

## Say on Pay: Ein Überblick über Gestaltungsoptionen, ökonomische Konsequenzen und Erkenntnisse aus Empirie und Laborexperimenten



**Robert F. Göx · Alexis H. Kunz**

**Zusammenfassung:** Unter dem Stichwort Say on Pay (SoP) haben in den letzten Jahren die meisten Länder der EU und die USA den Aktionären Abstimmungsrechte im Zusammenhang mit der Vergütung des Top-Managements eingeräumt. Zwischen den einzelnen Ländern bestehen jedoch erhebliche Unterschiede hinsichtlich der konkreten Ausgestaltung des SoP. Dieser Beitrag diskutiert die Wirkungen unterschiedlicher Gestaltungsoptionen des SoP auf die Anreizgestaltung und den Nutzen des Managements und der Aktionäre im Rahmen eines einfachen linearen Agency Modells. Dabei erweisen sich das vorvertragliche bindende SoP und das bedingt verpflichtende, nachvertragliche bindende SoP gegenüber den anderen untersuchten Varianten als überlegen. Während das konsultative SoP an seiner mangelnden Durchsetzbarkeit leidet, bietet das nachvertragliche bindende SoP Anreize für opportunistisches Verhalten auf Seiten der Aktionäre und führt deshalb zu Wohlfahrtsverlusten. In Ergänzung der Modellanalyse wird ein Überblick über die wichtigsten empirischen und experimentellen Studien zum Thema SoP gegeben und deren Inhalt im Lichte der Modellergebnisse diskutiert.

**Schlüsselwörter:** Managementvergütung · Pay for Performance · Regulierung · Say on Pay

**JEL Classification:** G34 · G38 · M48

---

© Gabler-Verlag 2012

Prof. Dr. R. F. Göx (✉)  
Lehrstuhl für Unternehmensrechnung und Controlling, Universität Freiburg,  
Bd. de Pérolles 90, 1700 Freiburg, Schweiz  
E-Mail: robert.goex@unifr.ch

Prof. Dr. A. H. Kunz  
Institut für Unternehmensrechnung und Controlling, Universität Bern,  
Engehaldenstraße 4, 3012 Bern, Schweiz  
E-Mail: alexis.kunz@iuc.unibe.ch

## 1 Einleitung

Vor dem Hintergrund anhaltender öffentlicher Diskussionen über mutmaßliche Vergütungsexzesse in Publikumsaktiengesellschaften hat in den letzten Jahren eine Reihe von Ländern explizite Mitwirkungsrechte der Aktionäre bei der Festsetzung der Managementvergütung eingeführt. Auch wenn sich die in den einzelnen Ländern erlassenen Vorschriften und Gesetze im Detail erheblich voneinander unterscheiden, besteht die Mitwirkung der Aktionäre in der Regel in dem Recht, an der Hauptversammlung über das Vergütungssystem des Top-Managements abzustimmen. In der Literatur werden entsprechende Aktionärsrechte deshalb auch unter dem Stichwort „Say on Pay“ (nachfolgend kurz SoP) diskutiert.

Als weltweit erste SoP-Regel wurden in Großbritannien im Jahre 2002 die Directors' Remuneration Report Regulations (DRRR) erlassen. Sie verpflichten alle börsennotierten Unternehmen zur jährlichen Erstellung eines Vergütungsberichtes (Directors' Remuneration Report) und verlangen gleichzeitig, diesen Bericht der Aktionärsversammlung zur Abstimmung vorzulegen. Die Abstimmung selbst hat lediglich konsultativen Charakter (advisory vote). Damit soll der direkte Eingriff der Aktionäre in bestehende Vertragsverhältnisse verhindert werden. Zusätzlich wird explizit ausgeschlossen, dass Vergütungsansprüche vertraglich von der Zustimmung der Aktionärsversammlung zum Vergütungsbericht abhängig gemacht werden.<sup>1</sup>

Im Jahre 2004 hat die EU-Kommission eine „Empfehlung zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften“ erlassen. Darin wird den Mitgliedsländern empfohlen, die Vergütungspolitik als eigenen Tagesordnungspunkt auf der Hauptversammlung zu behandeln und den Aktionären zur Abstimmung vorzulegen. Im Gegensatz zu Großbritannien hält die EU-Kommission neben konsultativen auch bindende Abstimmungen ausdrücklich für zweckmäßig. In der deutschsprachigen Version des Empfehlungstextes heißt es dementsprechend:<sup>2</sup>

Unbeschadet der Rolle und Organisation der für die Festlegung der Vergütung zuständigen Gremien sollte die Vergütungserklärung der Jahreshauptversammlung zur Abstimmung vorgelegt werden. Die Abstimmung könnte **bindenden oder beratenden** Charakter haben.

In der Folge hatten bis zum Juni 2010 insgesamt 19 der 27 EU-Mitgliedsstaaten eigenständige SoP-Regeln eingeführt. Dabei vertrauen 6 Länder auf unverbindliche Empfehlungen im Rahmen nationaler Corporate Governance Kodizes, 10 Länder setzen auf gesetzliche Regelungen und 3 Länder kombinieren beide Instrumente. Anders als in Großbritannien sehen 13 Länder der EU bindende Abstimmungen vor, 4 Länder setzen auf konsultative Voten und 2 Länder lassen beides zu. Der Inhalt des Aktionärsvotums bezieht sich in der Mehrheit der Fälle auf den Vergütungsbericht des Top-Managements (8 Fälle) oder die Vergütungspolitik der Unternehmung (9 Fälle). In 8 Ländern wird zudem über die Höhe der Gesamtvergütung (3 Fälle) oder über einzelne Vergütungsbestandteile (5 Fälle) abgestimmt.<sup>3</sup>

Im deutschsprachigen Raum hat bisher einzig Deutschland eine verbindliche Regelung getroffen und 2009 mit dem Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung

(VorstAG) ein optionales SoP eingeführt.<sup>4</sup> Dieses beinhaltet eine konsultative Abstimmung der Aktionäre über das „System zur Vergütung der Vorstandsmitglieder“, welche entweder auf Initiative der Verwaltung oder auf Antrag einer qualifizierten Aktionärsminorität beantragt werden kann.<sup>5</sup> Während Österreich bisher keine entsprechenden Maßnahmen ergriffen hat, sieht sich die Schweiz mit der „Eidgenössischen Volksinitiative gegen die Abzockerei“ konfrontiert. Diese fordert neben anderen Beschränkungen der Vergütungspolitik eine verbindliche jährliche Abstimmung der Generalversammlung über die Gesamtsumme der Vergütungen von Verwaltungsrat, Geschäftsleitung und Beirat aller börsennotierten Schweizer Aktiengesellschaften mit bindender Rechtsfolge.<sup>6</sup>

Im Juli 2010 schließlich haben auch die USA nach mehrjähriger Diskussionen SoP für alle börsennotierten Aktiengesellschaften im Rahmen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act eingeführt.<sup>7</sup> Demzufolge sind US-amerikanische Aktiengesellschaften ab dem 21. Januar 2011 verpflichtet, mindestens alle drei Jahre eine konsultative Abstimmung über die Vergütung derjenigen Geschäftsleitungsmitglieder durchzuführen, deren Bezüge der allgemeinen Publikationspflicht gemäß Item 402 der Regulation S-K unterliegen (Bainbridge 2010).

Ungeachtet der Tatsache, dass das Thema SoP in Literatur und Wirtschaftspresse kontrovers diskutiert wird<sup>8</sup>, zeigt der kurze historische Überblick, dass entsprechende Regulierungen mittlerweile in den meisten EU-Ländern und den USA ökonomische Realität sind. Es fällt jedoch auf, dass zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede in der Ausgestaltung des SoP bestehen. Dieser Befund legt die Frage nahe, welche Vor- und Nachteile mit den verschiedenen Gestaltungsoptionen des SoP verbunden sind.

Ziel dieses Beitrages ist zum einen eine ökonomisch fundierte Analyse der potenziellen Wirkungen unterschiedlicher Varianten der Ausgestaltung des SoP. Zum anderen wird ein Überblick der bisherigen empirischen und experimentellen Studien zu dieser vergleichsweise jungen Thematik gegeben.

Die Arbeit gliedert sich in vier Abschnitte. Im nachfolgenden Abschn. 2 werden zunächst die grundlegenden Designoptionen bei der Ausgestaltung von SoP-Regimes aufgezeigt, systematisiert und hinsichtlich ihrer Zweckmäßigkeit beurteilt. In Abschn. 3 erfolgt dann eine modelltheoretische Analyse des SoP. Dazu werden aufbauend auf Göx (2011b) die ökonomischen Auswirkungen ausgewählter SoP-Varianten auf die Gestaltung von Vergütungssystemen sowie die Anreize des Top-Managements im Rahmen eines einfachen linearen Agency-Modells analysiert. Im Modell delegieren Aktionäre die Gestaltung der Managementvergütung an ein potenziell befangenes Kontrollgremium, das bei seinen Entscheidungen über die Managementvergütung bis zu einem gewissen Grad auch die Interessen der Manager berücksichtigt.<sup>9</sup>

Die modelltheoretische Analyse fokussiert auf die in der Praxis am Häufigsten anzutreffende Form des verpflichtend vorgeschriebenen SoP. Untersucht werden vier verpflichtende SoP-Varianten, die sich hinsichtlich ihres Einsatzzeitpunktes (vorvertragliches vs. nachvertragliches Votum) und der mit ihnen verbundenen Rechtsfolge (konsultatives vs. bindendes Votum) voneinander unterscheiden.<sup>10</sup> Als weitere Alternative wird auch ein bedingt verpflichtendes SoP in die Analyse einbezogen.

Die Modellanalyse ergibt, dass ein konsultatives SoP unabhängig vom Zeitpunkt des Votums keinen Beitrag zur Reduktion der Managementvergütung leistet, aber auch keine Wohlfahrtsverluste im Vergleich zu einer Welt ohne SoP verursacht. Ein bindendes SoP ist

dagegen ein effektives Instrument zur Begrenzung der Managementvergütung, führt aber aufgrund der mit ihm verbundenen Anreizwirkungen stets zu Wohlfahrtsverlusten.

Ein nachvertragliches bindendes SoP induziert ein doppeltes Moral Hazard-Problem und verbessert deshalb die Position der Aktionäre nur dann, wenn das Kontrollgremium in starkem Maße die Interessen des Managements vertritt. Andernfalls sehen sich Aktionäre und Management mit einem sequentiellen Gefangenendilemma konfrontiert, bei dem beide Parteien verlieren. Von den beiden bindenden SoP-Varianten ist aus Aktionärsicht die vorvertragliche Abstimmung strikt zu bevorzugen. Sie ist im Rahmen des Modells ökonomisch äquivalent mit einer bedingten Ausübung des nachvertraglichen SoP, bei dem sich die Aktionäre verpflichten, nur dann von ihrem Stimmrecht Gebrauch zu machen, wenn die Gesamtvergütung einen bestimmten Schwellwert überschreitet.

Im dritten Teil wird ein Überblick der wichtigsten empirischen Studien zum Thema SoP gegeben. Dabei werden die qualitativen Resultate der Studien systematisiert und vor dem Hintergrund der theoretischen Modellergebnisse diskutiert. Die bisher vorliegenden Studien untersuchen fast ausschließlich die Wirkung des nachvertraglichen konsultativen SoP und finden gesamthaft nur eine schwache empirische Evidenz für dessen Einfluss auf die Managementvergütung. Danach scheint sich das konsultative SoP generell weder auf die Höhe und Struktur der Vergütung, noch auf den Zusammenhang zwischen Vergütung und Unternehmensperformance auszuwirken. Entsprechende Effekte können lediglich für spezielle Stichproben von Unternehmen mit schlechter Performance oder einer gemäß Definition der Verfasser offensichtlich exzessiven Vergütung nachgewiesen werden.

Der vierte Teil liefert einen Überblick über erste experimentelle Studien zur Wirkung des SoP. Dabei kann in keiner der Studien eine positive Wirkung des SoP festgestellt werden. Im Einklang mit den Vorhersagen der Modellanalyse zeigen die experimentellen Befunde, dass ein nachvertragliches bindendes SoP mit erheblichen Wohlfahrtsverlusten verbunden sein kann und seine Einführung deshalb schädlich sein könnte. Andere Formen des nachvertraglichen SoP wirken bestenfalls neutral und bieten keine erkennbaren Vorteile im Vergleich zu einer Welt ohne SoP.

Der Rest des Beitrags gliedert sich wie folgt: Abschn. 2 beinhaltet die Diskussion der mit der Einführung des SoP verbundenen Ziele und eine Systematisierung der wesentlichen Gestaltungsoptionen. Abschnitt 3 untersucht im Rahmen eines einfachen Agency-Modells die ökonomischen Konsequenzen der relevanten SoP-Varianten und diskutiert deren potenzielle Auswirkungen auf die Ausgestaltung von Vergütungssystemen und den daraus resultierenden Nutzen von Management und Aktionären. Die Abschn. 4 und 5 geben einen Überblick über bisherige empirische und experimentelle Studien zu SoP. Abschnitt 6 beschließt den Beitrag mit einer Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse.

## **2 Ziele und Gestaltungsoptionen des SoP**

### **2.1 Motive für die Einführung des SoP**

In Abhängigkeit von dem vorliegenden System der Unternehmensverfassung liegt in Aktiengesellschaften die Entscheidung über die Höhe und die Struktur der Vergütung der Vorstandsmitglieder bzw. exekutiven Verwaltungsratsmitglieder entweder beim Aufsichtsrat

(dualistisches System) oder beim Verwaltungsrat (monoistisches System). Da diese Unterscheidung für die weitere Analyse unerheblich ist, wird im Folgenden unabhängig vom vorliegenden System der Unternehmensverfassung für die zur Festsetzung der Vergütung des Top-Managements befugte Instanz der Begriff „Kontrollgremium“ verwendet. Dieses wird bei der Wahrnehmung seiner Aufgabe in der Regel von einem Vergütungsausschuss (compensation committee) unterstützt. Der Ausschuss soll, gegebenenfalls unter Hinzuziehung externer Vergütungsberater, Vorschläge für die Gestaltung der Entlohnung des Top-Managements erarbeiten und diese in regelmäßigen Abständen kontrollieren.<sup>11</sup>

In diesem System war es bis vor kurzem die Regel, dass sich die Aktionäre weder direkt zur Vergütung des Managements äußern, noch einen unmittelbaren Einfluss auf deren Gestaltung ausüben können. Deshalb mussten sie letztlich darauf vertrauen können, dass die von ihnen gewählten Vertreter keine Vergütungen beschließen, die den Interessen der Unternehmenseigner entgegenstehen. Der potenzielle Interessenkonflikt zwischen Kontrollgremium und Aktionären kann im Wesentlichen zwei Auswirkungen haben:

1. Ein unangemessenes Niveau der Vergütung
2. Eine suboptimale Struktur der Vergütung

Im ersten Fall erscheint die Gesamtvergütung des Managements aus Sicht der Aktionäre überhöht. Im zweiten Fall widerspricht die Struktur der Entlohnung den Aktionärsinteressen, etwa weil sie nur ungenügend mit der Unternehmensperformance variiert oder aber weil sie falsche Investitionsanreize setzt.<sup>12</sup> Sind einzelne Aktionäre oder Aktionärsgruppen mit der vom Kontrollgremium verfolgten Vergütungspolitik unzufrieden, müssen sie in einer Welt ohne SoP Maßnahmen ergreifen, die in der Regel deutlich über die eigentlich intendierte Kritik an der Höhe oder der Struktur der Vergütung hinausgehen. So könnten die Aktionäre etwa gegen die Feststellung des Jahresabschlusses stimmen oder aber den Mitgliedern des Kontrollgremiums die Entlastung bzw. die Wiederwahl verweigern.<sup>13</sup> Sind die Aktionäre ansonsten mit der Arbeit des Kontrollgremiums einverstanden, stehen sie vor dem Dilemma, entweder ein Kontrollgremium zu sanktionieren mit dem sie im Grunde genommen zufrieden sind, oder aber eine aus ihrer Sicht unangemessene Vergütungspolitik zu akzeptieren.

Durch die Einführung eines eigenen Abstimmungsrechts in Vergütungsfragen kann dieser Zielkonflikt entschärft werden, da es die Aktionäre in die Lage versetzt, dem Kontrollgremium ihre Unzufriedenheit mit der Vergütungspolitik gezielt zu signalisieren. Dieser Mechanismus verstärkt die Rechenschaftspflicht des Kontrollgremiums gegenüber den Aktionären in Vergütungsfragen (EU-Kommission 2004) und schafft dadurch im besten Fall Anreize, allfällige Unstimmigkeiten bezüglich des Vergütungssystems bereits im Vorfeld oder aber spätestens in Folge eines negativen Aktionärsvotums zu beseitigen und auf diese Weise einen weitergehenden Konflikt mit den Aktionären zu vermeiden.<sup>14</sup>

In wie weit das SoP tatsächlich die erhofften Anreize für das Kontrollgremiums setzen kann, hängt allerdings davon ab, wie die Abstimmungsrechte konkret ausgestaltet werden. Der nächste Abschnitt gibt deshalb einen Überblick der grundlegenden Gestaltungsmöglichkeiten des SoP.

**Tab. 1:** Optionen für die Ausgestaltung des SoP

Gestaltungsmerkmal	Mögliche Ausprägungen
Verpflichtungsgrad	Optional (freiwillig, auf Antrag der Aktionäre oder der Verwaltung), bedingt verpflichtend, verpflichtend
Gegenstand	Vergütungsbericht, Vergütungspolitik, Höhe und/oder Struktur der Vergütung, einzelne Elemente der Vergütung
Zeitpunkt	Vorvertraglich, nachvertraglich
Rechtsfolge	Konsultativ, bindend

## 2.2 Grundlegende Optionen der Gestaltung des SoP

Auch wenn sich die Motive für die Einführung des SoP in den meisten Ländern gleichen dürften, zeigt der einleitende Überblick, dass hinsichtlich seiner konkreten Ausgestaltung erhebliche Unterschiede bestehen.

Aus theoretischer Sicht lassen sich die denkbaren SoP-Varianten anhand von vier Kriterien systematisieren. Zum einen ist dies der Verpflichtungsgrad, zweitens der Abstimmungsgegenstand, drittens der Abstimmungszeitpunkt und viertens die Rechtsfolgen der Abstimmung. Tabelle 1 gibt einen Überblick der möglichen Gestaltungsoptionen.<sup>15</sup>

Der Verpflichtungsgrad bestimmt den Entscheidungsspielraum des Unternehmens hinsichtlich der Durchführung der Abstimmung. Die Extrempunkte bilden die freiwillige Abstimmung nach dem deutschen Modell und eine verbindliche jährliche Abstimmungspflicht nach dem Vorbild Großbritanniens. Grundsätzlich wäre es auch denkbar, die Abstimmungspflicht an das Eintreten konkreter Bedingungen zu knüpfen, wie etwa die Realisation eines Jahresverlusts oder die Überschreitung eines bestimmten Anteils der gesamten Vorstandsvergütung am Bilanzgewinn.<sup>16</sup>

Schließlich kann die Abstimmung auch auf Antrag von Aktionären erfolgen, wie dies bspw. in den USA grundsätzlich seit der Einführung des Securities Exchange Act von 1934 möglich ist und in den letzten Jahren auch in zunehmendem Masse genutzt wurde.<sup>17</sup> Die beiden letzten Alternativen bieten den Vorteil, dass sie genau dann zur Anwendung gelangen, wenn aus Sicht der Aktionäre auch tatsächlich Handlungsbedarf besteht. Eine jährliche Pflichtabstimmung wird dagegen auch dann erforderlich, wenn die Aktionäre nichts an der Vergütung des Managements auszusetzen haben. Eine freiwillige Abstimmung bietet demgegenüber starke Anreize, die Abstimmung gerade in Problemfällen zu umgehen.

Der Gegenstand der Abstimmung bestimmt, worauf sich das Votum der Aktionäre konkret bezieht. In den meisten Fällen geht es entweder um die Grundzüge des Vergütungssystems oder die Vergütungspolitik. Es ist aber grundsätzlich auch denkbar, eine Abstimmung über die Höhe der Gesamtvergütung der Geschäftsleitung oder einzelne Elemente des Vergütungssystems, wie Bonuspläne oder Aktienoptionsprogramme vorzusehen. Dabei gilt es zu beachten, dass ein negatives Aktionärsvotum umso leichter umzusetzen ist, je konkreter der Abstimmungsgegenstand bestimmt wird. So dürfte es in der Praxis schwierig sein, aus einer Ablehnung des Vergütungsberichtes abzuleiten, welche Elemente der Vergütung aus Sicht der Aktionäre anpassungsbedürftig erscheinen.

Der Zeitpunkt der Abstimmung stellt auf die Frage ab, ob die Abstimmung vor (ex ante) oder nach der Entscheidung (ex post) über die Vergütung bzw. dem Abschluss der Vergütungsverträge erfolgt und bestimmt damit, ob das SoP darauf abzielt, die vom Kontrollgremium bereits beschlossene Vergütungspolitik gutzuheißen oder ob es eher darum geht, die Rahmenbedingungen für die Ausgestaltung der künftigen Vergütungspolitik zu setzen.<sup>18</sup>

Das vermutlich bedeutendste Kriterium für die Wirksamkeit des SoP sind die mit der Abstimmung verbundenen Rechtsfolgen. Ist die Abstimmung wie in Deutschland, Großbritannien oder den USA konsultativ, hat ein negatives Aktionärsvotum keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Vergütung. Die Aktionäre können dem Kontrollgremium lediglich ihre Unzufriedenheit mit der Managementvergütung signalisieren, sie können es aber nicht zwingen, die fraglichen Vergütungspraktiken auch tatsächlich zu unterlassen. Der Hauptvorteil eines konsultativen Votums aus Sicht des Kontrollgremiums und des Managements ist der Schutz der vertraglich vereinbarten Rechte der Geschäftsleitungsmitglieder vor nachträglichen Eingriffen der Aktionäre. Die bedingungslose Durchsetzbarkeit abgeschlossener Vergütungsverträge stellt jedoch aus Sicht der Aktionäre zugleich auch den Hauptnachteil eines konsultativen Votums dar, weil die Aktionäre selbst dann nicht wirksam gegen die Vergütungspolitik des Kontrollgremiums vorgehen können, wenn diese den Interessen der Aktionäre in starkem Maße widerspricht.<sup>19</sup>

Ist das Aktionärsvotum dagegen bindend, verhält es sich genau umgekehrt. Die Aktionäre können sich nun effektiv gegen nachteilige Vergütungspraktiken zur Wehr setzen, während der Handlungsspielraum des Kontrollgremiums bei der Festsetzung der Vergütung erheblich eingeschränkt wird. In der Praxis finden bindende Voten hauptsächlich im Rahmen vorvertraglicher Abstimmungen über die zukünftige Vergütungspolitik Anwendung.<sup>20</sup> Dabei können die Aktionäre zwar ex ante den Rahmen der aus ihrer Sicht akzeptablen Vergütungspraktiken definieren, sie können aber nicht nachträglich in einmal geschlossene Vergütungsverträge eingreifen.

Dieses Problem existiert jedoch, wenn den Aktionären das Recht zugestanden wird, ex post ein bindendes Votum über die Höhe der im Geschäftsjahr ausgerichteten Managementvergütungen oder Bestandteile derselben abzugeben. In diesen Fällen können im Prinzip nur noch bedingte Entlohnungsverträge abgeschlossen werden, die erst mit der nachträglichen Zustimmung der Aktionäre ihre endgültige Wirksamkeit erlangen.<sup>21</sup>

### **3 Einfluss des SoP auf die Gestaltung von Anreizverträgen**

#### **3.1 Analyserahmen und grundlegende Modellannahmen**

Gegenstand dieses Abschnitts ist die Analyse der von den in Abschn. 2.2 dargelegten Gestaltungsoptionen ausgehenden Anreizwirkungen. Aus Gründen der Übersichtlichkeit konzentriert sich die Untersuchung auf die Wirkung des Zeitpunktes (vorvertraglich vs. nachvertraglich) und der Rechtsfolgen des SoP (konsultativ vs. bindend). Darüber hinaus wird zunächst angenommen, dass die jeweils betrachtete SoP-Variante vor Vertragsschluss verpflichtend eingeführt wird und von den Unternehmen angewandt werden muss. Als mögliche Alternative wird schließlich auch eine bedingt verpflichtende Abstimmung un-

**Tab. 2:** Grundelemente des Agency-Modells

Cashflow	$x = z + b \cdot a + \varepsilon$
Entlohnung	$s(x) = w + v \cdot x$
Zielfunktion Agent	$CEA = E[s(x)] - C(a) - R(v), \quad C(a) = c \cdot \frac{a^2}{2}, \quad R(v) = \frac{r}{2} \cdot v^2 \cdot \sigma^2$
Zielfunktion Prinzipal	$CEP = E[x] - E[s(x)]$

tersucht. Der konkrete Gegenstand der Abstimmung und die Konsequenzen eines negativen Votums werden weiter unten präzisiert.

Den Rahmen der Analyse bildet ein einfaches lineares Prinzipal-Agenten-Modell mit drei Akteuren. Erstens, den risikoneutralen Aktionären (im Folgenden auch Prinzipal), zweitens, einem arbeits- und risikoscheuen CEO als Repräsentanten des Managements (im Folgenden auch Agent) und drittens, einem Kontrollgremium, das im Namen der Aktionäre den Entlohnungsvertrag mit dem CEO aushandelt und abschließt. Die Produktionstechnologie, die Entlohnungsfunktion und die Präferenzen von Prinzipal und Agent sind in Tab. 2 wiedergegeben.

Darin bezeichnet  $a$  den Arbeitseinsatz des Agenten,  $\varepsilon \in [\underline{\varepsilon}, \bar{\varepsilon}]$  eine Zufallsvariable mit Erwartungswert Null und Varianz  $\sigma^2$ ,  $w$  das Fixum,  $v$  die Bonusrate,  $C(a)$ , das monetäre Äquivalent des Arbeitsleids und  $R(v)$  die Risikoprämie. Die verbleibenden Parameter bezeichnen den Basiccashflow ( $z$ ) die Grenzproduktivität des Arbeitseinsatzes ( $b$ ), die Steigung der Grenzkostenfunktion des Agenten ( $c$ ) sowie das Arrow-Pratt-Maß der absoluten Risikoaversion des Agenten ( $r$ ).

Diese Annahmen entsprechen dem Standardfall des linearen Agency-Modells mit quadratischer Kostenfunktion. Gleichwohl wird in der Tat kein LEN-Modell betrachtet, sondern abweichend dazu vereinfachend unterstellt, dass die Präferenzen des Agenten und die lineare Struktur des Entlohnungsvertrages exogen gegeben sind und der Träger des Störterms  $\varepsilon$  so beschaffen ist, dass keine negativen Cashflows und damit keinen negativen Entlohnungen auftreten können.<sup>22</sup> Konkret sei  $z \geq -\underline{\varepsilon}$ , so dass  $x$  für jedes Anstrengungsniveau des Agenten positiv ist.

Die eigentliche Erweiterung des bekannten Modellrahmens im Hinblick auf den Untersuchungsgegenstand besteht jedoch nicht in dieser vereinfachenden Annahme, sondern in der expliziten Einbeziehung des Kontrollgremiums bei der Gestaltung des Entlohnungsvertrages und der Betrachtung unterschiedlicher SoP-Varianten. Das Kontrollgremium hat im Modell ausschließlich die Funktion, für den Prinzipal den Entlohnungsvertrag mit dem Agenten auszuhandeln.<sup>23</sup> Im Gegensatz zu der Annahme des Standardmodells, in dem unterstellt wird, dass die Aktionäre den Vertrag mit dem Management schließen, entspricht diese Aufgabenverteilung der Praxis und ist deshalb im Rahmen des Modells exogen gegeben.

Dabei nehmen wir an, dass das Kontrollgremium zwar grundsätzlich die Interessen der Aktionäre vertritt, also  $CEP$  maximiert, aber bei den Gehaltsverhandlungen mit dem Agenten weniger durchsetzungsstark bzw. durchsetzungswillig ist als dies für den Prinzipal im Standardmodell unterstellt wird. Dieses geht nämlich davon aus, dass der Prinzipal alle Verhandlungsmacht besitzt und dem Agenten eine *take-it-or-leave-it* Offerte macht, die diesem im Erwartungswert gerade seinen Reservationsnutzen  $\underline{U}$  garantiert. Im Gegensatz

dazu gehen wir davon aus, dass das Kontrollgremium mit dem Agenten den Entlohnungsvertrag aushandelt und ihm im Zuge der Verhandlungen neben seinem Reservationsnutzen auch einen Anteil  $1 - \lambda$ ,  $\lambda \in [0, 1]$ , am erwarteten Gesamtergebnis der Agentur zubilligt. Im Rahmen der Analyse wird folglich unterstellt, dass das Kontrollgremium bei der Festsetzung der Entlohnung des Agenten statt der üblichen Teilnahmebedingung folgende Nebenbedingung berücksichtigt.

$$CEA \geq (1 - \lambda) \cdot SP + \underline{U} \quad (1)$$

Da der Agent wegen Bedingung (1) mindestens seinen Reservationsnutzen erhält, ist sichergestellt, dass er den vom Kontrollgremium vorgeschlagenen Vertrag in jedem Fall akzeptiert und gegenüber dem Standardmodell eine Rente in Höhe von  $(1 - \lambda) \cdot SP$  erzielt. Dabei bestimmt sich das Gesamtergebnis der Agentur als Summe der Nutzen von Prinzipal und Agent,  $SP = CEP + CEA$ , die sich als Differenz zwischen dem erwarteten Ergebnis  $E[x]$ , den persönlichen Kosten  $C(a)$  und der Risikoprämie  $R(v)$  des Agenten ergibt.

Der Parameter  $\lambda$  ist exogen gegeben. Er kann auf zwei Arten interpretiert werden: Zum einen misst er die Verhandlungsstärke bzw. das Verhandlungsgeschick des Kontrollgremiums gegenüber dem Management bei der Durchsetzung der Interessen der Aktionäre<sup>24</sup>, zum anderen kann er das Ausmaß repräsentieren, in dem die Interessen des Kontrollgremiums mit den Interessen der Aktionäre übereinstimmen.<sup>25</sup> Dabei gilt: je höher  $\lambda$ , desto größer das Verhandlungsgeschick des Kontrollgremiums bzw. dessen Übereinstimmung mit den Interessen der Aktionäre.<sup>26</sup>

Es ist offensichtlich, dass die Delegation der Vergütungsentscheidung an das Kontrollgremium den Aktionären im Rahmen des Modells keinen Nutzen stiftet. In der Literatur finden sich jedoch eine Reihe von Gründen dafür, dass eine partielle Übereinstimmung der Interessen von Management und Kontrollgremium ( $\lambda < 1$ ) aus Sicht der Aktionäre durchaus vorteilhaft sein kann.<sup>27</sup> Eine Endogenisierung der Delegationsentscheidung würde jedoch den Rahmen der vorliegenden Analyse sprengen weshalb die Zuständigkeit des Kontrollgremiums für die Vergütungsentscheidung als gegeben angenommen wird.<sup>28</sup>

### 3.2 Benchmarkfall: kein SoP

Die Lösung des Benchmarkfalls ohne Aktionärsrechte ergibt sich wie im Standardmodell als teilspielperfektes Gleichgewicht eines zweistufigen Spiels, bei dem zunächst auf der ersten Stufe das Kontrollgremium den Entlohnungsvertrag entwirft und der Agent auf der zweiten Stufe seinen Arbeitseinsatz wählt. Um die Parameter des optimalen linearen Entlohnungsvertrags zu bestimmen, löst das Kontrollgremium folgendes beschränktes Optimierungsproblem:

$$\begin{aligned} \max_{a, w, v} \quad & CEP = E[x] - E[s(x)] \\ \text{u. d. N.} \quad & CEA \geq (1 - \lambda) \cdot SP + \underline{U} \\ & a = \arg \max_{a'} CEA(a). \end{aligned} \quad (2)$$

Die erste Nebenbedingung bestimmt die Höhe der erwarteten Entlohnung des Agenten und stellt zugleich dessen Teilnahme sicher. Die zweite Nebenbedingung berücksichtigt, dass der Agent mit seinem Arbeitseinsatz das Sicherheitsäquivalent seines Erwartungsnutzens maximiert. Ersetzt man für den optimalen Arbeitseinsatz  $a(v) = b \cdot v/c$  aus der Anreizbedingung und setzt für die erwartete Entlohnung den Ausdruck ein, der sich aus Bedingung (1) ergibt, reduziert sich das Optimierungsproblem des Kontrollgremiums auf

$$\max_v CEP = \lambda \cdot SP(v) - \underline{U}, \quad (3)$$

mit  $SP(v) = E[x(a(v))] - C(a(v)) - R(v)$ . Der Ausdruck in (3) entspricht gleichzeitig dem erwarteten Nettoüberschuss des Prinzipals unter Berücksichtigung des Verhandlungsergebnisses; dieser steigt in  $\lambda$ , der Verhandlungsstärke des Kontrollgremiums. Die Lösung des reduzierten Problems in (3) ergibt die aus der Literatur bekannte Bonusrate eines linearen Agency-Modells  $v^* = b^2/(b^2 + c \cdot r \cdot \sigma^2)$ . Sie steigt bekanntlich in der Grenzproduktivität des Agenten ( $b$ ) und nimmt mit der Risikoaversion ( $r$ ), der Varianz des Performancemaßes ( $\sigma^2$ ) und der Steigung der Grenzkostenfunktion ( $c$ ) ab.

Die Delegation der Vertragsverhandlungen führt also unter den Bedingungen des Modells nicht zu einer Veränderung der optimalen Anreizintensität und wirkt sich deshalb auch nicht auf den gleichgewichtigen Arbeitseinsatz des Agenten aus. Dieses Ergebnis folgt wie im Standardfall aus der Tatsache, dass in einem linearen Agency-Modell die Entscheidungen über die optimale Anreizgestaltung und die Aufteilung des erwirtschafteten Ergebnisses zwischen Prinzipal und Agent vollständig voneinander separierbar sind. Die Anreizsetzung mittels der variablen Entlohnungsrate  $v$  erfolgt dabei stets so, dass der Gesamtüberschuss der Agentur unabhängig von dessen Verteilung maximiert wird. Der so entstandenen Kuchen wird dann mit Hilfe des Festgehaltenes zwischen Prinzipal und Agent aufgeteilt.

Da die potenzielle Abhängigkeit des Kontrollgremiums nicht die Entstehung, sondern lediglich die Verteilung des erwirtschafteten Ergebnisses berührt, gibt es auch keinen rationalen Grund dafür, dass das Kontrollgremium eine andere Anreizrate als die Aktionäre festsetzen sollte.<sup>29</sup>

Entsprechend wirkt sich die potenzielle Abhängigkeit des Kontrollgremiums lediglich auf die Höhe des Fixums  $w$  aus. Im Standardmodell ist das Fixum durch den Ausdruck  $w^\circ = \underline{U} + C(a(v^*)) + R(v^*) - v^* \cdot E[x(a(v^*))]$  gegeben. Es deckt den Reservationsnutzen, die Arbeitskosten und die Risikoprämie unter Abzug des erwarteten variablen Lohns. Um die weitere Analyse auf den praxisrelevanten Fall eines positiven Festgehaltenes zu beschränken, sei im Folgenden unterstellt, dass im Gleichgewicht folgende Bedingung erfüllt ist:

$$C(a(v^*)) + R(v^*) > v^* \cdot E[x(a(v^*))], \quad (4)$$

also der erwartete variable Lohn des Agenten die Summe aus den Kosten des Arbeitseinsatzes und der Risikoprämie nicht übersteigt.<sup>30</sup> Da die variable Entlohnung des Agenten nicht negativ werden kann, ist es deshalb im Rahmen der vorliegenden Analyse nicht möglich, dass der Agent nach Realisierung des Umweltzustandes  $\varepsilon$  eine negative Gesamtvergütung

realisiert. Vielmehr steigt durch die Zuständigkeit des Kontrollgremiums für die Festlegung der Vergütung das Festgehalt auf

$$w^* = w^\circ + (1 - \lambda) \cdot SP(v^*) \quad (5)$$

Der Ausdruck in (5) wird dabei umso größer, je kleiner  $\lambda$  ist. Er stimmt nur dann mit der Lösung des Standardmodells überein, wenn das Kontrollgremium bereit und in der Lage ist, in den Verhandlungen den gesamten Surplus für die Aktionäre zu erzielen ( $\lambda = 1$ ). Für alle anderen Fälle bewirkt die Delegation der Vertragsverhandlungen an das Kontrollgremium eine Steigerung der erwarteten Gesamtvergütung auf Kosten der Unternehmenseigner. Schließlich bewirkt die durch die Abhängigkeit des Kontrollgremiums bewirkte Erhöhung des Fixums wegen der unveränderten Höhe der variablen Bezüge gleichzeitig einen Rückgang des erfolgsabhängigen Anteils der Entlohnung an der Gesamtentlohnung.

### 3.3 Wirkung des nachvertraglichen SoP

Um den Einfluss des SoP auf die Vertragsgestaltung und die Managementanreize untersuchen zu können, müssen neben dem Zeitpunkt und der Rechtsfolge der Abstimmung auch der Abstimmungsgegenstand und die Konsequenzen eines ablehnenden Votums definiert werden. In diesem Abschnitt untersuchen wir zunächst verpflichtende nachvertragliche Abstimmungen und betrachten dabei erstens ein konsultatives, und zweitens ein bindendes Votum der Aktionäre. Als Alternative wird schließlich auch eine bedingt verpflichtende, bindende Abstimmung betrachtet.

Dabei nehmen wir an, dass die Aktionäre nach Realisation des Jahresergebnisses über die Auszahlung der vom Kontrollgremium vereinbarten Vergütung des CEO,  $s^*(x) = w^* + v^*x$ , abstimmen können. Das Votum der Aktionäre bezieht sich also gleichsam auf die Akzeptanz des zu Periodenbeginn abgeschlossenen Vergütungsvertrages wie auch auf die Höhe der ex post realisierten Entlohnung. Wir gehen im Folgenden davon aus, dass der CEO im Falle einer wirksamen Ablehnung der vereinbarten Vergütung durch die Aktionäre, lediglich eine fixe Zahlung  $\underline{s}$  erhält. Dieser Betrag repräsentiert die im Falle einer gerichtlichen Auseinandersetzung seitens des CEO mindestens erzielbare Vergütung, also den Teil der vertraglich vereinbarten Vergütung, den der CEO im Streitfall vor Gericht durchsetzen könnte. Zur Vereinfachung der Notation unterstellen wir im Folgenden dass die Mindestzahlung dem Reservationsnutzen des Agenten entspricht, also  $\underline{s} = \underline{U}$ .

Betrachten wir zunächst das optimale Abstimmungsverhalten der Aktionäre. Im Falle eines konsultativen Votums hat die Abstimmung keine Auswirkung auf die Durchsetzung des zu Periodenbeginn geschlossenen Entlohnungsvertrages. Deshalb sind die Aktionäre indifferent zwischen Annahme und Ablehnung des Antrages, so dass im Ergebnis der optimale Entlohnungsvertrag aus Abschn. 3.2 implementiert wird.

Ist das Votum bindend, hat das SoP Rückwirkungen auf den optimalen Entlohnungsvertrag und den gleichgewichtigen Arbeitseinsatz des Managers. Nehmen wir zunächst an, dass das Kontrollgremium dem Manager den optimalen Entlohnungsvertrag  $s^*(x)$  anbietet. Da die variable Entlohnung nicht negativ werden kann und das Fixum wegen Bedingung (4) höher ist als der Reservationsnutzen des Agenten, ist die vom Kontrollgremium vereinbarte Vergütung  $s^*(x)$  in jedem Fall höher als die im Falle eines negativen Votums zu leistende Mindestvergütung  $\underline{s}$ . Für die Aktionäre ist es daher ex post in jedem

**Tab. 3:** Gleichgewichtige Ergebnisverteilung bei nachvertraglichem SoP

SoP-Typ	CEP	CEA	SP
Konsultativ	$\lambda \cdot SP(v^*) - \underline{U}$	$(1 - \lambda) \cdot SP(v^*) + \underline{U}$	$SP(v^*)$
Bindend	$z - \underline{U}$	$\underline{U}$	$z$

Fall vorteilhaft, die vom Kontrollgremium vorgeschlagene Entlohnung abzulehnen und stattdessen lediglich die Mindestzahlung  $\underline{s}$  zu zahlen. Auf diese Weise erhöht sich der Nutzen der Aktionäre unabhängig von  $\lambda$  um den Betrag von  $s^*(x) - \underline{U}$ .

Da der Entlohnungsvertrag  $s^*(x)$  unter diesen Bedingungen ex post nicht durchsetzbar ist, macht es für das Kontrollgremium keinen Unterschied, ob es dem Agenten zunächst  $s^*(x)$  anbietet und das Votum der Aktionäre abwartet oder ob es das opportunistische Verhalten der Aktionäre antizipiert und dem Agenten von vornherein lediglich die ex post durchsetzbare Mindestvergütung anbietet. Dazu setzt das Kontrollgremium schlicht  $v = 0$  und  $w = \underline{s}$ . Wir unterstellen im Folgenden diese Lösung, so dass es im Gleichgewicht nie zu einer Abstimmung über die Managementvergütung kommt.<sup>31</sup>

Da  $v = 0$  ist, wird der Agent seinen Arbeitseinsatz auf Null zurückfahren. Risikoprämie und Arbeitsleid werden ebenfalls Null und der Agent erzielt einen Nutzen in Höhe von  $\underline{s} = \underline{U}$ . Da die Teilnahmebedingung erfüllt ist, wird der Agent den Vertrag gleichwohl annehmen. Wäre dagegen  $\underline{s} < \underline{U}$ , würde er von vornherein nicht für das Unternehmen tätig werden. Im Gleichgewicht ergibt sich die in Tab. 3 zusammengefasste Ergebnisverteilung.

Zunächst ist zu erkennen, dass das konsultative SoP unter den Bedingungen des Modells keinen Einfluss auf die Ergebnisverteilung und damit auf die Höhe der Managementvergütung hat. Damit wirkt es sich aber auch nicht negativ auf die Wohlfahrt aus, so dass entsprechende Regeln zwar wirkungslos sind aber auch keinen Schaden verursachen. Das nachvertragliche bindende SoP stellt dagegen ein geeignetes Instrument zur Reduktion der Managementvergütung dar. Gleichzeitig führt es aber aufgrund des auf Seiten der Aktionäre induzierten Opportunismus stets zu Wohlfahrtsverlusten ( $z < SP(v^*)$ ), weshalb diese Gestaltungsvariante insgesamt negativ zu beurteilen ist.

Immerhin profitieren die Aktionäre bei hinreichend kleiner Verhandlungsstärke  $\lambda$  des Kontrollgremiums von der Einführung des bindenden SoP indem sie einen höheren Gewinn erzielen, so dass das nachvertragliche bindende SoP in der Regel zwar das Gesamtergebnis der Agentur reduziert aber in gewissen Fällen zumindest die Stellung der Aktionäre verbessert. Ist jedoch die Verhandlungsstärke des Kontrollgremiums hinreichend groß ( $\lambda > z/SP(v^*)$ ) würden die Aktionäre ex ante bei Angebot des optimalen Vergütungsvertrages seitens des Kontrollgremiums und Annahme desselben durch die Aktionäre einen höheren Erwartungsnutzen erzielen als bei Implementierung des gleichgewichtigen Mindestlohnvertrages. Da es jedoch ex post rational ist, die optimale Vergütung nicht zu genehmigen, sehen sich Agent und Prinzipal für hinreichend große Werte von  $\lambda$  mit einem sequentiellen Gefangendilemma konfrontiert. Die Parteien könnten ihre Situation durch kooperatives Verhalten verbessern, veranlassen aber das Kontrollgremium aufgrund des durch das SoP verursachte zweifache Moral Hazard-Problem zum Angebot der gerichtlich durchsetzbaren Mindestvergütung und erleiden deshalb im Gleichgewicht einen Verlust.

In diesem Fall wäre es für die Aktionäre besser, sie könnten sich ex ante glaubwürdig dazu verpflichten, nach Vertragsschluss nicht gegen den vom Kontrollgremium vorgeschlagenen Vergütungsvertrag zu stimmen und damit dem Manager einen Anreiz zu bieten, seinen Arbeitseinsatz zu erhöhen. Ein derartiges Commitment könnte durch ein bedingt verpflichtendes und zugleich bindendes SoP herbeigeführt werden. Würden sich die Aktionäre etwa per Satzungsbeschluss dazu verpflichten, nur dann von ihrem bindenden Abstimmungsrecht Gebrauch zu machen, wenn die Vergütung einen bestimmten Betrag  $\bar{s}$  übersteigt, könnten die Aktionäre alle Verträge mit einer Vergütung  $s(x) < \bar{s}$  gegen die Gefahr einer nachträglichen Ablehnung, respektive gegen ihren eigenen ex post-Opportunismus, schützen.

Bei gegebener Verhandlungsstärke des Kontrollgremiums ist ein derartiges Commitment aus Sicht der Aktionäre ex ante rational, wenn  $\lambda > z/SP(v^*)$ , also wenn die Verhandlungsstärke des Kontrollgremiums hinreichend groß ist. Andernfalls wäre eine Ablehnung des Vergütungsvertrages aus Sicht der Aktionäre strikt zu bevorzugen. Entsprechend lautet unter den Bedingungen des Modells die Entscheidungsregel für die optimale Abstimmungsgrenze<sup>32</sup>

$$\bar{s}^* = \begin{cases} \infty & \text{für } \lambda \geq z/SP(v^*) \\ \underline{s} & \text{für } \lambda < z/SP(v^*) \end{cases} \quad (6)$$

Unter diesen Bedingungen wäre es für das Kontrollgremium in Unternehmen mit Werten von  $\lambda \geq z/SP(v^*)$  wiederum rational, von vornherein den optimalen Vertrag  $s^*(x)$  anzubieten. In Unternehmen mit relativ schwacher Vertretung der Aktionärsinteressen, d. h. für  $\lambda < z/SP(v^*)$ , wird dagegen weiterhin lediglich die Mindestvergütung  $\underline{s}$  angeboten. In Verbindung mit der optimalen Abstimmungshürde in (6) ergibt sich damit für die Aktionäre bei der bedingt verpflichtenden Anwendung des nachvertraglichen bindenden SoP folgender Gewinn in Abhängigkeit von der Verhandlungsstärke des Kontrollgremiums

$$CEP = \begin{cases} \lambda \cdot SP(v^*) - \underline{U} & \text{für } \lambda \geq z/SP(v^*) \\ z - \underline{U} & \text{für } \lambda < z/SP(v^*) \end{cases} \quad (7)$$

Der Ausdruck in (7) repräsentiert eine Kombination der gemäß Tab. 3 bei Gültigkeit der unbedingt verpflichtenden SoP-Varianten maximal erzielbaren Gewinne über den gesamten Wertebereich von  $\lambda$ . Nimmt man realistischerweise an, dass sich ein Regulator letztlich auf eine konkrete Regulierungsvariante festlegen muss, ist deshalb aus Sicht der Aktionäre ein bedingt verpflichtendes SoP aufgrund seiner Anpassungsfähigkeit an die Eigenschaften des Kontrollgremiums der jeweiligen Unternehmung gegenüber einer starren Anwendung einer der beiden unbedingt verpflichtenden SoP-Varianten strikt zu bevorzugen.

### 3.4 Wirkung des vorvertraglichen SoP

Im Falle des vorvertraglichen SoP ändert sich die Reihenfolge der Spielzüge dahingehend, dass die Aktionäre über die relevanten Elemente der Vergütung abstimmen müssen bevor das Kontrollgremium dem CEO sein Vertragsangebot unterbreitet. Ist das Votum

konsultativ, hat dies wiederum keine Auswirkung auf die Entscheidung des Kontrollgremiums, da die Aktionäre ihre abweichenden Vorstellungen über die Vergütung des Managements gegenüber dem Kontrollgremium nicht durchsetzen können. Die Aktionäre sind also wiederum indifferent zwischen Annahme und Ablehnung der Vergütungsvorschläge seitens des Kontrollgremiums.

Ist das Votum dagegen bindend, kommt es für die Beurteilung der Lösung entscheidend darauf an, worauf sich die Abstimmung konkret bezieht und welche Konsequenzen sich aus einem ablehnenden Beschluss für die Vertragsgestaltung ergeben. Unabhängig davon liegt der wesentliche Vorteil einer vorvertraglichen Abstimmung darin, dass sie keinen Eingriff in bestehende Vertragsverhältnisse gestattet und deshalb die mit dem Entlohnungsvertrag intendierten Anreizwirkungen nicht beeinträchtigt. Das in Abschn. 3.3 konstatierte doppelte Moral Hazard-Problem kann deshalb im Falle des vorvertraglichen SoP nicht auftreten.

Grundsätzlich kann sich die vorvertragliche Abstimmung auf allgemeine Grundsätze der Vergütungspolitik, die Verwendung einzelner Elemente oder Instrumente der Vergütung oder Vorgaben zu deren Höhe beziehen. Da die Vertragsgestaltung als solche nach herrschender Auffassung grundsätzlich nicht in die Kompetenz der Hauptversammlung fällt, ist es jedoch in der Regel ausgeschlossen, dass die Aktionäre dem Kontrollgremium den aus ihrer Sicht optimalen Vergütungsvertrag verbindlich vorgeben. Um die Ergebnisse der Analyse vergleichbar zu machen, wollen wir im Folgenden unterstellen, dass den Aktionären dasselbe Instrumentarium zur Verfügung steht wie im Falle des nachvertraglichen SoP. Sie können also lediglich den vom Kontrollgremium entworfenen Vergütungsvertrag  $s^*(x)$  gutheißen oder ablehnen und zusätzlich die Wahrnehmung ihres Abstimmungsrechts von der Überschreitung einer Obergrenze  $\bar{s}$  für die erwartete Gesamtvergütung abhängig machen.

Aus Gründen der Vergleichbarkeit wollen wir wiederum davon ausgehen, dass das Kontrollgremium dem Agenten im Falle einer Ablehnung des Vertragsentwurfs wiederum den Vertrag mit den Parametern  $v = 0$  und  $w = \underline{s}$  anbietet, so dass der Agent lediglich seinen Reservationsnutzen erzielt. Entsprechend wird bei Ablehnung des Vertragsentwurfs ex post dasselbe Resultat erzielt wie im Falle einer bindenden vorvertraglichen Abstimmung.

Im Unterschied dazu müssen die Aktionäre die Entscheidung über ihr Stimmverhalten aber im Falle eines vorvertraglichen SoP anhand eines Vergleichs der ex ante zu erwartenden Gewinne treffen. Deshalb ist eine Ablehnung des optimalen Vergütungsvertrages  $s^*(x)$  nur dann rational, wenn seine Implementierung einen geringeren Gewinn erwarten lässt als seine Ablehnung. Das ist aber nur dann der Fall, wenn  $\lambda < z/SP(v^*)$ , also die Übereinstimmung der Interessen des Kontrollgremiums mit denen der Aktionäre relativ gering ist. Vertritt das Kontrollgremium dagegen von sich aus in hinreichendem Maße die Interessen der Aktionäre, so dass  $\lambda \geq z/SP(v^*)$ , werden letztere im eigenen Interesse dem vom Kontrollgremium vorgeschlagenen Vergütungsvertrag zustimmen. Im Endeffekt führen damit das verpflichtende, vorvertragliche bindende SoP zur gleichen Ergebnisverteilung und identischem Abstimmungsverhalten wie das bedingt verpflichtende, nachvertragliche bindende SoP gemäß Gl. (7).

### 3.5 Zwischenfazit zur Wirkung des SoP

Die Ergebnisse der Modellanalyse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- a. Das konsultative SoP leistet aufgrund seiner mangelnden Durchsetzbarkeit unabhängig vom Zeitpunkt des Votums keinen Beitrag zur Reduktion der Managementvergütung. Es bewirkt aber auch keine Wohlfahrtsverluste relativ zum Benchmarkfall einer Welt ohne SoP.
- b. Das bindende SoP stellt wegen seiner Durchsetzbarkeit ein effektives Instrument zur Begrenzung der Managementvergütung dar. Allerdings führt es aufgrund der reduzierten Managementanreize auch stets zu Wohlfahrtsverlusten relativ zum Benchmarkfall.
- c. Das nachvertragliche bindende SoP induziert ein doppeltes Moral Hazard-Problem auf Seiten des Managements und der Aktionäre und bewirkt deshalb den maximalen Wohlfahrtsverlust unter allen untersuchten SoP-Varianten. Aus Sicht der Aktionäre ist es gegenüber dem konsultativen SoP nur dann zu bevorzugen, wenn die Verhandlungsstärke des Kontrollgremiums relativ schwach ist.
- d. Das verpflichtende, vorvertragliche bindende SoP ist aus Sicht der Aktionäre ökonomisch äquivalent mit dem bedingt verpflichtenden, nachvertraglichen bindenden SoP. Beide SoP-Designs erlauben es den Aktionären, sich ex ante glaubhaft zu verpflichten, den vom Kontrollgremium vorgeschlagenen Vergütungsvertrag zu akzeptieren, wenn dies für sie vorteilhaft ist.
- e. Die beiden Varianten unter d) dominieren aus Sicht der Aktionäre für alle möglichen Zielfunktionen des Kontrollgremiums die anderen untersuchten SoP-Typen.

Aus regulatorischer Sicht ergibt sich damit das folgende Dilemma: Eine wirksame Kontrolle der Vergütungspolitik ist nur mit Hilfe des bindenden SoP zu erreichen. Dieses führt aber regelmäßig zu Wohlfahrtsverlusten und kann bei naiver Anwendung auch für die Aktionäre mit erheblichen Nachteilen verbunden sein. Dies gilt insbesondere für das nachvertragliche SoP. Geht es bei der Regulierung ausschließlich um die Stärkung der Aktionärsposition, werden das verpflichtende, vorvertragliche bindende SoP und das bedingt verpflichtende, nachvertragliche bindende SoP den regulatorischen Zielen am besten gerecht.

## 4 Empirische Untersuchungen über die Wirkungsweise des SoP

### 4.1 Klassifikation der vorliegenden empirischen Studien

Da SoP ein relativ neues Phänomen darstellt, ist die bisherige empirische Forschung zum Thema recht überschaubar. Ziel dieses Abschnittes ist es, einen Überblick über die wichtigsten vorhandenen Studien zu liefern. Die aktuell vorliegenden Studien können hinsichtlich ihrer Untersuchungsgegenstände in drei Gruppen unterteilt werden:

1. Studien zur Kapitalmarktreaktion auf die Einführung des SoP.<sup>33</sup>
2. Studien zur ökonomischen Wirkung des konsultativen SoP. Die entsprechenden Studien basieren ausschließlich auf Daten aus Großbritannien.<sup>34</sup>

### 3. Studien zur ökonomischen Wirkung des optionalen SoP.<sup>35</sup>

Nachfolgend werden die Fragestellungen, Untersuchungsgegenstände und Ergebnisse der einzelnen Studien dargestellt, systematisiert und hinsichtlich ihres Erkenntnisbeitrages zum Verständnis der verschiedenen SoP-Formen gewürdigt.

#### 4.2 Kapitalmarktreaktionen auf SoP

Die Studien von Cai und Walkling (2011) und Wagner und Wenk (2010) analysieren die Reaktion des Kapitalmarkts auf die Möglichkeit einer verpflichtenden Einführung des SoP in den USA respektive der Schweiz. Interessanterweise fällt die Reaktion der Kapitalmärkte in Abhängigkeit von der Rechtsfolge des SoP stark unterschiedlich aus.

Cai und Walkling (2011) untersuchen zunächst, wie sich die Annahme des Gesetzesentwurfes im US-amerikanischen Repräsentantenhaus zur Einführung des SoP auf die Aktienkurse der 1.270 größten US-amerikanischen Unternehmen ausgewirkt hat. Der Gesetzesentwurf sah die verpflichtende Einführung eines nachvertraglichen konsultativen SoP vor. Die Studie zeigt, dass Unternehmen, die sich im Quartil mit den höchsten (tiefsten) CEO-Vergütungen befinden, über den Ereigniszeitraum signifikant positive (negative) abnormale Aktienkurssteigerungen realisieren konnten. Analog erzielten Unternehmen im Quartil mit der schwächsten Korrelation zwischen Unternehmenserfolg und CEO-Vergütung ebenfalls signifikant positive abnormale Kurssteigerungen.

Daneben leuchten Cai und Walkling (2011) auch mögliche Nachteile des SoP aus. Dazu analysieren sie die Reaktion des Kapitalmarktes auf 113 auf Aktionärsantrag durchgeführte SoP-Voten in US-amerikanischen Unternehmungen im Zeitraum zwischen 2006–2008. Cai und Walkling (2011) zeigen, dass die betroffenen Unternehmungen sich weder bezüglich der Höhe oder der Erfolgsabhängigkeit der CEO-Vergütung noch hinsichtlich der Qualität der Corporate Governance von anderen Unternehmungen unterscheiden. Damit ist es aus Sicht der Autoren unwahrscheinlich, dass diese Unternehmen vom SoP profitieren können. Entsprechend fällt die Kapitalmarktreaktion aus. Kommt der SoP-Antrag von gewerkschaftlicher Seite, sinkt der Aktienkurs sobald die Abstimmungsankündigung öffentlich bekannt wird. Wird der Antrag später abgelehnt, erholt sich der Aktienkurs jedoch wieder, wobei er umso stärker ansteigt, je deutlicher der Antrag zuvor von den Aktionären verworfen wurde.

Cai und Walkling (2011) kommen aufgrund ihrer Analysen zu dem Schluss, dass das SoP zwar potenziell in der Lage ist, den Wert von Unternehmen mit ineffizienter Vergütungspolitik zu steigern, aber auch die Gefahr birgt, dass in Unternehmen mit effizienter Vergütungspolitik durch übertriebenen Aktionismus seitens der Aktionäre Werte vernichtet werden.

Wagner und Wenk (2010) greifen das Design von Cai und Walkling (2011) auf und testen die Reaktion des Schweizer Kapitalmarktes auf die Ankündigung einer Volksinitiative, die u. a. die verpflichtende Einführung eines nachvertraglichen bindenden SoP vorsieht.<sup>36</sup> Die Ankündigung der Initiative führte über ein dreitägiges Ereignisfenster zu einem Verlust des Swiss Performance Index (SPI) von  $-1,34\%$ . Zusätzlich führte die Ankündigung zu bedeutenden Umschichtungen zwischen kleineren und sehr großen Unternehmen. Während die 20 größten Unternehmen eine Wertsteigerung von  $+3,98$  Mrd. CHF erfuhren, verlor der Rest des Marktes  $-2,74$  Mrd. CHF an Börsenkapitalisierung. Dabei

erfahren Unternehmen, die eine überdurchschnittlich hohe Vorstandsvergütung aufwiesen, ungleich höhere Wertverluste. Die beobachteten Ergebnisunterschiede im Vergleich zu den USA interpretieren die Autoren als Indiz dafür, dass der Kapitalmarkt die potenzielle Einführung eines bindenden SoP weit negativer beurteilt als die Einführung eines konsultativen SoP. Dieses Ergebnis deckt sich mit den Ergebnissen des theoretischen Modells aus Abschn. 3 und unterstreicht damit die praktische Bedeutsamkeit der Frage des optimalen SoP-Designs.

#### 4.3 Zur ökonomischen Wirkung des konsultativen SoP

Eine zweite Gruppe von Studien analysiert die Auswirkungen der Einführungen des verpflichtenden nachvertraglichen SoP ohne bindende Rechtsfolge in Großbritannien.<sup>37</sup> Ferri und Maber (2010) legen eine Ereignisstudie für den Zeitraum 2003–2004 vor, die auf einer Stichprobe des FTSE 350 basiert. Die Studie zeigt zunächst, dass Höhe und Wachstum der Vorstandsgehälter durch die Einführung des SoP nicht beeinflusst wurden. Ein paarweiser Vergleich der 75 Unternehmen mit den höchsten respektive den tiefsten Ablehnungsraten an SoP-Abstimmungen deutet überdies darauf hin, dass ein Großteil letzterer (ersterer) umstrittene Vergütungskomponenten, wie lange Kündigungsfristen oder Neubewertungsklauseln für Anreizprogramme bereits im Vorfeld (respektive nach der Abstimmung) reduziert oder eliminiert haben.

Die Autoren schließen daraus, dass ein konsultatives SoP wegen des mit einer hohen Ablehnungsquote potenziell verbundenen Reputationsverlustes trotz fehlender Rechtsfolge, sowohl ex ante als auch ex post Anreize zur Restrukturierung der Vergütung entfalten kann. Die Studie zeigt weiter, dass die Reagibilität der Vergütung auf eine schlechte Unternehmensperformance nach der Einführung des SoP zunimmt. Allerdings kann dieser Zusammenhang bei guter Performance nicht beobachtet werden. Interessanterweise scheint das SoP damit vor allem Anreize zur Optimierung der Vergütung im Falle schlechter Unternehmensperformance zu entfalten und damit dem Phänomen des „reward for failure“ wirksam zu begegnen. Gemäß den Ergebnissen von Ferri und Maber (2010) ist dieser Effekt besonders ausgeprägt bei Unternehmen mit überhöhten Vergütungen und solchen, die im Rahmen des SoP eine hohe Ablehnungsquote erfahren haben.

Alissa (2009) untersucht eine Stichprobe von 204 Unternehmen des FTSE 350 über den Zeitraum 2002–2008. Er zeigt, dass überhöhte Vergütungen zu einer höheren Ablehnungsrate des Vergütungsberichtes führen. Weiter deutet die Studie darauf hin, dass in Unternehmen mit stark überhöhten Vergütungen das Niveau der Gesamtvergütung des CEO negativ mit der Höhe vorjähriger Ablehnungsraten des Vergütungsberichtes korreliert ist. Ein analoger Zusammenhang für die gesamte Stichprobe kann allerdings nicht nachgewiesen werden. Hingegen wird für die gesamte Stichprobe gezeigt, dass die Wahrscheinlichkeit für einen unfreiwilligen CEO-Abgang positiv mit der vorjährigen Ablehnungsrate des Vergütungsberichtes und dem Ausmaß der überhöhten Vergütung korreliert ist.

Carter und Zamora (2009) untersuchen, welche Faktoren das Abstimmungsverhalten der Aktionäre über den Vergütungsbericht determinieren und ob die Ablehnungsrate des Vergütungsberichtes die Managementvergütung in den Folgejahren beeinflusst. Die Studie umfasst den Zeitraum 2002–2006 und basiert auf einer Stichprobe von 410 Unternehmen des FTSE 350. Sie zeigt, dass Aktionäre den Vergütungsbericht um so eher verweigern,

je höher die Gesamtvergütung des Vorstandes ausfällt, je schwächer der Zusammenhang zwischen der Höhe der Vergütung und der Unternehmensperformance ausgeprägt ist und je stärker die Vergütung eine Verwässerung des Aktienwertes erwarten lässt. Gleichwohl finden Carter und Zamora (2009) nur sehr schwache Evidenz dafür, dass negative Aktionärsvoten zu einer späteren Modifikation der Vergütungsstruktur führen.

Die Studie von Conyon und Sadler (2010) untersucht das Abstimmungsverhalten von Aktionären an Hauptversammlungen britischer Unternehmen über den Zeitraum 2002–2007. Die Studie zeigt, dass Aktionäre mit höherer Wahrscheinlichkeit gegen den Vergütungsbericht stimmen als gegen andere, nicht vergütungsbezogenen Anträge, wie z. B. die Wiederwahl des CEO. Analog zu den anderen Studien finden die Autoren, dass die Wahrscheinlichkeit für eine Ablehnung des Vergütungsberichts mit der Höhe der Vergütung steigt. Sie finden jedoch keine Hinweise dafür, dass Unternehmen, deren Vergütungsbericht auf eine hohe Ablehnung stößt, in der Folge das Niveau, die Struktur oder die Anreizintensität der Managementvergütung modifizieren.<sup>38</sup>

#### 4.4 Zur Wirkung des optionalen SoP

Eine dritte Gruppe von Studien untersucht Wirkung und Nutzen von Aktionärsabstimmungen über die Vergütung, die ohne eine entsprechende gesetzliche Verpflichtung, also freiwillig oder auf Aktionärsantrag durchgeführt wurden.

Burns und Minnick (2010) untersuchen für den Zeitraum 2007–2008, ob sich Höhe und Struktur der Vergütung des CEO, der übrigen Vorstandmitglieder (non-CEO executives) und des Kontrollgremiums ändern, nachdem ein Unternehmen auf Aktionärsantrag eine SoP-Abstimmung durchgeführt hat.<sup>39</sup> Die Studie basiert auf einer Stichprobe von 76 US-amerikanischen Unternehmen in denen ein SoP-Antrag gestellt wurde und vergleicht diese mit einer Kontrollgruppe ähnlicher US-Unternehmen, in denen kein entsprechender Antrag gestellt wurde.

Vergütungsdaten wurden über den Zeitraum 2003–2008 erhoben. Die Studie zeigt, dass die Gesamtvergütung des CEO nach einem SoP-Antrag zwar unverändert bleibt, die Struktur der Vergütung aber angepasst wird, indem Bonuszahlungen in bar vermehrt durch Aktienoptionsprogramme ersetzt werden. Für Vorstandsmitglieder hat ein SoP-Antrag eine analoge Reduktion des Bonus zur Folge, ohne dass diese allerdings mit Aktienoptionen aufgewogen wird. Die daraus resultierende Reduktion der Gesamtvergütung der Vorstandsmitglieder ist allerdings statistisch nicht signifikant. Die Gesamtvergütung des Kontrollorgans sinkt nach einem SoP-Antrag ebenfalls. Dies ist vor allem auf die Reduktion des Anteils angedienter Aktien an der Gesamtvergütung zurückzuführen.

Eine ähnliche Studie im deutschen Kontext wird von Rapp et al. (2010) vorgelegt. Sie untersuchen, welche Faktoren bewirken, dass Unternehmen des deutschen Prime Standards konsultative Abstimmungen über die Vorstandsvergütung durchführen. Die Studie basiert auf einer Stichprobe von 283 Unternehmen und umfasst den Zeitraum 2009–2010. Sie zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit der Durchführung einer Abstimmung mit der Medienpräsenz des Unternehmens und dem Anteil der sich im Streubesitz befindlichen Aktien steigt.

Wird eine Abstimmung durchgeführt, steigt die Zustimmung der Aktionäre mit der Eigentümerkonzentration. Weiter fällt die Zustimmung der Aktionäre tendenziell höher

aus, wenn über ein neues Vergütungssystem abgestimmt wird. Die Ergebnisse der Studie deuten darauf hin, dass Vergütungen in Unternehmen mit hoher Medienpräsenz und hoher Eigentümerdispersion einem stärkeren Legitimationsdruck unterliegen. Sie legen weiter die Vermutung nahe, dass neue Vergütungssysteme bereits im Vorfeld so ausgestaltet werden, dass eine Ablehnung im Falle einer Abstimmung unwahrscheinlich wird, was auf eine ex ante Wirkung des SoP schließen lässt. Die Studie unterscheidet hingegen nicht, in welchem Umfang die Abstimmungen durch die Verwaltung oder die Aktionäre beantragt werden. Damit bleibt unklar, ob das SoP in deutschen Unternehmen eher ein Instrument zur Legitimation der Vergütung durch die Verwaltung darstellt oder aber vielmehr der Kontrolle der Vergütung durch die Aktionäre dient.

#### 4.5 Zusammenfassende Würdigung der empirischen SoP-Studien

In den vorangegangenen Abschnitten wurden drei mögliche Kategorien von Auswirkungen der Einführung bzw. Durchführung des SoP diskutiert: i) Bewertungsfolgen einer möglichen Einführung des SoP auf den Kapitalmärkten, ii) Vergütungsfolgen, d. h. Auswirkungen auf Niveau, Struktur, Leistungsanbindung und Belohnungen für Fehlschläge, iii) Sonstige Folgen wie die Wahrscheinlichkeit eines unfreiwilligen CEO-Abgangs und die resultierende Verwässerung des Aktienwertes. Zusätzlich wurden iv) Charakteristika der Abstimmung, wie die Ablehnungsquote oder die Wahrscheinlichkeit eines optionalen SoP-Antrages, diskutiert.

Gemeinsamkeiten zwischen den Studien bestehen vor allem hinsichtlich der Frage, aus welchen Motiven die Aktionäre gegen den Vergütungsbericht stimmen. Danach ist die Ablehnung des Vergütungsberichtes durch die Aktionäre um so wahrscheinlicher, je höher die Vergütung absolut und relativ zum Marktstandard ist, je schwächer der Zusammenhang zwischen Vergütung und Unternehmensperformance ist und je stärker die zu erwartende Verwässerung des Aktienkurses ausfällt.

Ein Vergleich zwischen den Ergebnissen der empirischen Studien und den Modellresultaten ist mit dem bestehenden Datenmaterial nur eingeschränkt möglich. Zum einen liegen zurzeit nur wenige Studien vor, zum anderen untersucht die Mehrzahl der empirischen Arbeiten mangels anderweitiger Daten fast ausschließlich die Auswirkungen des konsultativen SoP. Insbesondere liegen bisher keine Arbeiten zu den anderen im Rahmen des Modells betrachteten SoP-Varianten vor. Einzig die Studie von Wagner und Wenk (2010), welche eine negative Reaktion des Kapitalmarktes auf die Ankündigung einer möglichen Einführung des bindenden SoP in der Schweiz konstatiert, kann als Hinweis entsprechender negativer Folgen des nachvertraglichen bindenden SoP interpretiert werden.

Gemäß der Modellanalyse blieb das konsultative SoP wirkungslos. Die empirische Evidenz zu den Vergütungsfolgen des konsultativen SoP nimmt sich ebenfalls eher bescheiden aus. So konnte bisher weder ein genereller Einfluss des konsultativen SoP auf die Höhe oder das Wachstum der Vergütung festgestellt werden, noch scheint es eine Intensivierung des Zusammenhangs zwischen Vergütung und Unternehmensperformance bewirkt zu haben. Entsprechende Effekte konnten bisher nur für selektive Stichproben von Unternehmen mit hoher Ablehnungsquote, stark überhöhten Vergütungen oder schlechter Unternehmensperformance nachgewiesen werden. Demgegenüber scheint das konsulta-

tive SoP in gewissem Maße zu einer Reduktion umstrittener Vergütungskomponenten beigetragen zu haben. Im Gegensatz zu den Modellresultaten kann das konsultative SoP damit zumindest nicht als vollständig wirkungslos betrachtet werden.

Eine offensichtliche Einschränkung empirischer Studien besteht darin, dass nur die Wirkung von Institutionen untersucht werden kann, die schon seit längerem in der Praxis implementiert sind. Demgegenüber besteht der Vorteil der theoretischen und experimentellen Forschung darin, dass auch Regelungen untersucht werden können, die entweder erst vor kurzem eingeführt wurden oder deren Einführung noch bevorsteht. Der nächste Abschnitt gibt deshalb einen Überblick über die Ergebnisse der experimentellen Forschung zum Thema SoP.

## 5 Experimentelle Studien zur Wirkung des SoP

### 5.1 Optionales vs. verpflichtendes SoP

Derzeit liegen lediglich zwei experimentelle Studien zum Thema vor. Eine erste Studie beschäftigt sich mit dem Vergleich des verpflichtenden und des optionalen SoP (Bowlin et al. 2010). Eine zweite Studie untersucht die Vorteilhaftigkeit verschiedener nachvertraglicher SoP-Designs mit unterschiedlichen Rechtsfolgen (Göx et al. 2010).

Bowlin et al. (2010) untersuchen, ob das nachvertragliche konsultative SoP das Vertrauen von Aktionären in die Unternehmung steigert und in der Folge zu höheren Investitionen führt. Die Studie basiert auf einer Variation des 3-Spieler Trust Game von Hales und Williamson (2009).<sup>40</sup> In einer ersten Stufe wird das Spiel ohne SoP absolviert. In einer zweiten Stufe wird ein konsultatives nachvertragliches SoP eingeführt. Eine wesentliche Manipulation des Experiments stellt die „Intentionalität“ des SoP dar. Dazu wird den Probanden in unterschiedlichen Treatments mitgeteilt, ob das SoP gesetzlich vorgeschrieben ist oder den Aktionären freiwillig durch das Kontrollorgan zugestanden wird. Bowlin et al. (2010) führen diese Manipulation durch, weil sie vermuten, dass ein freiwillig zugestandenes SoP besser geeignet ist, Vertrauen zu schaffen weil es dem Kontrollorgan die Möglichkeit gibt, seine Vertrauenswürdigkeit zu signalisieren.

Die Studie testet die unterstellten Zusammenhänge zwischen SoP, Vertrauen und Investitionstätigkeit mittels eines Strukturgleichungsmodells. Wie vermutet, stärkt das SoP die Wahrnehmung der prozeduralen Fairness und das Vertrauen der Aktionäre in das Kontrollorgan, was wiederum zu höheren Investitionen führt. Die Intentionalität von SoP scheint dabei ebenfalls eine entscheidende Rolle zu spielen. So führt das freiwillig zugestandene SoP zu einer stärker empfundenen prozeduralen Fairness und zu einem stärkeren Vertrauen in das Kontrollorgan, was wiederum einen positiven Einfluss auf die Höhe der Investition hat. Analog wird gezeigt, dass die Missachtung der Willensäußerung der Aktionäre durch das Kontrollorgan die Vertrauensbasis schädigt. Die Autoren verstehen ihre Resultate als Argument gegen die aktuelle Tendenz verschiedener Länder, SoP per Gesetz verbindlich vorzuschreiben, da derartige Regelungen dem Kontrollorgan die Option nehmen, den Aktionären ihre Vertrauenswürdigkeit durch die freiwillige Gewährung des Abstimmungsrechts zu signalisieren.

## 5.2 Nachvertragliches SoP mit divergierender Rechtsfolge

Göx et al. (2010) untersuchen die Eignung verschiedener nachvertraglicher SoP-Designs als Instrument zur Einschränkung überhöhter Vergütungen unter Berücksichtigung der Investitionsanreize des Managements. Das Kernproblem des Experiments besteht darin, dass nachträgliche Eingriffe in bestehende Vertragsverhältnisse die Anreize des CEO zur zielkongruenten Projektauswahl zerstören können. Als Konsequenz bewirken SoP-Formen mit bindender Rechtsfolge einen Trade-off zwischen der wirksamen Einschränkung einer überhöhten CEO-Vergütung und der Motivation des CEO zur optimalen Projektwahl. Diese Situation wird insbesondere dann problematisch, wenn sich die Aktionäre opportunistisch verhalten, um ihren Residualanspruch zu erhöhen.

Das Experiment basiert auf einem einfachen Spiel in dem ein CEO über einen Anreizkontrakt motiviert wird, eine riskante Investitionsentscheidung im Einklang mit den Interessen der Aktionäre zu treffen. Nach Vornahme der Investitionsentscheidung und Realisation der Ergebnisse können die Aktionäre über den Bonus des CEO abstimmen. Die Aufgabe des CEO besteht darin, zwischen einem sicheren und einem riskanten Projekt zu wählen. Das riskante Projekt generiert im Erfolgsfall (Misserfolgsfall) einen höheren (tieferen) Cashflow als das sichere Projekt. Die Motivation des CEO erfolgt mittels eines erfolgsabhängigen Bonusplans, der dem CEO bei Wahl des risikofreien Projektes lediglich ein Fixum und bei Wahl des riskanten Projektes ein Fixum und einen vom Erfolg des Projektes abhängigen Bonus zugesteht.<sup>41</sup> Den Aktionären wird eine Dividende ausgezahlt, die einem fixen Prozentsatz des Projektwertes nach Abzug der CEO-Vergütung entspricht.

Das Spiel umfasst drei Stufen. Auf der ersten Stufe (Projektselektion) erhält der CEO private Informationen über die Wahrscheinlichkeitsverteilung des riskanten Projektes und trifft die Projektauswahl. Auf der zweiten Stufe (Bonusforderung) unterbreitet der CEO im Falle einer Entscheidung für das riskante Projekt den Aktionären seine zustandbedingten Bonusforderungen für den Erfolgs- und Misserfolgsfall. Auch wenn das Kontrollorgan in dem Experiment nicht explizit modelliert wird, ist diese Situation ökonomisch äquivalent mit einem Kontrollorgan im Sinne von Bebchuk und Fried (2003), das im Einklang mit den Interessen des Managements handelt. Diese Situation erlaubt es dem CEO, die Höhe des Bonus bei gegebener Struktur des Anreizvertrages innerhalb bestimmter Schranken selbst zu bestimmen. Auf der dritten Stufe (Abstimmung) werden die Projektzahlungen realisiert und den Aktionären die Möglichkeit der Abstimmung über den Bonus des CEO gegeben. Dabei werden vier unterschiedliche Abstimmungsformen betrachtet: Die Aktionäre können entweder nicht (kein SoP), konsultativ (konsultatives SoP), mit bindender Wirkung (bindendes SoP) oder nur im Misserfolgsfall mit bindender Wirkung (bedingtes SoP) über den Bonus des CEO abstimmen.

Die Gleichgewichtsanalyse des Spiels zeigt, dass ein rationaler CEO ohne SoP immer die optimale Investitionsentscheidung trifft, gleichzeitig aber auch immer den maximalen Bonus durchsetzen kann. Dieses Problem kann mit Hilfe des bindenden SoP eingeschränkt werden, da es den Aktionären die Möglichkeit einräumt, exzessive Bonusforderungen ex post zu reduzieren. Diese Kontrolloption wird allerdings durch den Verlust der Durchsetzbarkeit des Anreizkontraktes erkaufte. Das bindende SoP bietet den Aktionären nämlich Anreize, nach Vornahme der Investition den Bonus des CEO zu kürzen, um auf diese Weise ihre Dividenden zu erhöhen. Antizipiert der CEO die Gefahr der nachträglichen

Kürzung seines Bonusanspruchs durch die Aktionäre, wirkt sich dies negativ auf seine Investitionsanreize aus. Da der CEO damit rechnen muss, dass ihm der Bonus im Nachhinein verweigert wird, besteht seine dominante Strategie darin, von vornherein das risikofreie Projekt zu wählen, um so wenigstens das Fixum zu erhalten. Folglich zerstört das bindende SoP die Investitionsanreize des CEO immer dann, wenn es aus Sicht der Aktionäre optimal wäre, das riskante Projekt zu wählen.

Wie im theoretischen Model aus Abschn. 3 ist das konsultative SoP ökonomisch äquivalent zu einer Welt ohne SoP. Dies erlaubt den Aktionären, ihr Missfallen gegenüber einer zu hohen CEO Vergütung zu äußern. Eine Reduktion derselben können sie aber nicht durchsetzen, weil das befangene Kontrollorgan das Abstimmungsergebnis nicht beachten muss. Ein bedingtes SoP, bei dem die Aktionäre nur im Misserfolgsfall abstimmen können, ist demgegenüber zur Einschränkung der Vergütung geeignet, ohne die Investitionsanreize zu beeinträchtigen. Da dieses den Bonus des CEO im Erfolgsfall (nicht aber im Misserfolgsfall) vor dem nachträglichen Zugriff der Aktionäre schützt, wirkt es sich unter den Bedingungen des Modells nicht schädlich auf die Projektselektionsanreize aus. Zudem beschränkt das bedingte SoP die Bonuszahlungen im Misserfolgsfall und stärkt damit gleichzeitig den Zusammenhang zwischen Entlohnung und Unternehmenserfolg.

Die aus der Gleichgewichtsanalyse abgeleiteten Vorhersagen hinsichtlich der zielkonformen Projektselektion, der Bonusforderungen, der CEO-Vergütung und des Unternehmensgewinns werden in einem Laborexperiment mit 250 Probanden überprüft. Den Probanden wird zu Beginn des Spiels zufällig entweder die Rolle eines CEO oder eines Aktionärs zugewiesen. Das Experimentaldesign umfasst drei Treatments, in denen die Aktionäre über den Bonus des CEO abstimmen können (konsultatives SoP, bindendes SoP, bedingtes SoP). Diese Varianten werden mit einem Baseline-Treatment verglichen, in dem die Aktionäre kein Abstimmungsrecht besitzen (kein SoP).

Die Resultate des Experiments bestätigen im Wesentlichen die theoretischen Vorhersagen. Weder das konsultative noch das bedingte SoP wirken sich negativ auf die Investitionsanreize des CEO aus. Demgegenüber führt das bindende SoP zu einer signifikant höheren Anzahl ineffizienter Investitionsentscheidungen. Entgegen den theoretischen Vorhersagen induzieren jedoch sowohl das konsultative SoP als auch das bedingte SoP im Erfolgsfall höhere Bonusforderungen des CEO. Der CEO scheint die Tatsache, dass die Aktionäre ohne bindende Rechtsfolge über seine Vergütung abstimmen können, als Aufforderung zu interpretieren, höhere Bonusforderungen zu stellen als ohne SoP.

Das Experiment zeigt weiter, dass weder das konsultative noch das bedingte SoP einen Einfluss auf die Höhe der CEO-Vergütung oder den Unternehmenswert haben. Allerdings beeinflusst das bedingte SoP aufgrund der asymmetrischen Behandlung der Bonuszahlung im Erfolgs- und Misserfolgsfall die Struktur der CEO-Vergütung. Dies führt analog zu den Ergebnissen der in Abschn. 4 diskutierten empirischen Studien zu einer Stärkung des Zusammenhangs zwischen Entlohnung und Unternehmenserfolg. Insgesamt zeigt sich, dass einzig das bindende SoP geeignet ist, überhöhte Bonusforderungen des CEO wirksam zu begrenzen. Dafür bezahlen die Aktionäre allerdings den Preis einer suboptimalen Investitionspolitik. Die Autoren zeigen in einer Erweiterung ihres Basisexperiments, dass dieses Resultat selbst dann erhalten bleibt, wenn Aktionäre und Manager über mehrere Perioden interagieren.

### 5.3 Zusammenfassende Würdigung der experimentellen SoP-Studien

Vor dem Hintergrund einer weltweit zunehmenden Tendenz zur gesetzlichen Regulierung von Vergütungsfragen zeichnen die experimentellen Studien ein eher ernüchterndes Bild des vom SoP zu erwartenden Nutzens. Zum einen weist das Experiment von Bowlin et al. (2010) auf Nachteile einer gesetzlich verbindlichen Regelung des SoP hin, weil dieses den Unternehmen die Option nimmt, den Aktionären ihre Vertrauenswürdigkeit zu signalisieren.

Zum anderen zeigt die Studie von Göx et al. (2010), dass ein nachvertragliches bindendes SoP überhöhte Vergütungen zwar wirksam begrenzen kann, aber aufgrund der dysfunktionalen Investitionsanreize auch den Aktionären schadet und deshalb die ungünstigste aller untersuchten SoP-Formen darstellt. Alle anderen nachvertraglichen SoP-Designs beeinträchtigen zwar nicht die Investitionsanreize des CEO, führen aber im Vergleich zu einer Welt ohne SoP auch nicht zu einer Verbesserung der Position der Aktionäre.

Einschränkend bleibt anzumerken, dass bislang noch keine experimentellen Studien zur Wirkungsweise des vorvertraglichen SoP vorliegen. Künftige Experimente könnten versuchen, diese Lücke zu schließen und auf diese Weise die Vorhersagen des theoretischen Modells aus Abschn. 3 zu überprüfen.

## 6 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Vor dem Hintergrund der Einführung einer Vielzahl unterschiedlicher SoP-Varianten in den Ländern der Europäischen Union und den USA bietet dieser Beitrag eine ökonomische Analyse der wesentlichen Wirkungen unterschiedlicher SoP-Designs. Neben einer modellgestützten Untersuchung wird auch ein Überblick über Ergebnisse einschlägiger empirischer und experimenteller Studien zum Thema SoP gegeben.

Die Ergebnisse der Modellanalyse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Ein konsultatives SoP leistet aufgrund seiner mangelnden Durchsetzbarkeit unabhängig vom Zeitpunkt des Votums keinen Beitrag zur Reduktion der Managementvergütung. Es bewirkt aber auch keine Wohlfahrtsverluste relativ zu einer Welt ohne SoP.
- Ein nachvertragliches bindendes SoP induziert aufgrund der mangelnden Nachverhandlungsresistenz des Anreizkontraktes ein sequentielles Gefangenendilemma und damit den maximalen Wohlfahrtsverlust aller untersuchten SoP-Varianten. Aus Sicht der Aktionäre ist es gegenüber dem konsultativen SoP nur dann zu bevorzugen, wenn die Verhandlungsstärke des Kontrollgremiums relativ schwach ist.
- Sowohl das verpflichtende, vorvertragliche bindende SoP als auch das bedingt verpflichtende, nachvertragliche bindende SoP erlauben es den Aktionären, sich ex ante glaubhaft zu verpflichten, den vom Kontrollgremium vorgeschlagenen Vergütungsvertrag zu akzeptieren, wenn dies für sie vorteilhaft ist. Beide SoP-Formen sind aus Sicht der Aktionäre ökonomisch äquivalent und dominieren für jede mögliche Zielfunktion des Kontrollgremiums die anderen untersuchten SoP-Varianten.

Die meisten empirischen Studien untersuchen mangels Verfügbarkeit anderweitiger Daten das nachvertragliche konsultative SoP. Insgesamt fällt die empirische Evidenz zu dessen Vergütungsfolgen allerdings dürftig aus. So lässt sich weder ein genereller Einfluss des

konsultativen SoP auf das Niveau und die Struktur der Vergütung noch auf den Zusammenhang zwischen Vergütung und Unternehmensperformance feststellen. Entsprechende Wirkungen konnten lediglich für spezielle Stichproben von Unternehmen mit schlechter Performance oder stark überhöhter Vergütung nachgewiesen werden.

Auch die Ergebnisse der experimentellen Arbeiten sprechen nicht für die ökonomische Vorteilhaftigkeit von SoP. Einerseits wird auf ökonomische Nachteile einer gesetzlich verbindlichen SoP-Regelung gegenüber einer optionalen Anwendung von SoP hingewiesen. Andererseits bestätigen die experimentellen Befunde die Vorhersagen der Modellanalyse, gemäß denen ein nachvertragliches bindendes SoP mit erheblichen Wohlfahrtsverlusten verbunden ist. Weiter zeigen sie, dass andere Formen nachvertraglicher SoP bestenfalls neutral wirken, ohne aber erkennbare Vorteile im Vergleich zu einer Welt ohne SoP zu bieten.

Insgesamt zeigen die Ergebnisse dieses Beitrags die Bedeutung einer sorgfältigen Abwägung der ökonomischen Konsequenzen von SoP seitens der Regulatoren. Im Idealfall sollte dies geschehen, bevor die betreffenden Regeln eingeführt werden. Diese Empfehlung wird jedoch in der regulatorischen Praxis oftmals nicht oder nur in ungenügendem Maße beachtet.

Sowohl die Modellanalyse als auch die experimentellen Studien zeigen unerwünschte Nebenwirkungen des SoP auf, die in der regulatorischen Debatte bisher kaum Beachtung fanden. So wurde bisher übersehen, dass vor allem das nachvertragliche bindende SoP Anreize für die Aktionäre schaffen kann, ihren Nutzen auf Kosten des Unternehmens und anderer Stakeholder zu erhöhen und dadurch insgesamt Werte zu vernichten. Ironischerweise kann damit das eigentlich zum Aktionärsschutz gedachte Instrument des SoP bei falscher Ausgestaltung das Vermögen der Aktionäre nachhaltig verringern statt es zu erhöhen.

Unter den Bedingungen des Modells lassen sich überdies konkrete Handlungsempfehlungen zur zweckmäßigen Gestaltung des SoP ableiten. Sowohl das vorvertragliche bindende als auch das bedingt verpflichtende, nachvertragliche bindende SoP sind geeignet, die Mitwirkungsrechte der Aktionäre in Vergütungsfragen effektiv zu stärken, ohne gleichzeitig die mit dem nachträglich bindenden SoP verbundenen Fehlanreize auf Seiten der Aktionäre zu provozieren.

**Danksagung:** Die Autoren danken Ulf Schiller, Alfred Wagenhofer, zwei anonymen Gutachtern sowie Teilnehmern der Jahrestagung des Ausschusses für Unternehmensrechnung beim Verein für Sozialpolitik 2011 in Hannover für hilfreiche Anregungen und Diskussionsbeiträge.

## Anmerkung

- 1 The Directors' Remuneration Report Regulations (2002).
- 2 EU-Kommission (2004, Abschn. II, Nr. 4.2, S. 57), keine Hervorhebung im Original.
- 3 Vgl. dazu im Detail EU-Kommission (2010a, b). Da der Bericht weder zwischen verschiedenen Board-Systemen, noch zwischen den Vergütungen von Vorstand und Verwaltungs- bzw. Aufsichtsratsmitgliedern unterscheidet, ist aus den Angaben der EU-Kommission nicht ersichtlich, in wie vielen Fällen die Aktionäre tatsächlich über die Vergütung der Geschäftsleitungsmitglieder abstimmen dürfen.

- 4 In Deutschland ist das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) seit dem 5. August 2009 in Kraft. Es ermöglicht, dass in börsennotierten Aktiengesellschaften auf Antrag der Verwaltung oder der Aktionäre nicht bindende Abstimmungen über die Angemessenheit der Vorstandsvergütung durchgeführt werden können (§ 120 Abs. 4 AktG), vgl. dazu auch Rapp et al. (2010).
- 5 Vgl. Bundesgesetzblatt (2009) sowie Döll (2009) für eine detaillierte Diskussion des Gesetzesinhalts. Rapp et al. (2010) weisen überdies darauf hin, dass Aktionäre die Abstimmung gemäß § 122 AktG per Minderheitsantrag beantragen, sofern sie 5 % beziehungsweise 500.000 € des Grundkapitals seit mindestens drei Monaten vor dem Tag der HV halten und den Antrag mindestens 30 Tage vor der HV stellen.
- 6 Initiativkomitee „gegen die Abzockerei“ (ohne Datum). Die Eidgenössischen Räte arbeiten derzeit noch an einem Gegenvorschlag aber spätestens im Jahre 2012 wird die Initiative dem Schweizer Stimmvolk definitiv zur Abstimmung vorgelegt werden.
- 7 The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Section 951.
- 8 Vgl. für eine ausführliche Diskussion der Vor- und Nachteile des SoP: Bainbridge (2009), Jones (2009), Kiviat (2008) und Mangan und Magnan (2010).
- 9 Im Unterschied zu Göx (2011b) ist die Zusammensetzung des Kontrollgremiums hier exogen gegeben. Es lässt sich jedoch zeigen, dass die Bestellung eines befugten Kontrollgremiums auf einer rationalen Entscheidung der Aktionäre beruhen kann.
- 10 Eine ausführliche Systematisierung sämtlicher SoP-Varianten findet sich unter Abschn. 2.2.
- 11 Um allfällige Interessenkonflikte abzumildern, empfiehlt die EU-Kommission, dass der Vergütungsausschuss mehrheitlich aus unabhängigen Mitgliedern bestehen sollte. Ein Mitglied gilt als unabhängig, wenn es „in keiner geschäftlichen, familiären oder sonstigen Beziehung zu der Gesellschaft, ihrem Mehrheitsaktionär oder deren Geschäftsführung steht, die einen Interessenkonflikt begründet, der sein Urteilsvermögen beeinflussen könnte“. EU-Kommission (2005, Abschn. III Nr. 13).
- 12 Entsprechend hält z. B. der 2009 mit Art. 1 (1) (VorstAG) eingeführte § 87 (1) des Aktiengesetzes den Aufsichtsrat an, die Bezüge so zu gestalten, „dass diese in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben und Leistungen des Vorstandsmitglieds sowie zur Lage der Gesellschaft stehen und die übliche Vergütung nicht ohne besondere Gründe übersteigen.“ Überdies müssen börsennotierte AGs die Vergütung „auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung“ ausrichten.
- 13 Vgl. dazu etwa DTI (1999), Cheffins und Thomas (2001) oder Döll (2009).
- 14 GlaxoSmithKline beispielsweise organisiert einen jährlichen Konsultationsprozess mit Aktionärsrepräsentanten, in dem über die Vorstandsvergütung und die Corporate Governance diskutiert werden, vgl. Mangan und Magnan (2010).
- 15 Siehe dazu auch Gordon (2009, S. 337). Er kategorisiert die möglichen Ausprägungen des SoP anhand von vier 0/1-Entscheidungen: „1) ‚before‘ versus ‚after‘; 2) ‚binding‘ versus ‚advisory‘; 3) ‚general‘ versus ‚specific‘ compensation plans, and 4) ‚mandatory‘ versus ‚firm-optional‘.“
- 16 Vgl. zu entsprechenden Vorschlägen im Detail Göx (2008b), Göx et al. (2010) und Göx (2011a).
- 17 Vgl. dazu Ertimur et al. (2011) und Gillan und Starks (2007).
- 18 Vgl. Lund (2010) für eine ausführliche Diskussion der Problematik des Abstimmungszeitpunktes. Lund sieht als Kernproblem nachvertraglicher Voten die Angst der Aktionäre, den CEO mit der nachträglichen Ablehnung der Vergütung zu verärgern und schliesst daraus, dass die Aktionäre nur bei sehr schlechter Unternehmensperformance gegen überhöhte Vergütungen stimmen, während bei guter Unternehmensleistung kaum Widerstand der Aktionäre zu erwarten ist.

- 19 Mangen und Mignan (2010) berichten von empirischen Studien nach denen Kontrollorgane im Durchschnitt nur zwischen 20 bis 47 % aller vergütungsbezogenen Initiativen, die über eine Aktionärsmehrheit verfügen, auch tatsächlich umsetzen.
- 20 Vgl. dazu im Detail EU-Kommission (2010a, b).
- 21 Ein bindendes Votum über die an die Geschäftsleitung ausgerichtete Vergütung gibt es nach einem Bericht der EU-Kommission (2010b) derzeit in Lettland und in Tschechien. Auch die in der Schweiz hängige Minder-Initiative sieht bindende ex post Voten vor, vgl. Initiativkomitee „gegen die Abzockerei“ (ohne Datum).
- 22 Vgl. zum LEN-Modell und seinen Annahmen etwa Wagenhofer und Ewert (2007, S. 132 ff.) oder Göx et al. (2002).
- 23 Vgl. etwa Kumar und Sivaramakrishnan (2008) und Schöndube-Pirchegger und Schöndube (2010) für zweistufige Agency-Modelle in denen die Aktionäre auf der ersten Stufe das Vergütungssystem des Kontrollgremiums gestalten, um Anreize zur Kontrolle des Managements zu setzen.
- 24 Vgl. für eine analoge Interpretation im Kontext eines Standard-Agency-Modells Dutta (2008) sowie Göx und Heller (2008).
- 25 Diese Interpretation deckt sich mit der Ansicht von Kritikern, welche die Höhe der Managementvergütungen primär auf Interessenkonflikte zwischen dem Kontrollgremium und den Aktionären zurückführen; vgl. dazu z. B. Bebchuk et al. (2002) sowie Bebchuk und Fried (2003, 2004).
- 26 Ein äquivalenter Ansatz zur Erfassung der Zielkongruenz zwischen Aktionären und Kontrollgremium unterstellt, dass das Kontrollgremium einen gewichteten Durchschnitt der Zielfunktionen von Prinzipal und Agent maximiert, siehe dazu etwa Drymiotis (2007), Kumar und Sivaramakrishnan (2008), Laux und Mittendorf (2011) oder Göx (2011b).
- 27 Vgl. dazu etwa Hermalin und Weisbach (1998) oder Adams und Ferreira (2007).
- 28 Siehe für entsprechende erweiterte Analysen etwa Laux und Mittendorf (2011) sowie Göx (2011b).
- 29 So lange Vermögenstransfers zwischen Prinzipal und Agent kostenlos möglich sind, gilt dies selbst dann, wenn das Kontrollgremium dem Management den gesamten Überschuss zubilligt. Werden etwa Festgehälter ab einer bestimmten Summe steuerlich diskriminiert oder anderweitig beschränkt, kann sich die veränderte Entscheidungsstruktur auch auf die variable Entlohnung auswirken. Siehe dazu im Detail Göx (2004, 2008a).
- 30 Im Allgemeinen kann das optimale Festgehalt in einem linearen Agency-Modell durchaus negativ sein, der Agent leistet in diesem Fall im Prinzip eine Pachtzahlung an die Unternehmenseigner. Siehe für eine Diskussion der Bedingungen für diese in der Praxis kaum relevante Konstellation Göx (2004).
- 31 Diese Lösung wäre auch dann ein Gleichgewicht, wenn man entgegen der Modellannahmen zuließe, dass  $s^*(x) < \underline{s}$ . Unter diesen Bedingungen wäre es zwar für die Aktionäre rational, dem Manager eine unter der Mindestvergütung liegende Vergütung zu belassen. Diese Strategie würde jedoch die Teilnahmebedingung des Managers verletzen, weshalb auch unter diesen Bedingungen der optimale Entlohnungsvertrag aus Abschn. 3.2 im Gleichgewicht nicht zustande kommen kann.
- 32 Die Obergrenze von  $\bar{s}^* = \infty$  stellt sicher, dass die ex post realisierte Entlohnung bei sehr guter Performance nicht die vorab definierte Gehaltsobergrenze sprengt und damit das Commitment zerstört. Alternativ kann die Obergrenze auch in Abhängigkeit vom realisiertem Ergebnis defi-

niert werden. Im Modell wäre dann  $\bar{s}^* = s^*(x)$ , in der Praxis wäre dabei etwa an einen fixen Prozentsatz des realisierten Gewinns zu denken, vgl. dazu Göx (2008b, 2011a).

- 33 Cai und Walkling (2011) und Wagner und Wenk (2010).
- 34 Alissa (2009), Carter und Zamora (2009), Conyon und Sadler (2010) und Ferri und Maber (2010).
- 35 Burns und Minnick (2010) und Rapp et al. (2010).
- 36 Initiativkomitee „gegen die Abzockerei“ (ohne Datum).
- 37 Alissa (2009), Carter und Zamora (2009), Conyon und Sadler (2010) und Ferri und Maber (2010).
- 38 Untersucht wird der zeitlich verzögerte Einfluss der Ablehnungsrate auf i) das Salär, ii) die Barvergütung (d. h. Salär und Bonus), iii) die Gesamtvergütung des Vorstandsvorsitzenden (CEO) sowie iv) die Verwendung langfristiger Eigenkapitalanreize und Aktienoptionsprogramme zur Vergütung des CEO. Alle Einflüsse sind entweder statistisch nicht oder nur schwach statistisch signifikant.
- 39 Zum Untersuchungszeitpunkt war SoP in den USA noch nicht gesetzlich vorgeschrieben, sondern erfolgte nur auf Aktionärsantrag.
- 40 Siehe Bowlin et al. (2010) für eine detaillierte Spielbeschreibung.
- 41 Über die Kalibrierung der fixen und variablen Vergütungskomponenten wird sicher gestellt, dass ein rationaler CEO ohne SoP immer das zielkongruente Projekt wählt.

## Literatur

- Adams R, Ferreira D (2007) A theory of friendly boards. *J Financ* 62:217–250
- Alissa W (2009) Boards response to shareholders' dissatisfaction: the case of shareholders' say on pay in the UK. <http://ssrn.com/abstract=1412880>. Zugegriffen: 9. Aug. 2011
- Bainbridge SM (2009) Is ‚Say on Pay‘ justified? *Regulation* 32:42–47
- Bainbridge SM (2010) The corporate governance provision of Dodd-Frank. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 10–14. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1698898](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1698898). Zugegriffen: 4. Jan. 2011
- Bebchuk LA, Fried JM (2003) Executive compensation as an agency-problem. *J Econ Perspect* 17:71–92
- Bebchuk LA, Fried JM (2004) Pay without performance – the unfulfilled promise of executive compensation. Harvard University Press, Cambridge
- Bebchuk LA, Fried JM, Walker D (2002) Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. *Univ Chic Law Rev* 69:751–846
- Bowlin KO, Christ MH, Griffin JB (2010) Say-on-pay and the differential effects of voluntary versus mandatory regimes on investor perceptions and behavior. <http://ssrn.com/abstract=1659862>. Zugegriffen: 1. Dez. 2010
- Bundesgesetzblatt (2009) Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) vom 31. Juli 2009, Teil I, Nr. 50, Bonn, 4. Aug. 2009
- Burns N, Minnick K (2010) Does say on pay matter? Evidence from the U.S. [http://business.utsa.edu/finance/files/Burns\\_minnick\\_SOP.pdf](http://business.utsa.edu/finance/files/Burns_minnick_SOP.pdf)
- Cai J, Walkling RA (2011) Shareholders' say on pay: does it create value? *J Financ Quant Anal* 46:299–339
- Carter M, Zamora V (2009) Shareholder remuneration votes and CEO compensation design. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1004061](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1004061)
- Cheffins BR, Thomas RS (2001) Should shareholders have a greater say over executive pay? Learning from the US experience. *J Corp Law Stud* 1:277–316

- Conyon M, Sadler G (2010) Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: say on pay in the UK. *Corp Gov Int Rev* 18:296–312
- Döll M (2009) Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue deutsche Regelung. Johann Wolfgang Goethe-Universität, Institute for Law and Finance Working Paper Series No. 107
- Drymiotis G (2007) The monitoring role of insiders. *J Account Econ* 44:359–377
- DTI (1999) Director's remuneration. A consultative document. DTI, London
- Dutta S (2008) Managerial expertise, private information, and pay-performance sensitivity. *Manag Sci* 54:429–442
- Ertimur Y, Ferri F, Muslu V (2011) Shareholder activism and CEO pay. *Rev Financ Stud* 24:535–592
- EU-Kommission (2004) Empfehlung 2004/913/EG der Kommission vom 14. Dezember 2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften. *Amtsbl Eur Union L* 385:55–59
- EU-Kommission (2005) Empfehlung 2005/162/EG der Kommission vom 15. Februar 2005 zu den Aufgaben von nicht geschäftsführenden Direktoren/Aufsichtsratsmitgliedern börsennotierter Gesellschaften sowie zu den Ausschüssen des Verwaltungs-/Aufsichtsrats. *Amtsbl Eur Union L* 52:51–63
- EU-Kommission (2010a) Bericht über die Umsetzung der Empfehlung 2009/385/EG der Kommission zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (Empfehlung zur Direktorenvergütung 2009) durch die EU-Mitgliedstaaten. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/directors-remun/com-2010-285-2\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/com-2010-285-2_de.pdf). Zugegriffen: 2. Aug. 2011
- EU-Kommission (2010b) Begleitdokument zum Bericht über die Umsetzung der Empfehlung 2009/385/EG der Kommission zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (Empfehlung zur Direktorenvergütung 2009) durch die EU-Mitgliedstaaten. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/directors-remun/sec-2010-670-2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/sec-2010-670-2_en.pdf). Zugegriffen: 2. Aug. 2011
- Ferri F, Maber D (2010) Say on pay votes and CEO compensation: evidence from the UK. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1420394](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1420394). Zugegriffen: 29. Juli 2011
- Gillan S, Starks LT (2007) The evolution of shareholder activism in the United States. *J Appl Corp Financ* 19:55–73
- Gordon JN (2009) Say on pay; cautionary notes on the U.K. experience and the case for shareholder opt-in. *Harv J Legis* 46:323–367
- Göx RF (2004) Erfolgsabhängige Gehälter, Belohnung für den Zufall und der Einfluss des Managements auf die Gestaltung seines eigenen Vergütungssystems. *Schmalenbach Z Betriebswirtsch Forsch* 51(Sonderheft):27–55
- Göx RF (2008a) Tax incentives for inefficient executive pay and reward for luck. *Rev Account Stud* 13:452–478
- Göx RF (2008b) Ökonomische Konsequenzen einer verstärkten Regulierung von Managergehältern, Max Boemle – Festschrift zum 80. Geburtstag. Verlag SKV, Zürich, 184–204
- Göx RF (2011a) Die Höhe der Managerlöhne in großen Schweizer Publikumsaktiengesellschaften: Problemfall oder drohende Überregulierung? In: Osterloh M, Rost K (Hrsg) „Der Anstieg der Managementvergütung: Markt oder Macht?“ Sonderheft Die Unternehmung. *Swiss J Bus Res Pract* 65(Sonderband 1):51–80
- Göx RF (2011b) Say on pay design, executive pay, and board dependence, Working paper, University of Fribourg
- Göx RF, Heller U (2008) Risiken und Nebenwirkungen der Offenlegungspflicht von Vorstandsbezügen, Individual- vs. Kollektivausweis. *Schmalenbach Z Betriebswirtsch Forsch* 60:98–123
- Göx RF, Budde J, Schöndube JR (2002) Das lineare Agency Modell bei asymmetrischer Information über den Agentennutzen. *Z Betriebswirtsch* 72:65–79

- Göx RF, Imhof F, Kunz AH (2010) Say on pay and its repercussion on CEO investment incentives, compensation, and firm profit. <http://ssrn.com/abstract=1588682>. Zugegriffen: 5. Sept. 2011
- Hales J, Williamson MG (2009) Implicit employment contracts: the limits of management reputation for promoting firm productivity. *J Account Res* 48:147–176
- Hermalin BE, Weisbach MS (1998) Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *Am Econ Rev* 88:96–118
- Initiativkomitee „gegen die Abzockerei“ (ohne Datum) Eidgenössische Volksinitiative „gegen die Abzockerei“ Initiativtext. <http://www.volksinitiative-gegen-die-abzockerei.ch/Initiativtext.pdf>. Zugegriffen: 7. Aug. 2010
- Jones D (2009) CEOs openly oppose push for say-on-pay by shareholders. *USA Today*, 7/17/2009
- Kiviat B (2008) Giving investors a say on CEO pay. *Time*, 4/9/2008
- Kumar P, Sivaramakrishnan K (2008) Who monitors the monitor? The effect of board independence on executive compensation and firm value. *Rev Financ Stud* 21:1371–1401
- Laux V, Mittendorf B (2011) Board independence, executive pay, and the adoption of pet projects. *Erschein Contemp Account Res*. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1699504](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699504). Zugegriffen: 9. Aug. 2011
- Lund A (2010) Say on pay's bundling problems. *Erschein Ky Law J*. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1598384](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1598384). Zugegriffen: 21. Sept. 2011
- Mangen C, Magnan M (2010) Say on pay: much ado about nothing. Working paper, John Molson School of Business, Concordia University, Montreal Canada
- Rapp SM, Sperling M, Wolff M (2010) Wer fragt die Aktionäre? – Abstimmung über das Vorstandsvergütungssystem: Erfahrungen aus der HV-Saison 2010. <http://ssrn.com/abstract=1723155>. Zugegriffen: 8. Jan. 2011
- Schöndube-Pirchegger B, Schöndube JR (2010) On the appropriateness of performance-based compensation for supervisory board members – an agency theoretic approach. *Eur Account Rev* 19:817–835
- The Directors' Remuneration Report Regulations (2002) <http://www.opsi.gov.uk/si/si2002/20021986.htm>. Zugegriffen: 7. Jan. 2011
- The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, H.R. 4173, 11th Congress, Pub. L. No. 111–203
- Wagenhofer A, Ewert R (2007) *Externe Unternehmensrechnung*, 2. Aufl. Springer, Berlin
- Wagner AF, Wenk C (2010) Say on pay in Switzerland: binding say on pay and its impact on shareholder value. [http://www.pwc.ch/user\\_content/editor/files/publ\\_tls/pwc\\_excomp\\_sayonpay\\_100927.pdf](http://www.pwc.ch/user_content/editor/files/publ_tls/pwc_excomp_sayonpay_100927.pdf). Zugegriffen: 19. März 2011

### **Say on Pay: design options, economic consequences, and insights from empirical and experimental studies**

**Abstract:** Most countries of the European Union as well as the US recently introduced shareholder votes on the remuneration of executives, also referred to as “Say on Pay” (SoP). Interestingly, legislators in different jurisdictions opted for quite dissimilar voting right regimes. We provide an overview of the main regulatory approaches and discuss the potential impact of variations in SoP design on the structure of compensation contracts and the utility of shareholders and executives. We find that pre-contractual SoP and conditional post-contractual SoP with binding consequences are in the best interest of shareholders. By contrast, advisory SoP typically suffers from lacking enforceability. We also find that post-contractual SoP with binding consequences results in efficiency losses because it fuels moral hazard on the part of shareholders. We complement the theoretical analysis with a discussion of recent empirical and experimental studies on Say on Pay.

**Keywords:** Executive compensation · Pay for performance · Regulation · Say on pay