien 2 bis 5*

	Szenario 2	Szenario 3	Szenario 4	Szenario 5
$\bar{\alpha}_V$	1.07	1.01	1.03	1.03
$\bar{\alpha}_M$	1.01	1.07	1.03	1.03
$\lambda_V$ (in %)	0.25	0.25	0.50	0.10
$\lambda_M$ (in %)	0.25	0.25	0.25	1.00

Durch Einsetzen der Werte aus *Tabelle (3.7)* in die Gleichungen (3.31) und (3.34) ergibt sich für *Szenario 2* die in *Tabelle (3.8)* dargestellte Entwicklung der erwarteten durchschnittlichen Vorstandsbezüge bei einer Kollektiv- und einer Individualveröffentlichung:

*Tabelle 3.8: Erwartete Entwicklung der mittleren Vorstandsvergütung für Szenario 2*

	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$	$t = 5$	$t = 6$	$t = 7$	$t = 8$
$E[\bar{s}_t^K]$	10.56	11.14	11.73	12.34	12.97	13.62	14.29	14.98
$E[\bar{s}_t^I]$	10.56	11.14	11.76	12.40	13.06	13.77	14.50	15.27

Gemäß *Tabelle (3.8)* beläuft sich die durchschnittlich zu erwartende Vorstandsvergütung bei einem Kollektivausweis bis in Periode 8 auf 14.98, fällt für eine Individualveröffentlichungsvorschrift zum selben Betrachtungszeitpunkt aber um 0.29 höher aus. Dies illustriert, dass in einem Szenario, in dem die Vorstandsvorsitzenden im Mittel über eine höhere soziale Präferenz als die einfachen Vorstandsmitglieder verfügen, die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift auch bei nunmehr gleicher Verhandlungsstärke zu einer weiteren Erhöhung der durchschnittlichen Vorstandsbezüge führen kann.

In *Szenario 3* besitzen indes die einfachen Vorstandsmitglieder eine im Mittel höhere soziale Präferenz als die Vorstandsvorsitzenden bei erneut gleicher Verhandlungsstärke. Infolge dieser Parameterkonstellation steigt das sich als gewogener Durchschnitt berechnete mittlere Anspruchsniveau des Gesamtvorstandes von ursprünglich drei auf nunmehr fünf Prozent. Bei identischen produktivitätsbedingten Entlohnungsbeiträgen führt dieser

Anstieg gemäß *Tabelle (3.9)* dazu, dass die durchschnittlich zu erwartende Vorstandsvergütung im Fall eines Individualausweises erneut höher ausfällt als bei einer Beibehaltung des Kollektivausweises<sup>117</sup>, infolge des höheren mittleren Anspruchsniveaus aber in beiden Fällen größer ist im eingangs beschriebenen Szenario.

*Tabelle 3.9: Erwartete Entwicklung der mittleren Vorstandsvergütung für Szenario 3*

	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$	$t = 5$	$t = 6$	$t = 7$	$t = 8$
$E[\bar{s}_t^K]$	10.76	11.56	12.40	13.28	14.20	15.17	16.19	17.26
$E[\bar{s}_t^I]$	10.76	11.57	12.42	13.33	14.29	15.32	16.40	17.56

Zur Illustration der noch offenen Fälle von *Proposition 2* unterstellen wir im Folgenden, dass die sozialen Präferenzen der Vorstandsvorsitzenden im Mittel gleich stark ausgeprägt sind wie die der einfachen Vorstandsmitglieder. Dabei zeichnen sich in *Szenario 4* die Vorstandsvorsitzenden durch eine stärkere Verhandlungsposition aus, wodurch für obige Parameterwerte die folgende Entwicklung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung zu erwarten ist:

*Tabelle 3.10: Erwartete Entwicklung der mittleren Vorstandsvergütung für Szenario 4*

	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$	$t = 5$	$t = 6$	$t = 7$	$t = 8$
$E[\bar{s}_t^K]$	10.64	11.31	11.99	12.69	13.42	14.16	14.93	15.72
$E[\bar{s}_t^I]$	10.64	11.31	11.99	12.69	13.42	14.16	14.93	15.72

In einem Szenario mit im Mittel gleicher sozialer Präferenz und einer höheren Verhandlungsmacht der Vorstandsvorsitzenden verändert sich durch die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift die erwartete Durchschnittsvergütung pro Vorstand nicht. Wie die Werte in *Tabelle (3.10)* zeigen ist diese zu jedem Zeitpunkt identisch. Dieses Ergebnis leuchtet auch intuitiv ein, bedenkt man, dass der gewogene Durchschnitt zweier exponentieller Wachstumsprozesse mit identischen Raten gleich schnell wächst wie ein

---

<sup>117</sup> S. in allgemeiner Form *Proposition 2: 1 b).*

entsprechender Prozess über den gleichen Zeitraum mit der durchschnittlichen Rate beider Prozesse - im Beispiel  $(1.03^t + 2 \cdot 1.03^t)/3 = 1.03^t$ . Dabei ist es unerheblich, welcher Vorstandstyp die bessere Verhandlungsposition besitzt. So zeigt die *Tabelle (3.11)*, dass in *Szenario 5* mit einer nun stärkeren Verhandlungsmacht der einfachen Vorstandsmitglieder die durchschnittlichen Vorstandsbezüge für beide Ausweisverfahren ebenfalls jederzeit einander entsprechen; infolge der im Mittel größeren Verhandlungsstärke allerdings auf einem höheren Niveau:

*Tabelle 3.11: Erwartete Entwicklung der mittleren Vorstandsvergütung für Szenario 5*

	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$	$t = 5$	$t = 6$	$t = 7$	$t = 8$
$E[\bar{s}_t^K]$	11.01	12.05	13.12	14.23	15.36	16.53	17.74	18.98
$E[\bar{s}_t^I]$	11.01	12.05	13.12	14.23	15.36	16.53	17.74	18.98

Die *Szenarien 4* und *5* illustrieren damit die Aussage der *Proposition 2: 2)*, derzufolge die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift bei im Mittel identischen sozialen Präferenzen beider Vorstandstypen die durchschnittlich erwartete Vorstandsvergütung gegenüber einer Situation des Kollektivausweises unverändert lässt - unabhängig der Verhandlungsstärke.

Die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift kann aber auch zu einer Senkung der erwarteten Vorstandbezüge führen. Dies allerdings nur unter sehr einschränkenden Bedingungen. So etwa für die Parameterkonstellation  $\{\bar{\alpha}_V = 1.01; \bar{\alpha}_M = 1.07\}$  und  $\{\lambda_V = 0.01; \lambda_M = 0.001\}$ . Infolge dieser Werte ergibt sich für die zu erwartende Entwicklung der mittleren Vorstandsvergütung:

*Tabelle 3.12: Erwartete Entwicklung der mittleren Vorstandsvergütung für Szenario 6*

	$t = 1$	$t = 2$	$t = 3$	$t = 4$	$t = 5$	$t = 6$	$t = 7$	$t = 8$
$E[\bar{s}_t^K]$	10.91	11.87	12.87	13.92	15.03	16.19	17.41	18.69
$E[\bar{s}_t^I]$	10.91	11.86	12.86	13.90	14.99	16.14	17.34	18.61

Den Werten in *Tabelle (3.12)* zufolge beläuft sich die erwartete Durchschnittsvergütung bei einem Kollektivausweis bis in Periode 8 auf 18.69, während sie im Fall einer individualisierten Offenlegung zum selben Betrachtungszeitpunkt um 0.08 geringer ausfällt. Diese Differenz ergibt sich dabei aus der Annahme, dass die einfachen Vorstandsmitglieder über eine im Mittel höhere soziale Präferenz bei geringerer Verhandlungsstärke als die einfachen Vorstandsmitglieder verfügen, die Unterschiede in den erwarteten produktivitätsbedingten Entlohnungsbeiträgen im Vergleich zur Basisentlohnung aber derart groß sind, dass die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift in summa zu einer Senkung des Vergütungswachstums führt. Dieses Szenario illustriert damit auf inverse Weise den in *Proposition 2: 1 b)* beschriebenen Fall und zeigt im Rahmen des Modells, dass die Einführung einer Vorschrift zu einem Individualausweis - zumindest zu Teilen - dem von den Initianten der Gesetzreformen beabsichtigten Zweck folgen kann, wenn auch nur unter sehr einschränkenden Bedingungen.

### 3.6 Diskussion der bisherigen Resultate

Die bisherige Analyse zur Referenzgruppenentlohnung zeigt, dass die Publikation von Vergütungsinformationen in Verbindung mit der weit verbreiteten Praxis des *Competitive Benchmarking* die Gefahr in sich birgt, dass eine Vergütungsspirale in Gang gesetzt wird, ohne dass dadurch zusätzliche Werte für das Unternehmen geschaffen werden. Es erfolgt vielmehr eine Umverteilung von Seiten der Aktionäre zu Gunsten des Managements. Dieser zu erwartende Prozess kann sich noch verstärken, wenn wie jüngst in Europa die Länder von einem Kollektivausweis zu einer individualisierten Offenlegung der Managerbezüge übergehen.

Allerdings wurde diese Entwicklung im Rahmen eines linearen *Agency*-Modells aufgezeigt, in dem die Kontrolle über die Gestaltung des Entlohnungsvertrages in den Händen der Anteilseigner liegt. Insofern waren keine Probleme oder Unzulänglichkeiten von Corporate Governance-Strukturen zu konstatieren, wie sie in der öffentlichen und wissenschaftlichen Diskussion häufig als Ursache für die weltweite Entwicklung der Managerbezüge angeführt werden.<sup>118</sup> Der Prinzipal war auch dann bereit, dem Agenten eine Entlohnung in Höhe sei-

---

118 Vgl. u. a. BEBCHUCK/FRIED (2003) und BERTRAND/MULLAINATHAN (2001).

nes Reservationsnutzens zu bezahlen, wenn dessen Forderung über der durchschnittlichen Referenzgruppenentlohnung der Vorperiode liegt. Implizit wurde damit ausgeschlossen, dass es im Zeitverlauf zu einem Wechsel des Managers kommen kann, obwohl sich hierdurch allenfalls Personalkosten einsparen liessen. Um dieser impliziten Annahme zu begegnen, soll im Folgenden das Entscheidungskalkül eines Prinzipals aufgezeigt und untersucht werden, wenn die Möglichkeit eines Managerwechsels besteht.

### 3.6.1 Die Möglichkeit eines Managerwechsels im Modell

Um zu zeigen, dass die Strategie eines Prinzipals, den Agenten auch dann zu beschäftigen, wenn sein Reservationsnutzen über dem Referenzgruppenlohn der Vorperiode liegt, innerhalb gewisser Grenzen rational sein kann, wird im Rahmen des in Abschnitt 3.3 formulierten Basismodells mit einem Manager angenommen, dass das Unternehmen  $i$  in Periode  $t$  statt des vorhandenen Agenten einen neuen Manager einstellen kann. Der neue Manager habe dieselben Eigenschaften, d. h. er besitze dieselbe Risikoaversion, konforme Arbeitskosten und verfüge über identische Fähigkeiten, unterscheide sich aber hinsichtlich seiner sozialen Präferenz. Er fordere lediglich den durchschnittlichen Referenzgruppenlohn der Vorperiode ( $\alpha_i = 1$ ), wodurch ihn zum Zeitpunkt der Einstellung die folgende Vergütung erwartet:

$$E[s_{it}^N] = \bar{s}_{t-1} + \lambda \cdot \theta_i + \frac{v_i}{2}.$$

Dabei ist zu beachten, dass die Betriebszugehörigkeit des neuen Managers  $d_i^N$  nicht dem Periodenindex entspricht, sondern dass seine Fähigkeiten mit dem Faktor  $h(1) = 1$  in den Cashflow des Unternehmens (und damit in seine Vergütung) miteinfließen. Entsprechend ergibt sich der erwartete Nettobeitrag des neuen Managers zum Unternehmenserfolg als:

$$E[x_{it}^N - s_{it}^N] = a_{it} - \frac{v_i}{2} + (1 - \lambda) \cdot \theta_i - \bar{s}_{t-1}. \quad (3.36)$$

Indessen beträgt der Nettobeitrag des vorhandenen Managers zum selben Zeitpunkt:

$$E[x_{it} - s_{it}] = a_{it} - \frac{v_i}{2} + (1 - \lambda) \cdot h(t) \cdot \theta_i - \alpha_i \cdot \bar{s}_{t-1}. \quad (3.37)$$

Vergleicht man die Ausdrücke in (3.36) und (3.37) zeigt sich unmittelbar, dass der vorhandene Manager ohne Berücksichtigung der Basislohnforderung bei gleichem Arbeitseinsatz

und identischen Fähigkeiten für  $\lambda < 1$  und  $\theta_i > 0$  einen höheren Beitrag zum Unternehmenserfolg leistet, da er angesichts seiner Erfahrung seine Fähigkeiten besser einzusetzen weiß.

Berücksichtigt man darüber hinaus, dass in der Unternehmenspraxis ein Managerwechsel in aller Regel auch Transaktionskosten wie etwa Abfindungen, Signationsboni oder aber *Golden Parachutes* verursacht, kann es aus Sicht des Prinzipals durchaus rational sein, an einem Manager festzuhalten, der einen Basislohn oberhalb der durchschnittlichen Referenzgruppenentlohnung fordert. Denn bei Transaktionskosten in Höhe von  $T$  ergibt sich für das Entscheidungskalkül des Prinzipals:

$$\begin{aligned} E[x_{it} - s_{it}] &> E[x_{it}^N - s_{it}^N] - T \\ (1 - \lambda) \cdot h(t) \cdot \theta_i - \alpha_i \cdot \bar{s}_{t-1} &> (1 - \lambda) \cdot \theta_i - \bar{s}_{t-1} - T \end{aligned} \quad (3.38)$$

und nach Auflösen dieser Beziehung nach  $\alpha_i$  für das aus seiner Sicht maximal akzeptable Anspruchsniveau des Agenten:

$$\alpha_i^{\max} < 1 + \frac{(1 - \lambda) \cdot (h(t) - 1) \cdot \theta_i + T}{\bar{s}_{t-1}}. \quad (3.39)$$

Diese Obergrenze ist umso höher, je länger der Agent im Unternehmen verbleibt ( $h(t)$ ), je ausgeprägter seine Fähigkeiten sind ( $\theta_i$ ) und je höher die Kosten eines Managerwechsels ( $T$ ). Demgegenüber ist sie umso kleiner, je größer die Verhandlungsstärke des Agenten ( $\lambda$ ) und je höher die Vorperiodenentlohnung der Referenzgruppe, auf die sich der Manager bezieht ( $\bar{s}_{t-1}$ ).

Wenn es nun aber für einzelne Unternehmen rational sein kann, Manager mit überdurchschnittlichen Basislohnforderungen zu beschäftigen und gleichzeitig alle anderen Manager mindestens das durchschnittliche Basisgehalt der Vorperiode fordern, ist das durchschnittliche Anspruchsniveau  $\bar{\alpha}$  wie im Fall des *Competitive Benchmarking* zwangsläufig größer als eins. Damit kann die in Abschnitt 3.4.3 aufgezeigte Vergütungsspirale also auch dann ihre Wirkung entfalten, wenn einzelne Unternehmen im Laufe der Zeit ihre Manager wechseln. Ceteris paribus ergibt sich aus dieser Möglichkeit jedoch eine natürliche Begrenzung für den Gehaltsanstieg. Denn infolge des Managerwechsels ist das für den Wachstumsprozess hauptsächlich verantwortliche Anspruchsniveau der Agenten nunmehr nach oben beschränkt.

### 3.7 Zwischenergebnis

Motiviert durch die weltweit zu beobachtende Entwicklung der Managerbezüge und das Fehlen modelltheoretischer Erklärungsansätze ist in diesem Kapitel ein Modellrahmen vorgelegt, der sowohl eine modelltheoretische Analyse der Referenzgruppenentlohnung als auch Aussagen über die Entwicklung der Managerbezüge über die Zeit erlaubt. Da eine Referenzgruppenentlohnung erst dann ihre volle Wirkung entfalten kann, wenn Informationen über die Vergütungen anderer Manager in vergleichbaren Unternehmen bekannt sind, widmet sich dieses Kapitel einführend der Entwicklung und dem aktuellen Stand von Richtlinien und Gesetzen über die Offenlegung von Managerbezügen. Hierbei zeigt sich, dass inzwischen sowohl in den USA als auch in Europa länderspezifische Vorgaben zu einem Ausweis von Vergütungsinformationen bestehen, wobei der Umfang und der Detaillierungsgrad der offen zu legenden Information im Laufe der Zeit kontinuierlich zugenommen hat. Für Europa, und insbesondere für Deutschland und die Schweiz, ist darüber hinaus eine zusätzliche Entwicklung zu beobachten. Verlangten die Vorgaben dieser beiden Länder zunächst noch überwiegend einen kollektiven Ausweis der Managerbezüge, sind in jüngster Zeit Reformen und Gesetze erlassen worden, die nunmehr auch eine individualisierte Offenlegung der Vorstands- und Verwaltungsratsbezüge vorsehen.

Im Rahmen eines linearen *Agency*-Modells mit mehreren Unternehmen und mehreren Perioden ist anschließend gezeigt, wie sich eine Referenzgruppenentlohnung formal darstellen lässt. Die Entwicklung der Vergütungspolitik wird dabei exemplarisch innerhalb einer gegebenen Gruppe von Unternehmen untersucht, unter der Annahme, dass sich der Reservationsnutzen des Agenten am durchschnittlichen Referenzgruppenlohn der Vorperiode orientiert. Innerhalb dieses Modellrahmens kann gezeigt werden, dass die Einführung einer Publikationspflicht die Managementbezüge über die Zeit ansteigen lässt, wenn die Unternehmen *Competitive Benchmarking* praktizieren - im Mittel aller Agenten also mehr als der durchschnittliche Basislohn der Vorperiode gezahlt werden muss, um die Teilnahmebedingung des Agenten zu erfüllen.

In einer Modellerweiterung, in der sich die Bezüge des Vorstandsvorsitzenden von denen einfacher Vorstandsmitglieder unterscheiden, ist weiterführend untersucht, wie sich der in Europa vollzogene Übergang von einer Kollektiv- zu einer Individualveröffent-

lichungsvorschrift auf die Höhe der Managerbezüge auswirkt. Dabei zeigt sich, dass die Einführung einer Individualveröffentlichungspflicht für die Mehrheit der betrachteten Szenarien eine weitere Erhöhung der Vorstandsbezüge bewirkt, ohne dass auf Seiten der Aktionäre zusätzliche Vermögenswerte geschaffen werden. Insbesondere ist für eine Individualveröffentlichungsvorschrift dann ein stärkeres Vergütungswachstum zu erwarten, wenn sich beide Kategorien von Vorständen in unterschiedlicher Weise an den Bezügen ihrer Referenzgruppe orientieren.

Auch wenn das entwickelte Modell keine gesamthafte Wohlfahrtsbetrachtung anstrebt, lassen die Ergebnisse doch berechtigte Zweifel aufkommen, ob die Einführung einer Offenlegungsvorschrift ein probates Mittel zur Begrenzung des weltweit zu beobachtenden Anstiegs der Managergehälter ist. Ohne flankierende Maßnahmen, wie beispielsweise ein Abstimmungsrecht der Hauptversammlung über die Höhe der Managerbezüge, kann die Publikation von Vergütungsinformationen sogar kontraproduktiv wirken, indem sie es den Managern erlaubt, die Höhe ihrer Bezüge mit Blick auf die vergleichbarer Unternehmen zu rechtfertigen. Insbesondere scheint hinsichtlich einer individualisierten Offenlegungspflicht Vorsicht angebracht. Diese ist wohl eher dazu geeignet, den Wettbewerb um das höchste Managergehalt zu verstärken, anstatt einen Beitrag zur Senkung des Vergütungsniveaus zu leisten. Die kommenden Jahre müssen daher zeigen, ob die neuen Transparenzvorschriften tatsächlich die von ihren Initianten erwünschte Wirkung erzielen.

## Anhang zu Kapitel 3

**Beweis zu Proposition 2:** zu 1) Es ist zu zeigen, wann der Ausdruck

$$\begin{aligned}
 E[\bar{s}_t^I - \bar{s}_t^K] &= \left( \frac{\bar{\alpha}_V^t + m \cdot \bar{\alpha}_M^t}{1+m} - \bar{\alpha}_{VM}^t \right) \cdot s_0 \\
 &\quad + \sum_{\tau=1}^t \left( \frac{\bar{\alpha}_V^{t-\tau} + m \cdot \bar{\alpha}_M^{t-\tau}}{1+m} - \bar{\alpha}_{VM}^{t-\tau} \right) \cdot E[H_V(\tau)] \\
 &\quad + \frac{m}{1+m} \sum_{\tau=1}^t (\bar{\alpha}_{VM}^{t-\tau} - \bar{\alpha}_M^{t-\tau}) \cdot E[H_V(\tau) - H_M(\tau)]
 \end{aligned} \tag{3.40}$$

positiv ist. Für  $\bar{\alpha}_V \neq \bar{\alpha}_M$  und  $t > 1$  sind die ersten beiden Terme in (3.40) strikt positiv, da

$$\frac{\bar{\alpha}_V^t + m \cdot \bar{\alpha}_M^t}{1+m} > \left( \frac{\bar{\alpha}_V + m \cdot \bar{\alpha}_M}{1+m} \right)^t = \bar{\alpha}_{VM}^t.$$

Folglich bestimmt sich das Vorzeichen des Gesamtausdrucks in (3.40) durch den Term:

$$\frac{m}{1+m} \sum_{\tau=1}^t (\bar{\alpha}_{VM}^{t-\tau} - \bar{\alpha}_M^{t-\tau}) \cdot E[H_V(\tau) - H_M(\tau)]. \tag{3.41}$$

Fall a) Ist  $\bar{\alpha}_j > \bar{\alpha}_k$  und  $\lambda_j \geq \lambda_k$  für  $j, k \in \{V; M\}$ , sind die Faktoren  $\bar{\alpha}_{VM}^{t-\tau} - \bar{\alpha}_M^{t-\tau}$  und  $E[H_V(\tau) - H_M(\tau)] = (\lambda_V - \lambda_M) \cdot h(t) \cdot \bar{\theta}$  beide positiv ( $j = V$  und  $k = M$ ) oder beide negativ ( $j = M$  und  $k = V$ ), sodass der Ausdruck in (3.41) insgesamt positiv ist.

Fall b) Ist die unter a) beschriebene Bedingung nicht erfüllt, ist der Ausdruck in (3.41) negativ. Eine Kollektivveröffentlichung führt dann zu einer Erhöhung der durchschnittlichen Bezüge, wenn:

$$\begin{aligned}
 &\left( \frac{\bar{\alpha}_V^t + m \cdot \bar{\alpha}_M^t}{1+m} - \bar{\alpha}_{VM}^t \right) \cdot s_0 + \sum_{\tau=1}^t \left( \frac{\bar{\alpha}_V^{t-\tau} + m \cdot \bar{\alpha}_M^{t-\tau}}{1+m} - \bar{\alpha}_{VM}^{t-\tau} \right) \cdot E[H_V(\tau)] \\
 &> \frac{m}{1+m} \sum_{\tau=1}^t (\bar{\alpha}_{VM}^{t-\tau} - \bar{\alpha}_M^{t-\tau}) \cdot E[H_V(\tau) - H_M(\tau)].
 \end{aligned}$$

zu 2) Ist  $\bar{\alpha}_V = \bar{\alpha}_M$ , gilt  $\bar{\alpha}_{VM} = \bar{\alpha}_M = \bar{\alpha}_V$  und

$$\frac{\bar{\alpha}_V^t + m \cdot \bar{\alpha}_M^t}{1+m} = \left( \frac{\bar{\alpha}_V + m \cdot \bar{\alpha}_M}{1+m} \right)^t,$$

sodass die Differenz in (3.40) Null wird.

## Kapitel 4

### *Die duale Rolle von Vergleichsgruppen: Relative Leistungsbewertung versus Benchmarking*

#### 4.1 Einführung

Die bisherige Analyse zur Referenzgruppenentlohnung unterstellt, dass sich die erwartete Entlohnung des Agenten an den Vergütungen vergleichbarer Unternehmen orientiert. Als Vergleichsgruppe wurde dabei eine Gruppe von Unternehmen betrachtet, die in derselben Branche oder demselben Marktsegment tätig ist und deren Unternehmen vergleichbare Firmengrößen aufweisen. Solche Vergleichsgruppen werden allerdings noch in einem weiteren Kontext verwendet. In der relativen Leistungsbewertung dienen sie dazu, branchen- und marktspezifische Zufallseinflüsse aus dem Entlohnungsvertrag herauszufiltern, wodurch das vom Agenten übernommene Risiko gesenkt und ein gegebenes Anreizschema zu geringeren Kosten implementiert werden kann.<sup>1</sup>

In der Praxis scheinen diese Funktionen oftmals verbunden zu sein. Belegt ist dies durch eine Vielzahl von Annual Proxy Statements US-amerikanischer Unternehmen.<sup>2</sup> So heißt es im Annual Proxy Statement 2008 der *Bank of America* beispielsweise:

*„The Compensation and Benefits Committee uses the five other largest United States bank holding companies as the primary competitor group to review compensation levels and test*

---

1 Vgl. die Abschnitte 2.2.1.1 und 2.2.2.1 sowie im Wesentlichen HOLMSTRÖM (1979) und (1982). Einen Überblick über die Literatur der relativen Leistungsbewertung bietet PRENDERGAST (1999).

2 Die Entwicklung und der aktuelle Stand der Transparenzvorschriften von Managerbezügen in Abschnitt 3.2 zeigte, dass einzig in den USA die Zusammensetzung der Referenzgruppe offen zu legen ist. Aus diesem Grund stammen die nun folgenden Beispiele allesamt von US-amerikanischen Firmen. Dies schließt aber nicht aus, dass auch in Europa entsprechende Praktiken bestehen und verbreitet sind.

*relative performance (...). These banks are: Citigroup, JPMorgan Chase, US Bancorp, Wachovia, Wells Fargo.*”<sup>3</sup>

Darüber hinaus überprüft das Compensation und Benefits Committee die Entlohnung und Performance mittels einer weiteren Gruppe von Unternehmen, die das breite Spektrum aller Industrien abbildet.<sup>4</sup>

Im selben Jahr wird die duale Rolle der Vergleichsunternehmen auch im Annual Proxy Statement von *Colgate-Palmolive* beschrieben. Hinsichtlich der Bestimmung der Entlohnungshöhe heißt es hier:

*„(...) Colgate measures the competitiveness of its compensation programs against a comparison group of other leading companies, referred to in this CD&A as the "Comparison Group" (...). For 2007, the Comparison Group (...) consisted of the following 21 companies: Abbott Laboratories, Altria Group, Anheuser-Busch Companies, **Avon Products Inc.**, Bristol-Myers Squibb, Campbell Soup Company, **The Clorox Company**, The Coca-Cola Company, Generla Mills, H. J. Heinz, Johnson & Johnson, Kellogg Company, **Kimberly-Clark Corporation**, Nestlé, PepsiCo, Pfizer Inc., **Procter & Gamble Company**, Sara Lee Corporation, SC Johnson, **Unilever**, Wyeth.”*<sup>5</sup>

Und mit Blick auf die relative Leistungsbewertung findet sich die folgende Passage:

*„(...) there is a supplemental award opportunity equal to 25% of the mid-point bonus opportunity to certain the Named officers and other officers if Base Business Earnings-Per-Share growth on a comparable basis is among the top three of a group of peer companies comprised of **Avon Products Inc.**, **The Clorox Company**, **Kimberly-Clark Corporation**, **The Procter & Gamble Company** and **Unilever** (the "Peer Company Group").”*<sup>6</sup>

Diese beiden Auszüge belegen, dass *Colgate-Palmolive* die Unternehmen *Avon Products*, *The Clorox Company*, die *Kimberly-Clark Corporation*, *Procter & Gamble* und *Unilever*

---

<sup>3</sup> BANK OF AMERICA (2008), S. 24.

<sup>4</sup> Vgl. ebenda, S. 25.

<sup>5</sup> COLGATE-PALMOLIVE (2008), S. 17.

<sup>6</sup> Ebenda, S. 20.

sowohl für die Bestimmung der Entlohnungshöhe als auch für die Beurteilung der relativen Performance heranzieht.

Motiviert durch diese Praxisbeispiele wird im Folgenden ein Modell vorgestellt, in dem sowohl die Höhe als auch die optimale Struktur der Vergütung in einer integrierten Analyse der Referenzgruppenentlohnung bestimmt wird. Im Rahmen eines allgemeinen *Agency*-Modells wird dazu unterstellt, dass der Reservationslohn des Agenten erneut nicht modellexogen definiert ist, sondern sich diesmal durch die Struktur des Vertrages bestimmt. Die Schlüsselannahme bildet dabei, dass die Vergleichsgruppe von Unternehmen, die der relativen Leistungsbewertung zugrunde liegt, zumindest in Teilen derer entspricht, die im Rahmen der Referenzgruppenentlohnung für die Bestimmung des Reservationsnutzens herangezogen wird. Für die Ermittlung des minimal akzeptablen Vergütungsniveaus bedeutet das, dass der Agent den ihm angebotenen Vertrag mit der Entlohnung derer Unternehmen vergleicht, die der Prinzipal für den Performancevergleich verwendet.

Aufbauend auf dieser Schlüsselannahme - und basierend auf GÖX/HELLER (2008b) - soll zunächst der Frage nachgegangen werden, ob das von HOLMSTRÖM (1979) entwickelte und in Abschnitt 2.2.1.1 vorgestellte *Informativeness*-Prinzip unter dieser Bedingung unverändert Bestand hat. Dabei zeigt sich, dass das *Informativeness*-Kriterium weder eine notwendige, noch eine hinreichende Bedingung für die Optimalität einer relativen Leistungsbewertung ist, wenn der Performanceindex mit dem Reservationsnutzen des Agenten in Verbindung steht. Dies impliziert, dass es für den Prinzipal optimal sein kann, selbst über den Arbeitseinsatz des Agenten uninformative Signale in den Entlohnungsvertrag mit aufzunehmen, wenn sich hierdurch die Höhe der Managerentlohnung reduzieren lässt.

Um weitere Erkenntnisse über die optimale Struktur des Vertrages gewinnen zu können, wird in einer Modellerweiterung ein lineares *Agency*-Modell unterstellt und untersucht, aus welchen Unternehmen sich der optimale Performanceindex zusammensetzt und welches Gewicht hierin ein jedes Unternehmen erhält. Innerhalb dieser Erweiterung lässt sich zeigen, dass der Prinzipal die Unternehmen stärker (geringer) im Vergleichsindex berücksichtigt, die negativ (positiv) mit dem Reservationsnutzen des Agenten verbunden sind. Im Fall einer negativen Beziehung kann es sich sogar als optimal erweisen, Unternehmen in den Vergleich zu ziehen, deren Cashflow unkorreliert mit dem des repräsentativen Unternehmens ist, wenn sich hierdurch die Höhe der Gesamtvergütung senken lässt. Intuitiv

sollten Unternehmen also dazu neigen, die Performance ihres Managements mit dem anderer Firmen zu vergleichen, in denen ein niedrigeres Vergütungsniveau besteht, da ein solcher Vergleich das eigene Management als gut bezahlt darstellt und es für selbiges in der Folge schwieriger wird, eine Erhöhung ihrer Bezüge zu rechtfertigen.

Diese Ergebnisse sind konsistent mit der empirischen Literatur über die Vergütung von Managern, der es bisher nicht gelungen ist, eine systematische Evidenz für die Verwendung der relativen Leistungsbewertung in der Praxis zu finden.<sup>7</sup> Vorausgehende Forschungsarbeiten haben versucht, die Inkonsistenz zwischen der Standard-*Agency*-Theorie und der Unternehmenspraxis durch die Berücksichtigung des Konkurrenzverhaltens, dem Eigenhandel von Managern an Kapitalmärkten oder der Verwendung inkonsistenter empirischer Methoden zu erklären.<sup>8</sup> Einen neuen Erklärungsansatz bietet dagegen die nachfolgende Analyse. Ihr zufolge kann die zu beobachtende Abweichung das Ergebnis einer rationalen Vertragsgestaltung sein, in der Unternehmen mit hohem Eignereinfluss bewusst auf einen Performancevergleich verzichten, um sich potenziellen Gehaltsanstiegen ihres Managements zu entziehen.

Das entwickelte Modell bietet darüber hinaus ein Argument für die in der Empirie zu beobachtenden Praxis des „*reward for luck*“. In der bisherigen Fachliteratur wird dieses Phänomen zumeist auf Unzulänglichkeiten in der *Corporate Governance* zurückgeführt oder aber Steuerdifferenzen zugeschrieben.<sup>9</sup> Innerhalb des Modells kann diese Praxis dazu verwendet werden, die Performance-Benchmark des Agenten zu steuern und so die Höhe der Gesamtentlohnung weiter reduzieren. Dieses Ergebnis ist auch konsistent mit den Prognosen des Modells von OYER (2004). Hierin sind die Möglichkeiten des Agenten außerhalb des Unternehmens tätig zu werden korreliert mit der eigenen Unternehmensperformance und die Adaptierung der Entlohnungsverträge verursacht Kosten.<sup>10</sup>

---

7 S. MURPHY (1999), ABOWD/KAPLAN (1999) oder DIKOLLI/HOFMANN und PFEIFFER (2007) für Literaturübersichten. Zumindest eine gewisse Evidenz finden ANTLE/SMITH (1986), GIBBONS/MURPHY (2000) und jüngst ALBUQUERQUE (2004).

8 S. AGGARWAL/SAMWICK (1999), MAUG (2000), GARVEY/MILBOURN (2003), ALBUQUERQUE (2004) sowie DIKOLLI/HOFMANN und PFEIFFER (2007) für Details.

9 Vgl. beispielsweise BERTRAND/MULLAINATHAN (2001) und GÖX (2008).

10 Das Modell von OYER (2004) ist allerdings kein gewöhnliches *Agency*-Modell. OYER (2004) modelliert weder den Interessenkonflikt zwischen Agent und Prinzipal, noch berücksichtigt sein Modell Anreiz-

Die Struktur dieses Kapitels ist wie folgt: Im Anschluss an diese Einführung werden in Abschnitt 4.2 die wesentlichen Annahmen spezifiziert. Dabei wird die dem Modell zugrunde liegende Idee intuitiv erklärt. Die Analyse der optimalen Vertragsstruktur bei exogen definiertem Vergleichsindex erfolgt in Abschnitt 4.3. In einer linearen Modell-erweiterung, in der die Vergleichsgruppe modellendogen bestimmt werden kann, wird in Abschnitt 4.4 berechnet, wie sich infolge der dualen Rolle der Vergleichsunternehmen die optimale Intensität der relativen Leistungsbewertung verändert. Darüber hinaus wird die optimale Struktur der Vergleichs- und Referenzgruppe analysiert und untersucht, welches Gewicht ein Unternehmen im Vergleichsindex erhält. Eine ausführliche Zusammenfassung der erzielten Resultate in Abschnitt 4.5 rundet den zweiten Teil dieser Forschungsarbeit ab.

## 4.2 Das Modell

Ausgangspunkt der Analyse bildet das in Abschnitt 2.2.1 vorgestellte allgemeine *Agency*-Modell mit einem risikoneutralen Eigner und einem risiko- und arbeitsaversen Manager. Der Eigner bietet dem Manager zu Periodenbeginn einen anreizorientierten Entlohnungsvertrag  $s(z)$ , der auf einer Menge von Performancemaßen  $z$  basiert. Diese Menge bestehe aus zwei mess- bzw. beobachtbaren Größen: Die erste Beurteilungsgröße bildet der Cashflow  $x$  des eigenen Unternehmens. Das zweite der beiden möglichen Performancemaße ist ein Signal  $y$ . Dieses repräsentiert die Performance einer relevanten Vergleichsgruppe von Unternehmen, wobei unterstellt wird, dass die Vergleichsunternehmen in derselben Branche oder demselben Marktsegment tätig sind und vergleichbare Firmengrößen aufweisen.<sup>11</sup> Da ein Entlohnungsvertrag, der einzig auf dem Signal  $y$  basiert, nicht optimal sein kann, wird die Auswahl der möglichen Performancemaße auf  $z = x$  und  $z = \{x, y\}$  begrenzt. Der Vertrag basiert damit entweder ausschließlich auf dem Cashflow des eigenen Unternehmens,  $s(x)$ , oder aber auf dem Cashflow und dem zusätzlichen Signal,  $s(x, y)$ . Im letzteren

---

effekte Performance-basierter Vergütungen oder eine relative Leistungsbewertung des Managements. Für Details s. OYER (2004).

11 Vorerst sei unterstellt, dass die Zusammensetzung der Vergleichsgruppe exogen gegeben ist. An diese Modellvariante anschließend wird in einer linearen Modellerweiterung von dieser Annahme abgerückt und es werden Kriterien für eine optimale Gestaltung der Vergleichsgruppe entwickelt und diskutiert.

dieser beiden Fälle, in dem die Leistung des Agenten relativ zu derer der Vergleichsgruppe gemessen wird, erlaubt dies dem Prinzipal, den Einfluss externer Zufallsereignisse, die die gemeinsame Branche, Industrie oder Firmengrösse betreffen, aus dem Entlohnungsvertrag herauszufiltern, wodurch das dem Agenten aufgebürdete Risiko gesenkt und ein gegebenes Anreizschema zu geringeren Kosten implementiert werden kann.

Das neue Element der Analyse, das zugleich die Kernannahme des Modells bildet, ist die Beziehung zwischen der relativen Leistungsbewertung und der Höhe der Managerentlohnung. Wie in Abschnitt 2.2 gezeigt wird in der *Agency*-Theorie die Höhe der Entlohnung im Wesentlichen über den Reservationsnutzen des Agenten bestimmt. Für gewöhnlich ist dieser in Form einer Konstanten definiert, die häufig auch auf den Wert Null normiert wird. Um auch Aussagen über die Höhe und Entwicklung der Managerbezüge treffen zu können, wurde im vorangegangenen Kapitel ein Modellrahmen vorgelegt, in dem der Reservationsnutzen des Agenten endogen bestimmt wird. Auf dieser Idee aufbauend wird nunmehr unterstellt, dass sich der Reservationsnutzen des Agenten modellendogen durch die Struktur des Vertrages bestimmt. Um diese Idee auf möglichst intuitive Weise zu illustrieren, sei für den Reservationsnutzen des Agenten die folgende Form unterstellt:

$$\bar{U}(I) = w_0 + I \cdot \Delta \text{ mit } I = \begin{cases} 0 & \text{für } s(z) = s(x) \\ 1 & \text{für } s(z) = s(x, y) \end{cases} \quad (4.1)$$

Der Reservationsnutzen des Agenten umfasst dabei eine konstante Basiskomponente  $w_0$  und einen zweiten Term, der von der Struktur des Entlohnungsschemas abhängig ist. Dieser zweite Term ist als Produkt einer binären Indikatorvariablen  $I \in \{0; 1\}$  und einer Konstanten  $\Delta$  modelliert, in dem die Indikatorvariable anzeigt, ob die Performance des Agenten ausschließlich anhand des eigenen Cashflows ( $I = 0$ ) oder aber zusätzlich auch auf Basis des Vergleichsergebnisses  $y$  bestimmt wird ( $I = 1$ ). Aus (4.1) ist leicht zu erkennen, dass für  $I = 0$  der Reservationsnutzen des Agenten dem des in Abschnitt 2.2.1 vorgestellten Standard-*Agency*-Modells entspricht. Er ist hierbei eine modellexogene Konstante, unabhängig des verwendeten Anreizschemas. Für  $I = 1$  hingegen setzt sich der Reservationsnutzen aus  $\bar{U}(1) = w_0 + \Delta$  zusammen. Die Verwendung des zusätzlichen Signals  $y$  bewirkt damit, dass sich der Reservationsnutzen des Agenten um die Konstante  $\Delta$  verändert. Das Vorzeichen dieser Konstanten ist unbestimmt, sodass es infolge der

relativen Leistungsbewertung sowohl zu einer Erhöhung als auch zu einer Senkung des Reservationsnutzens kommen kann.

Die in (4.1) aufgezeigte Struktur lässt sich dahingehend interpretieren, dass der Agent die für ihn akzeptable Vergütungshöhe durch einen Vergleich bestimmt, indem er seine eigene Entlohnung mit derer anderer Manager in vergleichbaren Unternehmen in Beziehung setzt. Die Schlüsselannahme bildet dabei, dass die dieser Referenzgruppenentlohnung zugrunde liegende Vergleichsgruppe von Unternehmen zumindest zu Teilen der Gruppe von Unternehmen entspricht, die der Prinzipal für die relative Leistungsbewertung des Agenten heranzieht.

Diese Annahme basiert auf einer Vielzahl von Beobachtungen über die Vergütungspraktik US-amerikanischer Unternehmen. Exemplarisch belegt ist sie durch die eingangs vorgestellten Zitate aus den Annual Proxy Statements der BANK OF AMERICA und COLGATE-PALMOLIVE. Aber auch intuitiv scheint diese Annahme plausibel. Denn vergleicht beispielsweise eine Investmentbank ihre eigene Performance mit derer einer Gruppe anderer Investmentbanken, so ist es nur konsequent, wenn sich auch die Manager innerhalb der Bank hinsichtlich ihrer Vergütung an derer anderer Manager in vergleichbaren Investmentbanken orientieren.

Diese Idee deckt sich aber nicht nur mit den empirischen Befunden der Vergütungspraxis. Sie ist auch konsistent mit der im *Exkurs* des Kapitels 2 vorgestellten *Theorie der sozialen Präferenzen*. In dieser konzentriert sich die Mehrzahl der theoretischen Analysen auf die Entwicklung von Modellen zu Altruismus und Ungleichheitsaversion, bei denen Individuen einen Disnutzen erfahren, wenn sie gegenüber anderen besser oder ungleich gestellt sind. Das Modell von NEILSON und STOWE (2004) nimmt hingegen an, dass Individuen Statuspräferenzen im Sinne von FRANK (1985) besitzen. Dieser argumentiert, dass Menschen um ihren relativen Status in der Gesellschaft bedacht sind und über soziale Präferenzen verfügen, wonach sie gegenüber ihrer Vergleichsgruppe ins nichts nachstehen möchten - „keeping up with the Joneses“.

Darüber hinaus harmonisiert die Idee mit der Sichtweise eines Marktes für Manager, in dem die Marktteilnehmer ihren Marktwert durch einen Vergleich ihrer Vergütung zu den Einkünften ihrer besten, alternativen Beschäftigungsmöglichkeit bestimmen.

Aufbauend auf diesen Annahmen soll nun im Folgenden untersucht werden, ob das von HOLMSTRÖM (1979) entwickelte und in Abschnitt 2.2.1.1 vorgestellte *Informativeness*-Prinzip im Rahmen der hier vorgestellten Referenzgruppenentlohnung weiterhin Bestand hat und wie sich gegebenenfalls die optimale Struktur des Anreizvertrages verändert.

### 4.3 Relative Leistungsbewertung vs. Benchmarking

Analog zum Standard-*Agency*-Modell in Abschnitt 2.2.1 ist der risikoneutrale Prinzipal daran interessiert, die erwartete Differenz zwischen dem Cashflow des Unternehmens und der zu entrichtenden Entlohnung zu maximieren,  $E[(x-s(z))|a]$ . Dies gelingt, indem er den Entlohnungsvertrag  $s(z)$  derart entwirft, dass die Anreizbedingung für  $s(z)$  berücksichtigt und die Teilnahmebedingung des Agenten bei nunmehr endogenisiertem Reservationsnutzen erfüllt ist:

$$a = \arg \max_{a'} E[U(s(z)|a')] - C(a') \quad (4.2)$$

$$E[U(s(z)|a)] - C(a) \geq \bar{U}(I). \quad (4.3)$$

Darin spiegelt der Term  $E[U(s(z)|a)] = \int U(s(z)) \cdot f(z|a) \cdot dz$  den erwarteten Nutzen des Agenten wider, den er mit dem Entlohnungsvertrag  $s(z)$  verbindet.

Die Lösung dieses *Agency*-Problems ergibt sich, in dem man den in *Abbildung (2.2)* dargestellten zeitlichen Ablauf nach dem Prinzip der Rückwärtsinduktion löst. Für  $I = 0$  folgt dabei eine zum Standard-*Agency*-Modell in Abschnitt 2.2.1.1 äquivalente Lösung. In dieser erzielt der Agent einen erwarteten Nutzen in Höhe von  $w_0 + C(a)$ , unabhängig von der Vertragsstruktur. Denn ein Wechsel von einem Vertrag  $s(x)$  zu einem Vertrag  $s(x, y)$  bewirkt eine Lohndifferenz, die äquivalent ist zur Differenz der Risikoprämien, die mit beiden Verträgen verbunden ist.<sup>12</sup> Da der Prinzipal die gesamte Verhandlungsmacht besitzt, kann er die aus dieser Lohndifferenz resultierende Rente einer verbesserten Risiko- teilung vollständig für sich beanspruchen. Für  $I = 0$  führt die Verwendung einer relativen Leistungsbewertung damit zu einer Steigerung des Gesamtgewinns für den Prinzipal, was bei konstantem (Netto-)Nutzen des Agenten einer Pareto-Verbesserung entspricht.

---

<sup>12</sup> S. Gleichung (2.16).

Steht die Struktur der Vergütung in Beziehung zum Reservationsnutzen des Agenten ( $I = 1$ ), folgen aus der Einführung einer relativen Leistungsbewertung zwei Effekte: Analog zum Standard-*Agency*-Modell kann das informative Signal  $y$  dazu verwendet werden, einen Teil des Entlohnungsrisikos aus dem Anreizvertrag herauszufiltern. Gleichzeitig bewirkt der Performancevergleich aber auch, dass der Agent die Höhe seiner Entlohnung mit derer anderer Manager in Unternehmen der Performancegruppe vergleicht. Dieser Lohnvergleich führt dazu, dass sich der Reservationsnutzen des Agenten um den Faktor  $\bar{U}(1) - \bar{U}(0) = \Delta$  verändert.

Gilt  $\Delta < 0$ , wirken beide Effekte in dieselbe Richtung. Der Prinzipal kann nun das informative Signal nicht nur dazu verwenden, die Entlohnung des Agenten weniger risikoreich zu gestalten, sondern auch, um den Agenten zu motivieren, einen Vertrag zu akzeptieren, der ihm einen geringeren erwarteten Nettonutzen verspricht. Das eigentliche Argument für eine relative Leistungsbewertung wird im Fall  $\Delta < 0$  somit noch verstärkt. Ist dagegen  $\Delta > 0$ , kann der Prinzipal das informative Signal  $y$  zwar noch immer dazu verwenden, die Risikoprämie des Agenten zu senken, die Einführung einer relativen Leistungsbewertung führt gleichzeitig aber auch dazu, dass sich der Reservationslohn des Agenten erhöht. Der Effekt einer verbesserten Risikoteilung wirkt für  $\Delta > 0$  also entgegen dem Effekt des Lohnvergleichs. Die optimale Lösung dieses Konflikts führt zu dem folgenden Ergebnis:

**Proposition 3:** *Es sei  $y$  ein über den Arbeitseinsatz des Agenten informatives Signal im Sinne HOLMSTRÖMS (1979). Bei einer Referenzgruppenentlohnung wie in (4.1) definiert und  $\Delta > 0$  pareto dominiert ein Vertrag mit einem Performancevergleich  $s(x, y)$  einen Vertrag  $s(x)$ , wenn die durch das zusätzliche Signal ausgelöste Senkung der Risikoprämie des Agenten den Anstieg seines Sicherheitsäquivalents übersteigt. Andernfalls ist eine relative Leistungsbewertung nicht optimal.*

**Beweis:** Angenommen der Prinzipal bietet dem Agenten einen Vertrag  $s(x, y)$ , sodass der Agent die Aktion  $a'$  ergreift und die Teilnahmebedingung in (4.3) bindet. Aus der Definition der Risikoprämie des Agenten und (4.3) berechnen sich die neu zu erwartenden Vertragskosten als:

$$E[s(x, y)|a'] = R(s(x, y)|a') + CEA(1, a'),$$

woraus folgt, dass  $E[s(x, y)|a'] < E[s(x)|a']$  dann und nur dann, wenn

$$R(s(x)|a') - R(s(x, y)|a') > CEA(1, a') - CEA(0, a') \quad (4.4)$$

mit  $CEA(1, a') = U^{-1}(w_0 + \Delta + C(a')) > CEA(0, a')$  und  $E[s(x)|a']$  definiert wie in (2.15).

Das Resultat in *Proposition 3* zeigt, dass der Informationsgehalt eines Signals keine hinreichende Bedingung für seine Verwendung in einem optimalen Anreizvertrag ist, wenn der Performancevergleich des Agenten auch die für ihn akzeptable Entlohnungshöhe beeinflusst. Die Tatsache, dass ein Signal informativ über den Arbeitseinsatz des Agenten ist, ist also nur dann ein hinreichendes Argument für eine relative Leistungsbewertung, wenn diese den Reservationsnutzen des Agenten nicht erhöht ( $\Delta \leq 0$ ). Führt eine relative Leistungsbewertung zu einer Steigerung des Reservationnutzens ( $\Delta > 0$ ), bestimmt sich die Vorteilhaftigkeit eines zusätzlichen, informativen Signals durch einen Trade-off zwischen der Ersparnis einer verbesserten Risikoteilung und den zusätzlichen Kosten eines gestiegenen Reservationslohns.

Intuitiv ist das Szenario  $\Delta < 0$  eher dann wahrscheinlich, wenn die durchschnittliche Vergütung innerhalb der Referenzgruppe niedriger ist als die Bezüge des Managements im repräsentativen Unternehmen. Demgegenüber ist der Fall  $\Delta > 0$  für die Unternehmen eher zutreffend, deren Manager weniger als die durchschnittliche Referenzgruppenentlohnung beziehen. Allerdings birgt in diesem Fall ein Vergleich mit Managern gut bezahlender Vergleichsunternehmen die Gefahr, dass sich die Nachfrage nach einer Gehaltssteigerung innerhalb des Unternehmens weiter erhöht.

Diese Intuition ist konsistent mit den Ergebnissen des im vorangegangenen Kapitel vorgestellten Modells zur Referenzgruppenentlohnung. Darüber hinaus deckt sie sich mit den im Rahmen des Literaturüberblicks in Abschnitt 2.1.3 vorgestellten empirischen Befunden von BIZJAK, LEMMON und NAVEEN (2008). Sie untersuchen, welchen Einfluss Referenzgruppen auf die Höhe der Managerentlohnung haben und kommen zu dem Ergebnis, dass Manager, die unterhalb des Medians ihrer Referenzgruppe entlohnt werden, signifikant höhere Gehaltssteigerungen erfahren als Manager, deren Vergütung bereits über dem Medianwert liegt.

Das folgende Korollar zu *Proposition 3* zeigt, dass die bisherige Analyse zur Referenzgruppenentlohnung nicht nur neue Bedingungen an den Einsatz informativer Signale stellt, sondern auch neue Bedingungen für eine Verwendung uninformativer Signale impliziert:

**Korollar 1:** *Es sei  $y$  ein über den Arbeitseinsatz des Agenten uninformatives Signal im Sinne HOLMSTRÖMS (1979). Bei einer Referenzgruppenentlohnung wie in (4.1) definiert und  $\Delta < 0$  pareto dominiert ein Vertrag mit einem Performancevergleich  $s(x, y)$  einen Vertrag  $s(x)$ , wenn die Bedingung (4.4) erfüllt ist.*

**Beweis:** *Ist das Signal  $y$  nicht informativ über den Arbeitseinsatz des Agenten und gilt  $\Delta < 0$ , folgt  $R(s(x, y)|a') > R(s(x)|a')$  und  $CEA(0, a') > CEA(1, a')$ , sodass  $E[s(x, y)|a'] < E[s(x)|a']$  wenn  $CEA(0, a') - CEA(1, a') > R(s(x, y)|a') - R(s(x)|a')$ .*

*Korollar 1* impliziert, dass das *Informativeness*-Kriterium auch keine notwendige Bedingung für die Vorteilhaftigkeit einer relativen Leistungsbewertung ist. Bewirkt der Performancevergleich eine Senkung des Reservationsnutzens des Agenten, kann es für den Prinzipal vorteilhaft sein, selbst uninformative Signale in den Vertrag mitaufzunehmen, die die Risikoprämie des Agenten ansteigen lassen. Solange dieser Anstieg geringer ausfällt als die Senkung des Sicherheitsäquivalents des Agenten ist der Gewinn aus einer relativen Leistungsbewertung für den Prinzipal auch bei uninformativen Signalen stets größer als deren zusätzliche Kosten.

Die bisherige Analyse zeigt, dass das *Informativeness*-Kriterium weder eine hinreichende, noch eine notwendige Bedingung für die Vorteilhaftigkeit einer relativen Leistungsbewertung ist, wenn der Performancevergleich auch die für den Agenten akzeptable Entlohnungshöhe beeinflusst. Allerdings muss die optimale Reaktion des Prinzipals auf eine Endogenisierung des Reservationsnutzens keine binäre Entscheidung über die Verwendung einer relativen Leistungsbewertung sein. Sie kann vielmehr auch in Form einer Anpassung des optimalen Entlohnungsvertrages erfolgen oder aber in einer Variation der unterstellten Vergleichsgruppe.

#### 4.4 Optimales Benchmarking bei endogenisierter Vergleichsgruppe

Um weitere Erkenntnisse über die Wirkung einer Referenzgruppenentlohnung auf die Höhe und Struktur optimaler Anreizverträge gewinnen zu können, wird im Folgenden eine lineare Version des im vorangegangenen Abschnitt vorgestellten allgemeinen *Agency*-Modells untersucht, in der es dem Unternehmen erlaubt sei, seine eigene Performance-Benchmark zu definieren. Insofern gestattet diese lineare Modellvariante nicht nur Aussagen über die Beziehung zwischen der Entlohnungshöhe und der optimalen Intensität einer relativen Leistungsbewertung, sondern auch Aussagen über die Struktur und Zusammensetzung der Vergleichs- bzw. Referenzgruppe.

Analog zum Standard-*LEN*-Modell in Abschnitt 2.2.2 sei der Cashflow des Unternehmens,  $x = a + \varepsilon$ , eine lineare Funktion des Arbeitseinsatzes des Agenten und einer normalverteilten Zufallsvariablen  $\varepsilon \sim N[0; \sigma^2]$ . Der Arbeitseinsatz ist für den Prinzipal unbeobachtbar und verursache dem Agenten einen persönlichen Disnutzen  $C(a)$ . Die Disnutzenfunktion ist zweimal differenzierbar und in ihrer Form streng konvex, wobei auch hier gelte, dass  $C(0) = 0$  und  $C(\bar{a}) = +\infty$ .

Um den Agenten zu einem Arbeitseinsatz zu motivieren, bietet ihm der Prinzipal zu Periodenbeginn den aus Abschnitt 2.2.2.1 strukturell bekannten Anreizvertrag bei relativer Leistungsbewertung:

$$s(z) = w + v \cdot z \text{ mit } z = x - \alpha \cdot y. \quad (4.5)$$

Darin bezeichnet der Parameter  $w$  das erfolgsunabhängige Festgehalt und  $v$  den Bonuskoeffizienten des Performancemaßes  $z$ , welches sich nunmehr aus der Differenz des Unternehmens-Cashflows und der gewichteten Performance der Vergleichsunternehmen ergibt. Der Parameter  $\alpha \geq 0$  spiegelt das Gewicht des Vergleichsergebnisses im Performancemaß wider und misst damit die Intensität der relativen Leistungsbewertung im Entlohnungsvertrag des Agenten.

Im Gegensatz zur vorangegangenen Modellvariante ist das Ergebnis des Vergleichsindex nicht modellexogen definiert. Es kann vielmehr durch eine Variation des Vergleichsgruppe beeinflusst werden und setzt sich zusammen aus der Summe der gewichteten Cashflows

aller  $N$  Vergleichsunternehmen:

$$y = \sum_{j=1}^N \beta_j x_j.$$

Der firmenspezifische Parameter  $\beta_j \geq 0$  beschreibt dabei das Gewicht, das der Cashflow von Unternehmen  $j$  im Vergleichsindex erhält. Um deren Vergleichbarkeit im Rahmen des Modells abzubilden, sei vereinfachend unterstellt, dass die Cashflows der Vergleichsunternehmen strukturell identisch sind zu dem des repräsentativen Unternehmens. So ist der Cashflow von Unternehmen  $j$ ,  $x_j = a_j + \varepsilon_j$ , eine lineare Funktion des Arbeitseinsatzes des Agenten und einer normalverteilten Zufallsvariablen  $\varepsilon_j$ , welche einen Erwartungswert von Null und eine firmenspezifische Varianz  $\sigma_j^2$  besitzt.

Die Vergleichsunternehmen seien in derselben Branche oder demselben Marktsegment tätig und ähnlich groß. Externe Umwelteinflüsse, welche auf den Cashflow eines Unternehmens wirken, beeinflussen damit in gleicher Weise auch den Cashflow der jeweils anderen Vergleichsunternehmen. Die Zufallsvariablen der Vergleichsfirmen  $j$  und  $k$  sind folgerichtig positiv korreliert, mit einer Kovarianz  $\sigma_{jk} > 0$ . Um zwischen den Kovarianzen innerhalb des Vergleichsindex und derer zwischen dem repräsentativen Unternehmen und der Vergleichsgruppe unterscheiden zu können, wird die Kovarianz zwischen  $\varepsilon$  und  $\varepsilon_j$  als  $\sigma_{xj}$  bezeichnet. Infolge dieser Definitionen berechnet sich die Varianz des Vergleichsindizes sowie dessen Kovarianz mit dem repräsentativen Unternehmen als:

$$\sigma_y^2(\boldsymbol{\beta}) = \sum_{j=1}^N \beta_j^2 \sigma_j^2 + 2 \sum_{j=1}^N \sum_{k=1}^N \beta_j \beta_k \sigma_{jk} \quad \text{und} \quad \sigma_{xy}(\boldsymbol{\beta}) = \sum_{j=1}^N \beta_j \sigma_{xj}, \quad (4.6)$$

wobei  $\boldsymbol{\beta} = (\beta_1, \dots, \beta_j, \dots, \beta_N)$  den Vektor aller Indexgewichte beschreibt.

Die lineare Variante des Modells erlaubt es, die Beziehung zwischen der Struktur des Entlohnungsvertrages und dem Reservationslohn des Agenten näher zu untersuchen. Analog zu Gleichung (4.1) setzt sich der Reservationslohn des Agenten aus einem Basislohn  $w_0$  und einer zweiten Komponenten zusammen, die von der Struktur des Vertrages abhängig ist:

$$\bar{U}(\alpha, \boldsymbol{\beta}) = w_0 + \lambda(\alpha) \cdot \sum_{j=1}^N h(\beta_j) \cdot \Delta_j. \quad (4.7)$$

Im Gegensatz zu (4.1) berücksichtigt die Definition in (4.7), dass der Reservationslohn des Agenten sowohl mit der Intensität der relativen Leistungsbewertung als auch mit der

Bedeutung von Unternehmen  $j$  für den Vergleichsindex variiert.<sup>13</sup> Dabei wird der erstgenannte Effekt durch die Funktion  $\lambda(\alpha)$  abgebildet, der zweite Zusammenhang über die firmenspezifische Komponente  $h(\beta_j) \cdot \Delta_j$  formalisiert. Beide Funktionen -  $\lambda(\alpha)$  und  $h(\beta_j)$  - sind beliebig in ihrer Form, aber monoton steigend in den jeweiligen Gewichten. Dies impliziert, dass die Bedeutung der relativen Leistungsbewertung für den Reservationslohn mit ihrer Intensität steigt und sich die Bedeutsamkeit von Unternehmen  $j$  mit seinem Gewicht im Vergleichsindex erhöht. Schließlich stellt der Parameter  $\Delta_j$  eine firmenspezifische Konstante dar, deren Vorzeichen unbestimmt ist. Sie kann als Maß für die Differenz der Vergütungsniveaus interpretiert werden, die zwischen dem Vergleichsunternehmen  $j$  und dem repräsentativen Unternehmen besteht. Ist  $\Delta_j > 0$  zeigt dies an, dass das Entlohnungsniveau in Unternehmen  $j$  größer ist als das des repräsentativen Unternehmens, wohingegen für  $\Delta_j < 0$  das entsprechende Gegenteil seine Gültigkeit besitzt.<sup>14</sup>

Um den optimalen Vertrag zu bestimmen, wird zunächst der Erwartungswert und die Varianz der Entlohnung berechnet. Unter Verwendung von (4.5) und (4.6) ergeben sich dabei die folgenden Ausdrücke:

$$E[s(z)] = w + v \cdot (a - \alpha \cdot \sum_{j=1}^N \beta_j \cdot x_j) \quad (4.8)$$

$$Var[s(z)] = v^2 \cdot (\sigma_x^2 + \alpha^2 \sigma_y^2(\beta) - 2\alpha \cdot \sigma_{xy}(\beta)) = v^2 \cdot \sigma_z^2(\alpha, \beta). \quad (4.9)$$

Substituiert man diese in das Sicherheitsäquivalent des Agenten und maximiert selbiges bezüglich  $a$ , folgt für die optimale Reaktion des Agenten auf ein gegebenes Entlohnungsschema:

$$v^* = C'(a). \quad (4.10)$$

Die Bedingung in (4.10) besagt, dass der Agent sein optimales Anstrengungsniveau so wählt, dass sein Grenznutzen aus der erwarteten Entlohnung seinen Grenzkosten ent-

---

13 Der Reservationslohn in (4.7) stellt einen Spezialfall des im vorangegangenen Abschnitt formulierten Reservationsnutzens dar. Für  $\lambda(\alpha) = I$  und  $\sum_{j=1}^n h(\beta_j) \cdot \Delta_j = \Delta$  ergibt sich strukturell dieselbe Form wie in Definition (4.1).

14 Alle weiteren Annahmen entsprechen denen des Standard-LEN-Modells in Abschnitt 2.2.2.

spricht. Dabei fällt der optimale Arbeitseinsatz umso höher aus, je geringer die Grenzkosten des Agenten sind und je höher das Gewicht, das das Performancemaß  $z$  im Entlohnungsvertrag erhält. Diese Reaktion antizipierend entwirft der Prinzipal den Entlohnungsvertrag derart, dass die Teilnahmebedingung des Agenten bindet,  $CEA = \bar{U}(\alpha, \beta)$ . Löst man diese hinsichtlich der erwarteten Entlohnung des Agenten auf und substituiert  $E[s(z)]$  in die Zielfunktion des Prinzipals, ergibt sich aus der betrachteten Vertragsbeziehung der folgende zu erwartende Überschuss:

$$V(a, v, \alpha, \beta) = E[x] - C(a) - R(s(z)) - \bar{U}(\alpha, \beta). \quad (4.11)$$

Der erwartete Residualgewinn umfasst den zu erwartenden Cashflow des Unternehmens abzüglich den Arbeitskosten des Agenten, seiner Risikoprämie und seinem monetären Äquivalent des Reservationsnutzens. Unter Berücksichtigung der Anreizbedingung in (4.10) und dem Faktum, dass  $E[x] = a$ , folgt aus einer Maximierung von (4.11) bezüglich  $a$  das aus Sicht des Prinzipals wünschenswerte Anstrengungsniveau des Agenten und das zugleich optimale Anreizgewicht des Performancemaßes  $z$ :

$$C'(a) = \frac{1}{1 + r \cdot C''(a) \cdot \sigma_z^2(\alpha, \beta)} = v^*. \quad (4.12)$$

Der Ausdruck in (4.12) entspricht der bekannten Lösung für das optimale Anreizgewicht des linearen *Agency*-Modells in (2.28) bei allgemeiner Kostenfunktion. Er besagt, dass die variable Vergütung umso kleiner sein sollte, je risikoaverser der Agent ( $r$ ) ist und je größer die Steigung der Grenzkosten ( $C''(a)$ ) ausfällt. Darüber hinaus ist das optimale Anreizgewicht umso geringer zu bemessen, je unpräziser das Performancemaß ist, d. h. je größer dessen Varianz ( $\sigma_z^2(\alpha, \beta)$ ).<sup>15</sup>

Die Lösung für das optimale Anreizgewicht in (4.12) zeigt, dass sowohl der Intensitätsfaktor  $\alpha$  als auch der Vektor der unternehmensspezifischen Indexgewichte  $\beta$  relevant für die aggregierte Varianz des Performancemaßes  $z$  sind. Für einen gegebenen Bonuskoeffizienten  $v$  und gegeben dem Vektor der Indexgewichte  $\beta$  berechnet sich die optimale Intensität der relativen Leistungsbewertung durch eine Maximierung der Zielfunktion in (4.11) bezüglich  $\alpha$ :

$$\frac{\partial V(a, v, \alpha, \beta)}{\partial \alpha} = -\frac{r}{2} \cdot v^2 \cdot \frac{\partial \sigma_z^2(\alpha, \beta)}{\partial \alpha} - \frac{\partial \bar{U}(\alpha, \beta)}{\partial \alpha} \leq 0. \quad (4.13)$$

---

<sup>15</sup> Vgl. HEMMER (2004) sowie CHRISTENSEN/FELTHAM (2005).

Die Optimalitätsbedingung in (4.13) zeigt, dass sich der Prinzipal infolge der Endogenisierung des Reservationsnutzens einem Trade-off gegenüber sieht, zwischen der Varianzminimierung des Performancemaßes und der Minimierung des Reservationslohnes des Agenten.

Betrachten wir als Referenzpunkt zunächst eine relative Leistungsbewertung, in der der Reservationslohn des Agenten exogen definiert ist. Infolge dieser Annahme gilt  $\partial \bar{U}(\alpha, \beta) / \partial \alpha = 0$ , sodass das optimale Indexgewicht einzig die Varianz des Performancemaßes minimiert. Dies gelingt, in dem der Prinzipal das Indexgewicht derart definiert, dass es dem Verhältnis der Kovarianz zwischen  $x$  und  $y$  und der Varianz von  $y$  entspricht:<sup>16</sup>

$$\alpha^* = \frac{\sigma_{xy}(\beta)}{\sigma_y^2(\beta)}. \quad (4.14)$$

Da  $\sigma_z^2(0, \beta) = \sigma_x^2$  für  $\alpha = 0$ , reduziert die optimale Intensität  $\alpha^*$  einer relativen Leistungsbewertung die Varianz des Performancemaßes von  $\sigma_x^2$  auf  $\sigma_z^2(\alpha^*, \beta) = \sigma_x^2 - (\sigma_{xy}(\beta))^2 / \sigma_y^2(\beta)$ . Diese Varianzsenkung minimiert die Risikoprämie des Agenten und macht es in der Folge für den Prinzipal attraktiv, im Gleichgewicht ein höheres Anstrengungsniveau zu induzieren als ohne einen Leistungsvergleich. Da  $y$  mit  $x$  korreliert und insofern informativ über den Arbeitseinsatz des Agenten ist - gegeben  $x$  wird beobachtet -, ist dieses Resultat konsistent mit dem von HOLMSTRÖM (1979) entwickelten und in Abschnitt 2.2.1.1 vorgestellten *Informativeness*-Prinzip.

Lässt man nun die Annahme eines exogen definierten Reservationsnutzens fallen und unterstellt, dass die Höhe der Managerentlohnung mit der Intensität der relativen Leistungsbewertung in Beziehung steht,  $\partial \bar{U}(\alpha, \beta) / \partial \alpha \neq 0$ , eröffnet sich das folgende Ergebnis:

**Proposition 4:** *Ist der Reservationsnutzen des Agenten eine steigende (sinkende) Funktion in der Intensität der relativen Leistungsbewertung, fällt die optimale Intensität  $\alpha^{**}$  strikt kleiner (höher) aus als für eine Varianzminimierung des Performancemaßes  $z$  erforderlich ist.*

---

<sup>16</sup> Der Ausdruck in (4.14) ist konsistent mit den Ergebnissen in BANKER und DATAR (1989), die optimale lineare Aggregationsregeln für Performancemaße vorlegen.

**Beweis:** Berechnet man die Optimalitätsbedingung in (4.13) an der Stelle des varianzminimierenden Indexgewichtes  $\alpha^*$  in (4.14), ergibt sich:

$$\left. \frac{\partial V(a, v, \alpha, \beta)}{\partial \alpha} \right|_{\alpha=\alpha^*} = -\frac{\partial \bar{U}(\alpha, \beta)}{\partial \alpha},$$

sodass  $\alpha^{**} < \alpha^*$  wenn  $\partial \bar{U}(\alpha, \beta)/\partial \alpha > 0$  und  $\alpha^{**} > \alpha^*$  für  $\partial \bar{U}(\alpha, \beta)/\partial \alpha < 0$ .

Gemäß Proposition 4 kann ein Agent mit einem endogenen Reservationsnutzen die Intensität einer relativen Leistungsbewertung verstärken oder aber vermindern. Dabei ist es für ein Unternehmen weniger attraktiv, die Performance ihres Managers mit derer ihrer Referenzgruppe zu vergleichen, wenn dieser Vergleich zu einem Anstieg der Managementvergütung führt. Intuitiv ist dieses Ergebnis eher dann wahrscheinlich, wenn die Durchschnittsvergütung in der Vergleichsgruppe über den Bezügen des repräsentativen Unternehmens liegt.

Gilt ferner

$$\left. \frac{\partial V(a, v, \alpha, \beta)}{\partial \alpha} \right|_{\alpha=0} = r \cdot v^2 \cdot \sigma_{xy}(\beta) - \lambda_\alpha(0) \cdot \sum_{j=1}^N h(\beta_j) \cdot \Delta_j < 0, \quad (4.15)$$

ist es für den Prinzipal optimal, auf eine relative Leistungsbewertung zu verzichten und den Agenten ausschließlich auf Basis seiner eigenen Performance zu beurteilen. Dies korrespondiert mit dem zweiten Fall der Proposition 3, für den die Bedingung (4.4) nicht erfüllt ist.

Die Bedingung (4.15) zeigt, dass die Präferenz des Verzichts dann eintritt, wenn die marginale Risikoprämie des Agenten für  $\alpha = 0$  kleiner ist als der marginale Anstieg seines Reservationslohns. Das bedeutet, dass der Prinzipal dann von einer relativen Leistungsbewertung absehen sollte, wenn deren potenzielle Gewinne durch die mit ihr verbundenen Kosten mehr als kompensiert werden.

Ist die Bedingung (4.15) dagegen nicht erfüllt, berechnet sich die optimale Intensität des Performancevergleichs als:

$$\alpha^{**} = \alpha^* - \frac{\lambda_\alpha(\alpha) \cdot \sum_{j=1}^N h(\beta_j) \cdot \Delta_j}{r \cdot v^2 \cdot \sigma_y^2(\beta)}. \quad (4.16)$$

Der Ausdruck in (4.16) zeigt, dass  $\alpha^{**} < \alpha^*$  wenn  $\partial \bar{U}(\alpha, \beta) / \partial \alpha = \lambda_\alpha(\alpha) \cdot \sum_{j=1}^N h(\beta_j) \cdot \Delta_j > 0$  und  $\alpha^{**} \geq \alpha^*$  für jeden anderen Fall. Da  $\lambda_\alpha(\alpha)$  annahmegemäß positiv ist, bestimmt sich das Vorzeichen des in (4.16) maßgeblichen Terms über das Vorzeichen der gewichteten Summe aller firmenspezifischen Konstanten  $\Delta_j$ . Interpretiert man diese als die Lohndifferenz zwischen dem Unternehmen  $j$  und dem repräsentativen Unternehmen, ist die gewichtete Summe  $\sum_{j=1}^N h(\beta_j) \cdot \Delta_j$  positiv, wenn alle Vergleichsunternehmen ihrem Management eine höhere Vergütung entrichten als das repräsentative Unternehmen und vice versa. Sind die Vorzeichen der Differenzbeträge  $\Delta_j$  hingegen gemischt, bedingt das Vorzeichen des aggregierten Terms den Gewichten der einzelnen Unternehmen im Vergleichsindex.

Bislang wurde die Zusammensetzung des Vergleichsindex als gegeben erachtet. Im Folgenden soll nun angenommen werden, dass es für den Prinzipal möglich ist, die Struktur des Vergleichsindex über die Gewichtung der Vergleichsunternehmen  $\beta_j$  zu variieren. Die für ihn optimale Vergleichsgruppe ergibt sich, in dem er den erwarteten Überschuss in (4.11) über  $\beta_j$  maximiert:

$$\frac{\partial V(a, v, \alpha, \beta)}{\partial \beta_j} = -\frac{r}{2} \cdot v^2 \cdot \frac{\partial \sigma_z^2(\alpha, \beta)}{\partial \beta_j} - \frac{\partial \bar{U}(\alpha, \beta)}{\partial \beta_j} \leq 0. \quad (4.17)$$

Analog zum Indexgewicht  $\alpha$  sieht sich der Prinzipal für jedes Vergleichsunternehmen  $j$  einem Trade-off gegenüber zwischen der Varianzminimierung des Performancemaßes und dem marginalen Einfluss von  $j$  auf den Reservationslohn des Agenten.

Betrachten wir zunächst wieder eine Situation, in der der Reservationslohn des Agenten modellexogen definiert ist. Infolge dieser Annahme gilt  $\partial \bar{U}(\alpha, \beta) / \partial \beta_j = 0$ , wodurch sich das optimale Indexgewicht von Unternehmen  $j$  einzig durch die Minimierung der Varianz des Performancemaßes bestimmt. Gegeben die Intensität  $\alpha$  und der Indexgewichte aller anderen Vergleichsunternehmen berechnet sich das optimale Gewicht von Unternehmen  $j$  im Vergleichsindex als:

$$\beta_j^* = \frac{\sigma_{xj}}{\alpha \cdot \left( \sigma_j^2 + \sum_{k=1}^N \beta_k \sigma_{jk} \right)}. \quad (4.18)$$

Wie (4.18) zeigt, steigt das optimale Indexgewicht eines Unternehmens in der Kovarianz  $\sigma_{xj}$  und sinkt, je mehr das Unternehmen  $j$  zur Gesamtvarianz des Performancemaßes beiträgt. Das Gewicht eines Unternehmens im Vergleichsindex ist also umso höher, je

informativer dessen Cashflow über den Arbeitseinsatz des Agenten ist und je geringer sein Beitrag zur Gesamtvarianz des Vergleichsergebnisses.

Unter Verwendung von  $\alpha^*$  in (4.16) ergibt sich für das optimale Indexgewicht von Unternehmen  $j$ :

$$\beta_j^* = \frac{\frac{\sigma_{xj}}{\sigma_{xy}(\boldsymbol{\beta})}}{\frac{\sigma_j^2 + \sum_{k=1}^N \beta_k \sigma_{jk}}{\sigma_y^2(\boldsymbol{\beta})}}. \quad (4.19)$$

Im Standardfall eines exogen definierten Reservationsnutzens ist gemäß (4.19) das varianzminimierende Indexgewicht eines Unternehmens durch das Verhältnis seiner relativen Beiträge zur Kovarianz von  $x$  und  $y$  und zur Gesamtvarianz des Vergleichsergebnisses  $y$  bestimmt. Insofern wird die Bedeutung eines Unternehmens für den Vergleichsindex durch die beiden Anteile derer Faktoren festgelegt, die ihrerseits das Indexgewicht in (4.14) definieren.

Dieses Ergebnis ändert sich, wenn der Reservationsnutzen des Agenten modellendogen bestimmt wird.

**Proposition 5:** *Ist der Reservationsnutzen des Agenten eine steigende (fallende) Funktion des Indexgewichtes von Unternehmen  $j$ , erhält dieses ein niedrigeres (höheres) Gewicht im Vergleichsindex als für eine Varianzminimierung des Performancemaßes  $z$  erforderlich ist.*

**Beweis:** Berechnet man die Optimalitätsbedingung in (4.17) an der Stelle des varianzminimierenden Indexgewichts  $\beta_j^*$ :

$$\left. \frac{\partial V(a, v, \alpha, \boldsymbol{\beta})}{\partial \beta_j} \right|_{\beta_j = \beta_j^*} = - \frac{\partial \bar{U}(\alpha, \boldsymbol{\beta})}{\partial \beta_j},$$

folgt für das optimale Gewicht eines Unternehmens im Vergleichsindex bei endogenisiertem Reservationsnutzen  $\beta_j^{**}$ , dass  $\beta_j^{**} < \beta_j^*$  wenn  $\partial \bar{U}(\alpha, \boldsymbol{\beta}) / \partial \beta_j > 0$  und  $\beta_j^{**} > \beta_j^*$  für  $\partial \bar{U}(\alpha, \boldsymbol{\beta}) / \partial \beta_j < 0$ .

Gemäß Proposition 5 wird die Zusammensetzung des optimalen Vergleichsindex durch die Verbindung aus relativer Leistungsbewertung und Reservationslohn maßgeblich beeinflusst. So bedingt das optimale Indexgewicht des Unternehmens  $j$  nun auch dessen marginalem Beitrag zum Reservationslohn des Agenten. Ist dieser positiv, legt der optimale

Vertrag ein geringeres Gewicht auf das Unternehmen  $j$  im Vergleichsindex, wohingegen es ein stärkeres Gewicht erhält, wenn sein Grenzbeitrag negativ ist. Intuitiv legt ein Unternehmen also ein geringeres Gewicht auf die Vergleichsfirmen, deren Entlohnungsniveaus größer ist als das eigene und berücksichtigt diejenigen stärker im Vergleichsindex, deren Vergütung vergleichsweise niedrig ist.

Gilt ferner

$$\left. \frac{\partial V(a, v, \alpha, \beta)}{\partial \beta_j} \right|_{\beta_j=0} = r \cdot v^2 \cdot \alpha^* \cdot \sigma_{xj} - \lambda(\alpha^*) \cdot h_{\beta_j}(\beta_j) \cdot \Delta_j < 0, \quad (4.20)$$

übersteigt der marginale Anstieg des Reservationslohns in  $\beta_j = 0$  den marginalen Zuwachs der Risikoprämie. In diesem Fall findet das Unternehmen  $j$  keine Berücksichtigung im Vergleichsindex, trotz seiner Informativität über den Arbeitseinsatz des Agenten. Da  $\lambda(\alpha^*)$  und  $h_{\beta_j}(\beta_j)$  annahmegemäß positiv sind, gilt folgerichtig  $\Delta_j > 0$ . Je größer so nach die Lohndifferenz  $\Delta_j$ , umso höher ist der Anstieg des Reservationsnutzens und umso weniger wahrscheinlich ist es, dass das Unternehmen  $j$  im Vergleichsindex enthalten ist.

Ist die Bedingung in (4.20) nicht erfüllt, kann das optimale Indexgewicht von Unternehmen  $j$  als

$$\beta_j^{**} = \beta_j^* - \frac{\lambda(\alpha) \cdot h_{\beta_j}(\beta_j) \cdot \Delta_j}{\alpha^2 \cdot \left( \sigma_j^2 + \sum_{k=1}^N \beta_k \sigma_{jk} \right) \cdot r \cdot v^2} \quad (4.21)$$

berechnet werden. Wie (4.21) zeigt, ist das Vorzeichen der Differenz zwischen dem optimalen Unternehmensgewicht  $\beta_j^{**}$  und dem varianzminimierenden Gewicht  $\beta_j^*$  durch das Vorzeichen der Lohndifferenz  $\Delta_j$  bestimmt. Für  $\Delta_j > 0$  gilt  $\beta_j^{**} < \beta_j^*$  und für  $\Delta_j < 0$  ist  $\beta_j^{**} > \beta_j^*$ . Intuitiv leuchtet dies ein, unterstreicht dieses Ergebnis doch, dass die Endogenisierung des Reservationsnutzens Vergleiche zu den Unternehmen begünstigt, die ihrem Management eine vergleichsweise niedrige Entlohnung bezahlen. Interessanterweise ist die Differenz zwischen  $\beta_j^*$  und  $\beta_j^{**}$  in (4.21) unabhängig von der Kovarianz zwischen  $x$  und  $x_j$ . Insofern lässt sich das folgende Korrolar zu *Proposition 5* formulieren:

**Korrolar 2:** *Ist der Reservationsnutzen des Agenten eine sinkende Funktion im Indexgewicht von Unternehmen  $j$ , erhält dieses ein positives Gewicht im Vergleichsindex, selbst dann, wenn  $x_j$  nicht informativ über den Arbeitseinsatz des Agenten ist, gegeben  $x$  wird beobachtet.*

**Beweis:** Für ein nicht informatives Signal ist gemäß (4.18)  $\beta_j^* = 0$ . Aus (4.21) folgt für  $\beta_j^* = 0$  und  $\Delta_j < 0$  jedoch  $\beta_j^{**} > 0$ .

Die Ergänzung in *Korrolar 2* komplettiert die in *Korrolar 1* formulierte Beobachtung. Sie besagt, dass die Beziehung zwischen der Vertragsstruktur und der Entlohnungshöhe für ein Unternehmen eine Begründung sein kann, die eigene Performance mit derer unkorrelierter Unternehmen zu vergleichen, wenn dieser Vergleich dabei hilft, die eigene Management-entlohnung zu senken. Intuitiv ist dieses Ergebnis also eher dann wahrscheinlich, wenn das Management mit dem anderer Unternehmen verglichen wird, in dem ein niedrigeres Vergütungsniveau besteht, da ein solcher Vergleich das eigene Management als gut bezahlt darstellt und es für selbiges in der Folge schwieriger wird, eine Erhöhung ihrer Bezüge zu rechtfertigen.

#### 4.5 Zwischenergebnis

Verschiedene empirische Beobachtungen belegen, dass eine Vielzahl von US-amerikanischen Firmen die Vergleichsgruppe von Unternehmen, die sie einer relativen Leistungsbewertung zugrunde legt, auch im Rahmen der Referenzgruppenentlohnung für die Bestimmung der Entlohnungshöhe heranzieht. Diese vielfach zu beobachtende Vergütungspraxis dient in diesem Kapitel als Motivation, sowohl die Höhe als auch die Struktur der Vergütung für eine integrierte Analyse der Referenzgruppenentlohnung zu bestimmen. Im Rahmen eines allgemeinen *Agency*-Modells ist dazu unterstellt, dass sich der Reservationsnutzen des Agenten modellendogen durch die Struktur der Vergütung bestimmt. Die Schlüsselannahme bildet dabei, dass die Vergleichsgruppe von Unternehmen, die einer relativen Leistungsbewertung zugrunde liegt, zumindest zu Teilen derer entspricht, die im Rahmen der Referenzgruppenentlohnung für die Bestimmung des Reservationsnutzens herangezogen wird.

Unter dieser Annahme lässt sich zeigen, dass das von HOLMSTRÖM (1979) entwickelte *Informativeness*-Kriterium weder eine notwendige, noch eine hinreichende Bedingung für die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit einer relativen Leistungsbewertung ist. Sind die Performance-Benchmark und der Reservationsnutzen des Agenten in einer funktional

positiven Beziehung, folgt ein Trade-off zwischen den Gewinnen einer verbesserten Risikoteilung und der Höhe der Managerentlohnung. Für einen hinreichend großen Vergleichsgruppeneffekt kann es für den Prinzipal sogar optimal sein, auf eine relative Leistungsbewertung zu verzichten und den Agenten einzig auf Basis seiner eigenen Performance zu beurteilen. Ist die funktionale Beziehung hingegen negativ, kann es sich als dienlich erweisen, den Agenten auch auf Basis von Signalen zu beurteilen, die nicht informativ über seinen Arbeitseinsatz sind, wenn durch deren Verwendung die Höhe der Entlohnung gesenkt werden kann.

In einer linearen Modellerweiterung ist darüber hinaus gezeigt, dass für einen gegebenen Performanceindex ein endogenisierter Reservationsnutzen die Intensität einer relativen Leistungsbewertung senkt (erhöht), wenn der Vergleichsgruppeneffekt zu einem Anstieg (einer Senkung) der Managerentlohnung führt. In Hinsicht auf die optimale Zusammensetzung des Vergleichsindex eröffnet sich, dass der Prinzipal die Unternehmen schwächer (stärker) in der Vergleichsgruppe gewichtet, die positiv (negativ) mit dem Reservationsnutzen des Agenten in Beziehung stehen. Ist diese Verbindung negativ, kann es für den Prinzipal erneut optimal sein, Unternehmen mit unkorrelierten Cashflows in den Vergleich zu ziehen, in der Absicht, die Höhe der Entlohnung zu senken. Folglich sollten Unternehmen dazu tendieren, die Performance ihrer Manager mit derer anderer Unternehmen zu vergleichen, die ein niedrigeres Vergütungsniveau aufweisen, um infolge dieses Vergleichs das eigene Management als gut bezahlt darzustellen, wodurch es sich für selbiges schwieriger gestaltet, eine Erhöhung ihrer Bezüge zu rechtfertigen.

Die Ergebnisse dieser Analyse sind konsistent mit der empirischen Literatur über die Managervergütung. Dieser ist es bislang nicht gelungen, eine systematische Evidenz für die Verwendung einer relativen Leistungsbewertung in der Praxis zu finden. Das entwickelte Modell bietet hierfür einen Erklärungsansatz. Danach kann diese Inkonsistenz das Ergebnis einer rationalen Vertragsgestaltung sein, in der Unternehmen mit hohem Eignereinfluss bewusst auf einen Performancevergleich verzichten, um potenziellen Gehaltserhöhungen ihrer Manager zu entgehen.

Darüber hinaus bietet das entwickelte Modell ein plausibles Argument für die in der Empirie zu beobachtenden Praxis des „*reward for luck*“. Innerhalb des Modells kann diese dazu verwendet werden, die Performance-Benchmark des Agenten zu senken, wenn sich

hierdurch die Gesamtkosten der Entlohnung weiter reduzieren lassen.

Die in diesem Kapitel aufgezeigte Analyse ist eine der ersten Ansätze, welche die Frage nach der optimalen Vertragsstruktur mit der Frage nach der optimalen Entlohnungshöhe simultan beantwortet. Sie bietet einen weiterführenden Modellrahmen zu einem verbesserten Verständnis der Beziehung zwischen der Vertragsstruktur und den Determinanten der empirisch zu beobachtenden Entlohnungshöhen.

## *Kapitel 5*

### *Zusammenfassung und Ausblick über zukünftige Forschungsfragen*

Infolge der weltweit zu beobachtenden Entwicklung der Bezüge von Führungskräften wird die Höhe der Managergehälter allseits kontrovers diskutiert. Verschiedene Erklärungsansätze stehen dabei meist im Vordergrund der Diskussion, doch wird der eigentliche Entlohnungsprozess bei alldem nur wenig beachtet.

Verschiedene Vergütungsberichte belegen, dass eine Vielzahl von Unternehmen die Höhe ihrer Managerverträge mittels einer Referenzgruppenentlohnung bestimmt. Obgleich dies durch die Praxis umfangreich belegt ist, steht die Analyse der Referenzgruppenentlohnung in der akademischen Literatur bislang noch am Anfang. Vor allem empirische Studien bestimmen das bisherige Bild, wohingegen modelltheoretische Untersuchungen weitestgehend fehlen.

Motiviert durch die weltweit zu beobachtende Entwicklung der Managerbezüge und dem Ausbleiben modelltheoretischer Erklärungsansätze wird in dieser Forschungsarbeit ein erster Modellrahmen vorgelegt, der sowohl eine Analyse der Referenzgruppenentlohnung als auch Aussagen über die Entwicklung der Managerbezüge über die Zeit erlaubt. Damit eine Referenzgruppenentlohnung ihre volle Wirkung entfalten kann, ist es allerdings notwendig, dass entsprechende Informationen über die Vergütungen in anderen Unternehmen bekannt sind. Einführend untersucht dieser Beitrag daher die Entwicklung von institutionellen Vorgaben über die Offenlegung von Managerbezügen in den USA und in Europa, und insbesondere in Deutschland und der Schweiz und stellt deren Gemeinsamkeiten und Unterschiede heraus. Im Rahmen eines linearen *Agency*-Modells wird anschließend gezeigt, wie sich eine Referenzgruppenentlohnung formal darstellen lässt. Die Entwicklung der Vergütungspolitik wird dabei innerhalb einer gegebenen Gruppe von Unternehmen

betrachtet, unter der Annahme, dass sich der Reservationsnutzen des Agenten am durchschnittlichen Referenzgruppenlohn der Vorperiode orientiert.

Vor dem Hintergrund der zu beobachtenden Entwicklung der Transparenzvorschriften lässt sich innerhalb des entwickelten Modells zeigen, dass die Einführung einer Publikationspflicht die Managerbezüge über die Zeit ansteigen lässt, wenn die Unternehmen *Competitive Benchmarking* praktizieren - im Mittel aller Agenten also mehr als der durchschnittliche Basislohn der Vorperiode gezahlt werden muss, um die Teilnahmebedingung des Agenten zu erfüllen.

Die Entwicklung der Transparenzvorschriften eröffnet ferner, dass in Europa, und insbesondere für Deutschland und die Schweiz, ein zusätzlicher Trend zu beobachten ist. Verlangten die Vorgaben dieser beiden Länder zunächst noch überwiegend einen kollektiven Ausweis der Managerbezüge, sind in jüngster Zeit Gesetze erlassen und reformiert worden, welche nunmehr eine individualisierte Offenlegung der Vorstands- und Verwaltungsratsbezüge vorsehen. In einer Modellerweiterung, in der sich die Bezüge des Vorstandsvorsitzenden von denen der einfachen Vorstandsmitglieder unterscheiden, wird infolgedessen untersucht, wie sich die Einführung einer Individualveröffentlichungspflicht auf die Höhe der Bezüge auswirkt. Dabei zeigt sich, dass die Einführung einer Individualveröffentlichungsvorschrift für die Mehrheit der betrachteten Szenarien eine weitere Erhöhung der Vorstandsbezüge bewirken kann, ohne dass auf Seiten der Aktionäre zusätzliche Vermögenswerte geschaffen werden. Insbesondere ist für eine Individualveröffentlichungsvorschrift eine weitere Steigerung der Vorstandsbezüge zu erwarten, wenn sich die beiden Kategorien von Vorständen in unterschiedlicher Weise an den Vergütungen ihrer Referenzgruppe orientieren.

Auch wenn der erste Teil dieser Forschungsarbeit keine gesamthafte Wohlfahrtsbetrachtung anstrebt, lassen die Ergebnisse doch berechtigte Zweifel an der Wirksamkeit verschärfter Transparenzvorschriften als Mittel zur Begrenzung des weltweit zu beobachtenden Anstiegs der Managerbezüge aufkommen. Ohne flankierende Maßnahmen, wie etwa ein Abstimmungsrecht der Hauptversammlung über die Höhe der Vorstands- und Verwaltungsratsbezüge, kann die Publikation von Vergütungsinformationen sogar kontraproduktiv wirken, indem sie es den Managern erlaubt, die Höhe ihrer Bezüge mit Blick auf die Vergütungen vergleichbarer Unternehmen zu rechtfertigen. Besondere Vorsicht scheint

hinsichtlich einer individualisierten Offenlegungspflicht angebracht. Diese ist wohl eher geeignet, den Wettbewerb um das höchste Gehalt zu intensivieren anstatt einen Beitrag zur Senkung des Vergütungsniveaus zu leisten.

Nachdem sich der erste Teil dieser Forschungsarbeit auf die Höhe der Managerlöhne konzentriert, untersucht der zweite Teil auch die Wirkung einer Referenzgruppenentlohnung auf die Struktur optimaler Anreizverträge. Ausgangspunkt bilden dabei verschiedene empirische Beobachtungen, die zeigen, dass eine Vielzahl von Unternehmen die Vergleichsgruppe von Firmen, die sie einer relativen Leistungsbewertung zugrunde legen, auch im Rahmen der Referenzgruppenentlohnung für die Bestimmung der Entlohnungshöhe heranzieht. Diese duale Rolle der Vergleichsunternehmen dient im zweiten Teil dieser Forschungsarbeit als Motivation, sowohl die Höhe als auch die Struktur der Vergütung für eine integrierte Analyse der Referenzgruppenentlohnung zu bestimmen. In einem allgemeinen *Agency*-Modell wird dazu unterstellt, dass der Reservationsnutzen des Agenten durch die Struktur des Entlohnungsschemas bestimmt wird. Die Schlüsselannahme der Analyse bildet dabei, dass die Gruppe von Unternehmen, die der relativen Leistungsbewertung zugrunde liegt, zumindest zu Teilen derjenigen entspricht, die im Rahmen der Referenzgruppenentlohnung für die Bestimmung des Reservationsnutzens herangezogen wird.

Unter dieser Annahme lässt sich zeigen, dass das von HOLMSTRÖM (1979) entwickelte *Informativeness*-Kriterium weder eine notwendige, noch eine hinreichende Bedingung für die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit einer relativen Leistungsbewertung ist. Besteht eine positive funktionale Beziehung zwischen der Performance-Benchmark und dem Reservationsnutzen des Agenten, folgt ein Trade-off zwischen den Gewinnen einer verbesserten Risikoteilung und der Höhe der Entlohnungskosten. Für einen hinreichend großen Vergleichsgruppeneffekt kann es für den Prinzipal sogar optimal sein, auf eine relative Leistungsbewertung zu verzichten und den Agenten einzig auf Basis seiner eigenen Performance zu beurteilen. Ist der funktionale Zusammenhang dagegen negativ, kann es sich als sinnvoll erweisen, den Agenten auch auf Basis uninformativer Signale zu beurteilen, wenn sich durch deren Verwendung die Höhe der Entlohnung reduzieren lässt.

In einer linearen Modellerweiterung zeigt sich ferner, dass für einen gegebenen Performanceindex ein endogenisierter Reservationsnutzen die Intensität einer relativen Leis-

tungsbewertung senkt (verstärkt), wenn der Vergleichsgruppeneffekt zu einem Anstieg (einer Senkung) der Managervergütung führt. Bei einem variierbaren Vergleichsindex eröffnet sich, dass der Prinzipal den Unternehmen ein höheres (geringeres) Gewicht im Vergleichsindex zuspricht, die negativ (positiv) mit dem Reservationsnutzen des Agenten verbunden sind. Im Fall einer funktional negativen Beziehung kann es für den Prinzipal optimal sein, Unternehmen mit unkorreliertem Cashflow in den Vergleich zu ziehen, in der Absicht, die Höhe der Managerentlohnung zu senken. Intuitiv sollten Unternehmen also dazu tendieren, die Performance ihrer Manager mit derer anderer Unternehmen zu vergleichen, die ein niedrigeres Vergütungsniveau besitzen, um das eigene Management als gut bezahlt darzustellen, wodurch es für selbiges in der Folge schwieriger wird, einen Anstieg ihrer Bezüge zu rechtfertigen.

Die Ergebnisse dieses zweiten Forschungsteils sind konsistent mit der empirischen Literatur über Managergehälter, der es bislang nicht gelungen ist, eine systematische Evidenz für die Verwendung einer relativen Leistungsbewertung in der Vergütungspraxis zu finden. Dem vorgestellten Modell zufolge kann dies das Ergebnis einer rationalen Vertragsgestaltung sein, in der Unternehmen mit hohem Eignereinfluss bewusst auf einen Performancevergleich verzichten, um so potenziellen Anstiegen der Bezüge ihrer Manager zu entgehen. Darüber hinaus bietet das Modell einen Erklärungsansatz für die in der Empirie zu beobachtende Vergütungspraxis des „*reward for luck*“. Diese kann im Rahmen des Modells dazu verwendet werden, die Vergleichsgrundlage des Agenten zu senken, wenn sich dadurch die Gesamtkosten der Entlohnung weiter reduzieren lassen.

Der in dieser Forschungsarbeit vorgelegte Modellrahmen ist einer der ersten Ansätze, der die Frage nach der Höhe, Struktur und Entwicklung der Managerbezüge im Rahmen eines formalen *Agency*-Modells beantwortet. Er legt eine Basis für die Analyse einer Vielzahl weiterer Forschungsfragen, die auf dem Gebiet der *Executive Compensation* noch zu beantworten sind. So kann in zukünftigen Forschungsprojekten beispielsweise untersucht werden, auf welche Weise sich soziale Präferenzen alternativ abbilden lassen und wie sich dies auf die Höhe, Struktur und Entwicklung der Managerentlohnung auswirkt. Darüber hinaus bietet es sich an, weitere Befunde der Vergütungspraxis im Rahmen des Modells zu untersuchen. So etwa, nach welchen Kriterien sich Referenzgruppen in der Praxis zusammensetzen und welche Motive und weiteren Erkenntnisse sich hieraus ableiten lassen.

Ebenso gilt es, die Rolle von zum Entlohnungsprozess hinzugezogenen *Compensation Consultants* zu untersuchen sowie die von ihnen verwendeten Lohnstudien zu analysieren. All diese Ansatzpunkte und Ideen zeigen, dass noch weiterführende Forschung erforderlich ist, für ein umfassendes Verständnis der zu beobachtenden Vergütungspraxis.

## *Literaturverzeichnis*

- ABOWD, JOHN M./KAPLAN, DAVID S. (1999): Executive Compensation: Six Questions that Need Answering, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, S. 145-168.
- ADAMS, MICHAEL (2002): Aktienoptionspläne und Vorstandsvergütungen, *ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 23. Jg., S. 1325-1344.
- AGGARWAL, RAJESH K./SAMWICK, ANDREW A. (1999): Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 6, S. 1999-2043.
- ALBUQUERQUE, ANNA (2004): Who Are Your Peers? A Study of Relative Performance Evaluation, University of Rochester, Working Paper.
- ALTANA AG (2007): Geschäftsbericht 2006, [www.altana.com](http://www.altana.com).
- ANDERSON, CHARLES A./ANTHONY, ROBERT N. (1986): The New Corporate Directors: Insights for Board Members and Executives, New York: Wiley.
- ANTLE, RICK/SMITH, ABBIE (1986): An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executives, *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, S. 1-39.
- BACON, JEREMY (1982): Corporate Directorship Practices: The Compensation Committee, *Conference Board Report*, New York: Conference Board.
- BAKER, GEORGE P./JENSEN, MICHAEL C./MURPHY, KEVIN J. (1988): Compensation and Incentives: Practice vs. Theory, *The Journal of Finance*, Vol. 63, No. 3, S. 593-616.
- BANK OF AMERICA (2008): Annual Proxy Statement, [www.bankofamerica.com](http://www.bankofamerica.com).

- BANKER, RAJIV/DATAR, SRIKANT (1989): Sensitivity, Precision, and Linear Aggregation of Signals for Performance Evaluation, *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, S. 21-39.
- BDI/BDA/GDV (2005): Stellungnahme vom 27.04.2005 zum Referentenentwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen - VorstOG-RefE.
- BEBCHUK, LUCIEN A./FRIED, JESSE M. (2003): Executive Compensation as an Agency-Problem, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 3, S. 71-92.
- BEBCHUK, LUCIEN A./FRIED, JESSE M./WALKER, DAVID I. (2002): Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69, S. 751-846.
- BEBCHUK, LUCIEN A./GRINSTEIN, YANIV (2005): The Growth of Executive Pay, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, No. 2, S. 283-303.
- BENZ, MATTHIAS/STUTZER, ALOIS (2003): Was erklärt die gestiegenen Managerlöhne?, *Die Unternehmung*, 57. Jg., S. 5-19.
- BERG, JOYCE/DICKHAUT, JOHN/McCABE, KEVIN (1995): Trust, Reciprocity, and Social History, *Games and Economic Behavior*, Vol. 10, S. 122-142.
- BERLINER INITIATIVKREIS GERMAN CODE OF CORPORATE GOVERNANCE (2000): German Code of Corporate Governance, [www.ecgi.org/codes/documents/gccg\\_d.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/gccg_d.pdf).
- BERTRAND, MARIANNE/MULLAINATHAN, SENDHIL (2001): Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, S. 901-932.
- BIZJAK, JOHN M./LEMMON, MICHAEL L./NAVEEN, LALITHA (2008): Does the Use of Peer Groups Contribute to Higher Pay and Less Efficient Compensation?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 90, No. 2, S. 152-168.
- BOLTON, GARY E. (1991): A Comparative Model of Bargaining: Theory and Evidence, *The American Economic Review*, Vol. 81, No. 5, S. 1096-1136.

- BOLTON, GARY E./OCKENFELS, AXEL (2000): ERC: A Theory of Equity, Reciprocity, and Competition, *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 1, S. 166-193.
- BOYD, BRIAN K./FINKELSTEIN, SYDNEY (1998): How Much Does The CEO Matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation, *Academy of Management Journal*, Vol. 41, No. 2, S. 179-199.
- BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2002): Deutscher Corporate Governance Kodex.
- BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2003): Deutscher Corporate Governance Kodex.
- BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2005a): Deutscher Corporate Governance Kodex.
- BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2005b): Entwurf eines Gesetzes über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz VorstOG), Anlage 1, [www.bmj.bund.de/files/-/951/RegE\\_VorstOG.pdf](http://www.bmj.bund.de/files/-/951/RegE_VorstOG.pdf).
- BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ (2006): Deutscher Corporate Governance Kodex.
- BUNDESVERSAMMLUNG DER SCHWEIZERISCHEN EIDGENOSSENSCHAFT (2000): Bundespersonalgesetz (BPG), [www.admin.ch/ch/d/as/2001/894.pdf](http://www.admin.ch/ch/d/as/2001/894.pdf).
- BUNDESVERSAMMLUNG DER SCHWEIZERISCHEN EIDGENOSSENSCHAFT (2009): Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), [www.admin.ch/ch/d/sr/9/954.1.pdf](http://www.admin.ch/ch/d/sr/9/954.1.pdf).
- BYRD, JOHN W./JOHNSON, MAILYN F./PORTER, SUSAN L. (1998): Discretion in Financial Reporting: The Voluntary Disclosure of Compensation Peer Groups in Proxy Statement Performance Graphs, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, No. 1, S. 25-52.
- CAMERER, COLIN F. (2003): Behavioral Game Theory: Experiments in Strategic Interaction (The Roundtable Series in Behavioral Economics), Princeton: Princeton University Press.
- CAMERER, COLIN/THALER RICHARD H. (1995): Anomalies: Ultimatums, Dictators and Manners, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 2, S. 209-219.

- CHARNESS, GARY/KUHN, PETER (2004): Do Co-Workers' Wages Matter? Theory and Evidence on Wage Secrecy, Wage Compression and Effort, Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit (IZA), Discussion Paper No. 1417.
- CHRISTENSEN, PETER O./FELTHAM, GERALD A. (2005): Economics of Accounting, Volume II - Performance Evaluation, New York: Springer.
- COLGATE-PALMOLIVE (2008): Annual Proxy Statement, [www.colgate.com](http://www.colgate.com).
- CONYON, MARTIN J./PECK, SIMON J. (1998): Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation, *The Academy of Management Journal*, Vol. 41, No. 2, S. 146-157.
- CONYON, MARTIN J./PECK, SIMON J./SADLER, GRAHAM V. (2006): Compensation Consultants and Executive Pay, WSRC Paper 2006/3-1, The Wharton School, University of Pennsylvania, Working Paper.
- CONYON, MARTIN J./SCHWALBACH, JOACHIM (2000): European Differences in Executive Pay and Corporate Governance, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Ergänzungsheft 1/2000, S. 97-114.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (2004): Commission Recommendation of 14 December 2004 fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies, *Official Journal of the European Union*, 2004/913/EC.
- CORE, JOHN E./HOLTHAUSEN, ROBERT W./LARCKER, DAVID F. (1999): Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, S. 371-406.
- CRYSTAL, GRAEF S. (1991): In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives, New York: W. W. Norton & Company.
- DAILY, CATHERINE M./JOHNSON, JONATHAN L./ELLSTRAND, ALAN E./DALTON, DAN R. (1998): Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation, *The Academy of Management Journal*, Vol. 41, No. 2, S. 209-220.
- DAIMLERCHRYSLER AG (2007): Geschäftsbericht 2006, [www.daimlerchrysler.com](http://www.daimlerchrysler.com).

- DEUTSCHE BANK AG (2007): Jahresbericht 2006, [www.deutsche-bank.de](http://www.deutsche-bank.de).
- DEUTSCHE SCHUTZVEREINIGUNG FÜR WERTPAPIERBESITZ (2006): DSW-Studie zur Vorstandsvergütung, [www.dsw-info.de](http://www.dsw-info.de).
- DIKOLLI, SHANE/HOFMANN, CHRISTIAN/PFEIFFER, THOMAS (2007): Efficient Benchmarking, Duke University, Universität Mannheim, Universität Wien, Working Paper.
- DUTTA, SUNIL (2008): Managerial Expertise, Private Information and Pay-Performance Sensitivity, *Management Science*, Vol. 54 (3), S. 429-442.
- ECONOMIESUISSE (2007): Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, [www.economiesuisse.ch](http://www.economiesuisse.ch).
- ENGLMAIER, FLORIAN/WAMBACH, ACHIM (2005): Optimal Incentive Contracts under Inequity Aversion, Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit (IZA), Discussion Paper No. 1643.
- ETHOS (2007): Vergütungen der Führungsinstanzen der 100 grössten in der Schweiz kotierten Unternehmen, [www.ethosfund.ch](http://www.ethosfund.ch).
- EUROPÄISCHER RAT (1978): 4. Richtlinie 78/660/EWG des Rates vom 25. Juli 1978 aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über den Jahresabschluß von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, Amtsblatt Nr. L 222 (14.08.1978), S. 0011-0031.
- FAHR, RENÉ/IRLENBUSCH, BERND (2000): Fairness as a Constraint on Trust in Reciprocity: Earned Property Rights in a Reciprocal Exchange Experiment, *Economic Letters*, Vol. 66, S. 275-282.
- FEHR, ERNST/SCHMIDT, KLAUS M. (1999): A Theory of Fairness, Competition and Cooperation, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114 (3), S. 817-868.
- FESTINGER, LEON (1954): A Theory of Social Comparison Processes, *Human Relations*, Vol. 7, S. 117-140.

- FRANK, ROBERT (1995): Choosing the Right Pond: Human Behavior and the Quest for Status. New York: Oxford University Press.
- FRANKFURTER GRUNDSATZKOMMISSION (2000): Code of Best Practice, [www.ecgi.org/codes/documents/code0700d.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/code0700d.pdf).
- FRYDMAN, CAROLA/SAKS, RAVEN E. (2007): Historical Trends in Executive Compensation 1936-2005, M. I. T. Cambridge, Massachusetts, Working Paper.
- GARVEY, GERALD T./MILBOURN, TODD. T. (2003): Incentive Compensation when Executives can hedge the Market: Evidence of Relative Performance Evaluation in the Cross Section, *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 4, S. 1557-1582.
- GARVEY, GERALD T./MILBOURN, TODD. T. (2006): Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives are Rewarded for Good Luck but not Penalized for Bad, *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, S. 197-225.
- GIBBONS, ROBERT/MURPHY, KEVIN J. (1990): Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers, *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 43, No. 3, S. 30-51.
- GÖX, ROBERT F. (2004): Erfolgsabhängige Gehälter, Belohnung für den Zufall und der Einfluss des Managements auf die Gestaltung seines eigenen Vergütungssystems, *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Sonderheft No. 51, S. 27-55.
- GÖX, ROBERT F. (2008): Tax Incentives for Efficient Pay and Reward for Luck, *Review of Accounting Studies*, Vol. 13, No. 4, S. 452-478.
- GÖX, ROBERT F./BUDDE, JÖRG/SCHÖNDUBE, JENS ROBERT (2002): Das lineare Agency Modell bei asymmetrischer Information über den Agentennutzen, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 72. Jg., S. 65-79.
- GÖX, ROBERT F./HELLER, UWE (2008a): Risiken und Nebenwirkungen der Offenlegungspflicht von Vorstandsbezügen: Individual- vs. Kollektivausweis, *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Jg. 60, S. 98-123.

- GÖX, ROBERT F./HELLER, UWE (2008b): The Dual Role of Peer Groups in Executive Pay: Relative Performance Evaluation versus Benchmarking, Université de Fribourg, Working Paper.
- GOMEZ-MEJIA, LUIS R./PALICH, LESLIE E. (1997): Cultural Diversity and the Performance of Multinational Firms, *Journal of International Business Studies*, Vol. 28, No. 2, S. 309-335.
- GOODMAN, PAUL S. (1974): An examination of referents used in the evaluation of pay, *Organizational Behavior and Human Performance*, Vol. 12, S. 170-195.
- GREGORY, HOLLY J./SIMMELKJAER II., ROBERT T. (2002): Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant To The European Union And Its Member States, [www.weil.com](http://www.weil.com).
- GÜTH, WERNER/SCHMITTBERGER, ROLF/SCHWARZE, BERND (1982): An Experimental Analysis of Ultimatum Bargaining, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 3, S. 367-388.
- HALL, BRIAN J. (2003): Six Challenges in Designing Equity-based Pay, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, S. 21-33.
- HALL, BRIAN J./MURPHY, KEVIN J. (2003): The Trouble with Stock Options, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 3, S. 49-70.
- HAMBRICK, DONALD C./FINKELSTEIN, SYDNEY (1995): The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The case of CEO Pay Raises, *Strategic Management Journal*, Vol. 16, No. 3, S. 175-193.
- HEMMER, THOMAS (2004): Lessons Lost in Linearity: A Critical Assessment of General Usefulness of LEN Models in Compensation Research, *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 16, S. 149-162.
- HOFSTETTER, KARL (2002): Corporate Governance in der Schweiz: Bericht im Zusammenhang mit den Arbeiten der Expertengruppe „Corporate Governance“, [www.six-swiss-exchange.com](http://www.six-swiss-exchange.com).

- HOFSTETTER, KARL (2007): Fünf Jahre Swiss Code of Best Practice: Sonderbericht zur Frage der Entschädigungen von Verwaltungsrat und Management in Publikums-gesellschaften, [www.swissholdings.ch](http://www.swissholdings.ch).
- HOLMSTRÖM, BENGT (1979): Moral Hazard and Observability, *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, S. 74-91.
- HOLMSTRÖM, BENGT (1982): Moral Hazard in Teams, *Bell Journal of Economics*, Vol. 13, S. 324-340.
- HOLMSTRÖM, BENGT/KAPLAN, STEVE N. (2003): The State of US Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, S. 8-20.
- INFINEON TECHNOLOGIES AG (2007): Jahresbericht 2006, [www.infineon.com](http://www.infineon.com).
- JENSEN, MICHAEL C./MECKLING, WILLIAM H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, S. 305-360.
- JENSEN, MICHAEL C./MURPHY, KEVIN J./WRUCK, ERIC G. (2004): Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them, Harvard Business School, Finance Working Paper No. 44/2004.
- KESNER, IDALENE F. (1988): Directors' Characteristics and Committee Membership: An Investigation of Type, Occupation, Tenure, and Gender, *Academy of Management Journal*, Vol. 31, No. 1, S. 66-84.
- KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN (1999): Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan, KOM(1999) 232, [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu).
- KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN (2003): Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament: Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union - Aktionsplan, KOM(2003) 284 endgültig, [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu).

- LAZEAR, EDWARD P./ROSEN, SHERWIN (1981): Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts, *The Journal of Political Economy*, Vol. 89, S. 841-864.
- LEDYARD, JOHN O. (1995): Public Goods: A Survey of Experimental Research, in: KAGEL, JOHN H./ROTH, ALVIN E. (Hrsg.), *The Handbook of Experimental Economics*, Princeton: Princeton University Press.
- MAUG, ERNST (2000): The Relative Performance Puzzle, *Schmalenbach's Business Review*, Vol. 52, S. 3-24.
- MAYER, BARBARA/PFEIFFER, THOMAS (2004): Prinzipien der Anreizgestaltung bei Ungleichheits- und Risikoaversion, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Jg. 74, Heft 10, S. 1047-1075.
- MURPHY, KEVIN J. (1985): Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, S. 11-42.
- MURPHY, KEVIN J. (1999): Executive Compensation, in: ASHENFELTER, ORLEY/CARD, DAVID (Hrsg.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3, S. 2485-2563, North Holland.
- MURPHY, KEVIN J./ZÁBOJNÍK, JAN (2004): CEO Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends, *The American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, S. 192-196.
- NEILSON, WILLIAM S./STOWE, JILL (2004): Incentive Pay for Other-Regarding Workers, Mimeo, Duke University.
- ÖSTERREICHISCHER ARBEITSKREIS FÜR CORPORATE GOVERNANCE (2007): Österreichischer Corporate Governance Kodex, [www.wienerbourse.at](http://www.wienerbourse.at).
- OECD (1999): OECD Principles of Corporate Governance, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- OECD (2004): OECD-Grundsätze der Corporate Governance: Neufassung 2004, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

- O'REILLY III., CHARLES A./MAIN, BRIAN G./CRYSTAL, GRAEF S. (1988): CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 33, No. 2, S. 257-274.
- OSTERLOH, MARGIT/ROST, KATJA (2008): Unsichtbare Hand des Marktes oder unsichtbares Handschütteln? Wachstum der Managerlöhne in der Schweiz, *Die Unternehmung*, 3/2008, S. 274-304.
- OYER, PAUL (2004): Why do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?, *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, S. 1619-1649.
- PASSARDI-ALLMENDINGER, SILVIA (2006): Corporate Governance und Gehaltstransparenz: Eine spieltheoretische Analyse, 1. Auflage, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- PORAC, JOSEPH F./WADE, JAMES B./POLLOCK, TIMOTHY G. (1999): Industry Categories and the Politics of the Comparable Firm in CEO Compensation, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 44, S. 112-144.
- PRENDERGAST, CANICE (1999): The Provision of Incentives in Firms, *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, No. 1, S. 7-63.
- PRENDERGAST, CANICE (2002): The Tenuous Trade-off between Risk and Incentives, *Journal of Political Economy*, Vol. 110, No. 5, S. 1071-1102.
- RICHTER, RUDOLF/FURUBOTN, EIRIK G. (2003): Neue Institutionenökonomik: Eine Einführung und kritische Würdigung, 3. Auflage, Tübingen: Mohr-Siebeck.
- ROSS, STEPHEN A. (1973): The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *The American Economic Review*, Vol. 63, No. 2, S. 134-139.
- ROTH, ALVIN E. (1995): Bargaining Experiments, in KAGEL, JOHN H./ROTH, ALVIN E. (Hrsg.): *Handbook of experimental economics*, S. 253-348, Princeton: Princeton University Press.
- SCHILTKNECHT, KURT (2004): Corporate Governance: Das subtile Spiel um Geld und Macht, Zürich: NZZ Libro.

- SCHMIDT, REINHART/SCHWALBACH, JOACHIM (2007): Zu Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 77. Jg., Sonderheft 1, S. 111-122.
- SCHWALBACH, JOACHIM (1999): Entwicklung der Managervergütung, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 6. Jg., S. 592-602.
- SCHWEIZER, MARKUS/SCHNEIDER, THOMAS/HUWYLER, THOMAS (2002): Handlungsbedarf bei Schweizer börsenkotierten Gesellschaften, S. 8-11, in ERNST & YOUNG: Praxis Special: Corporate Governance, November 2002, [www2.eycom.ch/publications/items/praxis/200209/de.pdf](http://www2.eycom.ch/publications/items/praxis/200209/de.pdf).
- SCHWEIZERISCHER BUNDESRAT (2004): Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts, Gesetzesentwurf 04.044, S. 4471-4493, [www.admin.ch/ch/d/ff/2004/4471.pdf](http://www.admin.ch/ch/d/ff/2004/4471.pdf).
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1938): Release No. 34-1823 (11. August 1938) [3 FR 1991].
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1942): Release No. 34-3347 (18. Dezember 1942) [7 FR 10653].
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1952): Release No. 34-4775 (11. Dezember 1952) [17 FR 11431].
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1978): Release No. 33-6003 (4. Dezember 1978) [43 FR 58151].
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1983): Release No. 33-6486 (23. September 1983) [48 FR 4467].
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2006): Executive Compensation and Related Person Disclosure, Final Rule Release: Release Nos. 33-8732A, 34-54302A, IC-27444, File No. S7-03-06, [www.sec.gov](http://www.sec.gov).
- SIEMENS AG (2007): Geschäftsbericht 2006, [www.siemens.com](http://www.siemens.com).

- SPREMANN, KLAUS (1987): Agent and Principal, in: BAMBERG, GÜNTHER/SPREMANN, KLAUS (Hrsg.): Agency Theory, Information, and Incentives, S. 3-37, Berlin und Heidelberg: Springer Verlag.
- STADTMANN, GEORG/WISSMANN, MARKUS F. (2007): Zur Notwendigkeit des Vorstandsvergütungs-offenlegungsgesetzes, Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg, Working Paper.
- SWISS EXCHANGE (2002): Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance (Corporate Governance-Richtlinie, RLCG), [www.six-swiss-exchange.com](http://www.six-swiss-exchange.com).
- SWISS EXCHANGE (2007): Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance (Corporate Governance-Richtlinie, RLCG), [www.six-swiss-exchange.com](http://www.six-swiss-exchange.com).
- SWISS EXCHANGE (2008): Kotierungsreglement, [www.six-swiss-exchange.com](http://www.six-swiss-exchange.com).
- THALER, RICHARD H. (1988): Anomalies: The Ultimatum Game, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 4, S. 195-206.
- TUI AG (2007): Geschäftsbericht 2006, [www.tui.com](http://www.tui.com).
- UBS AG (2008): Geschäftsbericht 2007, [www.ubs.com](http://www.ubs.com).
- WAGENHOFER, ALFRED/EWERT, RALF (1993): Linearität und Optimalität in ökonomischen Agency-Modellen, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 63. Jg., S. 373-391.
- WINTER, JAAP/GARRIDO GARCIA, JOSÉ M./HOPT, KLAUS J./RICKFORD, JONATHAN/ROSSI, GUIDO/SCHANS CHRISTENSEN, JAN/SIMON, JOËLLE (2002): Bericht der hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über moderne gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Europa, [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu).
- WADE, JAMES B./PORAC, JOSEPH F./POLLOCK, TIMOTHY G. (1997): Worth, Words, and the Justification of Executive Pay, *Journal of Organizational Behavior*, Vol. 18, S. 641-664.

