

GEORG-AUGUST-UNIVERSITÄT
GÖTTINGEN



Die Vergütung von Topmanagern im Spannungsfeld von Ökonomie und Moral

Ringvorlesung „Gier, Wirtschaft, Politik und Gesellschaft“

Göttingen, 3. Mai 2012

Prof. Dr. Jörg-Markus Hitz

Professur für Rechnungslegung
und Wirtschaftsprüfung
Universität Göttingen

Eine einfache Geste....



Josef Ackermann (63)

- Vorstandssprecher der Deutschen Bank
- Gesamtbezüge 2011: 8,8 Mio. €
- Werbeeinnahmen: --

....und deren unterschiedliche Wahrnehmung.



Sebastian Vettel (24)

- Formel 1-Pilot bei Red Bull Racing
- Jahresgehalt 2011: ca. 16 Mio. €
- Werbeeinnahmen 2011: 3 bis 4 Mio. €

Verdienst deutscher Spitzenmanager (2011)



Martin Winterkorn (64), Vorstandsvorsitzender
Volkswagen AG

Gesamtbezüge 2011: 16,6 Mio. €



Peter Löscher (54), Vorstandsvorsitzender Siemens AG

Gesamtbezüge 2011: 8,7 Mio. €



Jürgen Großmann (60), Vorstandsvorsitzender RWE
AG

Gesamtbezüge 2011: 8,4 Mio. € (exkl. Aktienoptionen)

Verdienst deutscher Spitzensportler



Michael Schumacher (43), Formel 1-Pilot bei Mercedes AMG Petronas

- Derzeitiges Jahresgehalt: 21 Mio. €
- Werbeeinnahmen



Dirk Nowitzki (33), Basketball-Profi bei den Dallas Mavericks in der NBA

- Derzeitiges Jahresgehalt: 20 Mio. \$ (ca. 15 Mio. €)
- Einschließlich der Saison 2011/2012 hat er bereits 141,34 Mio. \$ an Gehalt verdient. (ca. 107 Mio. €)
- Werbeeinnahmen



Bastian Schweinsteiger (27), Fußball-Profi beim FC Bayern München

- Derzeitiges Jahresgehalt: ca. 10 Mio. €
- Jährliche Werbeeinnahmen: ca. 3 Mio. €

Verdienst deutscher TV-Moderatoren



Günther Jauch (55):

- Moderiert u.a. „Günther Jauch“ (ARD) und „Wer wird Millionär?“ (RTL)
- Derzeitiges Jahresgehalt: ca. 10,5 Mio. €



Thomas Gottschalk (61):

- Moderierte von 1987 bis 2011 „Wetten, dass..?“ (ZDF); Januar bis Juni 2012 „Gottschalk Live“ (ARD)
- Derzeitiges Jahresgehalt: ca. 6 Mio. €
- Verdiente pro „Wetten, dass..?“-Sendung 100.000 €



Stefan Raab (45):

- Moderiert u.a. „TV Total“ und „Schlag den Raab“ (beides Pro 7)
- Bereits 2006 ein Jahresgehalt von ca. 6 Mio. €

Die Vergütung von Topmanagern im Spannungsfeld von Ökonomie und Moral



- Vergütung insbesondere von Top-Managern seit geraumer Zeit im Mittelpunkt des öffentlichen Interesses:
 - Vermeintliche „Gehaltsexzesse“ und „Raffmanager“:
 - Deutschland: z.B. *Klaus Esser*, *Josef Ackermann*, *Martin Winterkorn*
 - USA:
 - Sandy Weill* (Citigroup): \$ 980 Millionen an Aktienoptionen
 - Michael Eisner* (Disney): \$ 920 Millionen an Aktienoptionen
 - Dick Grasso* (NYSE): \$ 187,5 Millionen Abfindung
 - Finanzkrise und Vergütung von Bankern
 - Dem gegenüber: Fragwürdige „Performance“ der Top-Manager?
- Ökonomie und (Doppel-)Moral: Ungleich geringere Kontroverse um die Bezüge von Top-Sportlern und Top-Entertainern
- Versachlichung der Debatte wünschenswert

Offene Fragen zur Vergütung von Top-Managern aus ökonomischer Sicht



Wieviel verdienen deutsche Top-Manager wirklich?

Wie setzen sich die Vergütungspakete zusammen?

Wie entwickelte sich die Vergütung von Top-Managern im Zeitverlauf?

Was „verdient“ ein Manager aus ökonomischer Sicht?

„Pay for Performance“ – werden Manager für Leistung entlohnt?

Ist eine gesetzliche Regulierung von Manager-Gehältern geboten? Inwiefern ist diese bereits gegeben?

Gliederung



- 1 Einführung: Managergehälter, Moral und öffentliche Wahrnehmung
- 2 Vergütung von Managern aus ökonomischer Sicht
- 3 Vergütung deutscher Top-Manager
 - 3.1 Rechtlicher Rahmen
 - 3.2 Empirischer Befund
- 4 Wissenschaftliche Ergebnisse zur Managervergütung
- 5 Gesetzliche Regulierung der Vergütung?
- 6 Zusammenfassung und Ausblick

Ziele der Managervergütung



-
- Vergütungspakete von Top-Managern sind bezüglich Höhe und Zusammensetzung ausreichend auszugestalten, um qualifizierte Mitarbeiter
 - zu gewinnen,
 - zu halten und
 - zu motivieren.
 - Hintergrund:
 - Mehrung des „Shareholder Value“
 - Wahrung des „Unternehmensinteresses“
 - Verantwortlichkeit: Aufsichtsrat / Vergütungsausschuss (§ 87 Aktiengesetz)

Komponenten der Managervergütung



- **Erfolgsunabhängige Bezüge:**
 - Fixgehalt
 - Nebenleistungen, z.B. D&O Versicherungen, Dienstwagen, etc.
 - Pensionsansprüche
- **Erfolgsabhängige Bezüge:**
 - Jahres-Bonus
 - Langfristige Komponenten:
 - Aktienbasierte Vergütung
 - Andere Erfolgsindikatoren

Zusammensetzung und Höhe der Managervergütung aus Sicht der ökonomischen Theorie



- Analytische Modelle leiten optimale Verträge zur Entlohnung von Managern ab:
 - Delegationsbeziehung: Eigentümer beauftragen Manager mit der Unternehmensführung.
 - Potenzielle Probleme / Nebenbedingungen:
 - Anreizproblematik: Abweichende Zielsetzungen von Managern
 - Absicherungsproblematik: Risikoscheu von Managern
- Ergebnis sind optimale Verträge mit fixen und erfolgsabhängigen Komponenten. Erfolgsmaße können sein:
 - Kapitalmarktbasierende Indikatoren, z.B. Aktienkurs, Rendite
 - Rechnungswesenbasierende Indikatoren, z.B. Jahresüberschuss, EBIT, EK-Rendite
- Problembereiche analytischer Modelle:
 - Vereinfachende Annahmen, hoher Abstraktionsgrad
 - Offen: Wie „optimal“ sind die in der Unternehmenspraxis beobachtbaren Verträge?

Gliederung



-
- 1 Einführung: Managergehälter, Moral und öffentliche Wahrnehmung
 - 2 Vergütung von Managern aus ökonomischer Sicht
 - 3 Vergütung deutscher Top-Manager
 - 3.1 Rechtlicher Rahmen
 - 3.2 Empirischer Befund
 - 4 Wissenschaftliche Ergebnisse zur Managervergütung
 - 5 Gesetzliche Regulierung der Vergütung?
 - 6 Zusammenfassung und Ausblick

Regulierung der Vorstandsvergütung in Deutschland



Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz (VorstOG) 2005:

- Seit 2006 Pflicht zur individualisierten Offenlegung der Vorstandsbezüge für börsennotierte Aktiengesellschaften:
 - Fixum
 - Erfolgsabhängige Komponenten
 - Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung
- Ausnahmeregelung: Verzicht auf individualisierte Offenlegung bei Hauptversammlungsbeschluss mit 3/4 Mehrheit

Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetz (VorstAG) 2009:

- Aufsichtsrat hat die „Angemessenheit“ der Gesamtvergütung sicherzustellen:
 - Leistungsbezug
 - Üblichkeit
 - Ausrichtung an der nachhaltigen Unternehmensentwicklung
- Zahlreiche Detailregelungen

Vergütungsbericht der Volkswagen AG

(Quelle: Geschäftsbericht 2011)



VORSTANDSVERGÜTUNGEN 2011 (VORJAHRESWERTE IN KLAMMERN)*

€	Fix	Bonus	LTI	LTI Nachzahlung 2010	Gesamt
Martin Winterkorn	1.886.206 (1.730.210)	11.040.000 (4.800.000)	3.670.000 (2.800.000)	860.000 –	17.456.206 (9.330.210)
Francisco Javier Garcia Sanz	1.093.154 (1.109.693)	4.600.000 (2.250.000)	1.630.000 (1.250.000)	380.000 –	7.703.154 (4.609.693)
Jochem Heizmann	1.101.878 (969.155)	4.100.000 (2.000.000)	1.630.000 (1.250.000)	380.000 –	7.211.878 (4.219.155)
Christian Klingler	964.336 (888.407)	4.600.000 (2.250.000)	1.630.000 (1.250.000)	380.000 –	7.574.336 (4.388.407)
Michael Macht	958.878 (215.625)	4.600.000 (500.000)	1.630.000 (312.500)	95.000 –	7.283.878 (1.028.125)
Horst Neumann	1.042.151 (998.077)	4.600.000 (2.250.000)	1.630.000 (1.250.000)	380.000 –	7.652.151 (4.498.077)
Hans Dieter Pötsch	1.015.613 (962.902)	5.100.000 (2.000.000)	1.630.000 (1.250.000)	380.000 –	8.125.613 (4.212.902)
Rupert Stadler	969.273 (885.408)	4.600.000 (2.250.000)	1.630.000 (1.250.000)	380.000 –	7.579.273 (4.385.408)
Summe	9.031.491 (7.759.479)	43.240.000 (18.300.000)	15.080.000 (10.612.500)	3.235.000 –	70.586.491 (36.671.979)

Empirischer Befund zur Vorstandsvergütung 2010: Stichprobe und Datenerhebung



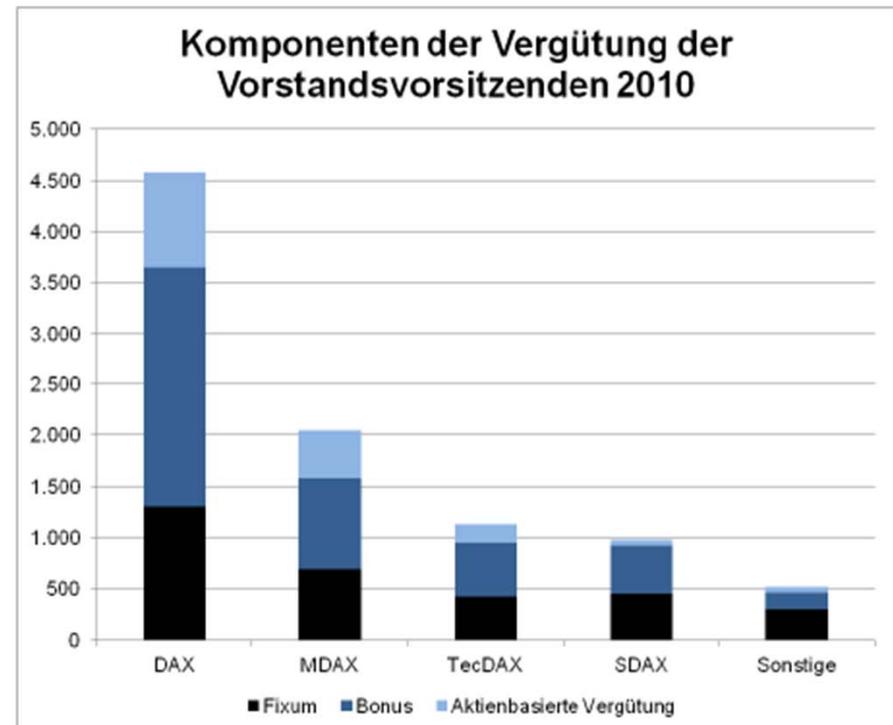
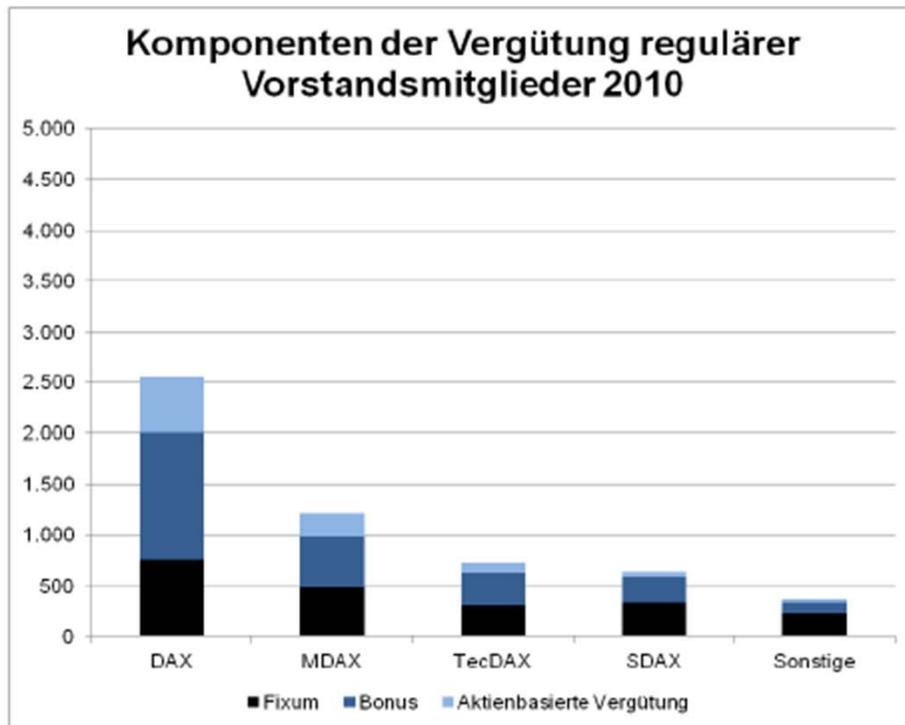
- *Quelle:* Drefahl/Hitz/Kuhner/Sabiwalsky: Studie Managergehälter 2011 – Vorstandsvergütung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften, Bundesanzeiger Verlag 2011.
- Ausgangsstichprobe: Im *Prime Standard* der Frankfurter Wertpapierbörse gelistete Gesellschaften

Stichprobe

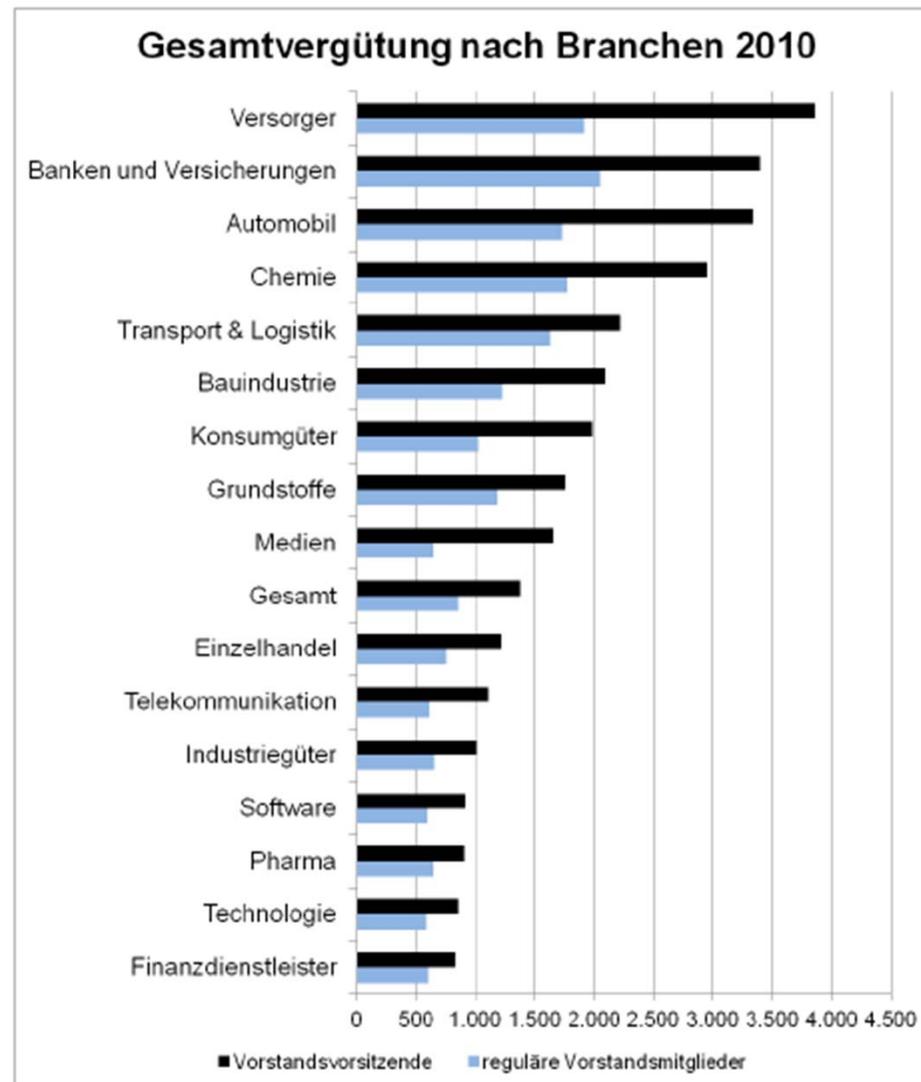
Unternehmen im Prime Standard	355
Geschäftsbericht nicht verfügbar bis Mai 2010	-62
„Publizitätsverweigerer“	-57
<i>Verfügbare individualisierte Vergütungsberichte</i>	236

- Auswertung der Vergütungsberichte (Anhang/Lagebericht)
 - Differenziert nach Vorstandsvorsitzendem und „durchschnittlichen“ Vorstandsmitgliedern
 - Differenziert nach drei Vergütungskomponenten

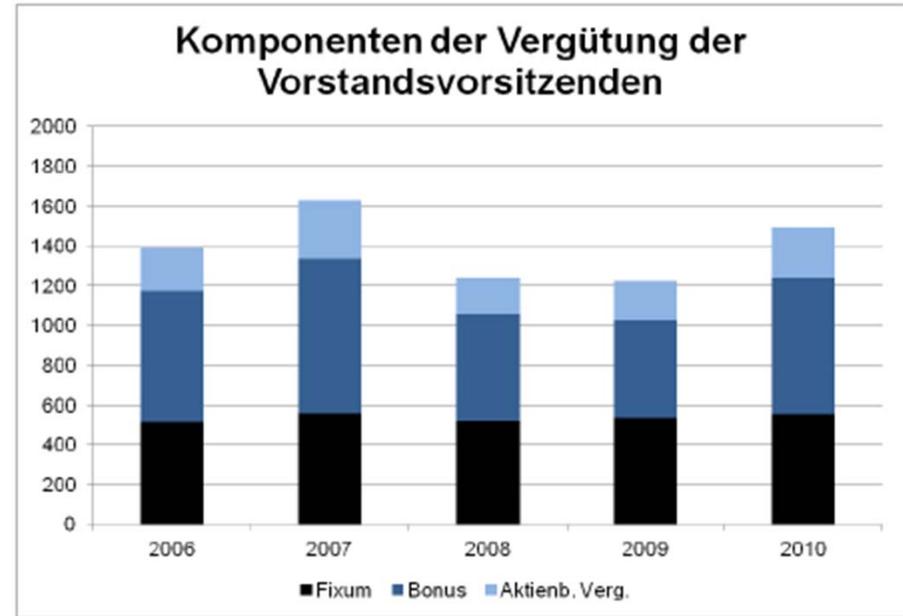
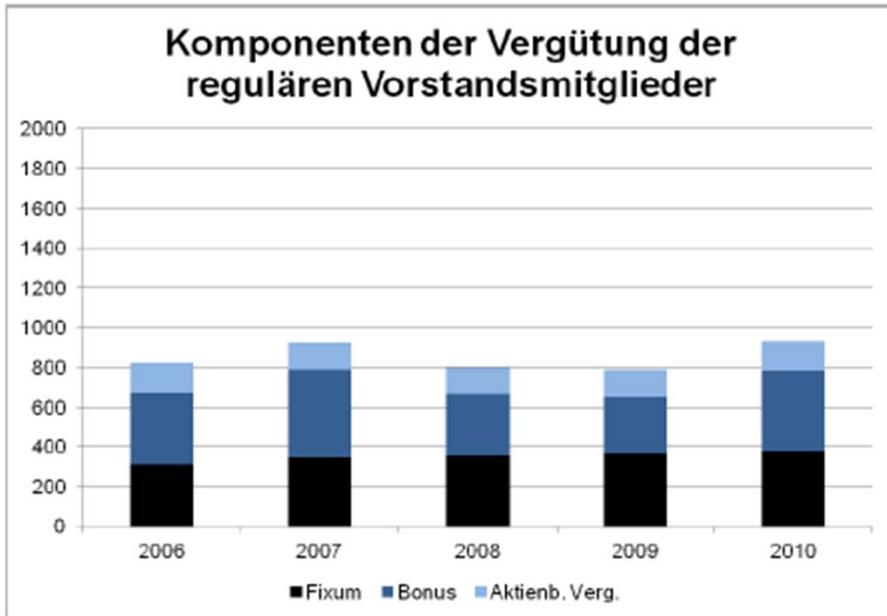
Höhe und Zusammensetzung der Vorstandsgehälter variieren stark mit der Unternehmensgröße.



Bei näherer Betrachtung zeigen sich dabei erhebliche Vergütungsunterschiede auf Branchenebene.



Dynamik der Vorstandsvergütung

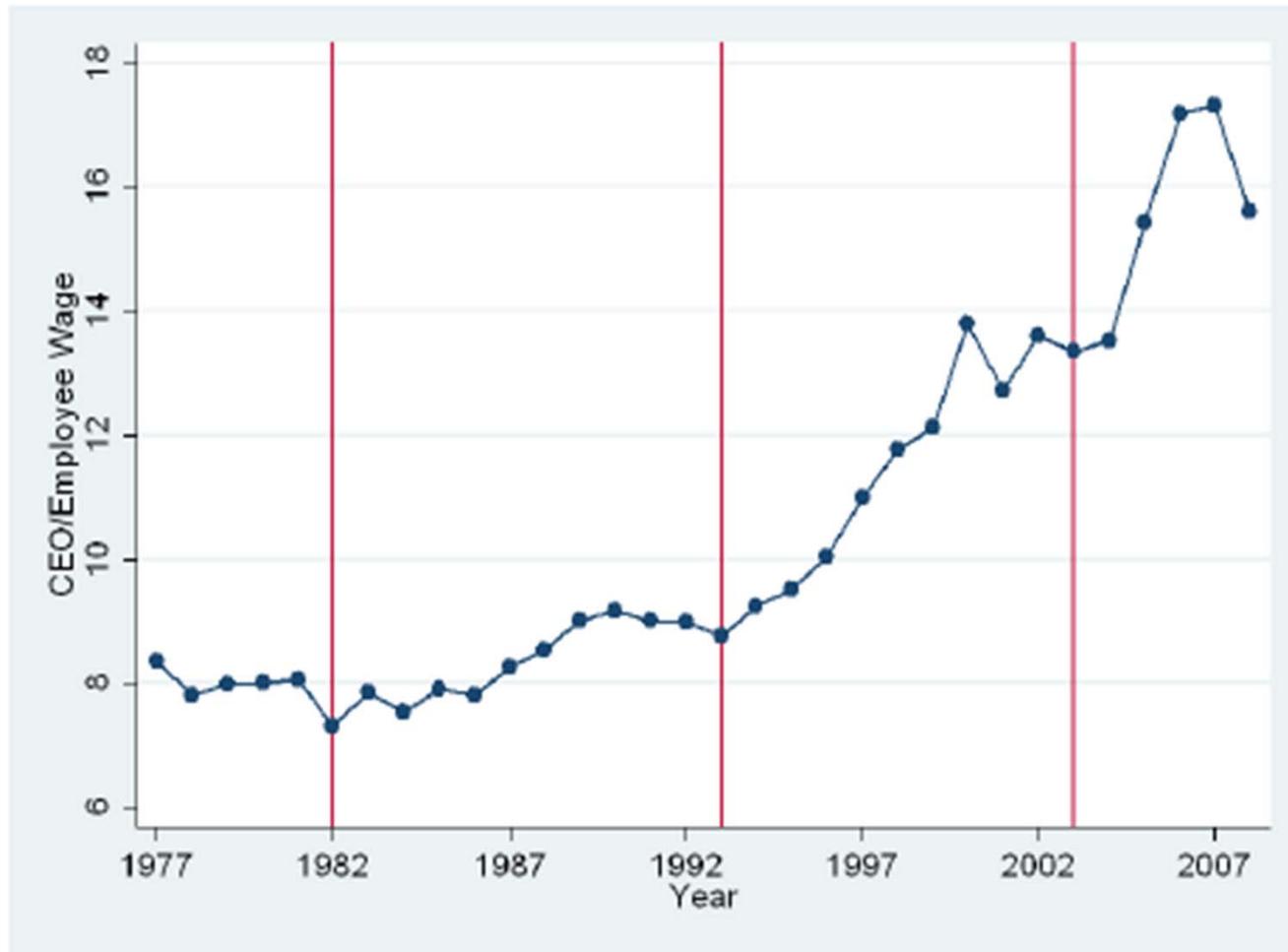


Langfristige Entwicklung der Vergütung in Deutschland



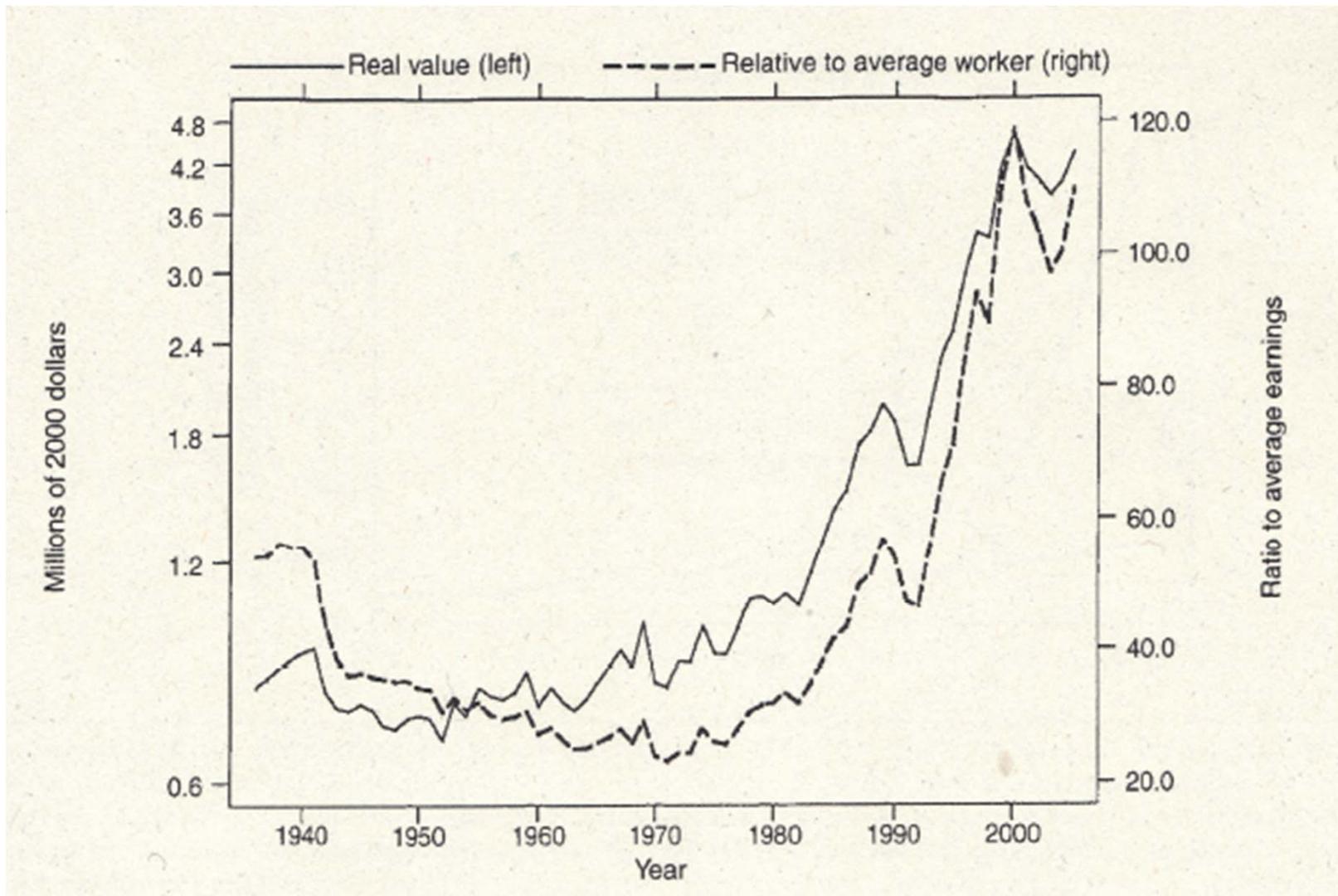
Quelle: Fabri / Marin (2011): What Explains the Rise in CEO Pay in Germany? A Panel Data Analysis for 1977-2009. CES Ifo Working Paper No. 3757 , S. 8.

Relative Entwicklung der Vorstandsgehälter im Vergleich zum Verdienst durchschnittlicher Arbeitnehmer



Quelle: Fabri / Marin (2011): What Explains the Rise in CEO Pay in Germany? A Panel Data Analysis for 1977-2009. CES Ifo Working Paper No. 3757 , S. 10.

Zum Vergleich: Entwicklung in den USA

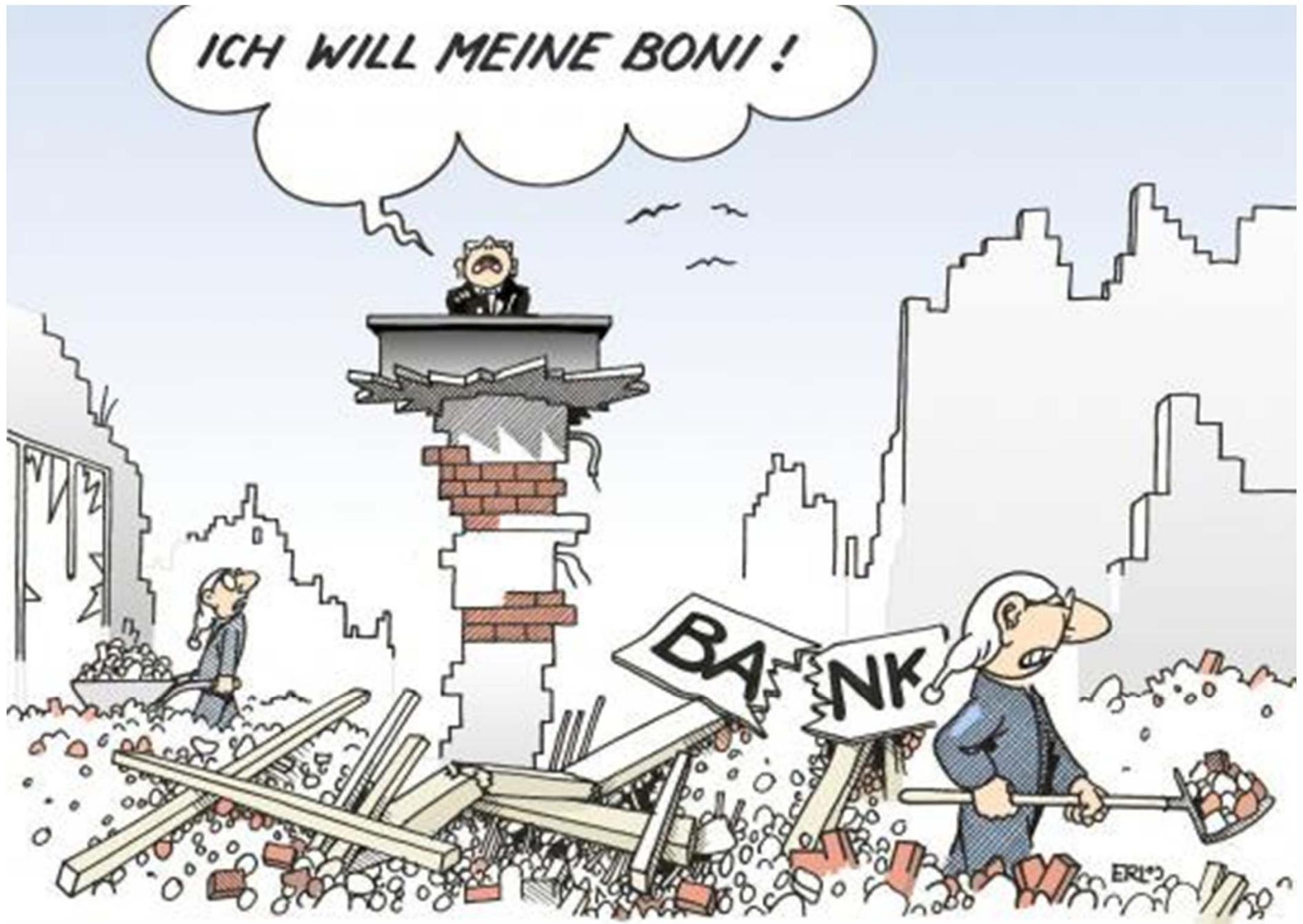


Quelle: Bertrand (2009): CEOs, Annual Review of Economics, S. 130.

Gliederung



-
- 1 Einführung: Managergehälter, Moral und öffentliche Wahrnehmung
 - 2 Vergütung von Managern aus ökonomischer Sicht
 - 3 Vergütung deutscher Top-Manager
 - 3.1 Rechtlicher Rahmen
 - 3.2 Empirischer Befund
 - 4 Wissenschaftliche Ergebnisse zur Managervergütung
 - 5 Gesetzliche Regulierung der Vergütung?
 - 6 Zusammenfassung und Ausblick



Sind die beobachtbaren Managergehälter gerechtfertigt?



- *Pro*: Vergütungsverträge als effiziente Marktlösung („efficient contracting hypothesis“)
 - Beobachtbare Vergütungsstrukturen reflektieren Angebot und Nachfrage auf dem Markt für Führungskräfte und setzen Anreize für Manager, zum Wohle des Unternehmens und seiner Stakeholder zu handeln.
- *Contra*: Vergütungsverträge als Ausbeutungsvehikel opportunistischer Manager („managerial power hypothesis“):
 - Manager nutzen schwache Überwachungs- und Sanktionsmechanismen aus, um ihre Einkünfte über das angemessene Maß hinaus zu steigern bzw. leistungsunabhängig auszugestalten.

Vorstandsgehälter als effiziente Marktlösung?



- Auf einem effizient funktionierenden Markt für Manager sollte deren Vergütung proportional mit der Unternehmensgröße zunehmen (Gabaix/Landier 2008)
 - Zahlreiche empirische Studien bestätigen die hohe Korrelation von Unternehmensgröße und Managervergütung.
- Positive Marktreaktionen auf die Einführung langfristiger Erfolgsziele (Morgan/Poulsen 2001)
- Deregulierung von Produktmärkte (höherer Wettbewerb) führt zu steigenden Managergehältern (Cunat / Guadalupe 2009)
- Im Zeitablauf haben sich die Anforderungen an Manager dergestalt geändert, dass weniger spezielle Fähigkeiten, sondern generelles Management Know-How nachgefragt wird
 - Empirische Studien bestätigen den Trend eines zunehmenden Wettbewerbs um Führungskräfte (Murphy/Zabojnik 2006; Frydman 2007).
 - Gleichzeitig attraktivere „exit options“ für Manager: Investment Banking, Private Equity Unternehmen.
 - Kaplan / Rauh (2010): Korrespondierend starke Zunahme der Gehälter für Finanzmanager, Rechtsanwälte und Profisportler.

Erfolgsabhängigkeit der Managervergütung: Pay for Performance?



- Zahlreiche Studien bestätigen einen signifikanten positiven Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und Managervergütung („pay performance sensitivity“).
 - Jensen/Murphy 1990: Eine Zunahme des Unternehmenswerts um \$ 1.000 korrespondiert mit einer durchschnittlichen Gehaltssteigerung um \$ 3.25.
- Aber:
 - Bedeutung der Unternehmensüberwachung:
 - Core, Holthausen und Larcker (1999) zeigen, dass die Qualität der Corporate Governance negativ assoziiert ist mit der Höhe der Vergütung (ähnlich für Deutschland: Rapp/Wolff 2010)
 - Vergütung für Glück statt Können („Pay for luck“):
 - Bertrand und Mullainathan (2001) : In der Ölindustrie hängt der Unternehmenserfolg stark von der Ölpreisentwicklung ab, die indes nicht von Managern beeinflusst werden kann. Dennoch zeigt die Analyse, dass in der Praxis die Vergütung stark an den Unternehmenserfolg geknüpft ist.
 - Garvey und Milbourn (2006) zeigen, dass das dieser pay-for-luck-Zusammenhang mitunter asymmetrisch ist.

Ineffiziente Vergütungspraktiken – exzessive Gehälter?



- Unangemessene Gewährung von Aktienoptionen:
 - „Spring loading“: Aktienoptionen werden gewährt, bevor das Unternehmen positive Nachrichten veröffentlicht (Yermack 1997).
 - „Backdating“:
 - Gezieltes Zurückdatieren von Optionsplänen, um vorteilhafte Marktverhältnisse auszunutzen (z.B. Lie 2005).
 - Heron und Lie (2006) schätzen, dass rund 19 % der im Zeitraum 1996-2005 in den USA ausgegebenen Aktienoptionspläne derart manipuliert wurde (30 % der Unternehmen).
 - Besonders ausgeprägt bei Unternehmen mit schwach ausgeprägter Überwachung und mächtigen Managern (Bebchuk et al. 2010).
- Geldwerte Vorteile („perks“)
 - Yermack (2006): Negative Marktreaktionen auf die Nachricht, dass CEOs (Fortune 500) Dienst-Jets für private Zwecke nutzen dürfen.
 - Rajan und Wulff (2006): Größere Verbreitung von „perks“ in Unternehmen mit schlechter Überwachung.

Zusammenfassung der empirischen Befunde



- **Zentrale Ergebnisse:**
 - Empirische Studien finden sowohl Anhaltspunkte dafür, dass Vergütungsverträge effiziente Marktlösungen reflektieren, als auch für missbräuchliche Vergütungspraktiken.
 - Vor allem zeigt sich, dass die Qualität der Unternehmensüberwachung (Corporate Governance) eine entscheidende Rolle für die Qualität der Vergütungssysteme spielt.
- **Überproportionaler Anstieg der Gehälter in den jüngeren Jahren:**
 - In Anbetracht der in den vergangenen Jahren positiven Entwicklung der Governance-Qualität in Deutschland wie in den USA kann der massive Anstieg der Gehälter schwerlich durch die „managerial power hypothesis“ erklärt werden.
 - Die Theorie effizienter Verträge hat hier höheren Erklärungsgehalt aufgrund des rasanten Wachstums der Unternehmen.
 - Aber: Der statistische Erklärungsgehalt ist gering, so dass viele Forscher als weitere Erklärung sich im Zeitablauf ändernde soziale und ethische Normen heranziehen.

Gliederung



- 1 Einführung: Managergehälter, Moral und öffentliche Wahrnehmung
- 2 Vergütung von Managern aus ökonomischer Sicht
- 3 Vergütung deutscher Top-Manager
 - 3.1 Rechtlicher Rahmen
 - 3.2 Empirischer Befund
- 4 Wissenschaftliche Ergebnisse zur Managervergütung
- 5 Gesetzliche Regulierung der Vergütung?
- 6 Zusammenfassung und Ausblick

Regulierung der Vorstandsvergütung?



- Grundsatz: Staatliche Intervention setzt Marktversagen voraus
- Intensive Regulierungsaktivitäten in Deutschland in der jüngeren Zeit:
 - Hat die Selbst-Regulierung der Unternehmen versagt?
 - Verordnete Publizität der Vorstandsgehälter (VorstOG):
 - schafft potenzielle politische Kosten der Publizität.
 - kann zu unerwünschten Aufwärtsspiralen führen.
 - greift in die Persönlichkeitsrechte von Managern ein.
 - Gesetzlich vorgeschriebene Kriterien für die Angemessenheit der Vergütung (VorstAG):
 - schränken den Spielraum für effiziente Verträge ein.
 - führen zu einer zunehmenden Auslagerung an Personalberatungen.

Gliederung



- 1 Einführung: Managergehälter, Moral und öffentliche Wahrnehmung
- 2 Vergütung von Managern aus ökonomischer Sicht
- 3 Vergütung deutscher Top-Manager
 - 3.1 Rechtlicher Rahmen
 - 3.2 Empirischer Befund
- 4 Wissenschaftliche Ergebnisse zur Managervergütung
- 5 Gesetzliche Regulierung der Vergütung?
- 6 Zusammenfassung und Ausblick

Zusammenfassung und Ausblick



- Managergehälter sind Gegenstand einer anhaltenden öffentlichen Kontroverse, welche rein ökonomische Argumente transzendiert.
- Empirischer Befund für deutsche Top-Manager:
 - Höhe und Ausgestaltung der Vergütung variieren stark in Abhängigkeit von Unternehmensgröße und -branche.
 - Die Höhe der Vorstandsgehälter hat seit den 1970er Jahren absolut und relativ stark zugenommen.
- Beitrag der ökonomischen Forschung:
 - Analytische Modelle geben Aufschluss über optimale Vergütungsstrukturen und deren Einflussgrößen – nicht aber handhabbare Maßstäbe, um „Angemessenheit“ zu messen.
 - Empirische Studien zeichnen ein gemischtes Bild angemessener und unangemessener Vergütungspraktiken, ohne das „Phänomen“ Vorstandsvergütung abschließend erklären zu können.
- Rufen nach noch stärkerer Regulierung der Vorstandsvergütung ist mit Besonnenheit zu begegnen: Der potenzielle Schaden einer Überregulierung ist hoch – und die ethischen wie gesellschaftlichen Wertvorstellungen im Fluss.



Vielen Dank für die Aufmerksamkeit!