

Bernd Noll, Fridolin Haag

Schärfere Regulierung von Managergehältern in Aktiengesellschaften?

Die Finanzmarktkrise hat einer breiten Öffentlichkeit bewusst gemacht, dass Manager auch in notleidenden Unternehmen hohe Gehälter und Bonuszahlungen erhalten. Darauf hat die Bundesregierung mit einem Gesetzesvorschlag zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung reagiert. Die deutlichen Zuwächse der Managergehälter in den letzten 20 Jahren führen zu der Frage, nach welchen Kriterien die Entlohnung von Managern und anderen Arbeitskräften zu bewerten ist. Kann die geplante Reform zu mehr Gerechtigkeit verhelfen?

Exorbitant hohe Managervergütungen und Abfindungen sind im letzten Jahrzehnt häufig Anlass für heftige Debatten gewesen. Sie haben die Bundesregierung im März dieses Jahres abermals zu einer Gesetzesinitiative veranlasst,¹ um auf die Vergütung des Top-Managements Einfluss zu nehmen, die noch in der auslaufenden Regierungsperiode zum Abschluss gebracht werden soll. Eine Koalitionsarbeitsgruppe hat sich auf wesentliche Eckpunkte eines Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetzes (VorstAG) geeinigt. Es geht also nicht um eine generelle Gehaltsdrift des Managements im Vergleich zu anderen Beschäftigten, wie manche Veröffentlichungen nahelegen, sondern um die Gehaltsentwicklung in einem sehr spezifischen, vergleichsweise engen Managermarktsegment, nämlich von Vorständen großer börsennotierter Aktiengesellschaften.

Der empirische Befund

Seit Beginn der 1990er Jahre ist die absolute Höhe der Gehälter von Spitzenmanagern großer Aktiengesellschaften kräftig angestiegen. Dieser Trend hat sich in allen westlichen Volkswirtschaften vollzogen. Die Globalisierung der Märkte wurde vom Top-Management genutzt, die „Amerikanisierung“ der Vergütungsmuster zu adaptieren, auch wenn die internationale Rekrutierung der Führungskräfte bislang (noch) nicht sehr weit vorangeschritten ist. Allein im Zeitraum von 1995 bis 2000 hat sich die durchschnittliche Vergütung der Vorstände deutscher Unternehmen fast verdreifacht und die Grundvergütung mehr als verdoppelt. Betrug beispielsweise das Gehalt eines Vorstandsmit-

gliedes der Deutschen Bank im Jahr 1993 noch rund das 33fache eines durchschnittlichen Mitarbeiters, so verdienten die Spitzenmanager 1998 bereits das 80fache, zu Anfang des neuen Jahrhunderts zeitweilig sogar mehr als das 200fache.² Eine Untersuchung aller durchgängig im DAX-30 gelisteten Unternehmen von 1987 bis 2005 zeigt, dass die Vorstandsvergütungen um rund 445% und damit weitaus stärker als die durchschnittlichen Vergütungen von Arbeitnehmern angestiegen sind (vgl. Schaubild 1).³

Der Anstieg der Managergehälter ist eng verbunden mit dem Bedeutungszuwachs variabler Vergütungsbestandteile, d.h. von Bonus-, Aktien- und Aktienoptionsprogrammen (vgl. Schaubild 2). Insbesondere seit dem Auflegen der Aktienoptionspläne bei Daimler Benz und der Deutschen Bank im Jahre 1996 gewann dieses Entlohnungsinstrument bis zu dem dramatischen Kurseinbruch zu Beginn des Jahrtausends eine bemerkenswerte Relevanz. Aktienoptionsprogramme beteiligen die Manager am (mittel- bis längerfristigen) Erfolg des Unternehmens und vermitteln aus Sicht des Principal-Agent-Ansatzes bei adäquater Ausgestaltung Long-Term-Incentives, um eine aktionärorientierte Unternehmensführung sicherzustellen. Bonuszahlungen oder Tantiemen orientieren sich demgegenüber an den Kennzahlen abgelaufener Rechnungspe-

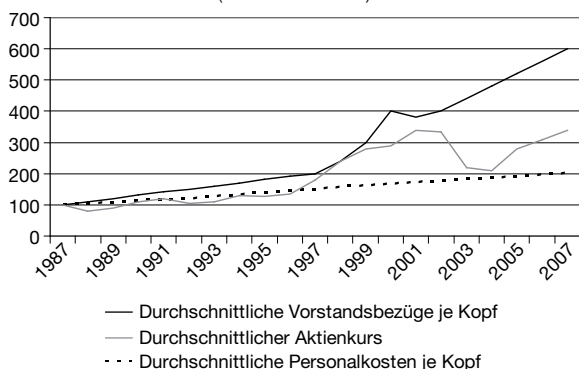
¹ Im Jahre 2005 wurde das Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz verabschiedet, wonach Vorstandsgehälter der in Deutschland börsennotierten Aktiengesellschaften zwingend individualisiert offenzulegen sind. Vgl. B. Noll, J. Volkert, N. Zuber: Zusammenhänge zwischen Unternehmensverflechtungen und -gewinnen, Rekrutierungen von Führungskräften und deren Einkommenssituation, Bundesministerium für Arbeit und Soziales, Bonn 2007, S. 84.

² Vgl. dazu H.-H. Härtel: Fundamentaler Wandel der Maßstäbe, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 84. Jg. (2004), H. 6, S. 349.

³ R. Schmidt, J. Schwalbach: Zur Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, ZfB Special Issue, 1/2007, S. 119 f. Auswertungen der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz zeigen, dass der aufgezeigte Trend bis 2007 anhält.

Prof. Dr. Bernd Noll, 55, lehrt Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftsethik an der Hochschule Pforzheim; Fridolin Haag, 25, Dipl.-Betriebswirt, arbeitet als Projektmanager in einem mittelständischen Logistik-Unternehmen.

Schaubild 1
Entwicklung der Vorstandsvergütungen, der
Personalkosten und der Aktienkurse 1987-2007
 (Index 1987 = 100)



Quelle: R. Schmidt, J. Schwalbach: Zur Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, ZfB Special Issue 1/2007, S. 119 f.; und Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, <http://www.dsw-info.de/DSW-Studie-zur-Vorstandsvergue.1322.0.html>.

rioden wie dem Gewinn oder Marktanteilen und gelten daher als Short-Term-Incentives.

Verschiedene empirische Untersuchungen kamen zu dem bemerkenswerten Ergebnis, dass es keinen Zusammenhang zwischen Höhe der Vorstandsvergütung und Aktienperformance bzw. Überrendite des Unternehmens gibt. Im Gegenteil, Schmidt und Schwalbach stellten eher eine leicht negative Korrelation zwischen Vergütung und Überrendite fest;⁴ und Zimmermanns Ergebnisse zeigen, dass eher „schlechte“ Governance-Variablen wie die Größe des Vorstands oder des Aufsichtsrates und die Größe des Unternehmens den Anstieg der Gehälter erklären könnten.⁵ Ähnlich deuten die Forschungsergebnisse für die USA nicht darauf hin, dass die Ergebnisentwicklung des Unternehmens ein zentraler Einflussfaktor für die Managerentlohnung ist. Es lässt sich empirisch also bislang nicht belegen, dass mit Aktienoptionen geschaffene Entlohnungsanreize tatsächlich zu höherer Managementleistung, gemessen an der Firmenperformance, geführt haben.⁶ Daher hat der Ausspruch „Pay without Performance“ große Chancen, zu einem geflügelten Wort zu werden.

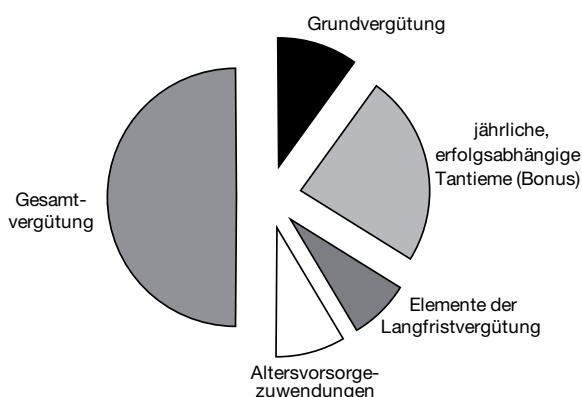
Mittlerweile ist allerdings ein Umdenken und Umlenken erkennbar. Die Bonuszahlungen an die Top-Manager sind im Jahre 2008 gegenüber dem Vorjahr

⁴ R. Schmidt, J. Schwalbach, a.a.O., S. 117.

⁵ Zusammenfassend J. Zimmermann: Sind Managergehälter wirklich zu hoch?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 84. Jg. (2004), H. 6, S. 352.

⁶ B. Frey, M. Osterloh: Yes, Managers Should Be Paid Like Bureaucrats, CESifo Working Paper, Nr. 1379, München 2005, S. 6; M. Osterloh, K. Rost, P. Madjdpour: Pay without Performance, in: Forum Wirtschaftsethik, 16. Jg. (2008), S. 32.

Schaubild 2
Gehaltsstruktur der Dax-Unternehmen auf Basis
der Towers-Perrin-Studie¹



¹ Bezugsbasis: Jahresabschlüsse 2007.

Quelle: Towers Perrin: Trotz VorstOG kein Ende der Transparenzdebatte, <http://www.presseportal.de/text/story.htx?nr=963318&firmid=32201>.

erstmalig kräftig, und zwar um rund 16%, zurückgegangen.⁷ Aktienoptionsprogramme wurden teilweise wieder abgeschafft. Zudem haben etliche Unternehmen, allen voran Banken, begonnen, ihre Vergütungssysteme umzubauen. Wegweisend ist hier der schweizerische Bankkonzern UBS, der ein langfristig ausgerichtetes und symmetrisches Kompensationsmodell entwickelt hat. So basiert die variable Barvergütung bei UBS auf einem Bonus-Malus-System. Boni, die in erfolgreichen Geschäftsjahren erzielt werden, werden nur teilweise ausbezahlt, teilweise aber auf einem Sperrkonto einbehalten. In schlechten Jahren, in denen das Unternehmen Verluste einfährt, entsteht ein Malus, der vom Sperrkonto abgezogen wird.⁸

Marktprozesse, Einkommensungleichheit und Moral

Die geschilderten Entwicklungen auf dem Top-Managermarkt sind von unternehmens- wie gesellschaftspolitischer Relevanz, da sie die Motivation der Arbeitnehmer, den Zusammenhalt der Gesellschaft und die Bereitschaft in der Bevölkerung für notwendige Reformen beeinträchtigen können.⁹ Das wirft die Frage nach dem Zusammenspiel von Markt und Moral auf:

Ungleichheit in der Einkommens- oder Vermögensverteilung ist allein kein Indikator für Ungerechtigkeit.

⁷ O.V.: Dax-Unternehmen senken Boni, in: Wirtschaftswoche vom 4.5.2009, S. 14.

⁸ UBS: Bericht zur Vergütung, 2008, <http://www.ubs.com/1/g/investors/compensationreport.html> (20.5.2009).

⁹ B. NoIi u.a.: Zusammenhänge zwischen..., a.a.O., S. 73.

Gewinne – oder allgemeiner – hohe Einkommen haben in einer Marktwirtschaft eine wichtige Indikator- und Steuerungsfunktion. Sie fließen demjenigen zu, der aus Sicht der Marktgegenseite eine besonders wertvolle Leistung, ein besonders knappes Gut erbringt. Da diese „Markttests“ nicht jeder mit gleichem Erfolg bestehen kann bzw. will, reflektieren Einkommensungleichheiten das Ergebnis mehr oder weniger gut funktionierender Marktprozesse. Hohe Einkommen belohnen unternehmerische Findigkeit, sind mithin Ausdruck von Markt- bzw. Leistungsgerechtigkeit. Im Normalfall sorgt der Wettbewerb immer auch wieder für eine Erosion besonderer Macht- und Einkommenspositionen, denn besonders einträgliche Einkommensquellen sind für potentielle Marktteilnehmer, für Imitatoren, interessant und daher umkämpft. Der Selbstregulierung des Marktsystems wohnt insofern eine Tendenz zur „gesellschaftlichen Aneignung privater Leistungserfolge“ inne.¹⁰

Ist die Einkommensungleichheit als ökonomisches Ergebnis von Leistungsgerechtigkeit in einer Marktwirtschaft grundsätzlich zu akzeptieren, so darf doch die Ungleichheit bei den erzielten Einkommen nach vorherrschender Auffassung ein gewisses Maß nicht überschreiten. Dahinter steckt die Idee von sozialer oder Verteilungsgerechtigkeit.¹¹ Politiker und auch manche Wirtschaftsethiker bringen Volkes Stimme auf den Punkt, wenn sie feststellen, dass Millionenbezüge in Vorstandsetagen „unmoralisch“ sind oder das Vorstandssalär das 20 oder auch 50fache des durchschnittlichen Arbeitnehmerentgelts nicht übersteigen darf. Der Satz „Niemand kann mehr als 100-mal oder vielleicht auch schon zehnmal mehr leisten als ein anderer“ genießt daher breite Akzeptanz, um mehr Einkommensgleichheit einzufordern. Dieses Postulat ist intuitiv einsichtig, doch in der Fundierung brüchig:

- Es hat eine lange moralphilosophische Diskussion um die Frage nach dem „gerechten“ Preis und damit implizit auch nach der angemessenen Entlohnung gegeben. Sie hat gezeigt, dass sich der Versuch der Bestimmung eines gleichsam „objektiven“ Wertes einer Leistung als fruchtlos erweist. „Verdienst“, „Mühe“ oder „Zeit“, die jemand aufwendet, um ein Gut zu erstellen, sind keine angemessenen Kriterien zur Bestimmung des Wertes eines Gutes.¹² Der

Wert aller Dinge lässt sich – worauf bereits Thomas Hobbes Mitte des 17. Jahrhunderts hingewiesen hat – nur aus den Präferenzen der Vertragspartner ablesen. „Der Wert aller Dinge, über die man Verträge abschließt, wird durch die Begierde der Vertragspartner gemessen: und daher ist der gerechte Preis jener, den sie zu zahlen bereit sind.“¹³ Die Gerechtigkeit liegt nicht in der (materiellen) Äquivalenz von Preis oder Lohn und einem – wie auch immer ermittelten – Wert, sondern in der freien Zustimmung der Vertragspartner, im Konsens der Parteien.¹⁴

- Die Diskussion um die Legitimität hoher Einkommen leidet zudem darunter, dass mit zweierlei Maß gemessen wird; Spitzeneinkommen unterliegen nicht generell der öffentlichen und politischen Kritik; im Film- und Musikgeschäft oder bei Fußballstars und Formel-1-Piloten werden sie „akzeptiert“; auch die Vermögensmehrung bei erfolgreichen Eigentümerunternehmern wie den Gebrüdern Albrecht (Aldi) oder Bill Gates, die im Vergleich zu den Gehältern von Managern ein Vielfaches betragen kann, steht nicht im Fokus der Auseinandersetzung. Es ist indes nicht ersichtlich, warum (nur) die Gehaltsentwicklungen gerade bei einer Berufsgruppe, die zudem für eine Volkswirtschaft eine besonders komplexe und verantwortungsvolle Aufgabe wahrnimmt, in das Visier der Moralwächter geraten ist.
- Zu Recht wird darauf hingewiesen, dass in einem Unternehmen Güter im Team produziert werden, das Wirtschaftsergebnis mithin auf den Anstrengungen vieler beruhe und der individuelle Beitrag eines Mitarbeiters am Erfolg des Unternehmens daher nicht hinreichend bestimmbar sei.¹⁵ Das ist sachlich richtig, doch resultiert daraus kein plausibles Argument für Begrenzungen „überhöhter“ Vorstandsvergütungen. Manager werden nicht für ihre (individuelle) Leistung entlohnt; aktienbasierte Vergütungen sind vielmehr ein Instrument der Erfolgsbeteiligung für die Übernahme unternehmerischer Dispositionsbefugnisse, prämiieren also besonders gewinnträchtiges unternehmerisches Gespür, bisweilen auch Glück, Zufall oder geniale Ideen, nicht aber unermüdlichen und disziplinierten Arbeitseinsatz.¹⁶

Die in der öffentlichen Diskussion im Vordergrund stehende Frage, ob die Höhe der Managergehälter in Deutschland „gerecht“ oder „angemessen“ ist, ist da-

¹⁰ E. Heuß: Gerechtigkeit und Marktwirtschaft, in: Ordo, Bd. 38 (1987), S. 12.

¹¹ Zu der auf Aristoteles zurückgehenden Unterscheidung von kommutativer und distributiver Gerechtigkeit vgl. zuletzt M. S. ABländer: Was ist ein gerechter Lohn?, in: Forum Wirtschaftsethik, 16. Jg. (2008), S. 9.

¹² Vgl. dazu B. NoI: Wirtschafts- und Unternehmensethik in der Marktwirtschaft, Stuttgart 2002, S. 64 f.

¹³ Vgl. T. Hobbes: Leviathan, Stuttgart 1970, S. 135, Erstveröffentlichung 1651.

¹⁴ B. NoI: Wirtschafts- und Unternehmensethik..., a.a.O., S. 55 ff.

¹⁵ B. Frey, M. Osterloh, a.a.O., S. 7 f.

¹⁶ B. NoI u.a.: Zusammenhänge zwischen..., a.a.O., S. 98.

her als wenig ergiebig zu qualifizieren. Über den Austausch „ethischer Alltagsüberzeugungen“ gelangt sie nicht hinaus. Verteilungsgerechtigkeit ist grundsätzlich kein unternehmensethisches Thema! Die häufig als Kernfrage unternehmerischer Vergütungspolitik formulierte Frage: „Wie ist die gemeinsame Wertschöpfung auf all diejenigen, die zu ihr beigetragen haben, in fairer Weise zu verteilen?“¹⁷ ist daher systematisch verfehlt. Sie knüpft an erzielte Ergebnisse, an Ex-post-Größen, an, verkennt aber die entscheidende Ex-ante-Frage nach den fairen Randbedingungen, also die Bedeutung von Rahmenregeln und daraus resultierender Interaktionsbeziehungen für die Verteilungsergebnisse. Fragen der Verteilungsgerechtigkeit, d.h. Korrekturen der sich aus Marktprozessen ergebenden Verteilungsmuster im Nachhinein, müssen vielmehr auf ordnungsethischer Ebene verhandelt werden.

Stakeholder und Shareholder

Schließlich wird aus der Diskussion nicht erkennbar, welchem Schutzzweck eine schärfere Regulierung bei der Entgeltfindung von Spitzenmanagern dienen soll. Es wird ja nicht behauptet, dass sich die Vorstände einer Aktiengesellschaft bislang auf Kosten anderer schutzwürdiger Interessengruppen ungerechtfertigt bereichern. Um diesen Aspekt verständlich zu machen, ist eine Differenzierung nach Stakeholdern und Shareholdern angezeigt.

Stakeholdergruppen sind all diejenigen Gruppen – Arbeitnehmer, Lieferanten, Kreditgeber, Kunden, etc. –, die Leistungen oder Beiträge für das Unternehmen erbringen und dementsprechend im Gegenzug Ansprüche stellen. Alle diese Vertragspartner werden grundsätzlich durch den Wettbewerb auf Arbeits-, Kapital- und Gütermärkten vor Ausbeutung oder anderen wettbewerbsfeindlichen Praktiken geschützt, und die herrschende Rechtsordnung sichert ihre Ansprüche bei bereits erbrachten Vorleistungen hinsichtlich ihrer Leistungserwartung ab. Ihre vertraglich fixierten (nicht notwendig konstanten) Ansprüche sind nämlich zu erfüllen, bevor Anteilseigner Anspruch auf das Residuum haben. Zum Schutz von Stakeholderinteressen ist mithin kein Handlungsbedarf erkennbar, weil Unternehmen, die als Aktiengesellschaft firmieren, keine Sonderkonditionen im Vergleich zu Unternehmen anderer Rechtsformen auf den genannten Märkten durchsetzen können.

Damit käme allein der Aktionärsschutz als Schutzzweck in Frage. Die Shareholder bzw. Aktionäre sind die wirtschaftlichen Eigentümer des Unternehmens. Sie können Residualansprüche geltend machen, al-

lerdings nur unter der eben entwickelten gewichtigen Nebenbedingung, dass zuvor allen Vertragsversprechen von Stakeholdergruppen einschließlich Vergütungsansprüchen des Top-Managements Rechnung getragen worden ist. Bereichern sich die Vorstände also auf Kosten der Aktionäre, indem sie das Unternehmen ausplündern? Werden die Ansprüche der Aktionäre systematisch verkürzt?

Grundsätzlich sind auch Aktionäre durch die zwingenden Regeln des Kapitalmarkts- und Gesellschaftsrechts geschützt. Sie erwerben freiwillig Aktien bestimmter Unternehmen aufgrund eines individuellen Kosten-Nutzen-Kalküls. Diese vermitteln neben den bereits erwähnten Residualansprüchen Mitverwaltungsrechte. Dazu gehört namentlich die Befugnis, in der Hauptversammlung die Anteilseignervertreter in mitbestimmten Aufsichtsräten zu bestimmen. Der Aufsichtsrat wiederum fungiert gleichsam als verlängerter Arm der Aktionäre, um deren Interessen gegenüber dem Vorstand zu wahren. Aus der Principal-Agent-Beziehung zwischen Aktionären und Vorstand wird so eine Principal-Supervisor-Agent-Konstellation. Es ist daher die zentrale Pflicht des Aufsichtsrates, Vorstandsmitglieder auszuwählen, zu bestellen und ab-zuberufen. Dies umschließt die Pflicht, gegebenenfalls mit Hilfe erfahrener Rechtsberater, Vorstandsverträge einschließlich Grundgehalt, variable Vergütungsanteile und Pensionen auszuhandeln. § 87 Abs. 1 AktG legt dazu fest, „dass die Gesamtbezüge in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitgliedes und zur Lage der Gesellschaft stehen müssen.“ Die Vorstandsgehälter werden also vom Aufsichtsrat der Gesellschaft gebilligt. Anders formuliert: Vorstandsmitglieder und Aufsichtsrat machen damit von ihrer Vertragsfreiheit bzw. von den ihnen in der Aktiengesellschaft zugewiesenen Kompetenzen zum Vertragsabschluss Gebrauch. Vertragsfreiheit ist ein hohes moralisches Schutzgut in einer freien Gesellschaft, in das der Gesetzgeber nicht ohne gewichtige Begründung eingreifen sollte.

Es wäre allerdings voreilig, die Analyse an dieser Stelle abbrechen zu wollen. Vielmehr wurde lediglich festgestellt, dass sich die aus dem Marktgeschehen und unternehmensinternen Abstimmungsprozessen ergebenden Vergütungsergebnisse nicht als „unangemessen“ oder „ungerecht“ qualifizieren lassen. Sie sind unter Beachtung der gesetzlich vorgegebenen Spielregeln zustande gekommen. Will man diesen Tatbestand ignorieren, fehlt es an validen Kriterien zur Bestimmung dessen, was Angemessenheit oder Fairness von Löhnen und Gehältern in offenen, dynamischen Markt- und Verhandlungsprozessen bedeuten

¹⁷ Vgl. in diesem Sinne z.B. M. S. Aßländer, a.a.O., S. 15.

könnte. Damit gelangt das Verfahren der Entgeltfindung für Spitzenmanager einschließlich der institutionellen Rahmenbedingungen in den Fokus. Diese sind im Sinne eines „Comparative Institution Approach“ einer normativen Betrachtung zu unterziehen.¹⁸ Bedarf es einer Neujustierung der Anreiz- und Kontrollstrukturen für die aktiengesellschaftliche Vergütungspolitik, um das Vertrauen der Kapitalanleger in die Funktionsfähigkeit der unternehmensinternen Corporate Governance Strukturen wie der Kapitalmärkte zu schaffen bzw. zu stabilisieren? Die gesetzgeberischen Ambitionen sollten somit nicht dem Individualschutz, also dem Schutz bestimmter Personengruppen, sondern dem Funktionenschutz geschuldet sein.

Corporate Governance, Publikumsgesellschaften und Managerentlohnung

Die Aktiengesellschaft ist in der Praxis – stark vereinfacht – in zwei Phänotypen vorzufinden, als Eigentümer dominiertes Unternehmen und als Publikumsgesellschaft.

- Zunächst gibt es die von wenigen Eigentümern oder Familien dominierten Aktiengesellschaften – wie beispielsweise Porsche oder BMW. Die Eigentümer üben bei diesem Unternehmenstyp entweder alle wesentlichen unternehmerischen Funktionen selbst aus oder nehmen über den Aufsichtsrat maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsführung. Principal-Agent-Probleme wie bei Publikumsgesellschaften entfallen oder haben keine nennenswerte Bedeutung. Dann kann aber auch kein Legitimationsproblem bei der Vergütung des Managements auftauchen. Ein Blick auf das Unternehmen Porsche in den letzten Jahren macht den Sachverhalt deutlich. Die Vorstandsmitglieder dieses Unternehmens führten die Hitliste gutverdienender Manager an. Dies kann nur mit ausdrücklicher Zustimmung des Aufsichtsrates und der diesen Rat dominierenden Anteilseignerfamilien Porsche und Piech erfolgt sein, deren Vermögen sich durch eine kluge Politik des Porsche-Vorstands um mehrere Mrd. Euro vermehrt hat. Gerade umgekehrt gestaltet sich die Situation bei der BMW AG, die von der Familie Quandt dominiert wird; bei vergleichbarer Rentabilität verdient das Top-Management erheblich weniger als die Spitzenmanager beim Konkurrenten Daimler. Es kann nicht ernsthaft gewünscht sein, auf dieses Binnenverhältnis von Anteilseignern und Geschäftsführung regulatorisch Einfluss nehmen zu wollen.

- Stärken und Schwächen der Aktiengesellschaft als Unternehmensverfassung werden hingegen bei Publikumsgesellschaften deutlich; sie liegen nahe beisammen. In Aktiengesellschaften ist die aus ökonomischer Perspektive sinnvolle Funktionsspaltung, die Trennung von Eigentum einschließlich Risikoübernahme einerseits und Verfügungsgewalt und Unternehmensführung andererseits gleichsam institutionalisiert. Während die Geschäftsleitung die wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen trifft, trägt der Aktionär das unternehmerische Risiko. Dies erlaubt, die besten Fachleute für Managementaufgaben heranzuziehen; und da die Residualansprüche in viele kleine Risikoportionen, auf zahlreiche Aktien, teilbar und diese auf organisierten Sekundärmärkten, an Wertpapierbörsen, handelbar sind, können zudem die aus der Eigentümerstellung resultierenden unternehmerischen Risiken sinnvoll diversifiziert werden.¹⁹ Doch aus der Stärke von Funktionsspaltung und Arbeitsteilung resultieren zugleich die gravierendsten Schwächen, Principal-Agent-Probleme zwischen angestellten Managern und Aktionären. Berle und Means haben bereits 1932 in einer wegweisenden Untersuchung darauf hingewiesen, dass der Einfluss der Aktionäre auf die Unternehmenspolitik mit zunehmender Streuung des Aktienkapitals abnehme. Kleinaktionäre sind ausschließlich an der Maximierung ihrer Ansprüche, am Shareholder Value interessiert, nicht aber am „öffentlichen Gut“ einer für alle Aktionäre wirksamen Kontrolle der Unternehmensleitung. Daraus resultiere die Gefahr des „Managerkapitalismus“, wonach sich die Unternehmensführung von der Interessenlage der Aktionäre abkoppeln könne.

Ganz in diesem Sinne ist die aktuelle Diskussion um die Managergehälter einzuordnen: Nutzt das Top-Management die ihm zuwachsenden Handlungs- und Entscheidungsspielräume auch oder primär zur Verfolgung eigennütziger Zielsetzungen in Form überhöhter Einkünfte zur Selbstbereicherung?²⁰

Öffentlicher Druck und Ruhe

Wenn man variable Vergütungsbestandteile wie Aktienoptionsprogramme grundsätzlich für angemessen hält, weil man damit ein anreizkompatibles Entlohnungsinstrument gefunden zu haben glaubt, um die Interessen der Vorstände an die Anteilseigner zu koppeln, dann könnte man für Ruhe und gesetzgeberisches Nichtstun plädieren. Die negative Presse des

¹⁸ H. Demsetz: Information and Efficiency: Another Viewpoint, in: Journal of Law and Economics, Vol. 12 (1969), S. 1 ff.

¹⁹ Zur kontrakttheoretischen Perspektive B. NoH u.a.: Zusammenhänge zwischen... a.a.O., S. 54 mit weiteren Nachweisen.

²⁰ A. A. Berle, G. C. Means: The Modern Corporation and Private Property, Rev. ed., New York, 1968, S. 64 f. Erstveröffentlichung 1932.

Missbrauchs von Optionsprogrammen bedingt Reputationsverluste; diese betreffen die Unternehmen als Ganzes, daneben die Aufsichtsräte, die als Vertragspartner an den Gehaltsexzessen beteiligt waren. Vor allem aber produziert ein Top-Manager negative Signale, wenn zwischen Gehalt und Unternehmensperformance kein Zusammenhang besteht. Diese Reputationsverluste führen zur Abwertung seines Humankapitals.²¹

Die massive öffentliche Kritik setzt daher – wie schon in Ansätzen erkennbar – Selbstkorrekturmechanismen in Gang, z.B. indem die Aktienoptionsprogramme hinsichtlich ökonomisch begründbarer Anforderungen (Indexierung des Basispreises von Optionsrechten, Manipulationsfreiheit des Optionsprogramms, Sperrfristen, etc.) modifiziert werden.²² Doch werden dabei wohl die Funktionsfähigkeit des Aufsichtsrates und die Wettbewerbskräfte auf den Managermärkten überschätzt. Da inzwischen die Vorstellung tief sitzt, dass Publikumsgesellschaften der Gefahr der Ausbeutung durch Unternehmensleitungen ausgesetzt sind, haben die Institutionen des Kapitalmarktes und der Aktiengesellschaft gelitten. Daher sind die Forderungen verständlich, auch durch gesetzgeberische Korrekturen, das Vertrauen der Anleger in die Kapitalmärkte wieder herstellen oder stärken zu wollen.

Interventionistische Lösungen

Zahlreiche Vorschläge sind entwickelt worden, die Vorstandsmitglieder und Aufsichtsräte in ihrer inhaltlichen Gestaltungsfreiheit begrenzen wollen:

- Auch wenn es dem Gerechtigkeitsgefühl weiter Bevölkerungsgruppen entsprechen würde, käme eine gesetzlich festgeschriebene absolute Deckelung der Managergehälter einem populistischen Schnellschuss gleich; solch eine gesetzliche Fixierung von Höchstlöhnen passt schwerlich in ein marktwirtschaftliches System, würden dadurch doch die Vertragsfreiheit eingeschränkt und der Lenkungsmechanismus freier Lohnbildung auf den Arbeitsmärkten massiv eingeschränkt. Hinzu kommt, dass es grundsätzlich erwünscht ist, Führungskräfte an der Wertschöpfungsdynamik und am Erfolg ihres Unternehmens zu beteiligen.²³ Die praktische Umsetzung

wäre zudem in einem Umfeld globaler Märkte kaum möglich, der Umgehung Tür und Tor geöffnet. Daher würde die Regelung ein administrativ aufwändiges Verfahren nach sich ziehen; und es wäre mit Sicherheit zu erwarten, dass von der Regierung alsbald eine Arbeitsgruppe einzusetzen wäre, die Vorschläge dazu machen müsste, ob die Gehaltssteigerungen sich künftig am Preisindex der Lebenshaltung, an der allgemeinen Produktivitätsentwicklung o.ä. zu orientieren hätten!

- Als Alternative bietet sich an, das gewünschte Ergebnis über das Steuersystem zu erreichen; daher wird vorgeschlagen, die steuerliche Abzugsfähigkeit von Vorstandsgehältern als Betriebsausgaben zu begrenzen. Dies hätte eine fragwürdige, nahezu konfiskatorische Doppelbelastung zur Folge: Das Gehalt würde zum einen beim Manager im Rahmen der Einkommensteuer besteuert; hinzu käme die steuerliche Belastung beim Unternehmen, denn hier könnten ja die Gehaltszahlungen nicht mehr (vollständig) als Betriebsausgaben geltend gemacht werden und würden daher den zu versteuernden Gewinn erhöhen. Das wäre nicht nur ein eklatanter Verstoß gegen steuersystematische Grundsätze, wonach das Nettoprinzip zur Besteuerung nach der Leistungsfähigkeit zugrunde zu legen ist. Solche Regelungen würden aufgrund der höheren unternehmenssteuerlichen Belastung auch den Standort Deutschland benachteiligen und die Abwanderung hochqualifizierter Leistungsträger ins Ausland möglicherweise befördern.²⁴

- Auch der bisweilen in die Debatte eingebrachte Vorschlag, der Gesetzgeber solle die Entlohnung (teilweise) an die Erreichung gesellschaftlich erwünschter Unternehmensergebnisse ankoppeln, z.B. an die Schaffung von Lehrstellen und Arbeitsplätzen oder bestimmter ökologischer Produkteigenschaften, ist wenig hilfreich.²⁵ Selbst wenn man von der fehlenden Praktikabilität einer solchen Vorgabe einmal absieht, liegt die wirtschaftsethische wie ordnungspolitische Fragwürdigkeit auf der Hand. Man verwischt die Verantwortungsebenen, wenn man unternehmerische mit öffentlichen Zielsetzungen verquickt. Auch in Aktiengesellschaften geführte Unternehmen sind grundsätzlich Institutionen des Privatrechts; sie verdanken ihre Entstehung der Tatsache, dass sich Kapitalgeber finden, die ihre Ersparnisse in Risikokapital umwandeln. Das legiti-

²¹ M. Osterloh u.a., a.a.O., S. 37.

²² Zum Teil will der Gesetzgeber auf die Vergütungsmodalitäten stärker Einfluss nehmen; so will er längere Sperrfristen für die Ausübung von Optionen vorsehen oder die Auszahlung von Bonuszahlungen erst am Ende einer mehrjährigen Frist zulassen. Das weist zwar grundsätzlich in die richtige Richtung; man fragt sich indes, ob es sinnvoll ist, den Trial-and-error-Prozess in den Unternehmen durch zwingende Regeln zu ersetzen.

²³ Zusammenfassend B. Noll u.a.: Zusammenhänge zwischen..., a.a.O., S. 94 mit weiteren Nachweisen.

²⁴ R. Peffekoven: Gegen eine Sondersteuer für Manager, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 4 vom 5.1.2007, S. 16.

²⁵ So beispielsweise M. S. Abländer, a.a.O., S. 15 f.

miert die Eigentümer – wie übrigens die Eigentümer anderer Unternehmen auch – Unternehmenszweck wie Zielsetzung selbst zu bestimmen. Eine Vorrangstellung gesellschaftlicher Anliegen im Zielbündel eines Unternehmens birgt die Gefahr in sich, dass die residualen Ansprüche ausgehöhlt würden, ohne aber eine als fair betrachtete Entgeltstruktur erwarten zu können. Der Vorschlag ist kontraproduktiv, weil er dem angesprochenen Funktionsschutz diametral entgegenläuft.

Rahmenbedingungen des Vertragsabschlusses

Prinzipiell überzeugender sind daher Reformüberlegungen, die die Rahmenbedingungen für die Vergütungspolitik neu justieren wollen:

- So soll nach Auffassung des Koalitionsausschusses künftig die Entscheidung über die Vergütung der Vorstandsmitglieder vom Plenum des gesamten Aufsichtsrates getroffen werden.²⁶ Sie darf also nicht mehr an einen Ausschuss delegiert werden, was bislang nach § 107 Abs. 3 AktG zulässig ist. Lange Zeit wurden die Bezüge des Top-Managements gewöhnlich von einem aus drei oder vier Aufsichtsratsmitgliedern bestehenden Personalausschuss bestimmt, während dessen Plenum wohl nicht immer hinreichend unterrichtet war. Das ist jedoch ein Versäumnis der Aufsichtsratsmitglieder, denn schon bislang hätten sie zureichende Informationen über die Gehaltsentwicklung haben können, wenn sie sich entsprechend Aufklärung verschafft hätten; und auch bei einer Plenumsentscheidung müssen die Vertragsdetails vorab ausgehandelt werden, auf die der gesamte Aufsichtsrat vertrauen muss. Mittlerweile ist der Personalausschuss zudem gesetzlich verpflichtet, dem Aufsichtsrat regelmäßig über die Vorstandsgehälter zu berichten. Bedenkt man nun, dass der Personalausschuss von dem gesamten Aufsichtsrat bestimmt wird, ist unklar, welchen Beitrag eine solche Neuregelung mit sich bringen könnte. Entscheidungen werden sicher nicht schon dadurch besser, dass mehr Personen darüber befinden, zumal diese für die nach bisheriger Rechtslage mögliche Option votiert haben, gewisse Aufgaben ihrer komplexen Tätigkeit wie die der Vergütung der Vorstände zu delegieren.
- In den USA gibt es aus Aktionärskreisen unter dem Schlagwort „Say on pay“ den Vorschlag, über die Vergütung des Board of Directors einen – allerdings nicht bindenden – Beschluss der Aktionäre herbei-

zuführen.²⁷ Damit verknüpft ist die Erwartung, dass die Geschäftsführung unter einem stärkeren Rechtfertigungsdruck gestellt wird, um zu begründen, warum sie mehr verdienen will. Doch insoweit die Transparenz der Managergehälter für Anteilseigner bislang noch nicht hinreichend gegeben ist, geht es gerade um deren variable Vergütungsbestandteile mit komplexen Details. Daher wäre es fraglich, ob die Einbindung der Hauptversammlung in den Entscheidungsprozess über eine solch diffizile Materie wirklich angemessen ist. Entscheidender ist noch, dass die Hauptversammlung kein besonders wirksames Gremium ist. Die Stimmrechtsvertreter werden die Vorschläge des Vorstandes im Regelfall „abnicken“. Der Aufsichtsrat als Überwachungs- und Kontrollgremium wurde vor langer Zeit ja gerade eingeführt, weil die Versammlung der Aktionäre kein wirklich leistungsfähiges Organ war. Daher ist sorgsam abzuwägen, ob der Gesamtheit der Aktionäre Property Rights zugewiesen werden sollten, die sie nicht wirksam wahrzunehmen vermag.

- Eine wirkungsmächtige Reform wäre es hingegen, die Haftung der Aufsichtsratsmitglieder zu verschärfen, z.B. auch dafür, dass sie im Aufsichtsrat eine angemessene Vergütung für Vorstände beschließen. Dies erhöht für Aufsichtsratsmitglieder den Anreiz sich anzustrengen, erhöht zugleich aber die mit dem Mandat verbundenen Unsicherheiten und Risiken. Dies treibt die Kosten für die Entlohnung der Aufsichtsratsmitglieder und für zusätzliche Bewertungsgutachten in die Höhe. Der Aufsichtsrat würde durch diese Reform auch dazu veranlasst, stärker als bislang gemeinsam mit dem Vorstand nach risikomeidenden und wertvernichtenden Managementstrategien (z.B. die Verfolgung wenig renditeträchtiger Expansions- oder Akquisitionsstrategien) zu suchen.²⁸
- Das Aufgabenspektrum des Aufsichtsrates ist in den letzten Jahren umfangreicher und anspruchsvoller geworden.²⁹ Das erfordert eher eine stärkere Arbeitsteilung, z.B. die Bildung von Ausschüssen, und eine Professionalisierung des Aufsichtsrates, daneben aber eher die Verkleinerung des oft schwerfälligen Gremiums von 16 oder 20 Mitgliedern (§ 7 Mitbestimmungsgesetz).
- Ein Schritt in die richtige Richtung ist die vom Koalitionsausschuss anvisierte Regelung, für ehemali-

²⁶ B. Noll u.a.: Zusammenhänge zwischen..., a.a.O., S. 83; M. Lutter: Professionalisierung des Aufsichtsrats, in: Der Betrieb, 62. Jg. (2009), S. 777.

²⁷ Vgl. K. J. Murphy: Executive Compensation, in: O. Ashefelter, D. Card (Hrsg.): Handbook of Labour Economics, Vol. 3 (1998), S. 2485 ff.

²⁸ A. Picot, H. Dietl, E. Franck: Organisation. Eine ökonomische Perspektive, 5. Auflage, Stuttgart 2008, S. 270.

²⁹ Einen Überblick dazu bietet M. Lutter, a.a.O., S. 775 ff.

ge Vorstandsmitglieder eine zweijährigen Karenzzeit einzuführen, bevor diese nach ihrer Vorstandstätigkeit in den Aufsichtsrat wechseln dürfen (§ 100 Abs. 2 AktG). Der Loyalitäts- und Interessenkonflikt beim unmittelbaren Wechsel von einer Managementposition zur Unternehmensaufsicht liegt auf der Hand.

Corporate Governance – Ergebnis erfolgreichen Rent-Seeking-Verhaltens

Die Vergütungssysteme der Vorstände von Publikumsaktiengesellschaften weisen Legitimationsdefizite auf. Daran wird sich auch nach Verabschiedung eines Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetzes nichts Grundlegendes ändern. Dabei soll nicht in Abrede gestellt werden, dass einzelne anvisierte Neuregelungen wie die erwähnte Karenzzeit für den Wechsel von Vorstand zum Aufsichtsrat ein Fortschritt sind. Doch die zentralen Corporate Governance Probleme werden damit nicht gelöst. Diese können nur skizziert werden: Das Deutsche Wirtschaftsmodell eines kooperativen Kapitalismus wurde nicht zufällig als „Deutschland-AG“ bezeichnet. Die Ähnlichkeiten zur Aktiengesellschaft als Rechtsform des Großunternehmens³⁰ sind mehr als semantischer Natur. Wichtigstes Merkmal dieses Modells ist das normative Vorverständnis einer „Selbstregulierung durch Konsens“. Im Konsens der beteiligten Gruppen wird die entscheidende Legitimationsquelle für Ausübung von Macht und Entscheidungsbefugnissen gesehen. So wie man mit „konzertierten Aktionen“, „runden Tischen“ und „Bündnissen für Arbeit“ nach korporativen Lösungen auf gesamtpolitischer Ebene sucht, wird die Aktiengesellschaft zumeist als „quasi-öffentliche Institution“ angesehen, deren interne Strukturen und Zielfindungsprozesse im Sinne des Konsens-Modells bzw. Stakeholder-Ansatzes zu ordnen seien.³¹

Faktisch hatte dies „managerfreundliche“ und „gewerkschaftsfreundliche“ Regulierungsumfelder zur Folge; Top-Managern und Gewerkschaften ist es in Kollusion mit politischen Entscheidern jeweils gelungen, die Anreizstrukturen der Aktiengesellschaft zu ihren Gunsten zu gestalten, besser zu „deformieren“:³²

- So privilegieren die Gewinnverwendungsregeln in der Aktiengesellschaft (§ 58 Abs. 2 AktG) die Eigenfinanzierung und stärken die Handlungsrechte der Unternehmensverwaltung, befördern firmeninterne Kapitalmärkte und verdünnen damit die Eigentumsrechte der Anteilseigner. Man enthält den Anteilseig-

nern gerade wirksame Kapitalentzugsrechte zur Managementdisziplinierung vor.

- Man schützt den etablierten Vorstand mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) wirksam vor „feindlichen“ Übernahmen, die das schärfste Sanktionsinstrument unzufriedener Aktionäre sein könnten. Nach § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG darf der Vorstand alle Abwehrhandlungen vornehmen, zu denen er durch den Aufsichtsrat ermächtigt wurde. Dies gilt selbst dann, wenn es sich dabei um Maßnahmen handelt, die ein gewissenhafter und ordentlicher Geschäftsführer eines nicht von einer Übernahme betroffenen Unternehmens so nicht vorgenommen hätte.³³ Der Einwand, dass der Aufsichtsrat solchen Handlungen doch zustimmen muss, gilt insofern nicht, als die Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat wesentlich aus den Beziehungsnetzwerken von Verwaltungsmitgliedern entstammen und die Benennung qua Kooptation erfolgt, aber nicht wirklich auf einem unabhängigen Votum der Aktionäre.
- Auch die gesetzlich vorgeschriebene Mitbestimmung schafft keine Abhilfe. In den Personalausschüssen, in denen über die Managergehälter befunden wurde, saßen regelmäßig Arbeitnehmervertreter, oft auch Abgesandte der Gewerkschaften. Bislang ist nicht bekannt geworden, dass die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat den Gehaltsexzessen entgegen getreten wären. Im Gegenteil! Entspricht der Vorstand den Einkommens- und Arbeitsplatzinteressen der etablierten Belegschaft, stimmt die Arbeitnehmerseite des Aufsichtsrates im Gegenzug offensichtlich überzogenen Einkommensinteressen des Managements zulasten der Aktionäre zu.

Die vom Gesetzgeber installierte Unternehmensverfassung weist aufgrund der beschriebenen Rent-Seeking-Muster gravierende Defizite auf. Dennoch ist kaum zu leugnen, dass selbst bei Beseitigung dieser Defizite in der Steuerungstechnik von Publikumsaktiengesellschaften selbst inhärente und kaum behebbare Schwächen liegen. Sie resultieren letztlich aus dem Delegationsverhältnis zwischen Aktionären und Vorstand und den damit verbundenen Problemen von Kurzfristorientierung und Opportunismus. Daher wird wohl nicht zu Unrecht die Auffassung vertreten, dass „auch in weiterer Zukunft das inhabergeführte Unternehmen oder das Familien-Unternehmen weitaus häufiger vorkommen wird.“³⁴

³⁰ 75 der 100 größten Unternehmen firmieren als AG.

³¹ B. Noll u.a.: Zusammenhänge zwischen..., a.a.O., S. 45 ff.

³² Vgl. A. Picot u.a., a.a.O., S. 265 f.

³³ B. Noll u.a.: Zusammenhänge zwischen..., a.a.O., S. 71 mit weiteren Nachweisen.

³⁴ C. C. von Weizsäcker: Logik der Globalisierung, 3. Auflage, Göttingen 2003, S. 97.